

## Высокая прибыльность вопреки конкуренции

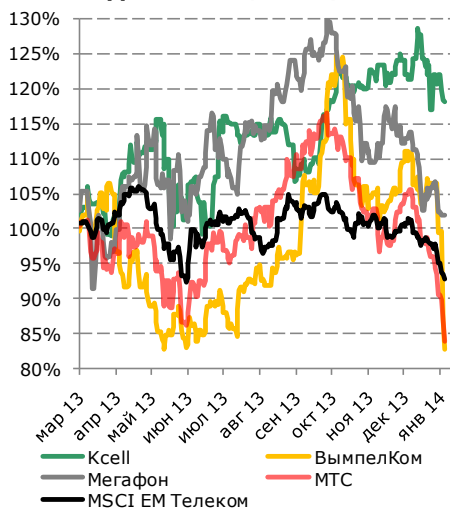
31 января 2014 г.

**Бакай Мадыбаев**  
bakaim@halykbank.kz  
+7(727)330 0153

GDR Kcell на LSE: Держать		
Последняя цена (29.01.14)	\$	16.7
Справедливая цена	\$	16.4
Ожидаемый дивиденд	\$	2.04
Дивидендная доходность		12.3%
12-мес. целевая цена	\$	16.5
Потенциал роста		(1.1%)
Общая 12-мес. доходность		11.2%
Макс за 52-нед	\$	18.5
Мин за 52-нед	\$	12.2
Тикер		KCEL LI

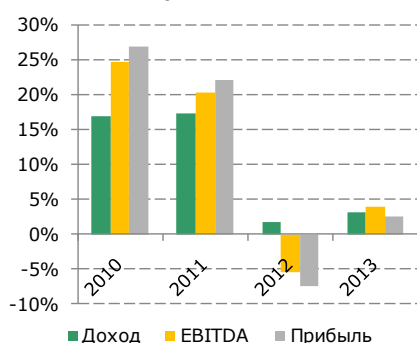
Акции Kcell на KASE: Держать		
Последняя цена (30.01.14)	KZT	2 680
Справедливая цена	KZT	2 472
Ожидаемый дивиденд	KZT	317
Дивидендная доходность		11.8%
12-мес. целевая цена	KZT	2 483
Потенциал роста		(7.4%)
Общая 12-мес. доходность		4.5%
Макс за 52-нед	KZT	2 750
Мин за 52-нед	KZT	1 708
Тикер		KCEL KZ

**Рис. 1. Динамика цен акций**



Источник: Bloomberg

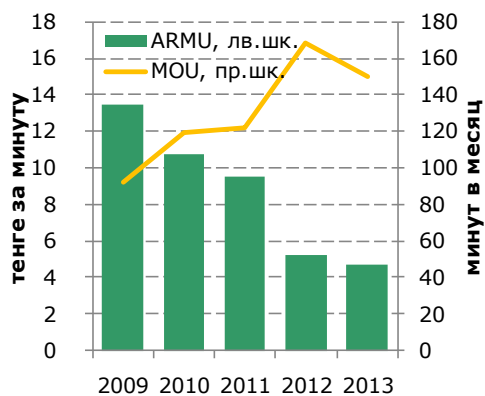
**Рис. 2. Рост г/г показателей Kcell**



Источник: Данные компании

- Контроль над расходами позволил сохранить высокую прибыльность.** Согласно опубликованным вчера финансовым результатам за 2013, доходы Kcell выросли на 3,1% (Рис. 2), а прибыль на одну акцию повысилась на 2,5% до \$2,04 (317 тенге), превысив на 3% наш прогноз. Компании удалось поднять маржу EBITDA до 55,7% во многом благодаря 9% снижению административных расходов (сокращение затрат на консалтинг) и снижению на 4,2% расходов по продажам (сокращение комиссионных выплат по пополнению баланса). Маржа прибыли незначительно снизилась – до 33,7% с 34% в 2012 г. Размер капитальных инвестиций относительно доходов снизился до 12,2% с 14,7% в 2012 г.
- Доходы от голосовой связи взяли курс на снижение.** Доходы от голосовых услуг впервые снизились в 2013 г. (-2,0%). Судя по опасениям компании, этот сегмент ожидает дальнейший упадок. Снижение г/г в 4кв2013 было еще более резким (-5%), в результате всеобщего насыщения рынка, жесткой конкуренции и снижения потребления услуг, оставив сетевые мощности компании недогруженными. В 4кв2013 проникновение мобильной связи в Казахстане достигло 181%, а Kcell удалось добавить всего 57 тыс. абонентов, самый низкий показатель с 3кв2011 (Рис. 4). Рост абонентской базы замедлился до 6,3% в 2013 г. с 24,1% в 2012 г. Несмотря на небольшое снижение средней цены (ARMU), голосовой трафик на абонента (MOU) снизился (Рис. 3) отчасти вследствие перехода активных пользователей на тариф Билайн (ВымпелКом). Каннибализация со стороны услуг по передаче данных также стала фактором, но менее значимым в силу все еще низкого уровня проникновения смартфонов – около 15%.
- Устойчивый рост доходов от передачи данных.** Темпы роста доходов от передачи данных остались высокими – 40% в 2013 г. и 33,4% в 2012 г. Рост обеспечивается продолжающимся развертыванием сети 3G и распространением пакетных тарифов по подключению к Интернет, несмотря на немного более высокие, чем у конкурентов, цены. Рост доходов от передачи данных, несмотря на все еще небольшую долю в структуре доходов (14%), в совокупности с 6,4% ростом доходов от дополнительных услуг (VAS) позволило компенсировать сокращение доходов от голосовой связи. Ситуация с планами регулятора к концу 2015 года предоставить возможность Kcell, Билайн и Tele2 приобрести лицензию на LTE остается неопределенной.
- Дивиденд составит \$2,04 (317 тенге) на акцию.** Согласно дивидендной политике Kcell, дивиденды могут быть использованы для поддержания оптимального уровня долговой нагрузки компании, измеряемой коэффициентом чистый долг / EBITDA, в диапазоне 0,5-0,9x. К концу 2013 г. данный коэффициент снизился почти до нуля - 0,06x. Следовательно, мы ожидаем, что Kcell выплатит в июне 2014 г. в качестве дивидендов 100% своей чистой прибыли за 2013 год или \$2,04 на ГДР (317 тенге на акцию), 12,2% от последней цены ГДР. Свободные денежные

**Рис. 3. Показатели ARMU и MOU**

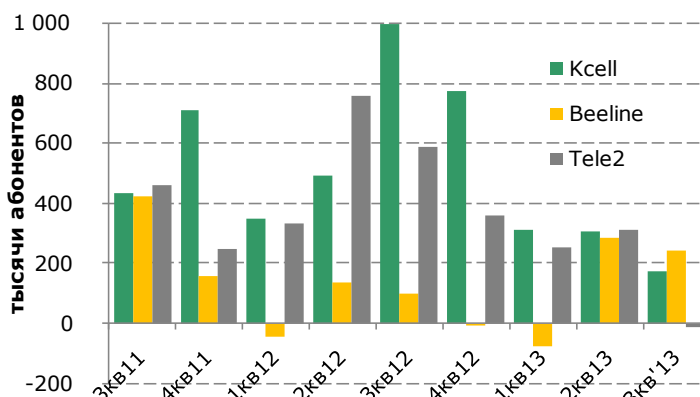


Источник: Данные компании

потоки Kcell подскочили на 32% до \$2,6 на ГДР (404 тенге на акцию) благодаря изменениям оборотного капитала и отсрочке денежных выплат по части капитальных затрат на 2014 год. Однако, надеяться на выплату дивиденда больше прибыли за прошлый год не приходится, так как компания не располагает избыточной нераспределенной прибылью.

**Новый раунд ценовой конкуренции.** После сохранения тарифов почти без изменений в 2013 году, Kcell планирует предложить новый тариф голосовой связи в 1кв2014, в частности, для увеличения своей доли рынка в тех регионах, где она уступает доли рынка Билайн. В случае успеха это позволит повысить уровень потребления, но развернуть или даже сдержать нисходящий тренд по доходам от голосовой связи будет очень сложной задачей, призналось руководство компании. Алтел, дочерняя компания Казахтелеком и единственный обладатель лицензии на LTE, планирует запуск сети GSM в основных городах в начале текущего года, но, по нашему мнению, не представляет большой угрозы для Kcell, учитывая довольно смешанный опыт Казахтелеком в мобильном секторе.

**Рис. 4. Чистый приток абонентов**



\*Данные Tele2 и Beeline еще не опубликованы Источник: Данные компании

- Стабильный прогноз.** В 2014 г. руководство компании планирует сохранить рост доходов на уровне нескольких процентов, маржу EBITDA – в диапазоне 50-55%, а соотношение капитальных инвестиций в диапазоне 10-15%. Руководство также добавило, что вопрос приобретения инвестиций TeliaSonera в КазТрансКом, магистральный оператор, и Alem Communications, WiMax-оператор, будет актуальным только после получения лицензии LTE от регулятора.
- Рекомендация.** Мультипликаторы оценки аналогичных компаний, особенно российских сотовых операторов, значительно упали с даты нашего последнего отчета (Рис. 1). В результате, мы снижаем нашу комбинированную оценку справедливой стоимости акций Kcell до \$16,4 за ГДР, а 12-месячную целевую цену после вычета дивиденда – до \$16,5 за ГДР, на 1% ниже текущей цены в \$16,65. Так как совокупная ожидаемая доходность по ГДР (включая дивидендную доходность в 12,3%) опустилась ниже минимальной требуемой доходности в 13,9%, мы снижаем нашу рекомендацию по акциям Kcell до «Держать».

