

По рынку

Сектор:	Телекоммуникационный
Тикер KASE:	KCEL KZ
Тикер LSE:	KCEL LI
Текущая цена KCEL KZ (Т) (02.02.16):	1 071
Текущая цена KCEL LI (\$) (02.02.16):	3,1
Целевая цена KCEL KZ (Т):	1 220
Целевая цена KCEL LI (\$) :	3,2
Потенциал роста:	30%
Инвестиционный горизонт	1 год
Капитализация, млрд. Т:	221,0
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
KCEL KZ	200
Website компании:	www.investors.kcell.kz

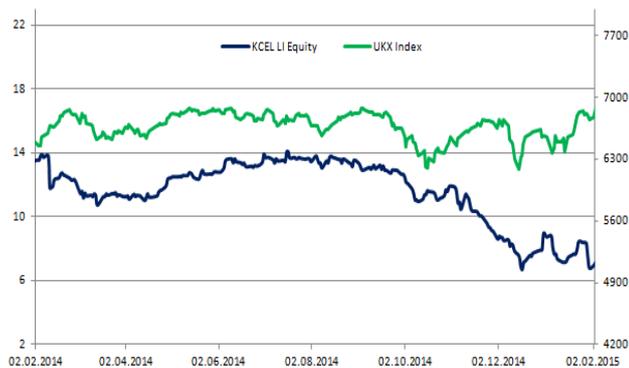
Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

Kcell	2 014	2 015	2 016П	2 017П
P/E	4,8x	5,3x	6,3x	6,4x
EV/EBITDA	3,1x	3,6x	2,3x	2,1x
EV/Sales	1,7x	1,1x	1,2x	1,2x
EPS	291,4	233,2	192,9	189,8
ROA	36%	29%	22%	19%
ROE	61%	54%	45%	39%
DPS	317	291	135	133
Dividend Yield	22%	24%	11%	11%
EBIT margin	40%	31%	33%	33%
EBITDA margin	53%	46%	48%	49%

Источник: данные компании и расчеты CS

АО «Kcell»

Пересмотр целевой цены...

29 января 2016 г. АО «Kcell» (далее Kcell, Компания) опубликовало промежуточные результаты деятельности за январь-декабрь 2015 г., согласно которым чистая прибыль снизилась на 20% и составила 46 632 млн. тенге против 58 271 млн. тенге в аналогичном периоде 2014 г.

Основным фактором, способствующим снижению чистой прибыли Компании, стало сокращение абонентской базы и низкий спрос на услуги голосовой связи. Так, количество абонентов Kcell за 2015 г. сократилось на 7,5%, составив 10 357 тысяч.

Доходы

За отчетный период **общий объем продаж** в Компании снизился на 10,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил 168 424 млн. тенге, в основном, вследствие сокращения дохода от услуг голосовой связи на 20,6% до 105 345 млн. тенге. Объем голосового трафика сохранился на прежнем уровне 23 540 млн. минут (23 538 в 2014 г.), при этом показатель ARMU снизился с 4,2 тенге до 3,2 тенге. Доля дохода от услуг голосовой связи в структуре общего дохода в 2015 г. сократилась с 70,7% до 62,5%.

В то же время, доля доходов от услуг передачи данных увеличилась с 17,7% до 23,4%. В абсолютном выражении **доход от предоставления услуг передачи данных** вырос на 18,6% и составил 39 278 млн. тенге, чему способствовало увеличение трафика данных на 88,8%. При этом, за счет предложения Компанией пакетных услуг с более низкими тарифами за мегабайт, показатель ARMB (средний доход на 1 МБ) снизился с 1,0 тенге до 0,7 тенге.

Компания продолжает наращивать объем продаж телефонов, за счет чего **прочие виды дохода** существенно выросли (+115%), составив 11 152 млн. тенге против 5 186 млн. тенге в 2014 г. Отметим, что, в марте Компания объявила об открытии первого фирменного магазина Kcell в Алматы. Позднее в мае Компания открыла фирменный магазин в Астане. Новый формат магазина позволил клиентам получать информацию о различных мобильных устройствах и приложениях у консультантов Компании, а также на месте протестировать возможности смартфонов до совершения покупки. В сентябре Kcell открыл свой четвертый фирменный магазин в Актобе.

На сегодняшний день, в условиях растущего проникновения мобильного интернета, спрос на услуги SMS и MMS существенно снизился. Данная тенденция наблюдается и в Kcell, где вследствие низкого спроса на услуги SMS **доход от дополнительных услуг** сократился на 23,6% до 12 650 млн. тенге.

Расходы

За январь-декабрь 2015 г. **себестоимость продаж** выросла на 6,8% до 89 932 млн. тенге, в основном, за счет увеличения стоимости реализованных товаров (мобильных устройств) и затрат на интерконнект. Кроме того, за отчетный период Компания увеличила **общие и административные расходы** на 16,1%, что было, в основном, обусловлено увеличением ставки налога на мобильную связь.

В то же время, **расходы на продажи и маркетинг** снизились на 20,2% до 9 221 млн. тенге, главным образом, за счет за счёт снижения комиссий.

Прибыль

За январь-декабрь 2015 г. показатель EBITDA, без учета единовременных

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

расходов, снизился на 22,3%, составив 81 787 млн. тенге.
В отчетном периоде чистая сумма по финансовым доходам/расходам увеличилась до 7 811 млн. тенге (-1 052), в основном, из-за дохода по курсовой разнице.

Расходы по налогу на прибыль сократились на 13,2%, составив 13 780 млн. тенге.

В итоге, за 2015 г. **чистый доход** Компании снизился на 20% и составил 46 632 млн. тенге. Компания сократила доход на акцию с 291,4 тенге до 233,2 тенге.

На конец сентября 2015 г. **капитальные расходы (CAPEX)** Компании сократились до 18 531 млн. тенге (21 009 млн. тенге в 2014 г.), при этом соотношение CAPEX к продажам снизилось до 11% процента (11,2% в 2014 г.). Отметим, что в октябре Советом Директоров Компании были одобрены условия покупки Компанией и ТОО «КТ-ТЕЛЕКОМ» (100% дочерняя компания Kcell), 100% доли участия в ТОО «КазНет Медиа», где TeliaSonera выступает продавцом. ТОО «КазНет Медиа» владеет 100% долей участия в ТОО «Аксоран» и 100% доли участия в ТОО «Instarphone» - компаний, владеющих частотами, которые возможно применить при оказании услуг 4G/LTE. Оплата производится двумя траншами, 1-ый транш составляет номинальную цену в 5 млн. долл. США плюс наличность и дебиторская задолженность минус долги и кредиторская задолженность по состоянию на дату закрытия. 2-ой транш – справедливая рыночная стоимость частот, которая будет определена независимыми оценщиками в порядке, установленном условиями договора купли-продажи на дату, когда Kcell получит разрешение на использование частот для предоставления услуг связи 4G/LTE, то есть в текущем году. При этом, согласно заявлениям Компании общая сумма сделки не превысит 70 млн. долл. США.

Вместе с тем, отметим, что в январе 2016 г. Министерство по инвестициям и развитию Республики Казахстан сообщило о выделении радиочастот для организации сотовой связи стандарта LTE всем действующим мобильным операторам Казахстана. Кроме того, Министерство предоставит всем действующим операторам мобильной связи возможность использовать выделенные им радиочастоты в стандартах GSM, DCS-1800 (GSM- 1800) UMTS/WCDMA (3G) для организации сотовой связи стандарта LTE (4G) и LTE Advanced с последующим оформлением разрешений на использование радиочастотного спектра в установленном законодательством порядке. При этом разрешения на использование указанных частот мобильным операторам Казахстана выдается при условии обеспечения ими сотовой связи в населенных пунктах с численностью населения 500 и более человек, а также всех автомобильных и железных дорог республиканского и областного значения до 31 декабря 2020 г.

Денежные потоки

За январь-декабрь 2015 г. **денежные потоки от операционной деятельности** сократились на 33,3%.

Свободный денежный поток за 2015 г. сократился до 32 400 млн. тенге, по сравнению с 63 744 млн. тенге за аналогичный период прошлого года.

Денежные средства на конец декабря 2015 г. составили 31 589 млн. тенге, увеличившись с уровня аналогичного периода прошлого года – 19 520 млн. тенге.

Активы / Обязательства

С начала года **активы** Компании увеличились на 5,1% до 166 027 млн. тенге, в основном, за счет роста денежных средств и их эквивалентов на 61,8%.

Обязательства Компании выросли на 29,8% с начала года, составив 85 581 млн. тенге вследствие 100%-ного увеличения краткосрочных займов.

За отчетный период **капитал** Компании составил 80 446 млн. тенге, что на

12,6% меньше, чем в 2014 г. Снижение наблюдалось по нераспределенной прибыли, которая за отчетный период сократилась на 20%.

Соотношение чистой задолженности к собственному капиталу увеличилось с 6% до 23,1%.

Соотношение чистой задолженности к EBITDA составило 0,24 (0,05 в 2014 г.).

Соотношение собственного капитала к активам сократилось с 58,3% до 48,5%.

Рекомендации

По итогам прошлого года ключевые показатели Kcell демонстрируют понижающийся тренд, что является следствием, в основном, усиления конкуренции со стороны оператора Altel.

Отток абонентов, как один из первостепенных показателей, оказывает основное давление на результаты Компании. Сокращение абонентской базы оказалось значительным и превысило наши ожидания (около 2%), составив 7,5%.

За прошлый год спрос на голосовые услуги оператора продолжил падение, опередив наши прогнозы.

В итоге, Компания завершила 2015 г. снижением чистой прибыли на 20%, что явилось существенным по сравнению с предыдущим годом, когда сокращение чистой прибыли составило 8,1%.

Ухудшение результатов 2 года подряд было вызвано, в первую очередь, усилением конкурентных преимуществ у Алтел на рынке 4-G связи.

Между тем, текущий год для Компании начался с позитивной новости о предоставлении лицензии 4G, что может способствовать сохранению количества абонентской базы. Кроме того, отметим, что Кселл также активно развивает дополнительные виды услуг, как продажа смартфонов разных производителей и аксессуаров к ним, тем самым увеличивая количество потребителей услуг мобильного Интернета.

Однако, несмотря на позитивный новостной фон, сохраняются управленческие риски, связанные с намерением TeliaSonera продать свою долю в Кселл и риски ужесточения конкурентной среды и демпинга со стороны конкурентов в связи с объединением Алтел и Теле2.

Вдобавок, общая нисходящая тенденция на мировом товарно-сырьевом рынке остро сказывается на настроениях отечественных инвесторов, и как следствие, осторожность участников рынка в связи с высокой волатильностью курса национальной валюты сдерживает торговую активность.

С начала года котировки KCEL KZ просели на 12,9%, обновив исторический минимум в январе (1 043 тенге) и сейчас торгуются на уровне 1 115 тенге.

С учетом неутешительных результатов прошлого года, а также продвижения в вопросе подключения связи 4-G в 2016 г. и соответствующих капитальных затрат, нами была пересмотрена целевая цена, которая по KCELL KZ составила **1 220 (1 412) тенге за акцию** и по KCEL LI – **3,21 (5,1) долл. США за ГДР**.

Мы сохраняем свою рекомендацию «По рынку», поскольку считаем, что фундаментально и технически, у акций есть потенциал роста. Однако на рынке преобладает неуверенность по поводу перспектив Компании, которые усилились после заявления материнской TeliaSonera сократить присутствие в СНГ с последующим полным уходом из нашего рынка.

Кроме того, стоит учесть что поведение участников рынка в настоящее время больше зависит от курса тенге, что делает акции Kcell менее привлекательными из-за наличия на бирже компаний-экспортеров.

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.
- Высокие девальвационные ожидания

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: mibrayeva@centras.kz

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 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 2015 г.

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