

### Прирост мобильных данных замедлился

24 июля 2015

**Бакытжан Хоцанов, CFA**

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

+7(727)244 6532

Тикер	<b>KCEL.LI</b>
Рекомендация	Держать
Целевая цена, USD/share	8.0
Потенциал роста/снижения	5.3%

Тикер	<b>KCEL.KZ</b>
Рекомендация	Держать
Целевая цена, KZT/share	1 450
Потенциал роста/снижения	0.0%

Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	200
Дневной объем торгов (ГДР, \$млн)	N/A
Дневной объем торгов (шт, тыс.)	27.9
Доля акций в свободном обращении (%)	25%
Рыночная капитализация (\$млн)	1520

Основные акционеры:	
Telia Sonera	51.0%
Sonera B.V	24.0%

Фин. показатели (млн.т)	2015П	2016П	2017П
Доходы	172 948	178 413	182 414
ЕБИТДА	88 891	87 356	86 683
Чистая прибыль	46 510	49 548	46 809
EPS	232.5	247.7	234.0
Собственный капитал	80 311	83 349	80 610
Чистый долг	24 607	34 960	48 386

Оценка	2015П	2016П	2017П
P/E (x)	6.1	5.7	6.1
P/B (x)	3.5	3.4	3.5
EV/ЕБИТДА (x)	3.3	3.3	3.3
Дивидендная доходность (%)	20.7%	13.8%	14.7%
RoE	57.9%	59.4%	58.1%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	-10.6%	-10.6%
3М	-19.0%	-15.0%
12М	-50.6%	-48.6%
Максимум за 52 недели	15.0	
Минимум за 52 недели	6.6	

Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

За последние 5 кварталов прирост доходов и объемов от передачи данных у Кселл замедлился. Меньшие, но более агрессивные, операторы (Алтел и Теле2) увеличили свои рыночные доли. Доля Кселл на рынке снизилась с 55% в 2012 до 50% в 1 кв 15. Снижаем рекомендацию до «Держать» и целевую цену с \$9,9 до \$8,0/акцию.

**Доходы в 2кв 2015 снизились на 10,5% г/г** Доходы составили Т43,0 млрд (-0,2% кв/кв) ввиду уменьшения дохода от голосовой связи (-2,1%), дополнительных услуг (-9,7%) и продажи гаджетов (-13,1%). Себестоимость услуг увеличилась на 1,6% кв/кв, а маржа ЕБИТДА опустилась на 3,7пп до 51,6%.

**Прирост передачи данных замедлился** В 1-2 кв. 2015 прирост передачи данных составлял около 6% против 20% в 3-4 кв. 2014 года. Невысокий темп прироста объема, наряду с падением среднего тарифа (ARMB) на 2,4% кв/кв во 2-м кв, привели к умеренному росту доходов по передаче данных (+3,2% кв/кв), что не покрывает снижение в доходах по голосовой связи.

**Уменьшение рыночной доли** По количеству абонентов, доля Кселл снизилась с 48% до 41% во 2П2015. Но по доходам, доля компании выше 50%, но может снизиться по итогам 2015 года на фоне конкуренции.

**Услуга переноса номера (MNP)** Данная услуга может быть введена до конца 2015 года. Считаем, что ее эффект будет сдержанным по опыту России, где только 0,5% от абонентов поменяли операторов после вывода услуги на рынок.

**Лицензия 4G** Компания может получить лицензию 4G до конца этого года, что увеличит расходы на модернизацию сетей, приобретение лицензии и частот. Кселл получит доступ к частотам 2,5-2,6ГГц, приобретая их у Telia Sonera по исторической стоимости в \$205 млн.

**Дивиденды** повышают инвестиционную привлекательность Кселл. Несмотря на ожидаемое уменьшение маржи ЕБИТДА с 56% в 2014 до 45% к 2018 году и увеличение капзатрат в связи с переходом на 4G, считаем, что Кселл будет удерживать коэффициент выплаты дивидендов на уровне 100%.

**Рекомендация** На фоне снижения прироста объема передачи данных и падения доходов от голосовых услуг, ожидаем, что доходы компании будут стагнировать. Вдобавок, доля Кселл на рынке сжимается ввиду высокой конкуренции. Понижаем рекомендацию до «Держать» и целевую цену с \$9,9 до \$8,0 за одну акцию.

## Конкурентная среда в секторе телекоммуникаций

Казахстанский рынок мобильных услуг является насыщенным, так отношение численности населения к общему числу абонентов составляет 1,52 на конец 2 кв. 2015 года. После того как Алтел перешел с формата CDMA на GSM в середине 2014 года, конкуренция на рынке еще больше возросла.

Рис 1. Кол-во абонентов (млн чел)	2010	2011	2012	2013	2014	1кв15
Кселл	8.9	10.9	13.5	14.3	13.2	10.8
Билайн	6.9	8.4	8.6	9.2	9.8	9.6
Теле2	0.3	1.4	3.4	2.8	3.3	3.7
Алтел	1.2	1.4	1.1	0.6	1.2	2.0
Итого абонентов	17.4	22.0	26.6	26.8	27.1	26.1
Население	16.4	16.4	16.7	16.9	17.4	17.4
Уровень проникновения, %	106%	134%	159%	159%	157%	150%

Источник: данные компаний, расчеты ХФ

В течение последних нескольких лет Теле2 был наиболее удачной компанией по завоеванию рыночной доли, которая увеличилась с нуля в 2010 до 14,2% в 1 кв. 2015. В течение 2013 года, Теле2 перерасчитал свою абонентскую базу с 3,4 до 2,8 млн человек.

Абонентская база с 2011 года уменьшалась ввиду того, что формат CDMA не получил признания на рынке, но стала быстро восстанавливаться после перехода на GSM в мае 2014 года.

До конца 2014 года Кселл удерживал долю на рынке на уровне 50% по количеству абонентов, отчасти благодаря сильным брендам «Кселл» и «Activ». Кселл также сделал перерасчеты, уменьшив свою базу с 14,3 млн на конец 2013г. до 10,8 млн на конец 1кв. 2015. Таким образом, доля Кселл по количеству абонентов уменьшилась до 45%.

Так как перерасчет базы носил больше технический характер, считаем, что эта корректировка нейтральна для компании. Так как абоненты зачастую пользуется по две и более SIM-картами, количество абонентов является менее репрезентативным индикатором по доле на рынке, чем доходы операторов.

Рис 2. Рыночные доли по доходам	2010	2011	2012	2013	2014	1кв15
Кселл	55.8%	56.9%	55.0%	54.3%	51.7%	50.2%
Билайн	38.7%	36.2%	34.9%	33.5%	33.3%	31.0%
Теле2	0.9%	2.4%	6.4%	9.1%	9.6%	10.3%
Алтел	4.7%	4.4%	3.6%	3.1%	5.5%	8.6%
<b>Итого</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\* Без учета широкополосных услуг

Источник: данные компаний, расчеты ХФ

По доходам, Кселл до сих пор удерживает долю на рынке более 50%, даже если она несколько снизилась с 56-57% в 2010-2011гг. Вместе с тем, на фоне активного прироста доходов у Алтел и Теле2, доля Кселл может опуститься ниже 50%-ного порога по итогам 2015 года.

Прирост абонентской базы Теле2 происходит за счет выгодных тарифов, предлагаемых оператором. Алтел же делает ставку на пакетные услуги, пользуясь доступом через родительскую

организацию к услугам сети фиксированной связи, а также делая упор на эксклюзивные услуги мобильной передачи данных в формате 4G.

	2010	2011	2012	2013	2014	1 кв15
Кселл	1 035	1 219	1 221	1 233	1 047	233
Билайн	718	775	775	761	674	144
Теле2	17	52	142	206	194	48
Алтел	87	95	81	70	111	40
<b>Итого доходы</b>	<b>1 856</b>	<b>2 142</b>	<b>2 218</b>	<b>2 271</b>	<b>2 026</b>	<b>465</b>

\* Без учет широкополосных услуг

Источник: данные компаний, расчеты ХФ

Отметим, что средний рост доходов операторов составил 7% годовых в 2010-2013гг., при этом большая часть прироста была обеспечена за счет сегмента мобильной передачи данных. 11%-ное снижение доходов в долл. США в 2014г. было вызвано девальвацией тенге к доллару на 25% в феврале того года.

### Высокая конкуренция снижает расценки на рынки

Ниже мы приводим данные по Кселл, как репрезентативную компанию по рынку с учетом высокой доли на рынке (50% по доходам). Отметим снижение доходов от голосовой связи на фоне падения среднего тарифа по голосовой связи (ARMU), и замедление прироста доходов от передачи данных.

