

Выход TeliaSonera из Евразии

30 октября 2015

Бакытжан Хоцанов

b.khochshanov@halykfinance.kz
+7(727) 244 6538

Тикер	KCEL.LI
Рекомендация	Держать
Целевая цена, USD/share	4.8
Потенциал роста (снижения)	9.6%

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	Держать
Целевая цена, KZT/share	1 330
Потенциал роста (снижения)	1.5%

Данные по акциям

Кол-во простых акций (млн)	200
Дневной объём торгов (ГДР, \$млн)	N/A
Дневной объём торгов (шт, тыс.)	313.9
Доля акций в свободном обращении (%)	25%
Рыночная капитализация (\$млн)	870

Основные акционеры:

Fintur Holding	51.0%
TeliaSonera	24.0%

Фин. показатели (млн.т)	2015П	2016П	2017П
Доходы	175 295	173 503	173 903
ЕБИТДА	88 539	83 448	84 002
Чистая прибыль	52 670	47 598	43 610
EPS	263.4	238.0	218.0
Собственный капитал	86 471	81 399	77 411
Чистый долг	11 256	43 151	52 106

Оценка	2015П	2016П	2017П
P/E (x)	4.6	5.1	5.6
P/B (x)	2.8	3.0	3.1
EV/ЕБИТДА (x)	2.8	3.0	3.0
Дивидендная доходность (%)	31.1%	21.9%	19.8%
RoE	60.9%	58.5%	56.3%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	-16.5%	-12.0%
3М	-50.0%	-41.6%
12М	-67.3%	-66.0%
Максимум за 52 недели	12.8	
Минимум за 52 недели	4.2	

Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

Доходы Кселл в 3кв.2015 составили Т42,8 млрд (-11,8% г/г), снижаясь в основном г/г за счет уменьшения доходов от голосовой связи. Основной акционер компании TeliaSonera заявил о плане выхода из Евразии, в т.ч. из Казахстана, что, на наш взгляд, несколько негативно для компании. Сохраняем рекомендацию «Держать», снижая целевую цену до \$4.8/акцию на фоне девальвации тенге в 3кв. и усиления конкуренции по тарифам на рынке.

Выручка в 3кв снизилась на 11.8% г/г. Снижение доходов в 3кв.15 (Т26,5 млрд) обусловлено в основном уменьшением доходов от голосовой при приросте доходов от передачи на 20,1% на фоне возросшего объема трафика (в 2,4 раза г/г). Себестоимость продаж выросла на 9,6% кв/кв до Т24,4 млрд, а маржа ЕБИТДА опустилась на 11,7пп до 44,6%.

План TeliaSonera о выходе из Кселл. 17 сентября 2015 TeliaSonera объявила о планах выхода из состава акционеров Компании в рамках выхода в целом из евразийского региона, концентрируясь на активах в Европе и Швеции. По словам главы TeliaSonera г-на Деннелинда одними из причин выхода из Евразии являются «нерешенные проблемы» в части партнерских отношений и репатриации наличности, упоминая, что TeliaSonera не располагает информацией касательно конечных собственников ее компаний-партнеров в Узбекистане и Азербайджане, и не может репатриировать наличность из Узбекистана и Непала.

Днями позже Turkcell, имеющий долю около 21% в Кселл через Fintur Holdings, выразил заинтересованность о покупке активов TeliaSonera в Казахстане, Азербайджане, Молдавии и Грузии. Считаем, что выход TeliaSonera из акционеров является негативным для компании ввиду утери ею доступа к международной технической экспертизе, но эффект может быть нивелирован в случае входа новых крупных международных операторов, в том числе Turkcell'a.

Напомним, что 12 сентября 2014г. глава компании г-н Али Аган покинул свой пост "для новых возможностей в развитии своей карьеры". 29 сентября 2014г. СД Кселл объявил об инициировании расследования в отношении договоров с внешними поставщиками, обнаружив, что некоторые из них были заключены с нарушением внутренних процедур, а 1 октября 2014г. финансовый директор компании досрочно покинул свой пост. Компания еще проводит расследование, итоги которого еще не оглашены.

