

Ставка на дивиденд

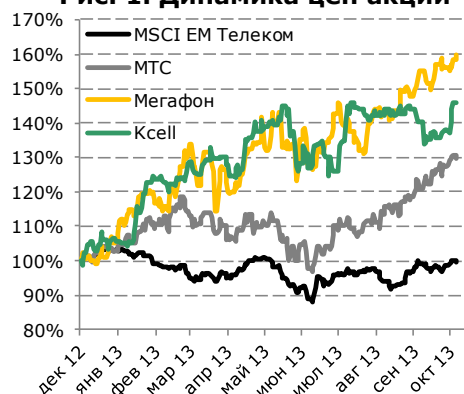
22 октября 2013 г.

Бакай Мадыбаев
bakaim@halykbank.kz
+7(727)330 0153

GDR Kcell на LSE: Покупать		
Последняя цена (21.10.13)	\$	16.4
Справедливая цена	\$	16.5
Ожидаемый дивиденд	\$	2.00
Дивидендная доходность		12.2%
12-мес. целевая цена	\$	16.7
Потенциал роста		1.9%
Общая 12-мес. доходность		14.1%
Макс за 52-нед	\$	16.6
Мин за 52-нед	\$	10.5
Тикер		KCEL LI

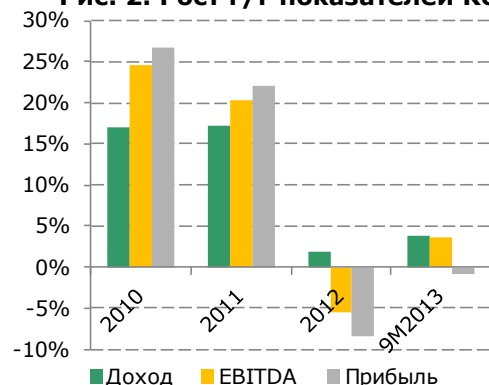
Акции Kcell на KASE: Покупать		
Последняя цена (21.10.13)	KZT	2,450
Справедливая цена	KZT	2,465
Ожидаемый дивиденд	KZT	307
Дивидендная доходность		12.5%
12-мес. целевая цена	KZT	2,496
Потенциал роста		1.9%
Общая 12-мес. доходность		14.4%
Макс за 52-нед	KZT	2,495
Мин за 52-нед	KZT	1,578
Тикер		KCEL KZ

