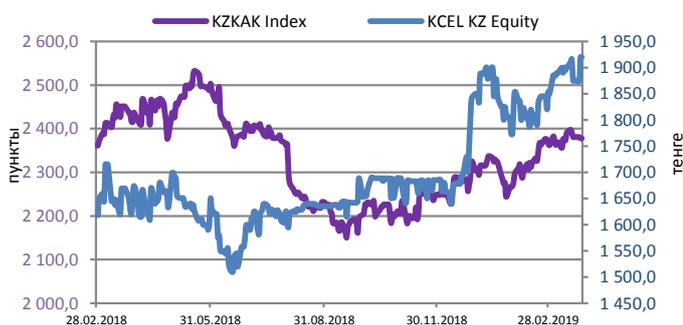


Продать

Сектор:	Телекоммуникационный
Тикер KASE:	KCEL KZ
Тикер LSE:	KCEL LI
Текущая цена KCEL KZ (Т) (01.04.19):	1 910
Текущая цена KCEL LI (\$) (01.04.19):	4,89
Целевая цена KCEL KZ (Т):	1 121,5
Целевая цена KCEL LI (\$):	2,96
Инвестиционный горизонт:	1 год
Капитализация, млрд. Т:	391,0
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
KCEL KZ	200,0
Website компании:	www.investors.kcell.kz

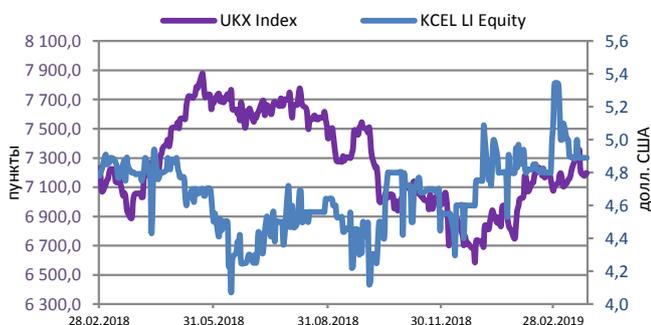
Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

Kcell	2017 Ф	2018 Ф	2019 П	2020 П	2021 П	2022 П	2022 П
P/E	16,8x	23,0x	12,3x	10,8x	10,4x	9,7x	9,0x
EV/EBITDA	5,4x	6,0x	4,6x	4,6x	4,5x	4,4x	4,2x
EV/Sales	1,9x	1,9x	1,8x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x
EPS	58,5x	42,7x	80,0x	90,5x	94,2x	100,6x	108,6x
ROA	6,50%	4,93%	9,55%	10,84%	11,45%	12,22%	13,93%
ROE	16,34%	12,31%	21,90%	22,18%	21,39%	21,27%	21,32%
DPS	58	30	30	56	63	66	70
Dividend Yield	5,96%	3,05%	3,05%	5,71%	6,46%	6,73%	7,18%
EBIT margin	20,17%	14,06%	21,42%	22,07%	22,09%	22,00%	22,36%
EBITDA margin	35,86%	31,85%	39,77%	39,05%	38,02%	37,11%	36,84%

Источник: данные компании и расчеты CS

АО «Kcell»

Пересмотр целевой цены

В середине марта 2019 г., Компания опубликовала годовые финансовые итоги за 2018 г., согласно которым чистый доход Компании в годовом выражении продолжает демонстрировать снижение на 27,1% до 8 531 млн. тенге. Основная причина сокращения чистой прибыли является снижение валовой прибыли на 9,1% до 50 259 млн. тенге, рост общих и административных расходов на 23,6% до 19 227 млн. тенге.

При этом выручка повысилась на 1,5% и составила 149 701 млн. тенге благодаря увеличению доходов от контрактных телефонов и хорошим показателям в корпоративном сегменте. Отметим, что доход от реализации мобильных устройств повысился на 52,6% до 18 432 млн. тенге и выручка от услуг передачи данных увеличилась на 0,57% до 45 800 млн. тенге. Отметим, что за два года магазины формата Kcell Store появились практически во всех крупных городах Казахстана – сейчас их более тридцати и руководство подтвердило свои намерения продолжить развивать данное «контрактное» направление. Нельзя не заметить, что динамика развития сети 4G демонстрирует сильный прогресс, поскольку всего за 2,5 года сеть четвертого поколения интернета обеспечила покрытие около 62% населения Казахстана. По итогам 2018 г. трафик данных вырос на 34,0%, составив 258 198 182 ГБ (2017 г.: 192 691 522 ГБ). Рост трафика данных был частично компенсирован пакетными предложениями с более низкой ставкой за МБ, что привело к снижению среднего дохода на МБ (ARMB) с 0,23 тенге до 0,18 тенге.

Почти 20 лет Компания продолжает оставаться признанным лидером в сегменте B2B, доход от которого увеличился за год на 21,5% до 17 172 млн. тенге. По заявлению руководства, на конец 2018 г. в портфолио бизнес-решений Кселл было уже 16 услуг, включая IoT-решения, услуги на основе Big Data, мобильные финансы, облачные решения, которые подходят как для крупных компаний, так и для малого и среднего бизнеса. Среди основных приоритетов Компании отмечено стремление Кселл сохранить лидерскую позицию и рост выручки в B2B сегменте.

Тем не-менее наблюдается снижение выручки от услуг голосовой связи и прочих услуг на фоне смены стратегии Компании («от объема – к ценностям»), сосредоточившись на качестве услуг, привлечении качественных клиентов и уходе от дистрибуции, основанной на объемах. В итоге абонентская база снизилась с 10 009 тыс. (4 кв. 2017 г.) до 8 969 тыс. человек (2018 г.). Объем голосового трафика сократился на 7,7% до 20 934 млн. минут, показатель ARMU оставался на уровне 2,1 тенге.

Себестоимость продаж за год увеличилась на 7,9% до 99 431 млн. тенге. Зафиксирован рост расходов, связанных с реализацией сим-карт, скрэтч-карт, стартовых пакетов и мобильных устройств на 36,5% до 15 026 млн. тенге, с платой за использование частот и прочие налоги (кроме налога на прибыль) на 12,7% до 12 835 млн. тенге

Расходы на продажи и маркетинг снизились на 5,6% до 9 805 млн. тенге (2017 г.: 10 388 млн. тенге), за счет улучшения процесса распределения, а также снижения субсидий и выплачиваемых комиссий. Общие и административные расходы выросли на 23,6% до 19 227 млн. тенге (2017 г.: 15 561 млн. тенге), главным образом, в связи с признанием расходов связанных с доначислением налогов и пени, а также в связи с увеличением расходов на консультационные услуги и персонал.

Дополнительно, стоит отметить, что Компания в 2018 г.



увеличила объем долгосрочных заемных средств на 24,5% или на 2 936 млн. тенге до 14 936 . В начале 2018 г. Кселл сообщила о размещении трехлетних облигаций KZP01Y03F725 (KZ2C00004208, KCELB1) на сумму 4,95 млрд. тенге под 11,50 % годовых в целях расширения и диверсификации источников финансирования Компании, увеличения среднего срока финансовых обязательств и снижения затрат на финансирование. Кроме того, в течение прошедшего года Компания сообщила о получении в Народном сберегательном банке Казахстана транш в размере 10,0 млрд. тенге в рамках утвержденной кредитной линии по договору банковского займа между Кселл и Народный Банк Казахстана от 24 сентября 2013 г. со сроком финансирования 18 месяцев. Кроме того, Компания сообщила о продлении договора о банковском займе с АО ДБ Альфа-Банк в размере 10 млрд. тенге до 08 июня 2019 г. и продлении кредитной линии в Евразийском банке развития до 20 декабря 2019 г. со сниженной процентной ставкой с 13,0% до 12,0% годовых по всем существующим и новым займам в рамках кредитной линии. Таким образом, общая сумма займов (от Евразийский Банк Развития, Народный Банк Казахстана, Альфа-банк и выпущенные облигации) на отчетную дату составили 66 719 млн. тенге (2017 г.: 70 417 млн. тенге). Краткосрочные займы снизились на 11,4% до 51 783 млн. тенге.

Рекомендация Совета директоров по выплате годового дивиденда...

В марте 2019 г. Совет Директоров Компании рекомендовал Годовому общему собранию акционеров (ГОСА) выплату годового дивиденда по результатам 2018 г. в размере 5 972 млн. тенге, или 29,86 тенге на одну простую акцию или глобальную депозитарную расписку (ГДР), что соответствует 70% от годового чистого дохода. Напомним, что сумма дивидендов за 2017 г. составила 11,678 млрд. тенге или 87% от чистой прибыли. Таким образом, при текущей стоимости акции (1 910 тенге) дивидендная доходность составляет 1,56%.

Сумма дивиденда, предлагаемая дата закрытия реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов, и предлагаемая дата начала выплаты дивидендов подлежат утверждению акционерами Кселл на ГОСА. О дате и времени проведения ГОСА будет сообщено дополнительно, после принятия соответствующего решения Советом Директоров Компании.

Рекомендации

Финансовые результаты Компании по выручке за 2018 г. оказались на уровне наших ожиданий (отклонение 0,21%), при этом ожидания по чистой прибыли не совпали с нашим прогнозом, поскольку не подразумевали корректировку ранних финансовых данных со стороны руководства Компании, в части прочих операционных доходов и финансовых доходов. Напомним, что в процессе подготовки консолидированной финансовой отчетности за год, закончившийся 31 декабря 2018 г., руководство Компании выявило существенные искажения в методологии бухгалтерского учета применимые к консолидированной финансовой отчетности за годы, закончившиеся 31 декабря 2017 г. и 31 декабря 2016 г.

По-нашему мнению фактические финансовые данные Кселл за 2018 г. не демонстрируют заметного улучшения, однако годовые результаты Компании подтвердили, что продажа контрактных телефонов и бизнес-решений в корпоративном сегменте свидетельствует о своей эффективности за анализируемый период.

Мы провели ежегодный пересмотр целевой цены Кселл в связи с публикацией финансовых результатов за 2018 г. В модель

оценки были внесены фактические данные за 2018 г. и 2017 г., в частности прогнозные данные по доходам/расходам Компании. Коэффициент дивидендных выплат сохранен в размере 70% от чистой прибыли. В доходной части позитивно оцениваем перспективы по росту выручки от продажи контрактных телефонов, бизнес-решений в корпоративном сегменте, а также заметный рост доходов от услуг передачи данных. Кроме того, мы ожидаем увеличение капитальных затрат связи с желанием руководства Компании в дальнейшем продолжать развивать бизнес по продаже контрактных телефонов, удерживать лидерскую позицию и увеличить рост выручки в сегменте B2B.

Сдерживающим фактором служит рекомендация Совета Директоров выплатить минимальный размер дивидендных выплат (70% от чистой прибыли), то есть общий объем дивидендов может снизиться на 48,9% до 5 972 млн. тенге или с 58,39 тенге/акцию до 29,86 тенге/акцию. Тем не менее, в нашу финансовую модель мы не закладывали ожидаемый эффект от синергии Кселл и телекоммуникационного оператора Казахтелеком, объединение которых состоялось в декабре 2018 г. Предполагаем, что финансовый эффект, скорее всего, отразится в полугодовом отчете эмитента за 2019 г.

Поддержку акциям сотового оператора Кселл оказывает приобретение Казахтелекомом, что означает государственную поддержку. Однако, неопределенность касательно дальнейшей стратегии развития Кселл, при наличии в активах Казахтелекома одного из крупнейших игроков телекоммуникационного рынка Алтел, оказывает по нашему мнению, давление на потенциал роста Компания.

По итогам пересмотра финансовой модели мы снизили нашу **целевую цену с 1309,35 тенге/акцию до 1 121,54 тенге/акцию и с 3,93 долл. США/ГДР до 2,96 долл. США/ГДР**. Мы сохранили рекомендацию «Продавать» и считаем, что текущая рыночная цена является перекупленной на фоне отсутствия явного улучшения финансовых данных.

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 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

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.

© Centras Securities 2019 г.

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