Дивидендная доходность в 2016П – 22%. 8 октября 2015 Кселл выплатил «специальный» дивиденд (30% от чистой прибыли) в сумме Т17,5 млрд или на уровне Т87,4/акцию. По нашим расчетам, чистая прибыль Компании в 2015П составит около Т52,7 млрд или на Т263/акцию (~\$0.94/акцию). Таким образом, предполагая 100%-ный коэффициент выплаты, дивидендная доходность в 2016П может составить 22% к текущей цене (\$4.35/акцию на 30 октября).

Эффект девальвации и капзатраты. Считаем, что девальвация тенге приведет к росту стоимости капзатрат в тенге, приобретаемых частично в твердой валюте, что несколько негативно для компании. Общие расходы по капзатратам составляют ежегодно около \$100-120 млн.

Капитальные затраты компании составляют 10-15% от ее доходов, что сравнимо с показателем у Кар-Тел – 15% в 2014г. По информации Кселл, ее капзатраты позволяют не только поддерживать текущую инфраструктуру, но и расширять ее, в т.ч. увеличивать покрытие сети 3G.

Выплата административного штрафа на Т252,6 млн. 19 октября Компания сообщила о выплате штрафа на Т252,6 млн за злоупотребление доминирующим положением, а именно за «ограничение пропуска международного трафика» от сети Казахтелеком с марта 2013г. по декабрь 2014г. Так как сумма штрафа составила 0,6% от доходов за 3кв, считаем, что данная новость нейтральна для Компании.

Рефинансирование долга от Сити, RBS. Компания 25 сентября получила транш на Т17 млрд в рамках открытой в ККБ кредитной линии, и 28 сентября уведомило о погашении синдицированного займа перед Ситибанк Казахстан и RBS Kazakhstan на Т14,5 млрд.

На наш взгляд, решение компании рефинансироваться могло быть обусловлено более конкурентным предложением от ККБ по ставкам. Ввиду крупных выплатах по дивидендам в 2012г. (Т108 млрд) компания привлекла займы от Сити и RBS с погашением через год, продлевая их ежегодно и снижая остаток с Т45 млрд в 2012г. до Т14,9 млрд на конец 2014г.

Услуга переносимости номеров (MNP) и 4G/LTE По информации компании, услуга MNP будет введена с января 2016. На наш взгляд, эффект на рынок от введения этой услуги будет незначительным, основываясь на опыте в России, где только 0,5% абонентов поменяли операторов после введения данной услуги.

В 2016г. произойдет запуск услуг в формате 4G/LTE, который позволит увеличить пропускные способности в сети (в частности, пиковую скорость до 100Мб/с). Технически крупные операторы (Кселл и Кар-Тел) были готовы начать ввод услуги 4G еще в 2010г., проведя успешно демонстрационные тесты, однако с того времени решали вопрос лицензирования. В преддверье ввода 4G, Кселл совместно с дочерней организацией КТ-Телеком приобретает у материнской TeliaSonera 100%-ную долю участия в ТОО «Казнет Медиа», владеющая через свои дочерние

организации радиочастотами, годными для оказания услуг LTE/4G. По информации компании, сумма сделки не превысит \$70 млн.

Сохраняем рекомендацию «Держать». На основании модели DCF осуществили перерасчет 12-месячной целевой цены с \$8.0/акцию до \$4.8/акцию ввиду обесценения тенге с 19 августа на 48% до 279KZT/USD и ожидания дальнейшего падения тарифов на услуги на фоне высокой конкуренции. 12-месячную целевую цену рассчитываем по текущему курсу 279KZT/USD, т.е. на уровне T1330/акцию.

Следующими существенными триггерами стоимости являются дивиденды по итогам 2015г. и получение лицензии 4G, которые, соответственно, реализуются в 2016г. Эффект данных факторов частично нивелируется реализовавшимся обесценением тенге и нарастанием конкуренции, которая снижает расценки на услуги операторов и, соответственно, прибыльность бизнеса.

