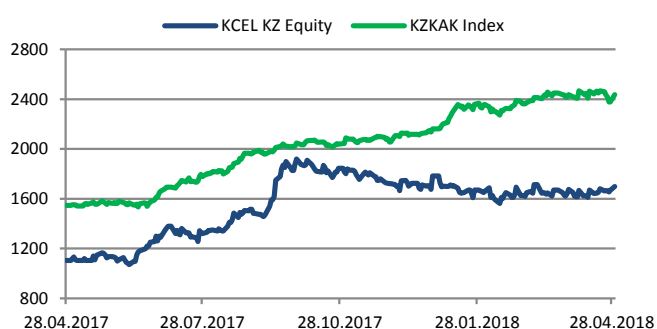


Продать

| | |
|---------------------------------------|------------------------|
| Сектор: | Телекоммуникационный |
| Тикер KASE: | KCEL KZ |
| Тикер LSE: | KCEL LI |
| Текущая цена KCEL KZ (Т) (28.04.18): | 1 699,00 |
| Текущая цена KCEL LI (\$) (28.04.18): | 4,89 |
| Целевая цена KCEL KZ (Т): | 1 308,35 |
| Целевая цена KCEL LI (\$): | 3,93 |
| Инвестиционный горизонт | 1 год |
| Капитализация, млрд. Т: | 339,8 |
| Кол-во размещенных акций, млн. шт.: | |
| KCEL KZ | 200 |
| Website компании: | www.investors.kcell.kz |

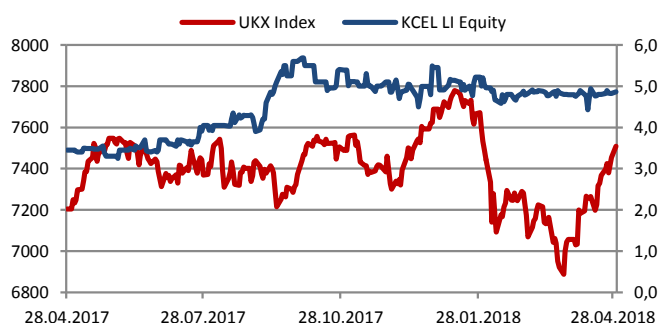
Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

| Kcell | 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»

Пересмотр целевой цены

Слабые финансовые показатели...

В конце апреля 2018 г., Компания опубликовала финансовые итоги за первый квартал 2018 г., согласно которым чистый доход Компании в годовом выражении продемонстрировал сокращение на 5,0% до 3 752 млн. тенге.

Снижение чистого дохода непосредственно связано с увеличением выплат по налогу на прибыль на 18,3%, а также с ростом общих и административных расходов на 37,6%.

Валовая прибыль повысилась на 2,6% до 13 392 млн. тенге в результате роста доходов на 2,1% до 36 386 млн. тенге. В структуре доходов стоит отметить увеличение прочих видов дохода на 45,9% до 4 137 млн. тенге, а также дохода от услуг передачи данных на 6,1% до 11 514 млн. тенге, доля которых в общей сумме доходов составляет 11,4% и 31,6%, соответственно. Доход от услуг голосовой связи сократился на 5,3% до 18 520 млн. тенге и доход от дополнительных услуг снизился на 7,1% до 2 215 млн. тенге. По заявлению руководства, усилия компании по-прежнему направлены на развитие услуг 4G/LTE и повышение качества технологий и сервисов. В настоящее время Компания обеспечивает покрытие 4G 50% территории страны. При этом, Net Promoter Score (NPS) - ключевой показатель уровня удовлетворенности клиентов - вырос почти на 10% благодаря улучшению восприятия абонентами качества сети и продуктов Kcell.

Себестоимость продаж за год увеличилась на 1,8% до 22 994 млн. тенге, преимущественно, по причине роста себестоимости проданных устройств. Отметим, что рост себестоимости был частично нивелирован снижением расходов на интерконнект. Расходы по реализации и маркетинг снизились на 9,4% до 2 364 млн. тенге в результате сокращения расходов на персонал.

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.

Рекомендация Совета директоров по выплате годового дивиденда...

Совет Директоров Компании рекомендовал выплату годового дивиденда на уровне 2016 г., в размере 11,678 млн. тенге, или 58,39 тенге на одну простую акцию. Это соответствует 87% от чистого дохода Компании за двенадцать месяцев, завершившихся 31 декабря 2017 г. При рекомендуемом объеме дивидендных выплат со стороны Совета директоров в 2017 г., дивидендная доходность простых акций при текущей стоимости (1 699,00 тенге/акцию) может составить 3,4%. Предлагаемая дата закрытия реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов - 31 мая 2018 г. (01:00 по времени Алматы). В случае принятия ГОСА положительного решения 30 мая 2018 г., предложенный дивиденд будет выплачен, начиная с 1 августа 2018 г.

Рекомендации

Мы провели ежегодный пересмотр целевой цены Kcell в связи с публикацией финансовых результатов за 2017 год.

В модель оценки были внесены фактические данные за 2017 г., пересмотрены прогнозные данные по доходам/расходам Компании и коэффициент дивидендных выплат был рассчитан в размере 70%. В доходной части ожидаем заметный рост доходов от услуг передачи данных, а также доходов от прочих видов за счет спроса на дифференцированную линейку мобильных устройств. Кроме того, компания в приоритетной части ставит развитие digital-услуг, доля которых в совокупности с продуктами IT по итогам 4 квартала 2018 года в портфеле бизнес-продуктов составила уже 57%. В их числе «Kcell Облако» и «IT-инфраструктура», линейка продуктов мобильного маркетинга на основе Big Data и решения на базе интернет вещей (IoT). В ближайшее время состоится запуск платформы для управления SIM-картами, которая позволит провайдером M2M-услуг сэкономить время и деньги. Также компания намерена вывести на рынок новые решения в сфере Интернета вещей (IoT) и значительно расширить портфель услуг на базе Big Data.

Несмотря на довольно оптимистичные планы развития Компании, текущие финансовые показатели демонстрируют слабую динамику. За последние два года наблюдается стагнация темпов выручки, резкое увеличение долговой нагрузки (с 18 612 млн. тенге до 57 758 млн. тенге), что в свою очередь может повлиять на состояние платежеспособности и ликвидности Компании. Кроме того, в январе 2018 года Казахтелеком направил антимонопольному ведомству Казахстана ходатайство о намерении приобрести 75% акций Kcell, что в случае положительной сделки позволит Казахтелекому, крупнейшему оператору фиксированной связи в Казахстане, занять доминирующее положение на местном рынке сотовой связи. В настоящее время Комитет по регулированию естественных монополий продолжает рассматривать ходатайство.

По итогам пересмотра финансовой модели наша **целевая цена составила 1 308,35 тенге/акцию и 3,93 долл. США/ГДР**. Мы сохраняем рекомендацию «**Продавать**». Считаем, что текущая рыночная цена является перекупленной вследствие роста спекулятивного спроса на фоне вероятного приобретения Казахтелеком доминирующей доли акций Kcell.

В случае возникновения событий, связанных с изменением организационной структуры, конкурентного положения Компании, а также усугубления/оптимизации долговой нагрузки, вероятность пересмотра целевой стоимости и рекомендации с нашей стороны возрастает.

Риски

- Высокий уровень долговой нагрузки.
- 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 2018 г.

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