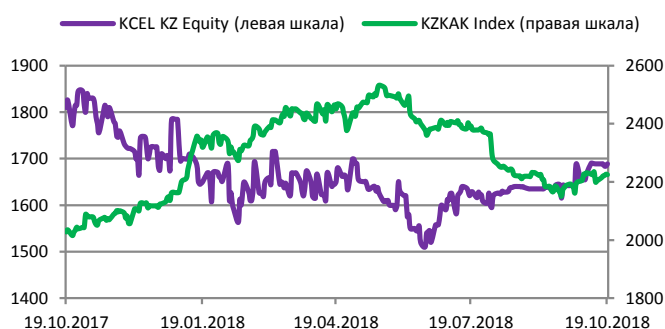


Продавать

Сектор:	Телекоммуникационный
Тикер KASE:	KCEL KZ
Тикер LSE:	KCEL LI
Текущая цена KCEL KZ (Т) (19.10.18):	1 688,7
Текущая цена KCEL LI (\$) (19.10.18):	4,8
Целевая цена KCEL KZ (Т):	1 308,35
Целевая цена KCEL LI (\$):	3,93
Инвестиционный горизонт	1 год
Капитализация, млрд. Т:	337,7
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
KCEL KZ	200,0
Website компании:	www.investors.kcell.kz

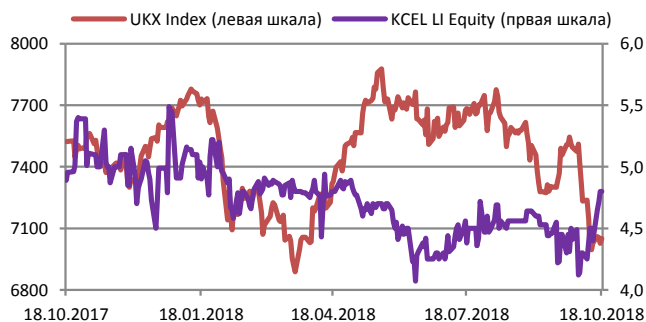
Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

Kcell	2016 Ф	2017 Ф	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П	2022 П
P/E	15,7x	19,5x	16,8x	17,7x	16,9x	16,4x	15,5x
EV/EBITDA	4,7x	4,8x	4,6x	4,6x	4,5x	4,4x	4,2x
EV/Sales	1,8x	1,8x	1,7x	1,7x	1,7x	1,6x	1,6x
EPS	83,4x	67,2x	78,0x	73,8x	77,5x	80,0x	84,5x
ROA	9,61%	7,45%	8,61%	8,14%	8,60%	8,88%	9,34%
ROE	21,79%	18,26%	20,42%	18,38%	18,27%	17,79%	17,73%
DPS	117	58	58	55	52	54	56
Dividend Yield	8,91%	4,46%	4,46%	4,17%	3,95%	4,14%	4,28%
EBIT margin	21,11%	21,40%	23,09%	22,83%	22,94%	22,87%	22,89%
EBITDA margin	37,59%	37,12%	38,98%	38,51%	38,40%	38,10%	37,90%

Источник: данные компании и расчеты CS

АО «Kcell»

Финансовые итоги за январь-сентябрь 2018 г...

19 октября 2018 г. АО «Kcell» (далее Kcell, Компания) опубликовала промежуточные результаты деятельности за январь-сентябрь 2018 г., согласно которым чистый доход вырос на 10,3% и составила 9 380 млн. тенге против 8 506 млн. тенге в аналогичном периоде 2017 г.

Основным фактором, способствующим росту чистой прибыли оказалось сокращение выплат по налогу на прибыль за счет обратной корректировки по отложенному налогу за предыдущий год, которая была компенсирована текущими расходами по налогу на прибыль. Кроме того, Компания в 3 кв. 2018 г. изменила свою стратегию от «объема к ценностям», которая представляет собой «привлечение качественных клиентов и уход от дистрибуции, основанной на объемах». В итоге общая база зарегистрированных абонентов снизилась до 9,2 млн. человек, при этом количество клиентов, приносящих доход осталось стабильным.

Доходы

За отчетный период **общий объем продаж** в Компании вырос на 2,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил 111 659 млн. тенге, в основном, вследствие увеличения дохода от услуг от передачи данных на 1,2% до 33 955 млн. тенге и дохода от прочих видов услуг на 63,0% до 13 741 млн. тенге. Увеличению дохода от услуг передачи данных связан с увеличением трафика данных с 136 640 810 ГБ (9М2017 г.) до 182 835 888 ГБ (9М2018 г.) при сохранении среднего дохода на один МБ (ARMB) на уровне 0,2 тенге. Росту прочих видов доходов способствовало увеличение объема продаж мобильных телефонов.

В то же время, доход от услуг голосовой связи снизился на 3,7% до 57 932 млн. тенге за счет сокращения объема голосового трафика с 17 120 млн. минут до 15 793 млн. минут при уменьшении показателя ARMU с 2,2 тенге до 2,1 тенге. Доход от услуг интерконнекта вырос с 1,7% и составил 16 246 млн. тенге. При этом доля дохода от услуг голосовой связи в структуре общего дохода в первые 9 мес. текущего года сократилась с 55,0% до 51,9%. Доход от дополнительных услуг сократился на 15,4% до 6 031 млн. тенге.

Расходы

За январь-сентябрь 2018 г. **себестоимость продаж** выросла на 7,4% до 72 128 млн. тенге, в основном, за счет увеличения объема продаж мобильных телефонов.

