

## Снижение рекомендации ввиду растущих макроэкономических рисков

**Никита Гундарев**  
[n.gundarev@halykfinance.kz](mailto:n.gundarev@halykfinance.kz)  
+7(727)330 0153

20 октября 2014 г.

Тикер	KCEL:LI
Рекомендация	Держать
Целевая цена	13,2
Потенциал роста/снижения	1,4%

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	Покупать
Целевая цена	2768
Потенциал роста/снижения	15,8%

### Данные по акциям

Кол-во простых акций (млн)	200
Дневной объем торгов (ГДР, \$млн)	1,40
Дневной объем торгов (простые, \$млн)	0,09
Доля акций в свободном обращении (%)	25%
Рыночная капитализация (\$млн)	2600

### Основные акционеры:

Telia Sonera	61,9%
Turkcell	13,1%

Фин. показатели (млн.т)	2013Ф	2014П	2015П
Выручка	187 599	191 394	197 469
ЕВITDA	104 525	106 734	110 122
Чистая прибыль	63 392	62 513	67 334
EPS	317	313	337
Собственный капитал	97 193	97 193	117 393
Чистый долг	5 805	9 041	40 519

Оценка	2013Ф	2014П	2015П
P/E (x)	6,4	7,6	8,1
P/B (x)	4,1	4,9	4,7
EV/ЕВITDA (x)	3,7	4,2	4,7
Дивидендная доходность (%)	13,4%	13,1%	12,3%
RoE	65,0%	64,3%	57,4%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	-10,3%	-3,8%
3М	-15,3%	-14,7%
12М	-20,7%	-18,3%
Максимум за 52 недели	17,8	
Минимум за 52 недели	12,1	

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

В минувшую пятницу Kcell сообщил финансовые результаты за 3кв'14. Результаты оказались ниже наших прогнозов, так как снижение выручки от мобильной голосовой связи и дополнительных услуг превысило наши ожидания. Мы обновили нашу оценку, отразив растущие макроэкономические риски, и пересмотрели ожидания по доходам. В результате, мы снизили нашу оценку справедливой стоимости акций на 18% до \$12,9 за ГДР, что предполагает совокупную ожидаемую доходность в 10,9% (включая дивидендную доходность). Мы понижаем нашу рекомендацию по ГДР Kcell до Держать. Мы считаем, что потенциал роста акционерной стоимости является ограниченным в связи со снижением использования мобильной голосовой связи, высокой насыщенности рынка и повышением конкуренции.

- **Выручка компании практически не изменилась.** Выручка выросла всего на 0,9% в годовом сопоставлении в 3кв'14. Падение доходов мобильной голосовой связи и дополнительных услуг превысили наши ожидания. Тем не менее, Kcell продолжает покорять рынок передачи данных и предлагать новые услуги. Продажи iPhone выросли до T2,12млрд в 3кв'14 с T1,19млрд во 2кв'14.
- **Выручка от прочих услуг росла быстрее, чем ожидалось.** В связи с сокращением доходов в основном сегменте, компания ищет альтернативные пути для стимулирования роста доходов. В августе Kcell вошел на рынок мобильных платежных терминалов и рынок устройств мобильной оплаты. Но главные надежды компании, безусловно, связаны с многообещающими продажами iPhone. Мы ожидаем, что этот бизнес будет расти и дальше, так как компания намерена начать предлагать более демократичные модели телефонов, нацелившись на более чувствительных к цене клиентов. Мы повысили наши ожидания по продажам iPhone в 2014 году на 13,5% до T5,9млрд.
- **Доходы от мобильной голосовой связи и дополнительных услуг продолжают снижаться.** Выручка от голосовых услуг упала на 8,5% г/г в 3кв'14, в связи со снижением тарифов и объемов услуг. За 9М2014 снижение выручки по голосовым услугам составило 6,6% г/г, в то время как мы ожидали, что рост данного показателя за полный 2014 год составит 2,3%. Средний тариф за минуту (ARMU) упал до T4,3 за 9М2014 с T4,7 за 9М2013. Доходы по дополнительным услугам снизились на 11,7% г/г из-за снижения доходов от SMS сообщений. Каннибализация от услуг передачи данных оказала большее давление на доходы от голосовых и

дополнительных услуг, чем мы ожидали, в связи с тем, что проникновение смартфонов продолжило стремительно расти. В результате, наши прогнозы доходов от голосовых и дополнительных услуг на 2014 год оказались более оптимистичными. Теперь мы сокращаем наш прогноз по доходам от голосовых и дополнительных услуг на 2014 год на 9,2% до Т133,5млрд и 8,4% до Т18,0млрд, соответственно.

