

### Макроэкономические риски тянут вниз

28 ноября 2014 г.

**Никита Гундарев**  
n.gundarev@halykfinance.kz  
+7(727)330 0157

<b>Тикер</b>	<b>KCEL:LI</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>
<b>Целевая цена</b>	<b>13,5</b>
<b>Потенциал роста/снижения</b>	<b>28,8%</b>

<b>Тикер</b>	<b>KCEL.KZ</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>
<b>Целевая цена</b>	<b>2452</b>
<b>Потенциал роста/снижения</b>	<b>30,4%</b>

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)	2100

Основные акционеры:	
Telia Sonera	61,9%
Turkcell	13,1%

Фин. показатели (млн.т)	2013Ф	2014П	2015П
Выручка	187 599	191 445	197 799
ЕБИТДА	104 525	105 135	106 944
Чистая прибыль	63 392	61 234	65 219
EPS	317	306	326
Собственный капитал	97 193	95 035	99 020
Чистый долг	5 805	10 593	24 992

Оценка	2013Ф	2014П	2015П
P/E (x)	7,0	7,2	6,8
P/B (x)	4,5	4,6	4,5
EV/ЕБИТДА (x)	4,1	4,0	4,0
Дивидендная доходность (%)	16,6%	13,9%	14,8%
RoE	77,6%	63,7%	67,2%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	-16,0%	-18,4%
3М	-31,4%	-27,6%
12М	-39,3%	-41,9%
Максимум за 52 недели		17,8
Минимум за 52 недели		9,8

Источники: Bloomberg, прогнозы XФ

В минувшую пятницу мы встретились с исполняющим обязанности генерального директора Kcell, г-ном Рикардом Слунга. Мы обсудили перспективы роста компании, планы капзатрат и отношения с регулятором. Наша пересмотренная оценка отражает ожидания по изменению капитальных расходов, доходов от передачи данных и операционной маржи. Это повысило нашу 12-месячную целевую цену на 2,3% до \$13,5 за ГДР. Мы ожидаем, что неопределенность относительно решений регулятора в комбинации с ухудшением макроэкономической среды и усилением конкуренции продолжат оказывать давление на акции в среднесрочной перспективе.

**Стагнация доходов и снижение маржи.** Выручка за 9М2014 увеличилась всего на 2,3% г/г, в то время как операционная маржа снизилась на 0,9пп до 41,6%, в соответствии с тенденцией стагнации доходов и снижения маржи, начавшейся в 2012 году. Это объясняется следующими факторами: 1) усиление конкуренции; 2) отрицательное влияние регулирования на доходы компании; 3) достижением голосовых услуг стадии зрелости и их постепенной каннибализации более затратными услугами передачи данных.

**Услуги передачи данных и решения B2B в качестве основных драйверов роста.** В условиях снижающейся выручки от голосовых услуг, Kcell ожидает что передача данных и решения B2B станут главными драйверами роста. Во-первых, основные надежды компании связаны с потенциалом роста доходов от передачи данных. В 3кв2014 интернет трафик вырос на 99,5% г/г до 8,332ТБ, в то время как проникновение смартфонов остается относительно низким (20% в Казахстане по сравнению с 50% в России). Несмотря на жесткую конкуренцию в сегменте передачи данных, компания считает, что в настоящее время LTE-провайдеры не представляют серьезную угрозу для рыночной доли компании, так как проникновение 4G-совместимых устройств остается очень низким и LTE-совместимые чипсеты стоят дорого. Кроме того, Kcell продолжит наращивать свое присутствие на рынке услуг мобильного интернета, предлагая доступные устройства связи стоимостью примерно в \$70. Мы повысили наши ожидания относительно роста доходов от передачи данных в 2015 году на 1,1п.п. до 25,6%. Во-вторых, компания также планирует увеличить свое присутствие в секторе услуг B2B, таких как VPN и облако, которые представляют только 4% доходов операторов в Казахстане по сравнению с 45% в странах Северной Европы.

- **Переговоры с регулятором на повестке дня.**

Компания назвала диалог с правительством по поводу лицензии 4G "очень конструктивным", однако не смогла предоставить прогноз относительно ожидаемой даты получения лицензии. Kcell пытается донести до правительства, что конкуренция в 4G будет способствовать ускоренному развитию требуемой сети и принесёт выгоду конечным потребителям. Агентство по информатизации и связи утверждает, что задержка связана с чрезмерной загруженностью необходимых частот. Напомним, что Алтел остается единственным поставщиком LTE в Казахстане.

Компания также подняла вопрос о перераспределении диапазона 900 МГц, который является чрезвычайно важным для сельской местности. Компания считает, что рефрейминг частотного диапазона 900 МГц приведет к более эффективному использованию спектра и улучшению качества связи. Перераспределение также имеет большое значение для успешного внедрения технологии 3G для мобильного широкополосного доступа параллельно с существующей сетью 2G. Отметим, что казахстанское законодательство не связывает распределенные частоты с конкретной технологией. Наличие сети 3G на разных частотах может оказаться чрезвычайно полезным для клиентов, так как 2.1ГГц обеспечивает более высокую скорость загрузки в плотно-населенных пунктах, в то время как 900 МГц обеспечивает более хорошее покрытие.

Kcell считает, что введение MNP, запланированное на апрель 2015 года, изначально может привести к некоторой волатильности клиентской базы. Однако компания не ожидает значительного оттока клиентов, так как абоненты чувствительные к тарифам уже имеют отдельные сим-карты для каждого оператора. Также Kcell не планирует дальнейшее снижение тарифов после внедрения MNP.

- **Ожидаемое отношение капзатрат к выручке в диапазоне 15-20% после введения 4G.** Вопрос получения лицензии 4G создает много неопределенностей в отношении размера и сроков капитальных вложений Kcell и их влияния на дивиденды. Самый большой вопрос заключается в том, будет ли компания приобретать Alem Communications, которой принадлежат частоты в диапазоне 2.5-2.6ГГц. Г-н Слунга заявил, что даже в случае получения лицензии 4G, приобретение Alem Communication будет "одной из имеющихся альтернатив". Мы по-прежнему ожидаем, что компания получит лицензию 4G до конца 2015 года и реализует опцион на покупку Alem с ценой реализации около Т40млрд. Мы также решили продлить срок выплат по Alem Communications до 2019 года, чтобы отразить ожидаемое компанией среднее соотношение капзатрат к выручке в диапазоне 15-20%. Принимая во внимание наши девальвационные ожидания, мы предполагаем, что соотношение капзатрат к продажам будет чуть выше 20%,

так как 70% капвложений Kcell номинированы в долларах. Отметим данный показатель находится на верхней границе прогнозного диапазона компании. Кроме того, мы сохраняем затраты на развитие сети 3G на текущих уровнях в связи с заявлением г-на Слунга о том, что компания будет продолжать разработку сети 3G даже после получения лицензии 4G, так как большинство станций могут быть легко адаптированы к 4G при сравнительно низких дополнительных затратах.

- **Макроэкономический фон оказывает давление на акции.** С сентября ГДР Kcell потеряли треть своей стоимости, достигнув цены IPO. Падение было в основном обусловлено ростом макроэкономических рисков в Казахстане из-за снижения цен на нефть, а не операционной деятельностью компании. В нашем предыдущем отчете мы отразили наши ожидания девальвации национальной валюты (210 KZT/USD в 12-месячном горизонте) и включили их в нашу модель. Отметим, что с момента нашего октябрьского обновления давление на тенге ослабло, так как Национальный Банк начал использовать [механизмы морального убеждения](#) с целью удержания оттока ликвидности на валютном рынке. Тем не менее, потенциальное ухудшение внешних условий будет оказывать давление на обменный курс за счёт низкого уровня доверия к политике регулятора. Решение ОПЕК на прошлой неделе не предпринимать никаких действий для облегчения глобального перепроизводства уже привело к ослаблению валют основных стран-экспортеров нефти, и мы ожидаем, что давление на тенге также возрастет.

Мы снизили ожидания по валовой марже в нашем прогнозном горизонте на 0,6п.п., чтобы отразить инфляционные ожидания и каннибализацию голосовых услуг передачей данных, рост которой оказывает понижающее давление на маржу компании. Мы ожидаем, что средняя операционная маржа в период с 2014 по 2019 год будет равна 41,6%.

- **Перспективы.** Неопределенность в отношении решений регулятора в сочетании с ухудшением макроэкономической обстановки и усилением конкуренции сказываются на цене акций. Мы ожидаем, что основной источник дохода компании, голосовые услуги, продолжат снижение. Тем не менее, мы видим огромный нераскрытый потенциал услуг передачи данных и верим в способности компании реализовать потенциал роста в новых областях. Мы высоко ценим планы Kcell по дальнейшей диверсификации портфеля частот, чтобы предоставить клиентам более высокую скорость и более широкое покрытие. Мы повысили наши ожидания относительно роста выручки от передачи данных таким образом, чтобы она составляла 30% от общей выручки к 2019 году. В результате, мы повышаем нашу целевую цену на 2,3% до \$13,5 за ГДР и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ так как мы не ожидаем, что цена акций достигнет нашей оценки справедливой стоимости в

течение следующих двенадцати месяцев из-за макроэкономической ситуации.

**Рисунок 1. Обзор результатов оценки**

	Оценка	Вес
DCF	\$ 13,13	33%
DDM	\$ 12,52	33%
Сравн. по P/E	\$ 13,99	17%
Сравн. по EBITDA	\$ 13,93	17%
Комбин. оценка	\$ 13,20	
Справедливая цена	\$ 13,20	
<b>12-мес. целевая цена</b>	<b>\$ 13,52</b>	
Потенциал роста	28,8%	
Общая 12-мес. доходность	42,6%	

Источник: прогнозы ХФ

**Приложение 1. Финансовая отчетность**

	2012Ф	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
<i>в млн тенге</i>								
Выручка	182 004	187 599	191 445	197 799	205 987	211 513	216 131	220 670
ЕБИТДА	100 683	104 525	105 135	106 944	109 620	110 763	111 344	113 682
Маржа	55%	56%	55%	54%	53%	52%	52%	52%
Процентные расходы	516	2 119	1 455	1 804	3 089	4 643	5 628	5 261
Амортизация	22 781	23 127	23 553	23 703	19 675	22 615	25 377	27 893
ЕБИТ	77 902	81 398	81 582	83 241	89 944	88 148	85 967	85 789
Чистая прибыль	61 828	63 392	61 234	65 219	69 557	66 879	64 348	64 500
Маржа	34%	34%	32%	33%	34%	32%	30%	29%
FCFF	67 498	79 266	62 729	48 271	52 126	51 484	51 150	62 990
Чистый долг	45 916	5 805	10 593	24 992	40 551	61 320	63 549	52 528

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

**Приложение 2. Ключевые показатели**

	2011 Ф	2012 Ф	2013 Ф	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
<i>млн. тенге</i>									
Выручка	178 786	182 004	187 599	191 445	197 800	205 987	211 513	216 131	220 670
рост, %	17,2%	1,8%	3,1%	2,0%	3,3%	4,1%	2,7%	2,2%	2,1%
Валовая прибыль	131 727	128 494	131 257	132 320	135 031	138 870	140 797	142 035	145 017
маржа, %	73,7%	70,6%	70,0%	69,1%	68,3%	67,4%	66,6%	65,7%	65,7%
ЕБИТДА	105 794	100 683	104 525	105 135	106 944	109 620	110 763	111 344	113 682
маржа, %	59,2%	55,3%	55,7%	54,9%	54,1%	53,2%	52,4%	51,5%	51,5%
рост, %	20,3%	(4,8%)	3,8%	0,6%	1,7%	2,5%	1,0%	0,5%	2,1%
ЕБИТ	82 898	77 902	81 398	81 582	83 241	89 944	88 148	85 967	85 789
маржа, %	46,4%	42,8%	43,4%	42,6%	42,1%	43,7%	41,7%	39,8%	38,9%
рост, %	21,3%	(6,0%)	4,5%	0,2%	2,0%	8,1%	(2,0%)	(2,5%)	(0,2%)
Прибыль от продолжающейся дея-ти	66 858	61 828	63 392	61 234	65 219	69 557	66 879	64 348	64 500
маржа, %	37,4%	34,0%	33,8%	32,0%	33,0%	33,8%	31,6%	29,8%	29,2%
рост, %	22,1%	(7,5%)	2,5%	(3,4%)	6,5%	6,7%	(3,9%)	(3,8%)	0,2%

Источник: оценка ХФ, основанная на данных Kcell

**Приложение 3. Сравнительная оценка**

Аналогичные компании	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA		P/E	
				2013	2014	2013	2014
<b>Развивающиеся рынки</b>							
Mobile Telesystems	Россия	13,8	15,6	2,9	4,1	9,4	9,4
MegaFon	Россия	13,8	17,4	4,3	5,8	11,2	12,1
Vimpelcom	Россия	10,1	31,1	3,2	3,8	5,5	11,9
Ростелеком	Россия	6,1	10,8	3,0	4,8	9,9	10,8
China Mobile Ltd	Китай	250,3	178,3	4,3	4,5	12,0	13,9
Sk Telecom, Co.	Юж. Корея	20,6	26,7	5,7	6,1	12,9	
Turkcell	Турция	13,8	11,4	6,9	6,8	13,1	13,7
Etihad Etisalat	Сауд.Арави	10,6	14,1	5,7	5,7	6,1	7,0
Total Access Communication	Тайланд	7,3	7,8	8,8	7,9	20,9	20,0
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>				5,0	5,5	11,2	12,3
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>				4,3	5,7	11,2	12,0
<b>Развитые рынки</b>							
Vodafone Group Plc	Великобрит	94,6	134,8	6,7	6,2	7,9	17,5
Telefonica Sa	Испания	71,8	137,5	5,2	6,5	12,5	14,5
Deutsche Telecom	Германия	76,8	142,2	6,0	6,5	19,8	21,6
TeliaSonera	Швеция	31,0	40,4	7,2	8,6	12,4	13,5
Swisscom Ag	Швейцария	31,2	40,2	8,3	8,8	18,4	17,6
Belgacom	Бельгия	13,2	15,7	6,7	7,3	16,3	16,7
Tele2 Ab	Швеция	5,8	7,1	7,6	8,9	30,9	20,2
<i>Среднее по развитым рынкам</i>				6,8	7,5	16,9	17,3
<i>Медиана по развитым рынкам</i>				6,7	7,3	16,3	17,5
<b>Оценка справедливой стоимости акций Kcell</b>							
<i>Дисконт к медиане</i>				0%	0%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>				4,3	5,7	8,9	9,6
Чистая прибыль, млн. USD						302	292
EBITDA, млн. USD				498	501		
EV, млн USD				2 133	2 835		
Чистый долг, млн USD				28	50		
Справедл. стоим. компании, млн USD				2 106	2 785	2 696	2 798
Справедл. стоим. акции, USD				10,5	13,9	13,5	14,0

*Источник: Bloomberg, оценка ХФ*

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

<http://www.halykfinance.kz/ru>

#### 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