

Держать

Сектор:	Телекоммуникационный
Тикер KASE:	KCEL KZ
Тикер LSE:	KCEL LI
Текущая цена KCEL KZ (Т) (16.10.14):	2 345
Текущая цена KCEL LI (\$) (23.04.14):	13,05
Целевая цена KCEL KZ (Т):	3 161
Целевая цена KCEL LI (\$):	17,4
Потенциал роста:	12,9%
Инвестиционный горизонт	1 год
Капитализация, млрд. Т:	469
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
KCEL KZ	200
Website компании:	www.investors.kcell.kz

Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выручка	182 004	187 599	186 686	203 094	221 348	241 700
EBIT	77 902	81 600	79 147	86 722	94 031	102 483
EBITDA	100 683	104 727	106 586	114 632	123 235	133 805
PBT	77 386	79 481	77 174	86 064	92 629	100 353
Net income	61 828	63 392	61 686	68 737	74 024	80 190

Источник: данные компании и расчеты CS

Коэффициенты

	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
P/E	10,2x	10,0x	10,2x	9,2x	8,5x	7,9x
EV/EBITDA	8,2x	8,1x	7,7x	7,2x	6,7x	6,2x
EV/Sales	4,5x	4,5x	4,4x	4,1x	3,7x	3,4x
EPS	309,1x	317,0x	308,4x	343,7x	370,1x	400,9x
ROA	41,97%	39,86%	36,52%	38,51%	36,90%	33,07%
ROE	66,32%	83,33%	63,89%	57,55%	51,12%	46,51%
DPS	202	222	216	241	259	281
Dividend Yield	6,39%	7,0%	6,83%	7,61%	8,20%	8,88%
EBIT margin	42,80%	43,50%	42,40%	42,70%	42,48%	42,40%
EBITDA margin	55,32%	55,82%	57,09%	56,44%	55,67%	55,36%

Источник: Расчеты CS

АО «Kcell»

Нейтральные итоги...

17 октября 2014 г. Kcell опубликовала финансовые результаты за 9 месяцев 2014 г. Согласно данным, чистая прибыль Компании с начала года выросла на 1,1%, тогда как за последние 3 месяца снизилась на 15,5%. Негативная динамика, в основном, обусловлена значительным увеличением прочих расходов и себестоимости продаж.

Доходы

Уровень доходов за 9 мес. 2014 г. вырос на 2,3% и составил 141 307 млн. тенге против 138 073 млн. тенге за аналогичный период 2013 г. за счет роста доходов от услуг передачи данных и прочих доходов.

За третий кв. 2014 г. уровень дохода увеличился на 0,9% и составил 49 165 млн. тенге.

Доход от голосовых услуг за 9 мес. 2014 г. сократился на 6,6%, составив 99 888 млн. тенге (106 909 млн. тенге – за 9 мес. 2013 г.) в связи с сокращением объемов голосового трафика на 0,4%, дохода от исходящей голосовой связи - на 8% (в связи со снижением тарифов) и дохода от интерконнекта - на 6,2%. Доля доходов от голосовых услуг в структуре выручки снизилась с 77,4% в 2013 г. до 70,7% в 2014 г.

В третьем кв. наблюдалось снижение доходов от голосовых услуг на 8,5%, что также было обусловлено сокращением голосового трафика на 0,2%, снижением ARMU с 4,7 тенге до 4,3 тенге и повышением конкуренции, в результате которого в Компании с начала года наблюдается отток абонентов, количество которых сократилось на 8,3%, составив 13 064 тыс.

Доход от услуг передачи данных увеличился на 38,6% и составил 25 505 млн. тенге (18 400 млн. тенге). Рост произошел вследствие увеличения объемов передачи данных на 101,6%. Однако по ARMB наблюдалось снижение до 1,2 тенге (1,7 тенге) за счет предложения пакетов услуг, предусматривающих низкий тариф за 1 Мб. За третий кв. доходы от услуг передачи данных увеличились на 29,7%.

По доходу от дополнительных услуг за 9 мес. наблюдается снижение на 0,7% за счет, преимущественно, сокращения дохода от СМС услуг, что в 3 кв. привело к снижению рассматриваемого показателя на 11,7%, вероятно, в связи с популяризацией мобильных мессенджеров (WhatsApp, viber, skype).

Значительно увеличились **прочие виды дохода**, которые составили 3 447 млн. тенге против 208 млн. тенге за аналогичный период прошлого года. В основном, увеличение прочих доходов связано с продажами телефонов iPhone, которые Компания запустила в конце мая 2014 г.

В квартальном выражении прочие доходы увеличились до 2 116 млн. тенге.

Расходы

За 9 месяцев 2014 г. **расходы** компании выросли на 2,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 20 897 млн. тенге вследствие увеличения себестоимости продаж. Так, **себестоимость продаж** составила 61 610 млн. тенге, увеличившись на 4,2% за счет роста себестоимости реализованной продукции, относящейся к стоимости телефонов iPhone.

По остальным статьям расходов Компании наблюдается снижение. Так, **расходы на продажи и маркетинг** сократились на 28,6% и составили 8 973 млн. тенге за счет сокращения комиссионных сборов в рамках реализации программы оптимизации расходов.

Общие и административные расходы сократились на 0,6%, составив 7 851 млн. тенге.

Ибраимова Алтынай
Тел.: +7 (727) 259 87 99 вн.727
Email: aibraimova@centras.kz

За отчетный период у Компании наблюдаются **прочие расходы** в размере 4 073 млн. тенге, тогда как за аналогичный период прошлого года Компания признала доход в размере 282 млн. тенге.

Прибыль

За 9 мес. 2014 г. показатель EBITDA, без учёта единовременных расходов, увеличился на 6,2%, составив 80 833 млн. тенге. **Маржа по EBITDA** за год выросла с 55,1% до 57,2%.

К концу сентября Компания сократила **чистые расходы по финансированию, представленные, в основном**, чистыми расходами по процентам. Так, за 9 мес. 2014 г. **чистые расходы по финансированию составили** 745 млн. тенге по сравнению с 1 685 млн. тенге за аналогичный период прошлого года. В квартальном выражении чистые затраты на финансирование снизились на 54%, составив 245 млн. тенге.

Расходы по налогу на прибыль за 9 мес. увеличились на 4,3%, составив 12 451 млн. тенге.

В результате, Компания получила **чистую прибыль** в размере 45 604 млн. тенге, которая по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. выросла на 1,1%. Однако, в квартальном выражении, чистая прибыль Компании сократилась на 15,5%, в связи с единовременным списанием объектов незавершенного строительства и материалов на сумму 20 млн. долл. США (сумма с учетом резерва) в сентябре, которое не повлияло на денежный поток.

Компания за год увеличила **доход на акцию** с 225,6 тенге до 228,0 тенге. На конец сентября 2014 г. **капитальные расходы (CAPEX)** Компании сократились до 8 937 млн. тенге, при этом соотношение CAPEX к продажам уменьшилось до уровня 6,3%.

Денежные потоки

За 9 мес. 2014 г. **денежные потоки от операционной деятельности** сократились на 14,6%, в основном, за счет изменений в оборотном капитале.

Свободный денежный поток за 9 мес. увеличился до уровня 52 088 млн. тенге, по сравнению с 60 971 млн. тенге в прошлом году, однако за третий кв. свободный денежный поток сократился до 17 887 млн. тенге.

Денежные средства на конец сентября 2014 г. составили 18 892 млн. тенге, значительно увеличившись с уровня аналогичного периода прошлого года – 5 193 млн. тенге.

Активы / Обязательства

С начала года **Активы** Компании сократились на 4,9%, в основном, за счет снижения внеоборотных активов на 9,9% вследствие значительного уменьшения прочих внеоборотных активов (-33,7%), имущества, техники и оборудования (-9,7%) и нематериальных активов (-6,14%).

Обязательства Компании увеличились на 16% с начала года, составив 72 025 млн. тенге. Увеличение обязательств произошло, в основном, за счет значительного роста кредиторской задолженности по основной деятельности и прочей кредиторской задолженности на 81,4%, которая на конец сентября 2014 г. составила 42 386 млн. тенге (19 955 млн. тенге).

За отчетный период **Капитал** Компании составил 79 407 млн. тенге, что на 18,3% меньше, чем в 2013 г. Нераспределенная прибыль Компании составила 45 607 млн. тенге, снизившись на 28% аналогичного показателя прошлого года в результате выплаты дивидендов.

Соотношение чистой задолженности к собственному капиталу снизилось с 6% до -2,7%.

Соотношение собственного капитала к активам снизилось с 61% до 52,4%.

События за сентябрь

Компания сообщила о том, что технический директор Р. Слунга будет временно назначен исполняющим обязанности главного исполнительного директора компании после получения соответствующего разрешения. А. Аган, действующий главный исполнительный директор АО «Кселл», проинформировал Совет директоров акционерного общества, что он покидает компанию 30 сентября 2014 г. для новых возможностей в развитии своей карьеры. Совет директоров немедленно приступил к поиску соответствующей кандидатуры для назначения на этот пост.

Компания сообщила, что приступило к изменению позиционирования на рынке бренда Activ, ориентированного на массовый рынок, и осуществлению его ребрендинга.

Компания сообщила, что основываясь на результатах оценки стоимости объектов незавершенного строительства и материалов, проведенной независимыми консультантами, в третьем квартале года компания производит единовременное списание на сумму 20 миллионов долларов (сумма с учетом резерва). Списание не имеет влияния на денежный поток.

Компания сообщила о проведении внутренних расследований. Совету директоров Компании (далее – СД) стало известно о том, что некоторые договоры АО «Кселл» с внешними поставщиками были заключены с нарушением внутренних процедур и политик Компании. В этой связи СД инициировал проведение расследований в отношении данных договоров и порядка их заключения с вовлечением внутренних и внешних ресурсов. К настоящему времени нет предпосылок к тому, что какая-нибудь из причин, являющаяся предметом расследования, будет иметь значительный эффект на отчет о финансовом положении Компании или результаты ее деятельности. СД работает в направлении устранения выявленных недочетов во внутренних политиках и процедурах Компании. СД продолжит расследования, а также при необходимости внесет дальнейшие изменения в действующие процедуры, чтобы процесс заключения договоров в Компании соответствовал передовым практикам.

Компания сообщила о продлении срока синдицированного займа на сумму 14,500 млн. тенге до 28 сентября 2015 г., с возможностью последующего продления до 26 сентября 2016 г. с Citibank International Plc, выступающим в роли агента по данному договору, а также извещает о продлении срока займа до 25 сентября 2015 г. и уменьшении суммы с 6 000 млн. тенге до 2 200 млн. тенге по Рамочному соглашению о предоставлении финансирования с ДБ АО «HSBC Банк Казахстан».

Финансовый директор Бауржан Аязбаев проинформировал Компанию и Совет директоров акционерного общества о своем намерении немедленно покинуть компанию. Совет директоров начнет процесс поиска нового кандидата на позицию финансового директора АО «Кселл».

Судебные разбирательства

Услуга «Дневной безлимит»

5 сентября 2014 г. Приказ Агентства Республики Казахстан по защите конкуренции (АЗК) вступил в силу, обязав Kcell:

- 1) прекратить взимать абонентскую плату по услуге «Дневной безлимит» в случае недостаточности денежных средств на лицевых счетах абонентов (исполнено Компанией);
- 2) обеспечить прерывание соединения на момент окончания денег на лицевых счетах абонентов;
- 3) обеспечить возврат абонентам денежных средств, полученных в

результате непрерывания соединения на момент окончания денежных средств на их лицевых счетах.

Исполнение Приказа требует внесения существенных технических изменений в биллинговую систему; в этой связи Kcell подал заявление об отсрочке исполнения данного Приказа.

16 октября 2014 года суд отказал в удовлетворении заявления. Компания планирует подать аналогичный запрос в АЗК.

Kcell в этой связи понесёт дополнительные расходы. Точная сумма будет определена после разъяснения Приказа со стороны АЗК.

Услуга «Всегда на связи»

7 августа 2014 г. Административный суд оставил в силе решение суда первой инстанции, в результате чего Компания была привлечена к административной ответственности в соответствии с ч.3 ст. 147 З Кодекса об административных правонарушениях Республики Казахстан. На Kcell был наложен штраф в размере 41,8 млн. тенге, который был оплачен Компанией в полном объеме.

Kcell намерен и дальше оспаривать данные дела. Вместе с тем, АЗК, в свою очередь, также может оспорить сумму штрафов в суде через органы прокуратуры.

Рекомендации

Финансовые показатели Kcell за 9 месяцев показывают нейтральные итоги. Рост чистой прибыли составил 1,1% в связи с увеличением доходов от услуг передачи данных, которое было нивелировано сокращением доходов от голосовых услуг. Учитывая положительный результат компании по итогам 9 мес. и введение компанией важных инновационных процессов для развития (ребрендинг бренда Activ), считаем, что акции Kcell имеют перспективу роста, в связи с чем рекомендуем **«Держать»**. При этом отметим, что в настоящее время сохраняются высокие управленческие риски, связанные с изменениями в руководящем составе Компании, наблюдается повышение конкуренции, в результате которого происходит отток клиентов, а также существует вероятность неудовлетворительных итогов процедуры внутреннего расследования, которая может негативно повлиять на деятельность Компании.

Наша целевая цена составляет **3 161 тенге/акцию и 17,4 долл. США/ГДР**.

Риски

- Рост конкуренции на рынке мобильной связи и в сегменте ШПД.
- Снижение ARPU за счет роста конкуренции со стороны российских компаний (Теле 2, Билайн), и как следствие, снижение тарифов на услуги.
- Регуляторный риск.
- Управленческий риск.

Контактная информация:

АО “Сентрас Секьюритиз”
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический Департамент:

Заместитель директора аналитического департамента
Ибраева Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

Младший аналитик
Ибраимова Алтынай
Телефон: +7 (727) 259 87 99 вн.727
Email: aibraimova@centras.kz

Младший Аналитик
Соколова Анна
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718
Email: asokolova@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Centras Securities, аффилированные с ним лица и сотрудники компании могут иметь интерес в совершении сделок в отношении ценных бумаг, упомянутых в настоящем аналитическом документе. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.

© Centras Securities 2014 г.

050008, ул. Манаса, 32А • тел.: (727) 259 88 77 • www.cesec.kz • info@centras.kz