- **Доходы от передачи данных растут, несмотря на снижение тарифов.** Выручка от услуг передачи данных за 9М2014 сохранила впечатляющий темп роста в 38,6%. Рост был в основном обусловлен увеличением предложения более дешевых пакетов данных. Средний тариф за мегабайт (ARMB) снизился с Т1,6 в 3кв'13 до Т1,0 в 3кв'14, в то время как трафик данных вырос с 6,8 до 8,3млн ГБ. По итогам 9М2014 рост выручки от передачи данных, на долю которого приходится 18,0% от общего дохода компании, более чем компенсировал снижение выручки от голосовых услуг. Руководство компании видит огромный потенциал в этом направлении, так как проникновение смартфонов в Казахстане (определяемое как количество пользователей смартфонов/общее количество мобильных устройств), не превышает 30%, что значительно ниже уровня проникновения в России (50%). Мы также закладываем в наших прогнозах устойчивый рост продаж смартфонов.
- **Маржа EBITDA выросла на 2,1пп до 57,2%.** Этот рост в основном связан со снижением расходов по реализации и маркетингу, которые упали на 35,9% г/г за 9М2014 за счёт снижения комиссионных сборов и затрат на маркетинг. Прибыль на акцию (EPS) упала на 1,1% г/г до Т228 преимущественно из-за списания в \$20млн. По итогам 9М2014 EPS оказался на 5,8% ниже нашего прогноза (с учетом списания) из-за более низких доходов от мобильных голосовых и дополнительных услуг.
- **Изменения по краткосрочным займам.** Компания продлила сроки погашения кредитов HSBC и Citibank. Кроме того, сумма кредита HSBC была сокращена с Т6,0млрд до Т2,2млрд. Эффективная процентная ставка по тенговым кредитам была увеличена с 6-7% до 8-9%, что является следствием девальвации тенге в феврале. Мы ожидаем, что компания значительно увеличит свою долговую нагрузку в 2015 году за счет более высоких капитальных затрат. Предварительно, мы закладываем в нашей модели расходы на приобретение лицензии LTE - Т5,0млрд, на приобретение Alem Communications - Т35,5млрд и на приобретение миноритарного пакета КазТрансКом - Т5,3млрд. Фактические капвложения 2015 года могут значительно отличаться от нашей оценки в зависимости от решений регулятора и компании.
- **Свободные денежные потоки (FCFF) за 9М2014 уменьшились на Т14,6млрд г/г.** Снижение FCFF обусловлено снижением доходов и ростом дебиторской задолженности. В июне этого года Kcell выплатил 70% дивидендов за 2013 год (Т44млрд), а остальные 30%

будут выплачены в декабре. Чистый долг / EBITDA был отрицательным на уровне 0.02x, что значительно ниже целевого диапазона 0.5-0.9x, используемого для определения дивидендных выплат компании. Способность компании генерировать высокие денежные потоки и низкая долговая нагрузка указывают на то, что коэффициент выплаты дивидендов в 2014 году останется на уровне 100% как и в предыдущие годы. Учитывая наши пересмотренные финансовые прогнозы, мы снижаем нашу оценку дивидендов по итогам 2014 года на 4,5% до T305 или \$1,44 за ГДР. Данная оценка предполагает дивидендную доходность в 11,1% для ГДР и доходность в 12,7% для обыкновенных акций на KASE.