Рис 1. Модель DCF (млн \$)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Доходы	1 221	1 233	1 047	815	626	628	617	617	621
Себестоимость услуг	512	522	470	418	326	339	345	358	373
Общие и адм. расходы	189	175	124	99	77	83	92	101	103
ЕВИГДА	673	688	593	411	301	303	280	262	251
Амортизация	153	152	141	114	78	97	101	104	106
ЕВИТ	520	536	453	298	224	206	180	158	145
Подходный налог	104	106	89	68	43	39	34	30	27
НОРАТ	416	430	364	230	181	167	146	129	118
Капзатраты и пр. инвестиции	168	114	111	110	175	115	115	115	115
Изм. в оборотном капитале	20	20	1	-11	0	0	-1	0	0
Свободные потоки	381	448	394	244	84	149	132	117	109
WACC	13,5%								
Долгосроч. темп роста	1,5%								
Коэффициент времен. периода					0,17	1,17	2,17	3,17	4,17
Ставка дисконта					0,98	0,86	0,76	0,67	0,59
Дисконтированный поток					82	128	100	78	64

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Рис 2. Расчет целевой цены

	\$m
Потоки в стадии роста	453
Терминальная стоимость	919
Приведен. ст-ть термин. ст-ти	541
Стоимость компании	994
Чистый долг	41
Акционерная стоимость компании	953
Кол-во акции в обращении (млн)	200
Справедливая ст-ть акции, \$/акцию	4,8
Текущая цена, \$/акцию	4,4
Потенциал роста (снижения) цены	10%
Рекомендация	Держать

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

В млн тг

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Отчет о прибылях и убытках								
Доходы	187 599	187 580	175 295	173 503	173 903	170 851	170 904	172 030
Себестоимость продаж	79 469	84 220	89 989	90 222	93 908	95 677	99 124	103 218
Амортизация	23 127	25 189	89 989	21 526	26 916	27 904	28 694	29 326
Валовая выручка	108 130	103 360	85 306	83 281	79 995	75 175	71 780	68 812
Адм. и расходы по реализации	26 631	22 214	21 209	21 360	22 910	25 427	27 964	28 523
ЕВИТДА	104 626	106 335	88 539	83 448	84 002	77 652	72 510	69 615
Чистый финансовый расход	2 119	1 106	-3 146	2 623	2 773	3 073	3 074	3 075
Прочие расходы доходы	101	100	567	200	200	200	200	201
Доход до налогообложения	79 481	80 140	67 810	59 498	54 512	46 875	40 942	37 415
Корпоративный налог	16 089	15 874	14 639	11 900	10 902	9 375	8 188	7 483
Чистая прибыль	63 392	58 271	52 670	47 598	43 610	37 500	32 754	29 932
Отчет о финансовом положении								
Деньги и их эквиваленты	18 916	19 520	35 764	3 869	4 914	5 067	7 156	11 726
Счета к получению	10 410	14 543	12 271	12 145	12 173	11 960	11 963	12 042
Запасы	499	2 336	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Краткосрочные активы	29 825	36 399	49 035	17 015	18 087	18 026	20 119	24 768
Основные средства	112 369	108 405	107 632	134 581	139 520	143 471	146 632	149 160
НМА	13 955	12 494	13 955	13 955	13 955	13 955	13 956	13 957
Прочие долгосрочные активы	3 121	695	695	695	695	695	695	695
Итого активы	159 280	157 993	171 317	166 245	172 257	176 147	181 402	188 581
	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Краткосрочный долг	24 721	25 020	47 020	47 020	57 020	67 020	77 020	87 020
Прочие краткосрочные обязательства	30 708	35 081	32 008	32 008	32 008	32 008	32 009	32 010
Краткосрочные обязательства	55 429	60 101	79 028	79 028	89 028	99 028	109 029	119 030
Отложенные налоги	5 232	4 442	4 442	4 442	4 442	4 442	4 442	4 442
Прочие долгосрочные обязательства	1 426	1 376	1 376	1 376	1 376	1 376	1 376	1 376
Итого обязательства	62 087	65 919	84 846	84 846	94 846	104 846	114 847	124 848
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределенная прибыль	63 393	58 272	52 671	47 599	43 611	37 501	32 755	29 933
Собственный капитал	97 193	92 072	86 471	81 399	77 411	71 301	66 555	63 733
Соб. капитал и обязательства	159 280	157 991	171 317	166 245	172 257	176 147	181 402	188 581

Приложение 2. Сравнение со схожими компаниями

Сравниваемые компании	Тикер	Страна	Рын. кап. млн \$	EV млн \$	EV/EBITDA			P/E		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
Развивающиеся рынки										
Mobile Telesystems	MTSS RM Equity	Россия	6 844	11 130	3.9	3.8	3.7	6.8	6.6	6.2
Megafon	MFON LI Equity	Россия	7 967	10 979	4.9	4.8	4.6	10.4	10.1	9.7
Vimpelcom	VIP US Equity	Россия	6 781	25 316	4.6	5.1	3.3	12.1	12.4	8.7
Rostelecom	RKMD LI Equity	Россия	3 734	6 711	4.0	3.9	3.8	13.3	11.8	9.7
Kcell	KCEL LI Equity	Казахстан	870	890	2.8	3.0	3.0	4.6	5.1	4.5
China Mobile Ltd	941 HK Equity	Китай	245 175	172 679	4.4	4.1	3.8	13.5	12.8	11.9
Maxis Berhad	MAXIS MK Equity	Малайзия	11 510	13 488	13.5	13.1	12.5	26.2	24.3	23.2
Sk Telecom, Co.	017670 KS Equity	Юж. Корея	17 098	22 737	5.3	5.0	4.4	10.0	8.9	8.6
Turkcell	TCELL TI Equity	Турция	8 635	8 515	6.1	5.7	6.0	11.9	11.4	10.6
Total Access	DTAC TB Equity	Тайланд	4 528	5 258	6.7	6.0	5.8	22.7	20.3	17.2
Развитые рынки										
Vodafone Group Plc	VOD LN Equity	Великобрит.	87 290	125 743	7.1	6.8	7.2	43.7	37.6	37.6
Telefonica Sa	TEF SM Equity	Испания	63 967	140 263	8.4	8.2	6.5	14.5	16.2	14.4
Deutsche Telecom	DTE GR Equity	Германия	85 835	152 512	7.2	6.8	6.2	23.0	19.7	17.3
TeliaSonera	TLSN SS Equity	Швеция	22 353	32 133	8.0	7.7	7.2	11.9	11.6	11.3
Telecom Italia	TIT IM Equity	Италия	26 098	65 942	7.4	7.3	6.2	25.9	22.0	20.3
Swisscom Ag	SCMN VX Equity	Швейцария	26 827	36 334	8.4	8.2	7.8	17.0	16.2	15.9
Tele2 Ab	TEL2B SS Equity	Швеция	4 540	5 741	8.6	8.5	7.7	20.3	21.2	16.7
<i>Среднее по российскому рынку</i>					4.3	4.4	3.8	10.6	10.2	8.6
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					5.6	5.4	5.1	13.1	12.4	11.0
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					7.9	7.6	7.0	22.3	20.6	19.1

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 Нурахаева, +7 (727) 244-6991
a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:
Мария Пан, +7 (727) 244-6545
m.pan@halykfinance.kz

Айжан Туралиева, +7 (727) 244-6545
a.turaliyeva@halykfinance.kz

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

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

Долговые инструменты
Бакытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538
b.khochshanov@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
s.amangeldi@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тай", 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

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203
s.mukanova@halykfinance.kz

Долевые инструменты
Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538
g.zhapakova@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance