

**Более консервативная оценка с потенциалом роста**

**Дияс Саканов**  
d.sakanov@halykfinance.kz  
+7(727)330 0157

22 апреля 2015г.

<b>Тикер</b>	<b>KCEL:LI</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>
<b>Целевая цена</b>	<b>9.9</b>
<b>Потенциал роста/снижения</b>	<b>12.6%</b>

<b>Тикер</b>	<b>KCEL:KZ</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>
<b>Целевая цена</b>	<b>2120</b>
<b>Потенциал роста/снижения</b>	<b>38.1%</b>

**Данные по акциям**

Кол-во простых акций (млн)	200
Дневной объем торгов (ГДР, \$млн)	0.21
Дневной объем торгов (простые, \$млн)	0.08
Доля акций в свободном обращении (%)	25%
Рыночная капитализация (\$млн)	1762

**Основные акционеры:**

Telia Sonera	51.0%
Sonera B.V	24.0%

<b>Фин. показатели (млн.т)</b>	<b>2013Ф</b>	<b>2014Ф</b>	<b>2015П</b>
Выручка	187,599	187,581	177,822
ЕВИГДА	104,525	100,439	94,832
Чистая прибыль	63,392	58,270	55,136
EPS	317.0	291.4	275.7
Собственный капитал	97,193	92,074	88,940
Чистый долг	5,805	5,500	11,601

<b>Оценка</b>	<b>2013Ф</b>	<b>2014Ф</b>	<b>2015П</b>
P/E (x)	5.8	6.4	6.7
P/B (x)	3.8	4.0	4.2
EV/ЕВИГДА (x)	4.1	4.2	4.5
Дивидендная доходность (%)	19.8%	17.5%	14.9%
RoE	77.6%	61.6%	60.9%

<b>Динамика ст-ти акций</b>	<b>Абс.</b>	<b>Отн.</b>
1М	6.3%	(0.1%)
3М	2.4%	0.5%
12М	(35.2%)	(43.5%)
Максимум за 52 недели	15.9	
Минимум за 52 недели	7.0	

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

21 апреля Kcell опубликовал финансовые результаты за 1кв2015. Выручка оказалась ниже наших ожиданий, так как рост в сегменте услуг передачи данных оказался недостаточным для того, чтобы компенсировать более глубокое, чем ожидалось, снижение в сегменте мобильной голосовой связи и дополнительных услуг. В данный момент Kcell находится в процессе изменения своей бизнес-модели посредством концентрации на развитии менее рентабельных розничного и B2B сегментов. Мы также ожидаем, что неопределенность, связанная с решениями регулятора в сочетании с ухудшением макроэкономической среды и усилением конкуренции, продолжат оказывать давление на акции компании в среднесрочной перспективе.

**Общая выручка упала в 1кв2015 на 2,3% г/г** до Т43,0млрд, из которых 7,8% приходится на продажи iPhone, которые компания запустила в прошлом году. Продажа новых моделей iPhone увеличила доходы от прочих услуг с Т1,74млрд в 4кв2014 до Т3,3млрд в 1кв2015. Несмотря на то, что данный сегмент создает синергический эффект, оказывая поддержку продажам услуг передачи данных, они оказывают понижательное давление на рентабельность. Компания прогнозирует общую выручку в 2015 году «немного ниже уровня 2014».

**Доходы от услуг мобильной голосовой связи продолжили падение** на 15,1% г/г в 1кв2015, что оказалось ниже наших ожиданий в основном из-за снижения ставки интерконнекта с Т11,1 до Т8,0 в январе и усиления конкуренции. Компания потеряла 363 000 абонентов в 1кв2015 по сравнению с 4кв2014, которые, по словам руководства компании, были чувствительны к тарифам. Средний тариф на минуту (ARMU) снизился на 18,6% в г/г до Т3,5 в минуту. Среднее количество минут, проговоренных в месяц на одного абонента (MOU) увеличилось на 6,3% г/г до 187 минут в 1кв2015. Давление от сегмента услуг по передаче данных начинает усиливаться по мере роста уровня проникновения смартфонов, который на конец 1кв2015 составил 35,0%, согласно данным компании.

**Выручка от дополнительных услуг (VAS) снизилась на 17,1% г/г** на фоне сокращения спроса на SMS и MMS

услуги, что оказалось ниже наших ожиданий.

**Рост доходов от услуг передачи данных остается сильным.** Выручка от данного сегмента выросла на 15,1% г/г, в основном в соответствии с нашими ожиданиями, на фоне роста уровня проникновения смартфонов. Усиление роста привело к увеличению доли сегмента в общей выручке до 22,2% по сравнению с 18,9% годом ранее.

**Маржа EBITDA продолжает оставаться высокой.** Kcell удалось сохранить маржу EBITDA на уровне 55,3% в 1кв2015, несмотря на усиление конкурентного давления. Компания ожидает, что маржа EBITDA снизится до 50,0% в конце года, в частности, из-за давления со стороны розничного сегмента.

**Kcell может стать 4G оператором в начале 2016 года.**

Руководство компании полагает, что правительство может ввести 4G с помощью «технологической нейтральности» на частотах 2,6 ГГц к концу 2015 года, что может стать фактором для приобретения Alem Communications, владельцем которой является Telia Sonera. Alem Communications, которая является владельцем лицензии на 2,6ГГц частоты, была приобретена в 2012 году с намерением продать Kcell в конечном итоге. Kcell имеет опцион на покупку Alem Communications по цене в T40 млрд. В нашей модели мы предполагаем, что Kcell осуществит покупку, но распределили затраты по приобретению на четыре года, начиная с 2016 года.

**Долговая нагрузка, вероятно, повысится.**

Соотношение чистого долга к LTM EBITDA составило 0,02x по состоянию на 31 марта 2015 года. Тем не менее, если принять в расчет T22млрд, полученных Kcell по кредитной линии общим размером в T30млрд, предоставленной Народным Банком, данный показатель увеличится до 0,2x. Это все-еще ниже целевого диапазона 0,5-0,9x, установленного дивидендной политикой. Уровень капитальных затрат в 1кв2015 составил 4,9% к общей выручке, однако соотношение может вырасти до 20% после приобретения KazTransCom и Alem Communications и последующего развития сети 4G.

**Конкуренция усиливается.** Рынок мобильной связи остается насыщенным с уровнем проникновения 170%, по данным компании. Алтел (KZTK KZ), дочерняя компания Казахтелекома и единственный поставщик LTE на рынке, запустил собственную сеть GSM в крупных городах в прошлом году. Несмотря на то, что Казахтелеком ранее не достигал значительных успехов на рынке мобильной связи, тем не менее, данная попытка представляет угрозу для ценовой власти доминирующих игроков. Кроме того, в начале этого года регулятор снизил ставку интерконнекта до T8 и пообещал снизить ее до T5 в 2016 году, что еще больше ухудшает положение доминирующих операторов.

**MNP будет введена в 2015 году.** Услуга переноса номера мобильного телефона (MNP), как ожидается, будет

введена летом этого года. Это может привести к тому, что спрос на услуги Kcell станет более эластичным по отношению к цене, что приведет к дальнейшему усилению влияния конкуренции. Аналогичный опыт в России показывает, что MNP имело ограниченное влияние: из 240,0млн зарегистрированных SIM-карт только 1,3млн сменили мобильного оператора. Тем не менее, данный показатель может занижать реальное воздействие на операционную рентабельность, так как низкая активность по смене мобильного номера также может означать более агрессивную ценовую политику для удержания клиентов.

**Перспективы.** Несмотря на то, что компания пытается развивать альтернативные источники дохода для диверсификации бизнеса, мы не ожидаем, что в краткосрочной перспективе это может значительно повлиять на оценку компании. Kcell продолжает оставаться одной из немногих компаний в стране, которые с состоянием предложить привлекательную дивидендную доходность, но, на наш взгляд, все же имеет ограниченный потенциал роста на фоне снижения доходов в сегменте мобильной голосовой связи, высокой насыщенности рынка, усиливающейся конкуренции и все еще неясных перспектив развития непрофильных сегментов бизнеса.

**Рекомендация.** Мы понизили прогноз выручки на 2015 год до T178млрд в ответ на снижение прогноза компанией. Мы сохранили наш прогноз по расходам по реализации и маркетингу в % от выручки на предыдущих уровнях. Мы обновили нашу модель в соответствии с предстоящим распределением дивидендов. В результате наша справедливая оценка снизилась до \$10,2 за ГДР, а 12-месячная целевая цена составила \$9.9 за ГДР, что на 12,6% выше цены закрытия 20 апреля в \$8,8. Так как ожидаемая доходность в 30,1% для ГДР (включая дивидендную доходность в 17,5%) по-прежнему остается выше стоимости капитала компании в 13,9%, мы сохраняем рекомендацию 'Покупать'.

**Рисунок 1. Обзор результатов оценки**

	Оценка	Вес
DCF	\$ 9.69	33%
DDM	\$ 10.15	33%
Сравн. по P/E	\$ 11.24	17%
Сравн. по EBITDA	\$ 10.51	17%
Комбин. оценка	\$ 10.24	
Справедливая цена	\$ 10.24	
Дивидендная доходность	17.5%	
<b>12-мес. целевая цена</b>	<b>\$ 9.92</b>	
Потенциал роста	12.6%	
Общая 12-мес. доходность	30.1%	

Источник: прогнозы ХФ

## Приложение 1. Финансовая отчетность

	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
<i>в млн тенге</i>								
Выручка	182,004	187,599	187,581	177,822	175,918	176,077	175,908	179,602
ЕБИТДА	100,683	104,525	100,439	94,832	92,058	90,380	88,534	90,393
Маржа	55%	56%	54%	53%	52%	51%	50%	50%
Процентные расходы	516	2,119	1,106	1,690	1,979	3,298	4,441	4,715
Амортизация	22,781	23,127	25,189	24,300	24,093	27,396	29,446	31,442
ЕБИТ	77,902	81,398	75,250	70,532	67,965	62,984	59,089	58,952
Чистая прибыль	61,828	63,392	58,270	55,136	52,850	47,811	43,780	43,453
Маржа	34%	34%	31%	31%	30%	27%	25%	24%
Чистый долг	45,916	5,805	5,500	11,601	28,727	42,657	55,624	49,037