Рис. 1. Динамика цен акций



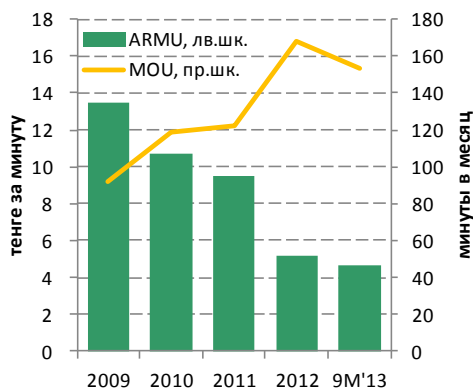
Источник: Bloomberg

Рис. 2. Рост г/г показателей Kcell

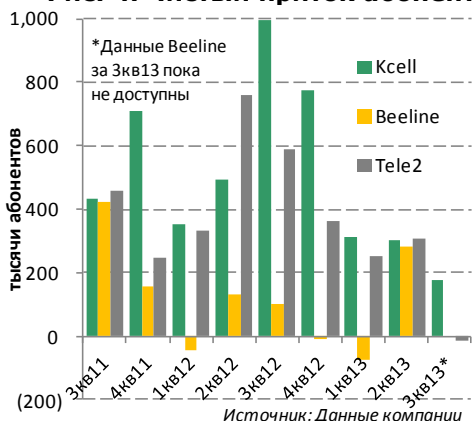


Источник: Данные компании

- Рост слабый, но прибыльность в порядке.** Согласно финансовым результатам за 9M2013, опубликованным на прошлой неделе, доходы Kcell выросли на 3,7% г/г, а прибыль снизилась на 0,8% г/г (Рис. 2). Рост доходов от услуг по передаче данных (+41%) позволил компании компенсировать небольшое снижение доходов от голосовой связи (-0,9%). Компания сохранила маржу EBITDA выше 55%, а маржа прибыли немного снизилась до 32,7% с 34,2% в 9M2012, в основном из-за процентных расходов по долгу, привлеченному компанией год назад.
- Снижение доходов голосовой связи, рост доходов от передачи данных.** В третьей четверти доходы от голосовой связи снизились на 3,1% в связи с падением выручки от исходящих звонков (-7,8%), что было частично компенсировано повышением на 14% доходов от интерконнекта. Снижение доходов отражает сокращение потребления: количество использованных в месяц минут на абонента (MOU) снизилось на 12% г/г, несмотря на снижение на 11% средней цены минуты разговора (ARMU) за 9M2013 относительно 9M2012 (Рис. 3). Рост доходов от услуг по передаче данных продолжился высокими темпами - 43,7% г/г в третьем квартале 2013 года. Рост доходов от дополнительных услуг (VAS) также позволил компенсировать снижение доходов от голосовой связи.
- В ожидании высоких дивидендов.** Согласно дивидендной политике Kcell, дивиденды могут быть использованы для поддержания оптимального уровня долговой нагрузки компании, измеряемой коэффициентом чистый долг / EBITDA. Учитывая, что данный коэффициент снизился до 0,24x, значительно ниже целевого диапазона в 0,5-0,9x, мы ожидаем, что Kcell выплатит 100% своей чистой прибыли за 2013 год в качестве дивидендов в июне 2014 года. По нашим оценкам, дивиденд составит около 307 тенге на акцию (\$2 на одну ГДР), или 12,2% к текущей цене акции.
- Смягчение ценовой конкуренции.** Рост абонентской базы Kcell замедлился до 12,3% г/г в сентябре 2013 года с 20,4% в июне вследствие насыщения рынка и конкуренции. По оценкам Kcell, уровень проникновения мобильной связи достиг 180%. Билайн, который стремительно терял долю рынка в пользу Tele2 в прошлом году, предложил агрессивный тарифный план FreeStyle и смог сравняться с основными конкурентами по количеству привлеченных новых абонентов во втором квартале (Рис. 4). В последнее время Билайн решил смягчить свою стратегию по конкуренции, очевидно, для того, чтобы начать зарабатывать на плане FreeStyle. Tele2 также демонстрирует признаки смягчения конкуренции. Стараясь выйти на точку безубыточности, оператор допустил сокращение своей абонентской базы в третьем квартале текущего года, впервые с 2011 года, когда Tele2 вышел на казахстанский рынок. Алтел, единственный поставщик услуг LTE,

Рис. 3. Показатели ARMU и MOU


Источник: Данные компании

Рис. 4. Чистый приток абонентов


Источник: Данные компании

планирует запустить собственную сеть GSM в крупных городах страны к концу года, но, судя по собственным довольно консервативным планам роста, пока вряд ли представляет угрозу для крупных операторов. Однако, смягчение позиций игроков в третьем квартале может оказаться лишь временной передышкой от общей тенденции ужесточения конкуренции на насыщающемся рынке. Kcell уже рассматривает возможность продолжения тарифного плана, альтернативного плану FreeStyle, что может отрицательно сказаться на показателе среднего дохода от минуты разговора компании Kcell.

- Вклад регулирования в конкуренцию.** В августе ставки на интерконнект операторов Kcell и Beeline по решению суда попали под прямое регулирование. Ставки на интерконнект данных операторов выступали в качестве барьера для выхода новых игроков, таких как Tele2. Снижение ставок на интерконнект должно помочь Tele2 выйти на точку безубыточности. Кроме того, доходы и расходы от интерконнекта составляют около 15% и 13,6% от общей выручки Kcell, соответственно. Таким образом, сокращение ставок должно оказать несколько негативный эффект на прибыль Kcell. Тем не менее, принятие решения о ставках на интерконнект займет некоторое время, необходимое для проведения ценовой экспертизы и других процедур.
- Ставка на дивиденд.** Мы повысили предположения по дивидендным выплатам в нашей модели до 100% от прибыли для всех годов за исключением 2015, на который мы закладываем приобретение Alem Communications от TeliaSonera, которое может оказать давление на запас денежных средств. Мы также понизили маржу по административным расходам в наших прогнозах, так как компания продемонстрировала в третьем квартале, что она все еще может сокращать расходы на маркетинг и продажи (-9% г/г) в условиях конкуренции. Кроме того, мультипликаторы оценки сопоставимых компаний возросли значительно с момента нашего последнего отчета. В результате, наша оценка справедливой стоимости акций была повышена до \$16,5 за ГДР, а 12-месячной целевой цены – до \$16,7 за ГДР, что на 2% выше текущей рыночной цены в \$16,4. Текущая оценка акций Kcell по коэффициенту P/E в 8,0x значительно ниже оценки российских операторов: коэффициент P/E компаний Мегафон, Vimpelcom и МТС находится в диапазоне 10,7-12,6x, что, на наш взгляд, объясняется более сильными перспективами роста прибыли. Мы считаем, что потенциал роста цены акции Kcell является ограниченным и считаем акции привлекательными исключительно в качестве актива со стабильными и высокими дивидендами. Учитывая оценку общей ожидаемой доходности в 14,1% для ГДР и 14,4% для акций на KASE, которая в основном обеспечена 12,5% дивидендной доходностью, мы повышаем нашу рекомендацию для акций компании Kcell до «Покупать».

Рис. 5. Комбинированная оценка справедливой стоимости

Метод	Оценка	Вес
DCF	\$ 16.9	33.3%
DDM	\$ 14.9	33.3%
Сравн. по P/E	\$ 17.6	16.7%
Сравн. по EBITDA	\$ 17.8	16.7%
Комбин. оценка	\$ 16.50	

Приложение 1. Фактические и прогнозные показатели Kcell

	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	130,352	152,488	178,786	182,004	190,034	188,855	189,638	189,935
рост, %	4.0%	6.1%	17.2%	1.8%	4.4%	(0.6%)	0.4%	0.2%
Валовая прибыль	74,661	77,097	131,727	128,494	133,008	133,691	136,321	146,737
маржа, %	51.9%	50.5%	73.7%	70.6%	70.0%	70.8%	71.9%	77.3%
ЕБИТДА	56,353	53,442	105,794	100,683	104,503	103,475	104,082	112,549
маржа, %	39.1%	35.0%	59.2%	55.3%	55.0%	54.8%	54.9%	59.3%
рост, %	65.2%	(5.2%)	20.3%	(4.8%)	3.8%	(1.0%)	0.6%	8.1%
ЕБИТ	31,814	17,205	82,898	77,902	79,814	78,785	78,576	79,524
маржа, %	22.1%	11.3%	46.4%	42.8%	42.0%	41.7%	41.4%	41.9%
рост, %	136.6%	(45.9%)	21.3%	(6.0%)	2.5%	(1.3%)	(0.3%)	1.2%
Приб. от продолж. д-ти	6,729	6,788	66,858	61,828	61,451	61,962	60,991	61,397
маржа, %	4.7%	4.4%	37.4%	34.0%	32.3%	32.8%	32.2%	32.3%
рост, %	(45.4%)	0.9%	22.1%	(7.5%)	(0.6%)	0.8%	(1.6%)	0.7%

Источник: оценка ХФ, основанная на данных Kcell

Приложение 2. Сравнительный метод оценки

Аналогичные компании	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/ЕБИТДА		P/E	
			2012	2013	2012	2013
Развивающиеся рынки						
Mobile Telesystems	24.6	29.7	5.7	5.5	11.2	10.7
MegaFon	23.2	25.5	6.7	6.3	13.8	12.6
Vimpelcom	23.0	46.0	4.7	4.7	11.2	10.8
China Mobile Ltd	220.5	152.1	3.8	3.6	10.4	10.7
Sk Telecom, Co.	18.0	22.5	5.7	4.9	10.4	9.1
Turkcell	14.1	12.0	6.8	6.7	12.4	11.6
Etihad Etisalat	17.3	19.4	8.5	7.8	9.8	9.2
Total Access Communication	8.8	9.3	10.5	9.6	23.0	18.9
National Mobile Telecommunicator	3.4	3.7	3.4	3.4	10.4	10.3
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>			6.2	5.8	12.5	11.5
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>			5.7	5.5	11.2	10.7
Развитые рынки						
Vodafone Group Plc	178.9	223.8	9.4	11.2	14.7	15.0
Telefonica Sa	81.2	158.5	5.7	5.9	12.6	12.0
Deutsche Telecom	71.1	136.1	5.7	5.8	18.1	16.6
TeliaSonera	35.7	45.6	8.3	8.3	12.6	12.0
Swisscom Ag	26.8	36.1	7.6	7.8	14.9	14.6
Belgacom	10.4	13.3	5.6	5.7	11.5	12.7
Tele2 Ab	6.0	7.3	4.2	7.6	20.5	17.2
<i>Среднее по развитым рынкам</i>			6.6	7.5	15.0	14.3
<i>Медиана по развитым рынкам</i>			5.7	7.6	14.7	14.6
Оценка справедливой стоимости акций Kcell						
<i>Дисконт к медиане</i>			0%	0%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>			5.7	5.5	9.0	8.6
Чистая прибыль, млн. USD					412	410
ЕБИТДА, млн. USD			654	679		
EV, млн USD			3,715	3,737		
Чистый долг, млн USD			298	172		
Справедл. стоим. компании, млн USD			3,417	3,565	3,695	3,513
Справедл. стоим. акции, USD			17.1	17.8	18.5	17.6

Источник: Bloomberg, оценка ХФ

Раскрытие информации

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2013, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
Sabitkh@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
SabinaA@halykbank.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN <Go>