#### Голосовые услуги

Доходы от голосовой связи постоянно снижаются на фоне стагнации объемов услуг и падающего среднего тарифа (ARMU). Тарифы снижаются на фоне жесткой конкуренции и роста популярности неголосовых средств передачи информации, в том числе Whatsup, Skype, Viber и прочих. В рамках наиболее бюджетных планов операторы связи предлагают своим абонентам бесплатные звонки внутри сети и ограниченное количество минут на номера других операторов.

	1 кв13	2 кв13	3 кв13	4 кв13	1 кв14	2 кв14	3 кв14	4 кв14	1 кв15	2 кв15
Доходы сегмента (\$ млн)	221	239	245	239	184	187	188	181	144	144
Общие доходы	286	306	319	322	259	263	269	255	233	231
Доля сегмента, %	77.3%	78.1%	76.9%	74.3%	71.1%	71.3%	69.7%	70.9%	61.8%	62.4%
Изм. объема голос. связи, кв/кв, %	-4.5%	7.9%	0.3%	-2.0%	-4.8%	4.9%	1.9%	3.3%	-7.7%	1.0%
Изм. тарифа (ARMU) кв/кв, %	-8.8%	-0.5%	0.5%	-1.7%	-8.0%	3.5%	-4.3%	-10.7%	-7.8%	-8.0%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

#### Доходы от передачи данных

В противовес негативной динамике по голосовой связи, доходы от передачи данных демонстрировали прирост, стабилизируя общие доходы операторов. Вместе с тем, отметим, что в последние кварталы наблюдаем существенное замедление объемов передачи данных, прирост по которым составлял более 100% в 2012-2013, нивелируя падение тарифа ARMB. Так, из пяти предыдущих кварталов в два квартала прирост составлял только около 6% кв/кв. В случае продолжения

такого тренда прирост объемов передачи незначительно превысит 50% г/г в 2015г.

В сочетании с неизменно падающим средним тарифом ARMB, на наш взгляд, доходы от передачи данных больше не смогут компенсировать снижение доходов от голосовой связи, что приведет к стагнированию доходов на рынке, и у Кселл в частности.

<b>Рис 5. Сегмент передачи данных</b>	<b>1кв13</b>	<b>2кв13</b>	<b>3кв13</b>	<b>4кв13</b>	<b>1кв14</b>	<b>2кв14</b>	<b>3кв14</b>	<b>4кв14</b>	<b>1кв15</b>	<b>2кв15</b>
<i>Кселл</i>										
Доходы сегмента (\$ млн)	38	39	44	51	49	46	48	42	52	53
Общие доходы	286	306	319	322	259	263	269	255	233	231
Доля сегмента, %	13.2%	12.8%	13.9%	15.8%	18.9%	17.4%	17.9%	16.5%	22.2%	23.0%
Рост объемов передачи кв/кв, %	18.8%	10.8%	21.4%	29.2%	20.1%	5.0%	22.5%	19.6%	6.2%	5.6%
Изм. тарифа (ARMB) кв/кв, %	-15.6%	-5.6%	-5.6%	-10.8%	-11.5%	-4.3%	-14.0%	-27.6%	18.3%	-2.4%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Замедление доходов от передачи данных становится очевидным и у второго крупнейшего оператора, ТОО «Кар-Тел» с брендом «Билайн». В 1-м кв. 2015 доход от мобильных данных у этого оператора впервые продемонстрировал снижение по отношению к предыдущему кварталу (-2,9%).

Вместе с тем, сегмент данных все еще будет оставаться, на наш взгляд, основным источником прироста доходов у операторов в ближайшее время. По данным Кселл, уровень проникновения смартфонов в ее сети составлял 38% в 2-м кв. 2015, что приближенно к среднему значению по России (39%), но ниже чем в развитых странах (51-52% в Италии и Германии, 73-75% в США и Великобритании).

Так как доходы от голосовой связи снижаются, а от передачи данных все еще увеличиваются, доля сегмента передачи данных будет и дальше расти с 20-23% в 2015 до 30-35% к 2017 году.

Отметим, что относительный слабый экономический рост в Казахстане, который мы прогнозируем на уровне нуля в 2015 является негативным фактором для проциклических потребительских секторов, в том числе для телекомов.

#### *Сравнение расценок на передачу данных с Россией*

На наш взгляд, казахстанских операторов наиболее приемлемо сравнивать с российскими операторами, в связи со схожестью уровней проникновения смартфонов, по технологической культуре, среднему уровню доходов населения и прочим показателям. Отметим, что в рамках бюджетных тарифных планов в Казахстане, операторы предлагают бесплатные звонки внутри сети, ограниченное количество минут по звонкам на другие операторы и определенные объемы трафика интернета.

<b>Рис 6. Казахстанские бренды</b>	<b>Altel</b>	<b>Tele2</b>	<b>Beeline</b>	<b>Activ</b>
Оплата по планам, \$/месяц	5,3-21,3	4,7-5,88	5,3-6,4	4,7-5,90
Квота на звонки других операторов	1,7-4,2h	1,5-2h	2h	22-33h
Средний тариф (ARMB, \$/Гб)	0,76-2,13	0,39-0,94	0,64-1,32	0,59-1,39

Источник: данные компаний, расчеты ХФ

Операторы в России (МТС, Мегафон, Вымпелком) больше предпочитают устанавливать отдельно планы на голосовые услуги и передачу данных. По сегменту мобильных данных, в зависимости от оператора и объема трафика, тарифы в пересчете на 1Гб варьируются в диапазоне \$1,0-2,1/Гб. Отметим, что медианна этого диапазона выше, чем по диапазону в Казахстане \$0,4-2,1/Гб.

### **Вопросы регулирования: ставки интерконнекта, MNP и 4G**

*Ставки интерконнекта:* При содействии регуляторов операторы снижают ставки интерконнекта между своими сетями, которые ежегодно снижаются на 15% и более. Так, если ставки составляли T13,02/мин в 2013 году, то в этом году они составляют T8,0/мин и еще снизятся до T5,0/мин в 2016 году.

Снижение ставок интерконнекта нейтрально для крупных операторов, Кселл и Кар-тел, так как объемы входящих и исходящих звонков у данных операторов практически равны. А для малых операторов, Алтел и Теле2, снижение ставок является позитивным для их стоимости, так как считаем, что их исходящие звонки превышают входящие.

*Mobile number portability (MNP):* На основании опыта в России, где из 240 млн абонентов только 1,3 млн сменили операторов после внедрения MNP, ожидаем, что MNP в Казахстане не будет иметь значимого эффекта на рынок. Эффект может быть ограниченным, так как зачастую абоненты уже пользуются несколькими SIM-картами, получая одновременно преимущества двух и более операторов. Отметим, что существенно сократилась разница в тарифах между операторами, после того как во 2П2014 Теле2 стал таргетировать более высокий ARPU. Услуга MNP может быть предложена операторами уже до конца текущего года.

*Лицензия 4G:* Операторы могут получить лицензии на осуществление услуг в формате 4G к концу 2015, при этом фактически запуски могут начаться уже в 1кв. 2016 года. Предполагаем, что для запуска 4G Кселл выкупит Alem Communications у родительской Telia Sonera, чтобы получить доступ к частотам 2,5-2,6ГГц, по исторической цене в \$205 млн. Введение технологического нейтралитета позитивно для рынка, предоставляя всем его участникам равные условия предоставления услуг. С учетом фокуса компаний на мобильный сегмент передачи данных актуальность этого вопроса существенно возросла.

### **Дивидендная история**

Кселл исторически генерировал стабильный поток дивидендов с момента IPO в декабре 2012, придерживаясь ставки выплаты на уровне 100%. 70% дивидендов по итогам 2014 года (T204/акцию) было выплачено в мае этого года, а оставшаяся часть будет выплачена в октябре. Датой фиксации по

дивидендам было 20 апреля 2014 года. В дальнейшем считаем, что ставка выплаты будет держаться на уровне 100%.

Рис 7. Выплата дивидендов (млн тт)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Доходы	187 599	187 580	172 948	178 413	182 414	182 673	185 669
ЕВITDA	104 626	106 335	88 891	87 356	86 683	82 717	79 453
Подходный налог	16 089	15 874	12 627	12 387	11 702	10 433	9 447
Чистая прибыль	63 392	58 271	46 510	49 548	46 809	41 731	37 787
Выплата дивидендов	30 914	63 392	58 271	46 510	49 548	46 809	41 731
Дивиденд на акцию	154.6	317.0	291.4	232.5	247.7	234.0	208.7
Дивидендная доходность	9.5%	19.5%	17.9%	14.3%	15.2%	14.4%	12.8%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

По нашим расчетам, маржа ЕВITDA снизится с 56% в 2014 году до 43% к 2019 году на фоне замедления доходов. Более низкая ЕВITDA уменьшит дивидендную доходность с 19,5% в 2014 году до 13,7% к 2019 году.

### Обновление оценки стоимости компании

#### Метод DCF

На основании исторических данных, считаем, что средние тарифы на услуги и дальше будут снижаться, в том числе тариф на голосовые услуги ARMU на 7% ежегодно, а на передачу данных ARMB на 10%. В совокупности с ослаблением прироста объема трафика по передаче данных, ожидаем, что доходы компании будут стагнировать в ближайшее время.

Рис 8. Модель DCF (млн \$)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Доходы	1 221	1 233	1 047	932	875	822	823	836
Себестоимость услуг	512	522	470	472	455	444	461	485
Общие и адм. расходы	189	175	124	113	104	103	114	126
ЕВITDA	673	688	593	479	428	390	373	358
Амортизация	153	152	141	132	113	115	125	132
ЕВIT	520	536	453	347	315	275	248	226
Подходный налог	104	106	89	68	61	53	47	43
<b>НОРАТ</b>	<b>416</b>	<b>430</b>	<b>364</b>	<b>279</b>	<b>255</b>	<b>222</b>	<b>201</b>	<b>183</b>
Капзатраты	168	114	111	167	162	162	162	112
Изм. в оборотном капитале	20	20	1	-13	2	1	0	1
<b>Свободные потоки</b>	<b>381</b>	<b>448</b>	<b>394</b>	<b>257</b>	<b>203</b>	<b>174</b>	<b>163</b>	<b>202</b>
WACC	13.5%							
Долгосроч. темп роста	1.5%							
Коэффициент времен. периода				0.44	1.44	2.44	3.44	4.44
Ставка дисконта				0.95	0.83	0.73	0.65	0.57
<b>Дисконтированный поток</b>				<b>243</b>	<b>169</b>	<b>128</b>	<b>106</b>	<b>115</b>

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Мы дисконтируем денежные потоки по WACC на уровне 13,5%, принимая в расчет бету на уровне 0,9, премии за риск в 10%, доли собственного капитала в 92%, безрисковую ставку в 5,2% и долгосрочный темп роста в 1,5%. На целевую цену Кселл выходим следующим образом.

**Рис 9. Расчет целевой цены**

	\$млн
Потоки в стадии роста	761
Терминальная стоимость	1 705
Приведен. ст-ть термин. ст-ти	970
<b>Стоимость компании</b>	<b>1 731</b>
Чистый долг	132
<b>Акцияерная стоимость компании</b>	<b>1 599</b>
Кол-во акции в обращении	200
<b>Справедливая стоимость акции</b>	<b>8.0</b>
Текущая цена	7.6
Потенциал роста/снижения цены	5%
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>

*Относительная стоимость*

Считаем, что Кселл сравним с российскими операторами связи, ввиду схожести уровней проникновения смартфонов, технологической культуры, доходов на душу населения и др. показателей. Исторически дисконт Кселл к российским операторам по EV/EBITDA составлял 10-13%, и на данный момент составляет 16,3%. Систематический дисконт к российским компаниям, на наш взгляд, обусловлен тем, что последние быстрее реализует потенциал доходов по передаче данных, развертывая активно сети 4G по стране.

Расширение дисконта к российским операторам связано со снижением рыночной доли Кселл на фоне агрессивной тарифной политики конкурентов в Казахстане.

Сравнимые компании	Тикер	Страна	Рын. кап. млн \$	EV млн \$	EV/EBITDA			P/E		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
МТС	MTSS RM	Россия	7 661	11 995	4.0	3.9	3.5	6.9	6.5	6.1
Мегафон	MFON LI	Россия	8 215	11 227	4.8	4.5	4.2	10.0	9.5	8.9
Вымпелком	VIP US	Россия	9 240	25 804	4.1	4.2	4.0	17.0	11.9	9.5
Ростелеком	RKMD LI	Россия	3 790	6 767	3.8	3.7	3.5	11.8	9.6	8.7
Среднее по России					4.2	4.1	3.8	11.4	9.4	8.3
Кселл	KCEL LI	Казахстан	1 520	1 549	3.3	3.3	3.4	6.1	5.7	5.6

Источник: Блумберг, расчеты ХФ

**Рекомендация: Снижаем до «Держать»**

По методу DCF, наша 12-месячная целевая цена составляет \$8,0 за акцию, что приближено к текущей цене в \$7,6/акцию. Расширение дисконта к российским операторам с исторических 10-13% до 16% у Кселл связываем с ослаблением его рыночной позиции.

С учетом снижения нашей целевой цены с \$9,9 до \$8,0/акцию понижаем рекомендацию до 'Держать'. На наш взгляд, у компании отсутствуют существенные триггеры по приросту стоимости акций. Щедрый дивиденды уже заложены в цене. Вероятность очередной девальвации негативна для Кселл, у которой капзатраты номинированы в валюте на 80%, а операционные затраты – на 20%.

## Приложение 1. Прогнозы по финансовой отчетности

В млн тг

	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>								
Доходы	182 004	187 599	187 580	172 948	178 413	182 414	182 673	185 669
Себестоимость продаж	76 291	79 469	84 220	87 571	92 775	98 504	102 297	107 688
Амортизация	22 781	23 127	25 189	87 571	22 997	25 599	27 681	29 346
<b>Валовая выручка</b>	<b>105 712</b>	<b>108 130</b>	<b>103 360</b>	<b>85 377</b>	<b>85 638</b>	<b>83 911</b>	<b>80 376</b>	<b>77 981</b>
Адм. и расходы по реализации	28 199	26 631	22 214	20 928	21 280	22 827	25 340	27 873
<b>ЕВГДА</b>	<b>100 294</b>	<b>104 626</b>	<b>106 335</b>	<b>88 891</b>	<b>87 356</b>	<b>86 683</b>	<b>82 717</b>	<b>79 453</b>
Чистый финансовый расход	516	2 119	1 106	4 992	2 623	2 773	3 073	3 074
Прочие расходы доходы	389	101	100	680	200	200	200	200
Доход до налогообложения	77 386	79 481	80 140	60 137	61 935	58 511	52 163	47 233
Корпоративный налог	15 558	16 089	15 874	12 627	12 387	11 702	10 433	9 447
<b>Чистая прибыль</b>	<b>61 828</b>	<b>63 392</b>	<b>58 271</b>	<b>46 510</b>	<b>49 548</b>	<b>46 809</b>	<b>41 731</b>	<b>37 787</b>
<b>Отчет о финансовом положении</b>								
Деньги и их эквиваленты	3 075	18 916	19 520	22 413	12 060	8 634	5 212	15 499
Счета к получению	15 990	10 410	14 543	12 106	12 489	12 769	12 787	12 997
Запасы	978	499	2 336	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>20 043</b>	<b>29 825</b>	<b>36 399</b>	<b>35 519</b>	<b>25 549</b>	<b>22 403</b>	<b>18 999</b>	<b>29 496</b>
Основные средства	110 337	112 369	108 405	114 987	127 996	138 403	146 728	142 289
НМА	16 140	13 955	12 494	13 955	13 955	13 955	13 955	13 956
Прочие долгосрочные активы	3 121	3 121	695	695	695	695	695	695
<b>Итого активы</b>	<b>149 641</b>	<b>159 280</b>	<b>157 993</b>	<b>165 157</b>	<b>168 195</b>	<b>175 456</b>	<b>180 378</b>	<b>186 436</b>
	0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	0.0
Краткосрочный долг	48 991	24 721	25 020	47 020	47 020	57 020	67 020	77 021
Прочие краткосрочные обязательства	28 355	30 708	35 081	35 208	35 208	35 208	35 208	35 209
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>77 346</b>	<b>55 429</b>	<b>60 101</b>	<b>82 228</b>	<b>82 228</b>	<b>92 228</b>	<b>102 228</b>	<b>112 230</b>
Отложенные налоги	5 104	5 232	4 442	4 442	4 442	4 442	4 442	4 442
Прочие долгосрочные обязательства	988	1 426	1 376	1 376	1 376	1 376	1 376	1 376
<b>Итого обязательства</b>	<b>83 438</b>	<b>62 087</b>	<b>65 919</b>	<b>88 046</b>	<b>88 046</b>	<b>98 046</b>	<b>108 046</b>	<b>118 048</b>
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределенная прибыль	32 403	63 393	58 272	46 511	49 549	46 810	41 732	37 788
<b>Собственный капитал</b>	<b>66 203</b>	<b>97 193</b>	<b>92 072</b>	<b>80 311</b>	<b>83 349</b>	<b>80 610</b>	<b>75 532</b>	<b>71 588</b>
<b>Соб. капитал и обязательства</b>	<b>149 641</b>	<b>159 280</b>	<b>157 991</b>	<b>168 357</b>	<b>171 395</b>	<b>178 656</b>	<b>183 578</b>	<b>189 636</b>



## Приложение 1. Относительная стоимость

Сравнимые компании	Тикер	Страна	Рын. кап. млн \$	EV млн \$	EV/EBITDA			P/E		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Mobile Telesystems	MTSS RM Equity	Россия	7 661	11 995	4.0	3.9	3.5	6.9	6.5	6.1
Megafon	MFON LI Equity	Россия	8 215	11 227	4.8	4.5	4.2	10.0	9.5	8.9
Vimpelcom	VIP US Equity	Россия	9 240	25 804	4.1	4.2	4.0	17.0	11.9	9.5
Rostelecom	RKMD LI Equity	Россия	3 790	6 767	3.8	3.7	3.5	11.8	9.6	8.7
Kcell	KCEL LI Equity	Казахстан	1 520	1 549	3.3	3.3	3.4	6.1	5.7	5.6
China Mobile Ltd	941 HK Equity	Китай	264 698	198 157	4.9	4.6	4.2	15.0	14.0	13.1
Maxis Berhad	MAXIS MK Equity	Малайзия	12 952	15 217	13.3	12.9	12.3	25.5	23.8	22.7
Sk Telecom, Co.	017670 KS Equity	Юж. Корея	16 599	22 441	5.2	4.9	4.3	9.4	8.3	8.1
Turkcell	TCELL TI Equity	Турция	9 829	8 065	5.6	5.1	5.3	12.1	11.0	10.3
Total Access	DTAC TB Equity	Тайланд	5 148	5 967	6.8	6.1	5.6	19.9	17.8	15.7
<b>Развитые рынки</b>										
Vodafone Group Plc	VOD LN Equity	Великобрит.	99 042	137 499	7.6	7.3	7.6	43.1	38.9	38.9
Telefonica Sa	TEF SM Equity	Испания	75 124	140 899	8.2	7.8	6.7	18.3	16.7	14.6
Deutsche Telecom	DTE GR Equity	Германия	86 304	149 162	7.2	6.8	6.3	24.0	20.5	18.0
Teliasonera	TLSN SS Equity	Швеция	26 482	31 728	7.6	7.5	7.9	14.1	13.3	12.7
Telecom Italia	TIT IM Equity	Италия	24 615	60 793	6.6	6.6	5.6	20.2	18.2	17.4
Swisscom Ag	SCMN VX Equity	Швейцария	29 820	38 082	8.5	8.4	8.2	17.7	17.0	16.7
Tele2 Ab	TEL2B SS Equity	Швеция	4 721	5 963	8.7	8.1	7.7	21.0	18.6	16.0
<i>Среднее по российскому рынку</i>					4.2	4.1	3.8	11.4	9.4	8.3
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					5.6	5.3	5.0	13.4	11.8	10.9
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					7.8	7.5	7.1	22.6	20.5	19.2

Источник: Bloomberg, расчеты 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.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Директор департамента продаж

Ардак Нурахаяева, +7 (727) 244-6991

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

##### Для институциональных инвесторов:

Мария Пан, +7 (727) 244-6545

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

Айжан Туралиева, +7 (727) 244-6545

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

##### Директор департамента исследований

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

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

##### Макроэкономика

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157

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

##### Долговые инструменты

Бакытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538

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

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968

[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  
Tel. +7 (727) 259 0467  
Fax. +7 (727) 259 0593  
<http://www.halykfinance.kz/en>

##### Для розничных инвесторов:

Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980

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

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

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

##### Долевые инструменты

Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538

[g.zhapakova@halykfinance.kz](mailto:g.zhapakova@halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance