

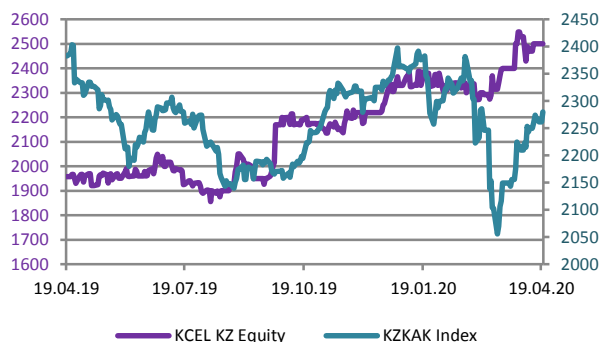
«Продавать»

Горизонт инвестирования 9-12 месяцев

| | |
|--|------------------------|
| Сектор: | Телекоммуникационный |
| Тикер KASE: | KCEL KZ |
| Тикер LSE: | KCEL LI |
| Текущая цена KCEL KZ (Т) (20.04.20): | 2 499,99 |
| Текущая цена KCEL LI (\$) (20.04.20): | 5,98 |
| Целевая цена KCEL KZ (Т): | 1 942,18 |
| Целевая цена KCEL LI (\$): | 4,52 |
| Downside, % | |
| KCEL KZ: | -28,7% |
| KCEL LI: | -32,3% |
| Капитализация, млрд. т: | 499 998,0 |
| Чистая прибыль, млрд.т: | 10,1 (+18,6%) |
| Кол-во размещенных акций, млн. шт.: | |
| KCEL KZ | 200,0 |
| Website компании: | www.investors.kcell.kz |

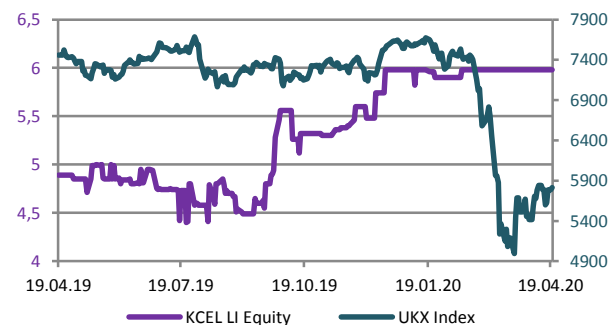
Источник: KASE, Thomson Reuters

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Thomson Reuters

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Thomson Reuters

Финансовые показатели, млн.тенге

| Kcell | 2017 Ф | 2018 Ф | 2019 Ф | 2020 П | 2021 П |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E | 25,0x | 34,2x | 28,9x | 24,0x | 33,4x |
| EV/EBITDA | 8,3x | 9,2x | 8,4x | 8,9x | 10,5x |
| EV/Sales | 3,0x | 2,9x | 2,8x | 2,7x | 2,5x |
| EPS | 58,5x | 42,7x | 50,6x | 60,9x | 43,8x |
| ROA | 6,50% | 4,93% | 5,70% | 6,83% | 5,34% |
| ROE | 16,34% | 12,31% | 14,49% | 16,55% | 11,64% |
| DPS | 58 | 30 | 45 | 40 | 49 |
| Dividend Yield | 4,00% | 2,04% | 3,08% | 2,77% | 3,34% |
| EBIT margin | 20,17% | 14,19% | 14,56% | 14,56% | 10,55% |
| EBITDA margin | 35,86% | 31,98% | 33,68% | 29,95% | 23,71% |

Источник: данные компании и расчеты CS

АО «Kcell»

Пересмотр целевой цены...

АО «Kcell» (далее-Компания) предоставляет услуги сотовой связи и является лидирующим оператором на телекоммуникационном рынке Казахстана. Крупными акционерами являются АО «Казахтелеком» (75%), АО «Райффайзенбанк» (номинальный держатель) (11,82%).

Согласно опубликованным финансовым данным АО «Kcell» за 2019 г., **чистая прибыль** составила 10 117 млн. тенге, что на 18,6% выше показателя годом ранее. Отметим, что впервые за последние пять лет чистая прибыль Компании продемонстрировала положительный результат благодаря внедрению широкой линейки пакетных предложений и запуска новых тарифов в розничном сегменте, а также ориентации на более качественные бизнес-решения для корпоративных клиентов. Согласно данным АО «Kcell», по итогам 2019 г. доля рынка Компании по обороту составила 35%, 96,7% населения страны имеет доступ к 2G, 80,5% покрывается технологией 3G и еще 62,2% технологией 4G. В прошлом году АО «Kcell» запустил в тестовом режиме 5G как в indoor, так и outdoor.

В годовом выражении **выручка** увеличилась на 4,6% до 156 657 млн. тенге. В структуре выручки наблюдается рост доходов от услуг голосовой связи и прочих услуги на 1,5% до 78 689 млн. тенге и доходов от услуг передачи данных на 12,3% до 51 430 млн. тенге. Кроме того, зафиксирован рост доходов от реализации мобильных устройств на 3,6% до 19 091 млн. тенге, что привело к увеличению количества абонентов с более высоким уровнем доходности (ARPU).

Себестоимость продаж составила 109 195 млн. тенге, оставшись практически на уровне предыдущего года (109 433 млн. тенге). В структуре себестоимости отметим снижение расходов на продажи и маркетинг на 5,3% до 2 887 млн. тенге.

Общие и административные расходы снизились на 36,6% до 8 925 млн. тенге, вследствие снижения расходов по налогам, где сравнительные данные годом ранее содержали дополнительный резерв для уплаты налога в размере 4,0 млрд. тенге.

Капитальные расходы (CAPEX) составили 20 200 млн. тенге, что на 5,0% выше показателя годом ранее, соотношение CAPEX к продажам осталось без изменений 12,9%.

Активы по состоянию на 31 декабря 2019 г. составили 191 319 млн. тенге и увеличились за год на 17,0%. Рост активов, преимущественно, связан с ростом текущей торговой дебиторской задолженности на 13,5% до 15 647 млн. тенге, денежных средств и их эквивалентов на 46,4% до 8 825 млн. тенге.

Обязательства на отчетную дату составили 119 748 млн. тенге, что на 25,4% выше показателя 2018 г. в основном за счет роста долгосрочных займов (преимущественно за счет выпуска облигаций) в четыре раза до 55 548 млн. тенге и увеличения текущей кредиторской задолженности связанными сторонами вдвое до 21 175 млн. тенге.

Дополнительно, стоит отметить, что Компания в 2019 г. увеличила объем **долгосрочных заемных средств** в четыре раза до 55 548 млн. тенге за счет. При этом, объем **краткосрочных заемных средств** сократился в два раза до 6 384 млн. тенге. Отметим, что 21 февраля 2019 г. осуществлено размещение облигаций на KASE на сумму 17 024 648 тыс. тенге с доходностью

11,5%, а 16 января 2018 г. было размещено облигаций на сумму 4 950 000 тыс. тенге. Оба размещения были реализованы в рамках программы, о которой Группа объявила 14 декабря 2017 г., направленной на расширение и диверсификацию источников финансирования, увеличение среднего срока финансовых обязательств и снижение затрат на финансирование.

Капитал равен 71 571 млн. тенге, что на 5,1% выше показателя 2018 г., в результате роста нераспределенной прибыли на 10,2% до 37 771 млн. тенге.

В отчетном периоде **абонентская база** компании составила 8 275 тыс. пользователей, что на 7,7% ниже количества абонентов годом ранее, в результате реализации стратегии по привлечению качественных клиентов и ухода от дистрибуции, основанной на объемах. При этом, средняя выручка на одного пользователя, ARPU, повысилась за год на 15,5% до 1 334 тенге.

Корпоративные события

16 апреля 2020 г. Совет **Директоров Компании рекомендовал** Годовому общему собранию акционеров (ГОСА) **выплату годового дивиденда по результатам 2019 г. в размере 9 млрд. тенге, или 45 тенге на одну простую акцию или глобальную депозитарную расписку (ГДР)**. Согласно дивидендной политике Компании, размер ежегодных дивидендов по простым акциям должен составлять не менее 50% и не более 100% от суммы чистого денежного потока Компании за предыдущий финансовый год (денежный поток от операционной и инвестиционной деятельности). Учитывая тот факт, что чистый денежный поток Компании за 2019 г. составил 16,443 млрд. тенге, а чистая прибыль 10,117 млрд. тенге, Совет Директоров АО «Kcell» рекомендует направить 9 млрд. тенге на выплату дивидендов за 2019 г. **28 мая состоится ГОСА АО «Kcell»**, по итогам которого будет принято решение о выплате дивидендов по простым акциям и утверждение размера дивиденда в расчете на одну простую акцию компании.

В середине февраля 2020 г. операторы сотовой связи **АО «Kcell» и ТОО «Мобайл Телеком-Сервис»** (входят в состав АО «Казактелеком») и **ТОО «Кар-Тел»** (в составе группы компаний Beeline Казахстан) **договорились о совместном строительстве сети и использовании частот для обеспечения мобильным интернетом села Казахстана до конца 2020 г.** Проект реализуется в рамках госпрограммы «Цифровой Казахстан» в целях развития телекоммуникационной инфраструктуры, по итогам которого широкополосным доступом к сети интернет будет доступен 93,5% жителям сел до конца 2020 г. Расходы по реализации проекта предполагаются за счет собственных средств операторов мобильной связи, из которых 65% расходов относятся к группе компаний АО «Казактелеком».

Об февраля 2020 г. простые акции и глобальные депозитарные расписки (ГДР) **АО «Кселл» осуществили листинг на Astana International Exchange (AIX, биржа Международного финансового центра «Астана»)**. Простые акции АО «Kcell» листингованы под тикером KCEL с курсом и расчетами в тенге и являются полностью конвертируемыми на Казахстанской фондовой бирже (KASE) и AIX. ГДР мобильного оператора листингованы под тикером KCEL.Y в долларах США и являются полностью конвертируемыми на Лондонской фондовой бирже (LSE) и AIX.

Рекомендация

Мы пересмотрели финансовую модель с учетом годовых финансовых данных за 2019 г, которые мы оцениваем позитивно, так как наблюдается улучшение операционных показателей Компании за последние пять лет. Нами были пересмотрены прогнозы по абонентской базе в стороны дальнейшего снижения, повышение капитальных затрат на фоне расширения сети в регионах Казахстана, а также внедрения инфраструктуры и услуг 5G. При этом, мы оптимистично смотрим на темпы роста доходов от прочих услуг и доходов от услуг по передаче данных и негативно оцениваем дальнейшую динамику доходов от голосовых услуг и дополнительных услуг.

Мы сохраняем нашу рекомендацию по акциям **«Продавать»**, поскольку считаем, что на данный момент акции перекуплены и дивидендная доходность к текущей стоимости акций на наш взгляд демонстрирует низкую инвестиционную привлекательность (1,8%). Наша целевая цена составляет **1 942,18 тенге/акцию** и **4,52 долл. США/ГДР** при инвестиционном горизонте 9-12 месяцев.

Риски

- Вероятность возникновения монопольного положения, которое может повлечь повышение тарифов на услуги и способствовать возникновению социальной напряженности.
- Регуляторный риск.
- Управленческий риск.
- Риск платежеспособности.

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:

Директор

Меланич Маржан

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722

Email: mmelanich@centras.kz

Заместитель Директора

Соколова Анна

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718

Email: asokolova@centras.kz

Ведущий аналитик

Аршынбек Жанар

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 728

Email: zarshynbek@centras.kz

Младший аналитик

Марат Шайгуль

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727

Email: smarat@centras.kz

Младший аналитик

Агадаева Диляра

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722

Email: DAgadayeva@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, Thomson Reuters), 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. 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.