- **Ужесточение конкуренции.** Алтел, единственный поставщик 4G в Казахстане, в мае запустил собственную сеть GSM в крупных городах. Однако на данный момент мы не считаем, что Алтел представляет большую угрозу для Kcell, учитывая небольшую долю рынка компании и ее смешанный послужной список в прошлом. На наш взгляд, большей угрозой для компании является внедрение опции переноса номера при смене оператора (MNP) в 2015 года, что сделает спрос на услуги связи более эластичным.
- **Риск коррекции курса местной валюты оказывает давление на стоимость акций.** На прошлой неделе наши макроэкономисты пересмотрели свой прогноз курса USDKZT на конец года со T183,2 до T210 в связи с резким ухудшением условий на денежном рынке. Данное мнение основано как на фундаментальных причинах, так и низкой убедительности политики обменного курса. По сути, тенге стал переоцененным после того как цена за баррель упала ниже \$95. Тенге был недооцененным короткое время после девальвации в феврале, но запас по февральской девальвации растаял после повышения зарплат весной и падения рубля летом-осенью. Обесценивание местной валюты не повысит процентные расходы Kcell, которые полностью деноминированы в тенге, однако, приведет к увеличению капзатрат, больше половины которых деноминированы в иностранной валюте.
- **Обновление оценки и финансовых прогнозов.** Мы понизили наш прогноз выручки на 2014 г. на T16,7млрд ввиду снижения прогноза по доходам от мобильных голосовых и дополнительных услуг. Данное снижение было частично компенсировано увеличением прогноза доходов с продажи iPhone. Другие непрофильные источники доходов являются сильно волатильными, и поэтому не учитываются в нашей оценке. Мы снизили наш прогноз расходов по реализации и маркетингу, чтобы отразить продолжающееся сокращение данных расходов, и обновили наши прогнозы по финансовым расходам с учетом изменений по краткосрочному долгу. В результате, мы снизили наш прогноз EPS на 2014 год на 3,2% до T312,6. Также мы отразили в нашей модели ожидаемое ослабление курса тенге на 15% в течение следующих 12 месяцев, повысив капитальные затраты в иностранной

валюте (около 55-60% от общих капвложений), и применили пересмотренный курс валют в расчете справедливой стоимости ГДР.

В результате, мы снижаем нашу оценку справедливой стоимости акций на 18% до \$12,71 за ГДР и 12-месячную целевую цену после выплаты дивидендов до \$12,93 за ГДР, что практически равняется последней цене закрытия. Общая ожидаемая доходность в 10,9% за ГДР ниже стоимости собственного капитала компании в 13,9%, и, следовательно, мы понижаем нашу рекомендацию по ГДР Kcell до Держать.

**Рисунок 1. Обзор результатов оценки**

Метод	Оценка	Вес
DCF	\$ 11,62	33,3%
DDM	\$ 13,44	33,3%
Сравн. по P/E	\$ 13,69	16,7%
Сравн. по EBITDA	\$ 13,81	16,7%
<b>Комбин. оценка</b>	<b>\$ 12,94</b>	
Справедливая цена	\$ 12,94	
Ожидаемый дивиденд	\$ 1,49	
Дивидендная доходность	11,4%	
<b>Общая 12-мес. доходность</b>	<b>12,9%</b>	

Источник: прогнозы ХФ

Мы считаем, что потенциал роста акционерной стоимости является ограниченным в связи со снижением использования мобильной голосовой связи, высокой насыщенности рынка и повышением конкуренции. Наша оценка может быть пересмотрена вверх, если тенге не обесценится в течение следующего 12-месячного периода или если темпы снижения голосовых услуг окажутся ниже, чем мы ожидали.

**Приложение 1. Финансовая отчетность**

	2012Ф	2013Ф	2014П	2015П	2016П
<i>в млн тенге</i>					
Выручка	182 004	187 599	191 394	197 469	204 520
ЕБИТДА	100 683	104 525	106 734	110 122	114 054
Маржа	55%	56%	56%	56%	56%
Процентные расходы	516	2 119	1 455	2 398	4 373
Амортизация	22 781	23 127	23 553	23 644	24 269
ЕБИТ	77 902	81 398	83 181	86 478	89 785
Чистая прибыль	61 828	63 392	62 513	67 334	68 401
Маржа	34%	34%	33%	34%	33%
FCFF	67 498	79 105	63 744	19 119	56 638
Чистый долг	45 916	5 805	9 041	40 519	55 288

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

**Приложение 2. Ключевые показатели**
**Рост, маржа и доходность на капитал**

	2012 Ф	2013 Ф	2014 П	2015 П	2016 П
<i>млн. тенге</i>					
Выручка	182 004	187 599	191 394	197 469	204 520
рост, %	1,8%	3,1%	2,0%	3,2%	3,6%
Валовая прибыль	128 494	131 257	133 912	138 163	143 096
маржа, %	70,6%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
ЕБИТДА	100 683	104 525	106 734	110 122	114 054
маржа, %	55,3%	55,7%	55,8%	55,8%	55,8%
рост, %	(4,8%)	3,8%	2,1%	3,2%	3,6%
ЕБИТ	77 902	81 398	83 181	86 478	89 785
маржа, %	42,8%	43,4%	43,5%	43,8%	43,9%
рост, %	(6,0%)	4,5%	2,2%	4,0%	3,8%
Прибыль от продолжающейся дея-ти	61 828	63 392	62 513	67 334	68 401
маржа, %	34,0%	33,8%	32,7%	34,1%	33,4%
рост, %	(7,5%)	2,5%	(1,4%)	7,7%	1,6%

Источник: оценка ХФ, основанная на данных Kcell

**Приложение 3. Сравнительная оценка**

Аналогичные компании	Страна	Рыноч. капитал.	EV	EV/EBITDA		P/E	
		млрд. \$	млрд. \$	2013	2014	2013	2014
<b>Развивающиеся рынки</b>							
Mobile Telesystems	Россия	15,2	19,7	130,0	4,1	8,4	7,4
MegaFon	Россия	15,8	19,3	4,8	5,5	10,8	11,4
Vimpelcom	Россия	11,7	34,6	3,6	4,1	6,4	12,4
Ростелеком	Россия	7,1	12,4	3,4	4,7	9,4	10,9
China Mobile Ltd	Китай	240,4	168,4	4,0	4,2	11,7	13,4
Sk Telecom, Co.	Юж. Корея	21,4	26,3	5,7	5,7	13,2	
Turkcell	Турция	11,4	9,1	5,5	5,5	11,2	11,6
Etihad Etisalat	Сауд.Аравия	18,5	21,8	8,8	8,4	10,6	10,7
Total Access Communication	Тайланд	7,5	8,0	9,0	7,8	21,8	19,2
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>				19,4	5,6	11,5	12,1
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>				5,5	5,5	10,8	11,5
<b>Развитые рынки</b>							
Vodafone Group Plc	Великобрит	86,4	112,4	5,6	5,2	7,2	15,8
Telefonica Sa	Испания	68,4	140,4	5,3	6,6	12,0	13,8
Deutsche Telecom	Германия	66,4	135,8	5,7	6,1	17,1	18,6
TeliaSonera	Швеция	29,3	40,4	7,3	8,4	11,5	12,5
Swisscom Ag	Швейцария	28,9	38,6	8,0	8,4	17,1	16,7
Belgacom	Бельгия	11,9	14,9	6,4	7,0	14,7	15,6
Tele2 Ab	Швеция	5,2	6,6	7,1	8,2	27,3	20,3
<i>Среднее по развитым рынкам</i>				6,5	7,1	15,3	16,2
<i>Медиана по развитым рынкам</i>				6,4	7,0	14,7	15,8
<b>Оценка справедливой стоимости акций Kcell</b>							
<i>Дисконт к медиане</i>				0%	0%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>				5,5	5,5	8,6	9,2
Чистая прибыль, млн. USD						302	298
EBITDA, млн. USD				498	508		
EV, млн USD				2 729	2 806		
Чистый долг, млн USD				28	43		
Справедл. стоим. компании, млн USD				2 702	2 763	2 598	2 738
Справедл. стоим. акции, USD				13,5	13,8	13,0	13,7
<i>Источник: Bloomberg, оценка ХФ</i>							

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.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Аскар Ахмедов**, +7 (727) 330-0157  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

#### Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 330-0153  
[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.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](http://www.halykfinance.kz)

#### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 330-0153  
[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

**Никита Гундарев**, +7 (727) 330-0157  
[n.gundarev@halykfinance.kz](mailto:n.gundarev@halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>

#### Factset

Halyk Finance

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Capital IQ

HLFN