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

## Приложение 2. Ключевые показатели

### Рост, маржа и доходность на капитал

	2012 Ф	2013 Ф	2014 Ф	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П
<i>млн. тенге</i>								
Выручка	182,004	187,599	187,581	177,822	175,918	176,077	175,908	179,602
рост, %	1.8%	3.1%	(0.0%)	(5.2%)	(1.1%)	0.1%	(0.1%)	2.1%
Валовая прибыль	128,494	131,257	128,549	120,083	117,038	115,383	113,513	115,897
маржа, %	70.6%	70.0%	68.5%	67.5%	66.5%	65.5%	64.5%	64.5%
ЕБИТДА	100,683	104,525	100,439	94,832	92,058	90,380	88,534	90,393
маржа, %	55.3%	55.7%	53.5%	53.3%	52.3%	51.3%	50.3%	50.3%
рост, %	(4.8%)	3.8%	(3.9%)	(5.6%)	(2.9%)	(1.8%)	(2.0%)	2.1%
ЕБИТ	77,902	81,398	75,250	70,532	67,965	62,984	59,089	58,952
маржа, %	42.8%	43.4%	40.1%	39.7%	38.6%	35.8%	33.6%	32.8%
рост, %	(6.0%)	4.5%	(7.6%)	(6.3%)	(3.6%)	(7.3%)	(6.2%)	(0.2%)
Прибыль от продолжающейся дея-ти	61,828	63,392	58,270	55,136	52,850	47,811	43,780	43,453
маржа, %	34.0%	33.8%	31.1%	31.0%	30.0%	27.2%	24.9%	24.2%
рост, %	(7.5%)	2.5%	(8.1%)	(5.4%)	(4.1%)	(9.5%)	(8.4%)	(0.7%)

Источник: оценка ХФ, основанная на данных Kcell

**Приложение 3. Сравнительная оценка**

Сравнимые компании	Тикер	Страна	Рыноч. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA			P/E		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	11.3	15.1	4.5	4.3	4.1	10.7	9.5	8.9
Megafon	MFON RU	Россия	10.5	12.8	5.1	4.7	4.6	11.7	10.6	10.0
Vimpelcom	VIP US	Россия	9.9	29.4	4.8	4.5	4.6	13.5	10.0	7.7
Rostelecom	RKMD LI	Россия	3.3	6.6	3.5	3.2	3.1	10.2	8.2	7.0
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	306.2	239.5	5.8	5.4	5.1	17.2	15.9	15.0
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	14.9	16.9	14.0	13.6	13.2	27.2	25.6	24.5
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	18.0	24.6	5.1	5.0	4.9	9.9	9.2	8.8
Turkcell	TCELL TI	Турция	9.3	7.2	4.5	4.1	3.9	9.6	8.9	8.1
Total Access	DTAC TB	Тайланд	6.0	6.9	6.8	6.2	5.7	17.3	15.5	13.3
National Mobile	NMTC KK	Кувейт	2.4	3.0	3.3	3.0	2.9	9.0	6.8	6.2
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					5.5	5.2	5.0	12.9	11.4	10.5
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>					4.8	4.5	4.6	10.7	9.5	8.8
<b>Развитые рынки</b>										
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	90.6	127.5	7.0	7.0	6.8	30.4	39.3	35.0
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	66.1	130.9	7.2	6.9	6.7	17.1	15.1	14.6
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	81.1	141.5	6.9	6.7	6.4	23.4	20.2	17.4
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	25.6	34.1	8.3	8.2	8.1	13.1	12.5	12.2
Telecom Italia	TIT IM	Италия	21.1	57.9	6.3	6.2	6.2	15.9	15.3	14.9
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	29.8	38.4	8.5	8.3	8.3	17.4	16.8	16.7
Belgacom	BELG BB	Бельгия	11.8	14.0	7.7	7.6	7.5	20.0	19.9	20.3
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	5.5	6.4	8.7	8.1	7.5	21.9	19.8	17.2
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					7.6	7.4	7.2	19.9	19.9	18.5
<i>Медиана по развитым рынкам</i>					7.5	7.3	7.2	18.7	18.3	16.9

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».

© 2015, все права защищены.  
Макроэкономика

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

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

Долговые инструменты

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

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 330-0153  
s.amangeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты

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

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

**Дияс Саканов**, +7 (727) 330-0157  
d.sakanov@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

**Bloomberg**  
HLFN <Go>  
**Factset**  
Halyk Finance  
**Thomson Reuters**  
Halyk Finance  
**Capital IQ**  
HLFN