

## В поиске дополнительных источников дохода

21 июля 2014 г.

**Бакай Мадыбаев**  
[b.madybaev@halykfinance.kz](mailto:b.madybaev@halykfinance.kz)  
+7(727) 330-0153

### GDR Kcell на LSE: Держать

Последняя цена (17.07.14)	\$	15.8
Справедливая цена	\$	15.0
Ожидаемый дивиденд	\$	1.84
Дивидендная доходность		11.7%
12-мес. целевая цена	\$	15.2
Потенциал роста		(3.6%)
Общая 12-мес. доходность		8.1%
Макс за 52-нед	\$	17.8
Мин за 52-нед	\$	12.1
Тикер		KCEL LI

### Акции Kcell на KASE: Держать

Последняя цена (17.07.14)	KZT	2 890
Справедливая цена	KZT	2 750
Ожидаемый дивиденд	KZT	338
Дивидендная доходность		11.7%
12-мес. целевая цена	KZT	2 792
Потенциал роста		(3.4%)
Общая 12-мес. доходность		8.3%
Макс за 52-нед	KZT	2 942
Мин за 52-нед	KZT	2 129
Тикер		KCEL KZ

- **Общий доход вырос во 2кв'14 на 3,8% г/г**, из которых 2,5пп роста пришлось на продажи iPhone, которые компания запустила в мае 2014 года. Распространение продукции Apple способствовало повышению доходов Kcell от прочих услуг с Т0,14млрд в 1кв'14 до Т1,19млрд во 2кв'14. Компания заверила, что продажи не субсидируются, а, напротив, имеют положительную маржу прибыльности, хотя и не столь значительную, как основная деятельность компании.

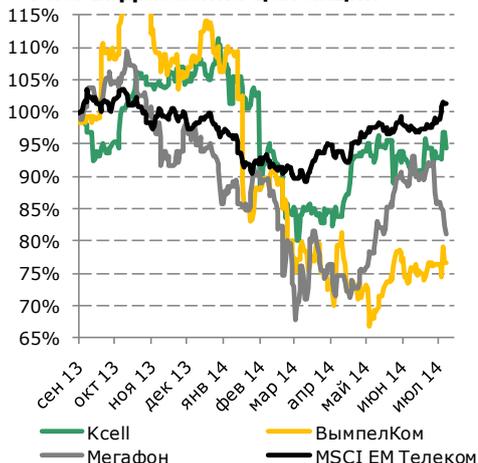
- **Новые источники дохода.** Мы ценим изобретательность компании в попытках поддержать дальнейший рост доходов через неосновную деятельность, как например, продажа iPhone-устройств. Kcell также поделился с прессой планами по другим непрофильным услугам и продуктам, например, внедрению мобильных платежей или продаже устройств считывания кредитных карт для смартфонов как дешевой альтернативы POS-терминалам. Конкретные сроки и детали пока не озвучены.

- **Доходы от голосовых услуг продолжают снижаться** - на 5,3% г/г во 2кв'14, т.к. и цены, и объемы потребления голосовых слуг сокращаются. В 1П'14 компания списала 1,5 млн. неактивных пользователей, так как все больше держателей нескольких SIM-карт начинают использовать только одного оператора благодаря относительно выровнявшимся ценам. Средняя цена за минуту разговора (ARMU) снизилась с 4,7 тенге в 2013 году до 4,4 тенге в 1П'14, но снизилась бы до 3,9 тенге, если исключить эффект от списания пользователей (Рис. 3). Среднее количество использованных одним пользователем в месяц минут (MOU) поднялось до 155 минут в 1П'14 со 150 минут в 2013 г., но снизилось бы до 138 минут, если исключить эффект от списания пользователей. Эффект от каннибализации со стороны услуг по передаче данных усиливается по мере роста проникновения смартфонов.

- **Рост доходов от передачи данных остается высоким и устойчивым** - свыше 40% г/г в первой половине 2014 года, благодаря увеличивающемуся спросу на пакетные тарифы по подключению к Интернет. Прирост доходов от передачи данных, несмотря на все еще небольшую долю в структуре доходов (18%), позволил компенсировать сокращение доходов от голосовой связи. Ситуация с планами регулятора к концу 2015 года предоставить возможность Kcell, Билайн и Tele2 приобрести лицензию на LTE остается неопределенной.

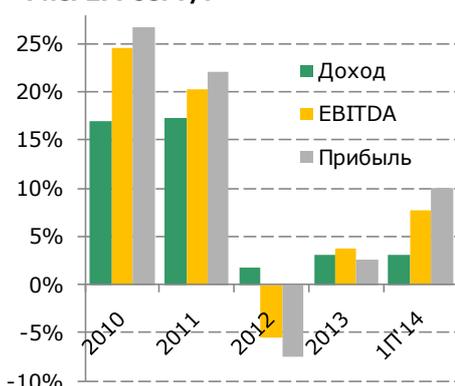
- **Маржа EBITDA остается высокой** - на уровне 57,5% в первой половине 2014 года, благодаря сокращению затрат по продажам и маркетингу на 25% г/г за счет снижения комиссий за прием платежей (Рис. 4). Компания ожидает, что маржа EBITDA снизится к концу года, в частности вследствие давления со стороны менее прибыльной деятельности по продажам iPhone-устройств, но останется около 55%. Маржа чистой прибыли выросла до 34,9% в

Рис. 1. Динамика цен акций



Источник: Bloomberg

Рис. 2. Рост г/г

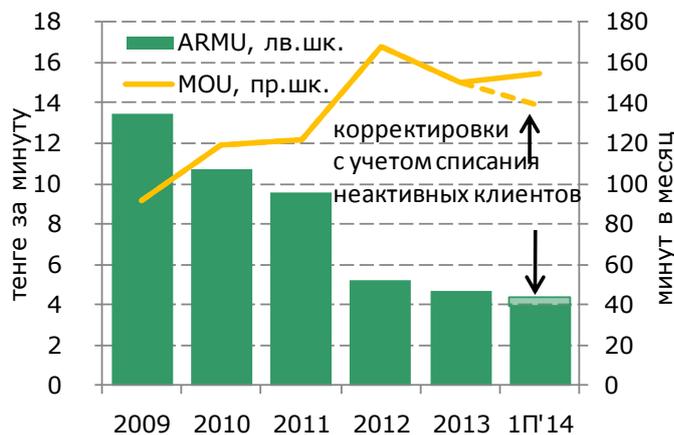


Источник: Данные компании

первом полугодии 2014 г. с 33,8% в 2013 г.

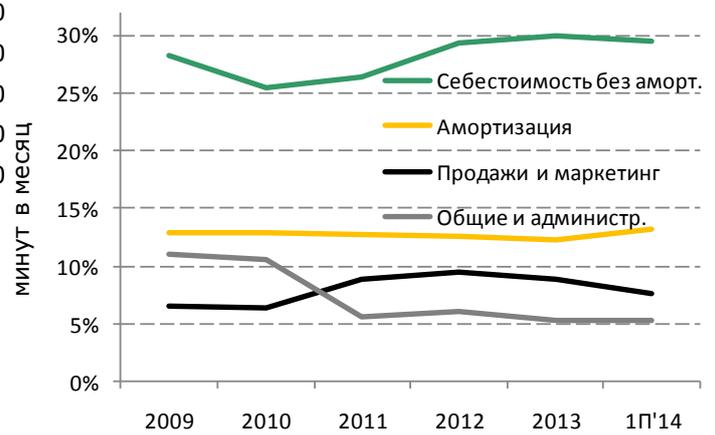
- **Прибыль на одну акцию (EPS) в 1П'14 выросла на 10,1% г/г до \$0,88** (161 тенге). EPS за последние 12 месяцев на конец июня 2014 г. выросла до \$1,81 на акцию (331 тенге), на 2,1% выше нашего прогноза на 2014 год в \$1,77 (324 тенге).
- **Долговая нагрузка осталась низкой** после распределения в июне 70% дивидендов за 2013 год в размере Т44млрд ([оставшиеся 30% будут выплачены в декабре](#)). Соотношение чистого долга к EBITDA составило 0,15x, значительно ниже целевого диапазона 0,5-0,9x, используемого для определения коэффициента выплаты дивиденда. Капитальные инвестиции составили всего 4,6% от доходов, но должны повыситься до 11-15% от доходов по итогам 2014 года. Устойчивая способность генерировать большой объем денежного потока, низкая долговая нагрузка и ограниченные капитальные инвестиции продолжают указывать на высокую вероятность выплаты 100% прибыли 2014 г. в качестве дивиденда, как и в прошлые годы. По нашим прогнозам, дивиденд в следующем году должен составить \$1,84 на акцию (338 тенге) или 11,6% к последней цене закрытия в \$15,8.

**Рис. 3. Показатели ARMU и MOU**



Источник: Данные компании

**Рис. 4. Расходы как % от доходов**



Источник: Данные компании

- **Конкуренция продолжает усиливаться.** Алтел, дочерняя компания Казахтелеком и единственный обладатель лицензии на LTE, запустила собственную сеть GSM в основных городах в мае, еще больше усилив конкуренцию. Однако, мы не считаем Altel основной угрозой для Kcell, учитывая довольно смешанный опыт Казахтелеком в мобильном секторе. Kcell также оповестил о предложении регулятора снизить ставку на интерконнект с текущих 11,05 тенге в минуту до 5,68 тенге в минуту к 2017 году, что ослабит преимущества Kcell как оператора с самой крупной долей рынка.
- **Внедрение MNP в 2015 году** может стать более весомым фактором для конкуренции на рынке. Однако, по словам Kcell, условия и сроки внедрения MNP остаются неясными. Пока компания не ожидает внедрения MNP раньше второй половины 2015 года и не может прогнозировать последствия.
- **Рекомендация.** Мы повысили наш прогноз доходов за 2014 год на 5,2 млрд. тенге, что является нашей оценкой вклада от продаж iPhone-устройств в совокупный доход. Вокруг остальных неосновных источников дохода сохраняется высокая неопределенность, и поэтому они не учитываются. Мы также

снизили наш прогноз по расходам на продажи и маркетинг как % от доходов, чтобы отразить недавние успехи компании в этой области. Мы также обновили модели оценки компании с учетом недавних выплат дивидендов. В результате, мы подняли нашу комбинированную оценку справедливой стоимости акций Kcell до \$15,0 за ГДР, а 12-месячную целевую цену после вычета дивиденда до \$15,2 за ГДР, на 4% ниже последней цены в \$15,8. Так как совокупная ожидаемая доходность по ГДР в 8,1%, и по акциям на KASE в 8,3% (включая дивидендную доходность в 11,7%) остались ниже требуемой доходности в 13,9%, мы сохраняем нашу рекомендацию «Держать» акции Kcell. Мы считаем привлекательной для покупки цену ниже \$15 по ГДР и 2750 тенге - по акцию на KASE.

- **Перспективы.** Хотя Kcell начал рассматривать альтернативные источники дохода в условиях замедления рынка, мы пока не ожидаем, что это изменит инвестиционный профиль компании. Акции Kcell остаются весьма привлекательным дивидендным активом, аналог которому тяжело найти на рынке, но, по нашему мнению, имеет ограниченный потенциал роста стоимости вследствие снижения использования мобильной голосовой связи, высокой насыщенности рынка, ужесточенной конкуренции и пока неопределенных перспектив неосновной деятельности.

**Рис. 5. Комбинированная оценка справедливой стоимости**

Метод	Оценка	Вес
DCF	2 738	33.3%
DDM	2 813	33.3%
Сравн. по P/E	2 930	16.7%
Сравн. по EBITDA	2 469	16.7%
<b>Комбин. оценка</b>	<b>2 750</b>	
Справедливая цена	2 750	
Ожидаемый дивиденд	338.1	
Дивидендная доходность	11.7%	
<b>12-мес. целевая цена</b>	<b>2 792</b>	
Потенциал роста	-3.4%	
<b>Общая 12-мес. доходность</b>	<b>8.3%</b>	

**Приложение 1. Фактическая и прогнозная финансовая отчетность Kcell**

млрд. тенге

	2009 A	2010 A	2011 A	2012 A	2013 A	2014 F	2015 F	2016 F
<b>Income Statement</b>								
<b>Sales</b>	<b>130.4</b>	<b>152.5</b>	<b>178.8</b>	<b>182.0</b>	<b>187.6</b>	<b>208.1</b>	<b>211.7</b>	<b>222.8</b>
Cost of sales (excl. depreciation)	36.9	38.8	47.1	53.5	56.3	65.4	65.5	58.1
<b>Gross Profit</b>	<b>93.4</b>	<b>113.7</b>	<b>131.7</b>	<b>128.5</b>	<b>131.3</b>	<b>142.7</b>	<b>146.3</b>	<b>164.8</b>
SG&A (excl. depreciation)	22.8	25.9	25.7	28.2	26.6	32.3	33.8	36.7
Other operating (income)/expense	0.1	(0.1)	0.2	(0.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>70.6</b>	<b>87.9</b>	<b>105.8</b>	<b>100.7</b>	<b>104.5</b>	<b>110.5</b>	<b>112.5</b>	<b>128.1</b>
Depreciation	16.8	19.6	22.9	22.8	23.1	23.1	23.5	35.5
<b>EBIT</b>	<b>53.8</b>	<b>68.4</b>	<b>82.9</b>	<b>77.9</b>	<b>81.4</b>	<b>87.4</b>	<b>89.0</b>	<b>92.5</b>
Financial expense	0.0	0.0	0.0	0.5	2.1	3.0	3.3	5.0
Financial (income)	(0.1)	(0.4)	(0.7)	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Pretax Income	53.8	68.8	83.6	77.4	79.3	84.5	85.7	87.6
Income taxes	10.6	14.0	16.8	15.6	16.1	16.9	17.1	17.5
<b>Profit</b>	<b>43.2</b>	<b>54.8</b>	<b>66.9</b>	<b>61.8</b>	<b>63.2</b>	<b>67.6</b>	<b>68.6</b>	<b>70.1</b>
<b>Balance Sheet</b>								
Cash	1.5	5.2	1.4	3.1	18.9	3.7	3.7	3.9
Short-term investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts receivable, net	12.8	9.0	14.0	16.0	10.4	16.3	16.6	17.5
Inventories	0.8	1.0	1.8	1.0	0.5	2.2	2.0	1.7
Other current assets	0.1	1.3	2.2	0.0	0.0	5.8	8.2	9.7
<b>Total Current Assets:</b>	<b>15.2</b>	<b>16.6</b>	<b>19.4</b>	<b>20.0</b>	<b>29.8</b>	<b>28.0</b>	<b>30.5</b>	<b>32.8</b>
PP&E, net	86.7	89.0	100.4	110.3	112.4	105.8	160.3	163.2
Other long-term assets	14.2	14.5	6.8	3.1	3.1	6.8	6.8	6.8
Intangibles	13.5	18.3	18.4	16.1	14.0	18.4	18.4	18.4
<b>Total Assets:</b>	<b>129.5</b>	<b>138.4</b>	<b>145.0</b>	<b>149.6</b>	<b>159.3</b>	<b>159.0</b>	<b>216.0</b>	<b>221.1</b>
Short-term debt	0.0	0.0	0.0	49.0	24.7	19.1	78.7	68.3
Accounts payable	19.7	12.7	11.7	28.4	30.7	34.0	30.5	23.9
Advances received	5.8	7.2	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current liabilities	0.7	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Current Liabilities:</b>	<b>26.1</b>	<b>20.2</b>	<b>19.3</b>	<b>77.3</b>	<b>55.4</b>	<b>53.1</b>	<b>109.1</b>	<b>92.2</b>
Long-term debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred tax liabilities	4.0	4.1	4.0	5.1	5.2	4.0	4.0	4.0
<b>Total Liabilities:</b>	<b>30.4</b>	<b>24.8</b>	<b>23.8</b>	<b>83.4</b>	<b>62.1</b>	<b>57.6</b>	<b>113.6</b>	<b>96.7</b>
Capital	3.9	3.9	3.9	33.8	33.8	33.8	33.8	33.8
Retained earnings	94.3	107.5	116.3	32.4	63.4	67.6	68.6	90.6
Non-controlling interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Equity:</b>	<b>98.2</b>	<b>111.4</b>	<b>120.3</b>	<b>66.2</b>	<b>97.2</b>	<b>101.4</b>	<b>102.4</b>	<b>124.4</b>
<b>Total Liabilities and Equity:</b>	<b>128.7</b>	<b>136.2</b>	<b>144.0</b>	<b>149.6</b>	<b>159.3</b>	<b>159.0</b>	<b>216.0</b>	<b>221.1</b>

**Приложение 2. Фактическая и прогнозная финансовая отчетность Kcell**

млрд. тенге

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Sales	130	152	179	182	188	208	212	223
% growth		17.0%	17.2%	1.8%	3.1%	10.9%	1.7%	5.2%
Gross profit	93	114	132	128	131	143	146	165
% margin	71.7%	74.6%	73.7%	70.6%	70.0%	68.6%	69.1%	73.9%
EBITDA	71	88	106	101	105	110	112	128
% margin	54.2%	57.7%	59.2%	55.3%	55.7%	53.1%	53.1%	57.5%
% growth		24.6%	20.3%	(4.8%)	3.8%	5.7%	1.8%	13.9%
EBIT	54	68	83	78	81	87	89	93
% margin	41.3%	44.8%	46.4%	42.8%	43.4%	42.0%	42.0%	41.5%
% growth		27.1%	21.3%	(6.0%)	4.5%	7.4%	1.8%	4.0%
Profit	43	55	67	62	63	68	69	70
% margin	33.1%	35.9%	37.4%	34.0%	33.8%	32.5%	32.4%	31.4%
% growth		26.8%	22.1%	(7.5%)	2.5%	6.7%	1.4%	2.1%
<b>Rates of return</b>								
ROE	44.0%	49.2%	55.6%	93.4%	65.0%	66.7%	67.0%	56.3%
ROA	33.4%	39.6%	46.1%	41.3%	39.7%	42.5%	31.8%	31.7%
<b>Interest Coverage</b>								
EBITDA / Interest expense				195.1x	49.3x	37.1x	33.6x	25.4x
EBIT / Interest expense				151.0x	38.4x	29.4x	26.6x	18.4x
[EBITDA - Capex] / Interest expense				143.3x	38.5x	28.8x	10.3x	17.8x
<b>Liquidity</b>								
Current ratio	0.6x	0.8x	1.0x	0.3x	0.5x	0.5x	0.3x	0.4x
Quick ratio	0.5x	0.7x	0.8x	0.2x	0.5x	0.4x	0.2x	0.2x
Cash ratio	0.1x	0.3x	0.1x	0.0x	0.3x	0.1x	0.0x	0.0x
<b>Activity</b>								
Net fixed assets turnover	1.5x	1.7x	1.8x	1.6x	1.7x	2.0x	1.3x	1.4x
Sales/Invested capital	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.8x	1.8x	1.2x	1.2x
Assets turnover	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x	1.3x	1.0x	1.0x
<b>Leverage*</b>								
Net debt / EBITDA	0.0x	-0.1x	0.0x	0.5x	0.1x	0.1x	0.7x	0.5x
Debt / Equity	0.0x	0.0x	0.0x	0.7x	0.3x	0.2x	0.8x	0.5x
Liabilities / Equity	0.3x	0.2x	0.2x	1.3x	0.6x	0.6x	1.1x	0.8x
Equity / Assets	0.8x	0.8x	0.8x	0.4x	0.6x	0.6x	0.5x	0.6x
<i>*all recorded at book value</i>								
<b>DuPont Analysis</b>								
Return on sales	33.1%	35.9%	37.4%	34.0%	33.8%	32.5%	32.4%	31.4%
Assets turnover	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x	1.3x	1.0x	1.0x
Assets leverage	1.3x	1.2x	1.2x	2.3x	1.6x	1.6x	2.1x	1.8x
Return on equity	44.0%	49.2%	55.6%	93.4%	65.2%	66.7%	67.0%	56.3%

**Приложение 3. Сравнительный метод оценки**

Аналогичные компании	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA		P/E	
				2013	2014	2013	2014
<b>Развивающиеся рынки</b>							
Mobile Telesystems	Россия	19.4	21.1	138.8	4.2	9.4	9.9
Megafon	Россия	18.0	20.7	5.1	5.2	10.7	10.8
Vimpelcom	Россия	15.3	37.5	3.9	4.3	8.3	11.5
China Mobile Ltd	Китай	213.7	145.7	3.5	3.9	10.4	12.6
Sk Telecom, Co.	Юж. Корея	19.1	23.7	5.1	4.9	10.8	
Turkcell	Турция	13.6	11.3	6.8	6.4	12.4	12.4
Etihad Etisalat	Сауд.Арави	17.1	20.1	8.1	7.8	9.8	9.6
Total Access Communication	Тайланд	8.1	8.7	9.8	8.1	22.7	19.0
National Mobile Telecommunicati	Кувейт	2.9	3.4	3.4	3.4	10.1	10.5
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>				20.5	5.3	11.6	12.0
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>				5.1	4.9	10.4	11.2
<b>Развитые рынки</b>							
Vodafone Group Plc	Великобрит	88.3	114.4	5.7	5.3	6.9	15.1
Telefonica Sa	Испания	74.5	144.4	5.5	6.3	12.0	13.9
Deutsche Telecom	Германия	74.5	139.3	5.9	5.9	17.8	19.5
Teliasonera	Швеция	31.6	42.8	7.7	8.4	11.7	12.2
Swisscom Ag	Швейцария	29.5	38.3	7.9	7.8	16.2	15.9
Belgacom	Бельгия	10.8	13.4	5.7	6.1	12.3	13.8
Tele2 Ab	Швеция	5.4	6.7	7.3	7.9	26.2	21.3
<i>Среднее по развитым рынкам</i>				6.5	6.8	14.7	16.0
<i>Медиана по развитым рынкам</i>				5.9	6.3	12.3	15.1
<b>Оценка справедливой стоимости акций Kcell</b>							
<i>Дисконт к медиане</i>				0%	0%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>				5.1	4.6	8.2	8.7
Чистая прибыль, млн. USD						345	368
EBITDA, млн. USD				570	602		
EV, млн USD				2 902	2 775		
Чистый долг, млн USD				32	84		
Справедл. стоим. компании, млн USD				2 870	2 691	2 833	3 193
Справедл. стоим. акции, USD				14.3	13.5	14.2	16.0

*Источник: Bloomberg, оценка XФ*

## 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».

© 2014, все права защищены.

### Контакты в Halyk Finance:

#### Департамент Продаж

Директор департамента

**Ардак Нурахаева**, +7 (727) 244 69 91

[a.nurakhayeva@halykfinance.kz](mailto:a.nurakhayeva@halykfinance.kz)

Для институциональных инвесторов:

**Асель Исатаева**, +7 (727) 244-6545

[a.isatayeva@halykfinance.kz](mailto:a.isatayeva@halykfinance.kz)

Для розничных инвесторов:

**Дарья Манеева**, +7 (727) 244-6980

[d.maneveva@halykfinance.kz](mailto:d.maneveva@halykfinance.kz)

**Сабина Муканова**, +7 (727) 259-6203

[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

#### Департамент Исследований

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541

[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157

[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986

[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968

[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538

[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153

[b.madybaev@halykfinance.kz](mailto:b.madybaev@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 244-6538

[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

### Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

### Bloomberg

HLFN

### Thomson Reuters

Halyk Finance

### Factset

Halyk Finance

### Capital IQ

Halyk Finance