Кроме того, за отчетный период Компания увеличила **общие и административные расходы** на 8,5% до 13 590 млн. тенге, что было, в основном, обусловлено увеличением расходов на безнадежные долги.

В то же время, **расходы на продажи и маркетинг** снизились на 2,8% до 7 545 млн. тенге.

Прибыль

За январь-сентябрь 2018 г. показатель EBITDA, без учета единовременных расходов, снизился на 3,5%, составив 39 974 млн. тенге. Маржа по EBITDA составила 35,8% (9М2017 г.: 37,9%).

В отчетном периоде чистые расходы по финансированию составили 6 346 млн. тенге против расходов годом ранее до 6 911 млн. тенге.

Расходы по налогу на прибыль сократились на 58,3%, составив 2 620 млн. тенге, в результате обратной корректировки по отложенному налогу за предыдущий год, которая была компенсирована текущими расходами по налогу на прибыль.

В итоге, за первые 9 мес. 2018 г. **чистый доход** Компании вырос на 10% и составил 9 380 млн. тенге. Компания повысила доход на акцию с 42,5 тенге до 46,9 тенге.

На конец сентября 2018 г. **капитальные расходы (CAPEX)** Компании снизились с 13 599 млн. тенге до 12 944 млн. тенге и соотношение CAPEX к продажам составило 11,6% против 12,4% годом ранее.

Денежные потоки

За январь-сентябрь 2018 г. **денежные потоки от операционной деятельности** сократились на 19,9% до 19 723 млн. тенге.

Свободный денежный поток за январь-июнь сократился с 8 190 млн. тенге до уровня 4 103 млн. тенге.

Денежные средства на конец сентября 2018 г. составили 9 975 млн. тенге, снизившись с уровня аналогичного периода прошлого года –14 073 млн. тенге.

Активы / Обязательства

С начала года **активы** Компании снизились на 5% до 171 884 млн. тенге, в основном, за счет сокращения основных производственных средств и оборудования на 5,2%, денежных средств и их эквивалентов на 21,2%, дебиторской задолженности по основной деятельности и прочей дебиторской задолженности на 6,5%.

Обязательства Компании сократились на 6,4% с начала года, составив 98 550 млн. тенге, вследствие сокращения краткосрочных займов на 44,7%, обязательств по расчетам с поставщиками и прочими краткосрочными обязательствами на 30,5%. При этом, долгосрочные займы увеличились в 3,6 раза. В июле 2018 г. Компания сообщила о получении транша в размере 10 млрд. тенге по договору банковского займа между Kcell и Народный Банк Казахстана от 24 сентября 2013 г. Срок займа истекает 16 июля 2021 г. со ставкой вознаграждения 12,5% в год. Погашение основного долга будет проводиться по истечении льготного периода (18 месяцев) полугодовыми траншами, начиная с 19 июля 2020 г. Кроме того, в июне 2018 г. Совет директоров Компании одобрил продление срока действия основного кредитного соглашения между Kcell и ДБ Альфа Банк Казахстан на сумму 10 млрд. тенге до 8 июня 2019 г. А в январе 2018 г. Kcell в рамках ранее объявленной облигационной программы разместил на KASE 3-х летние долговые инструменты на сумму 4,95 млрд. тенге с доходностью в 11,5%. Привлеченные денежные средства от эмиссии облигаций планируется направить на общие корпоративные цели и рефинансирование обязательств.

За отчетный период **капитал** Компании составил 73 334 млн. тенге, что на 3,0% меньше, чем в 2017 г. Снижение наблюдалось по нераспределенной прибыли, которая за отчетный период сократилась на 5,5%.

Рекомендации

Несмотря на рост чистой прибыли, который непосредственно связан со снижением налоговых выплат на более 50%, финансовые результаты Компании не демонстрируют заметных улучшений. Так, объем валовой прибыли продемонстрировал снижение в результате увеличения себестоимости продаж, связанных с ростом объема продаж мобильных устройств. Кроме того, зафиксировано сокращение абонентской базы на 767 тыс. по сравнению с прошлым годом. В 3 кв. 2018 г. количество абонентов сократилось до 9 234 тыс. по причине масштабного оттока неактивных акционных SIM-карт в результате пересмотра стратегических приоритетов Компании «от объема к ценностям». Долговая нагрузка продолжает демонстрировать рост, что при текущем темпе роста доходов может повлечь ухудшение платёжеспособности.

Мы по-прежнему считаем, что текущая стоимость акций сотового оператора является перекупленной, вследствие спекулятивного спроса на фоне возможного приобретения Казахтелекомом доминирующей доли акций Kcell. Напомним, что 11 июля 2018 г. регулирующий орган, Комитет по регулированию естественных монополий Министерства национальной экономики РК, одобрил сделку по приобретению Казахтелекомом 75% голосующих акций Kcell. Таким образом, участники рынка продолжают следить за переговорами между заинтересованными сторонами, которые в настоящий момент обсуждают условия контракта по сделке.

Наша целевая цена **остаётся на прежнем уровне 1 308,35 тенге/акцию и 3,93 долл. США/ГДР**, рекомендация **«Продавать»**.

Ожидаем публикацию аудированных финансовых данных Kcell за январь-сентябрь 2018 г., обнародование которых планируется после 15 ноября 2018 г., для возможного пересмотра своих рекомендаций.

Риски

- Высокий уровень долговой нагрузки.
- Регуляторный риск.
- Управленческий риск.
- Риск платёжеспособности.

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 аналитического департамента
Меланич Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mmelanich@centras.kz

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

Младший аналитик
Юн Анастасия
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727
Email: ayun@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 абсолютную 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.