**Рис. 5. Комбинированная оценка справедливой стоимости**

Метод	Оценка	Вес
DCF	\$ 16.43	33.3%
DDM	\$ 16.45	33.3%
Сравн. по P/E	\$ 19.19	16.7%
Сравн. по EBITDA	\$ 13.46	16.7%
<b>Комбин. оценка</b>	<b>\$ 16.40</b>	

**Приложение 1. Фактические и прогнозные показатели Kcell**

	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
<i>млн. тенге</i>								
Выручка	130 352	152 488	178 786	182 004	187 599	189 166	191 775	196 171
рост, %		17.0%	17.2%	1.8%	3.1%	0.8%	1.4%	2.3%
Валовая прибыль	93 446	113 711	131 727	128 494	131 257	131 836	135 437	147 365
маржа, %	71.7%	74.6%	73.7%	70.6%	70.0%	69.7%	70.6%	75.1%
ЕБИТДА	70 588	87 933	105 794	100 683	104 525	103 461	105 712	115 978
маржа, %	54.2%	57.7%	59.2%	55.3%	55.7%	54.7%	55.1%	59.1%
рост, %		24.6%	20.3%	(4.8%)	3.8%	(1.0%)	2.2%	9.7%
ЕБИТ	53 778	68 354	82 898	77 902	81 398	80 396	81 504	84 353
маржа, %	41.3%	44.8%	46.4%	42.8%	43.4%	42.5%	42.5%	43.0%
рост, %		27.1%	21.3%	(6.0%)	4.5%	(1.2%)	1.4%	3.5%
Приб. от продолж. д-ти	43 197	54 768	66 858	61 828	63 392	62 001	62 587	64 063
маржа, %	33.1%	35.9%	37.4%	34.0%	33.8%	32.8%	32.6%	32.7%
рост, %		26.8%	22.1%	(7.5%)	2.5%	(2.2%)	0.9%	2.4%

Источник: оценка ХФ, основанная на данных Kcell

**Приложение 2. Сравнительный метод оценки**

Аналогичные компании	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/ЕБИТДА		P/E	
				2013	2014	2013	2014
<b>Развивающиеся рынки</b>							
Mobile Telesystems	Россия	17.8	23.1	4.4	4.3	7.3	9.8
MegaFon	Россия	18.6	22.3	5.5	5.6	10.9	7.4
Vimpelcom	Россия	17.0	39.5	4.0	4.0	8.2	7.2
China Mobile Ltd	Китай	191.7	123.3	2.9	3.0	9.9	9.9
Sk Telecom, Co.	Юж. Корея	16.2	20.5	4.4	4.2	8.9	12.6
Turkcell	Турция	10.6	8.2	5.0	4.9	9.6	12.8
Etihad Etisalat	Сауд.Аравии	18.1	20.5	8.3	7.8	9.8	15.0
Total Access Communication	Тайланд	6.7	7.0	7.9	6.7	15.9	21.9
National Mobile Telecommunicati	Кувейт	3.4	3.7	3.6	3.4	11.5	11.6
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>				5.1	4.9	10.2	12.0
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>				4.4	4.3	9.8	11.6
<b>Развитые рынки</b>							
Vodafone Group Plc	Великобрит	181.6	221.6	11.1	10.4	16.3	14.6
Telefonica Sa	Испания	70.7	146.4	5.5	5.8	11.6	6.5
Deutsche Telecom	Германия	74.2	140.0	5.9	5.8	17.7	15.4
Teliasonera	Швеция	33.5	43.5	7.8	7.7	11.4	10.7
Swisscom Ag	Швейцария	28.6	37.8	7.8	7.8	15.3	13.6
Belgacom	Бельгия	9.7	12.4	5.3	5.5	12.4	8.6
Tele2 Ab	Швеция	5.0	6.3	6.7	6.4	16.6	5.5
<i>Среднее по развитым рынкам</i>				7.2	7.1	14.5	10.7
<i>Медиана по развитым рынкам</i>				6.7	6.4	15.3	10.7
<b>Оценка справедливой стоимости акций Kcell</b>							
<i>Дисконт к медиане</i>				0%	0%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>				4.4	4.3	7.8	9.3
Чистая прибыль, млн. USD						423	413
ЕБИТДА, млн. USD				673	666		
EV, млн USD				2 973	2 862		
Чистый долг, млн USD				37	169		
Справедл. стоим. компании, млн USD				2 936	2 693	3 310	3 839
Справедл. стоим. акции, USD				14.7	13.5	16.5	19.2

Источник: Bloomberg, оценка ХФ

## Раскрытие информации

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, упоминающимся 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.

### Контакты в Halyk Finance:

#### Департамент Продаж

Директор департамента

**Ардак Нурахаева**, +7 (727) 244 69 91

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

Для институциональных инвесторов:

**Анель Акиянова**, +7 (727) 259-6202

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

**Асель Исатаева**, +7 (727) 244-6545

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

Для розничных инвесторов:

**Дарья Манеева**, +7 (727) 244-6980

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

**Сабина Муканова**, +7 (727) 259-6203

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

#### Департамент Исследований

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541

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

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157

[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986

[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968

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

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538

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

**Бакай Мадьбаев**, +7 (727) 330-0153

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

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 244-6538

[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance