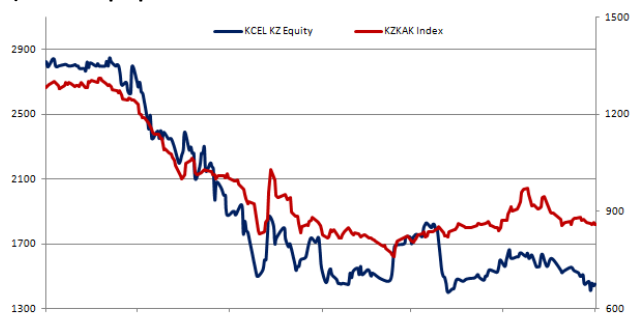


Покупать

Сектор:	Телекоммуникационный
Тикер KASE:	KCEL KZ
Тикер LSE:	KCEL LI
Текущая цена KCEL KZ (Т) (03.08.15):	1 450
Текущая цена KCEL LI (\$) (03.08.15):	6,9
Целевая цена KCEL KZ (Т):	1 742
Целевая цена KCEL LI (\$):	9,3
Потенциал роста:	20,1%
Инвестиционный горизонт:	1 год
Капитализация, млрд. Т:	290,1
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
KCEL KZ	200
Website компании:	www.investors.kcell.kz

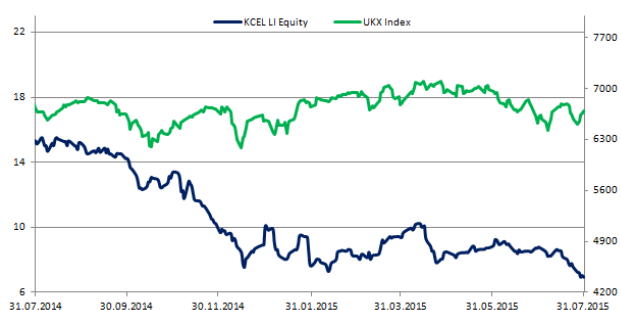
Источник: KASE, Bloomberg

Ценовой график: KCEL KZ и KASE



Источник: Bloomberg

Ценовой график: KCEL LI и FTSE 100



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели, млн.тенге

Kcell	2 013	2 014	2 015П	2 016 П	2 017П
P/E	5,5x	6,0x	8,3x	6,8x	6,5x
EV/EBITDA	3,7x	3,9x	4,9x	4,3x	4,2x
EV/Sales	2,1x	2,1x	2,4x	2,0x	2,0x
EPS	317,0x	291,4x	210,3x	254,5x	266,6x
ROA	41,04%	36,73%	26,23%	30,61%	29,38%
ROE	77,59%	61,58%	42,74%	45,31%	41,67%
DPS	162	317	147	178	187
Dividend	9,30%	18,19%	8,45%	10,22%	10,71%
EBIT margin	43,50%	40,12%	34,10%	34,88%	34,92%
EBITDA	55,82%	53,54%	49,23%	47,41%	46,80%

Источник: данные компании и расчеты CS

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

АО «Kcell»

Пересмотр целевой цены...

17 июля 2015 г. АО «Kcell» (далее Kcell, Компания) опубликовала промежуточные результаты деятельности за январь-июнь 2015 г., согласно которым чистая прибыль снизилась на 23,6% и составила 24,553 млн. тенге против 32,147 млн. тенге в первом полугодии 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 первое полугодие 2015 г. сократилось на 5,7%, составив 10,747 тысяч.

Доходы

За отчетный период **общий объем продаж** в Компании снизился на 6,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составил 86 млн. тенге, в основном, вследствие сокращения дохода от услуг голосовой связи на 18,2% до 53,643 млн. тенге. При этом объем голосового трафика оставался стабильным по сравнению с прошлым годом и составил 11,420 млн./минут, показатель ARMU снизился с 4,4 тенге в аналогичном периоде прошлого года до 3,5 тенге.

Доля дохода от услуг голосовой связи в структуре общего дохода в первом полугодии текущего года сократилась с 71,2% до 62,3%.

В то же время, доля доходов от услуг передачи данных увеличилась с 18,1% до 19,5%. В абсолютном выражении **доход от предоставления услуг передачи данных** вырос на 16,5% и составил 19,5 млн. тенге, чему способствовало увеличение трафика данных на 63,8%. При этом, за счет предложения Компанией пакетных услуг с более низкими тарифами за мегабайт, показатель ARMB (средний доход на 1 МБ) снизился с 1,2 тенге до 0,9 тенге.

Компания продолжает наращивать объем продаж телефонов, за счет чего **прочие виды дохода** существенно выросли в первом полугодии, составив 6,229 млн. тенге против 1,331 млн. тенге в аналогичном периоде 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. На сегодняшний день у Компании 3 фирменных магазина (2 в Алматы), планируется открыть фирменные магазины Kcell и в других крупных городах Казахстана.

На сегодняшний день, в условиях растущего проникновения мобильного интернета, спрос на услуги SMS и MMS снижается. Данная тенденция наблюдается и в Kcell, где вследствие низкого спроса на услуги SMS и MMS **доход от дополнительных услуг** сократился на 20,8% до 6,739 млн. тенге.

Расходы

За январь-июнь 2015 г. **себестоимость продаж** выросла на 8,2% до 42,571 млн. тенге, в основном, за счет увеличения себестоимости реализованной продукции, относящейся к стоимости реализованных телефонов.

Кроме того, за отчетный период Компания увеличила **общие и административные расходы** на 12,7%, что было, в основном, обусловлено увеличением ставки налога на мобильную связь.

В то же время, **расходы на продажи и маркетинг** снизились на 21,2% до

4,8 млн. тенге, главным образом, за счет уменьшения размера комиссии.

Прибыль

За январь-июнь 2015 г. показатель EBITDA, без учета единовременных расходов, снизился на 13,5%, составив 46,001 млн. тенге. Маржа по EBITDA составила 53,4%.

В отчетном периоде чистые затраты на финансирование, представленные чистыми расходами по процентам, увеличились до 1,991 млн. тенге.

Расходы по налогу на прибыль сократились на 16,4%, составив 6,887 млн. тенге.

В итоге, за 1 полугодие 2015 г. **чистая прибыль** Компании снизилась на 23,6% и составила 24.553 млн. тенге. Компания сократила доход на акцию с 160,7 тенге до 122,8 тенге.

На конец июня 2015 г. **капитальные расходы (CAPEX)** Компании выросли до 5,935 млн. тенге, при этом соотношение CAPEX к продажам составило 6,9%.

Денежные потоки

За январь-июнь 2015 г. **денежные потоки от операционной деятельности** сократились на 30,6%, в основном, за счет изменений в оборотном капитале.

Свободный денежный поток за январь-июнь сократился до уровня 14,410 млн. тенге, по сравнению с 34,201 млн. тенге за аналогичный период прошлого года.

Денежные средства на конец первого полугодия 2015 г. составили 15,452 млн. тенге, увеличившись с уровня аналогичного периода прошлого года – 4,805 млн. тенге.

Активы / Обязательства

С начала года **активы** Компании сократились на 3,5%, в основном, за счет снижения основных производственных средств и оборудования на 7,1% и денежных средств и их эквивалентов на 20,8%.

Обязательства Компании выросли на 47,1% с начала года, составив 88,426 млн. тенге.

За отчетный период **капитал** Компании составил 5,633 млн. тенге, что на 3,2% меньше, чем в 2014 г.

Соотношение чистой задолженности к собственному капиталу увеличилось с 6% до 42,1%.

Соотношение собственного капитала к активам снизилось с 58,3% до 38,3%.

Рекомендации

Из-за роста себестоимости проданных телефонов, сокращения абонентской базы и продолжающегося снижения доходов от голосовых услуг, результаты деятельности первого полугодия у Kcell вышли негативные, вследствие чего чистая прибыль Компании существенно сократилась (-23,6%).

Следует также принять во внимание высокую конкуренцию со стороны таких компаний, как Tele 2 и ALTEL. При этом, важно отметить, что в телекоммуникационном секторе, как в Казахстане, так и в мире, наблюдается перенасыщение рынка, в результате чего, существенного роста в данном секторе, полагаем, не ожидается.

Несмотря на это, руководство Kcell, в текущем 2015 г. планирует расширять продажи смартфонов и увеличивать свое присутствие в регионах страны.

В связи с выходом новых данных по деятельности Компании, нами была пересмотрена финансовая модель, где были учтены планы и прогнозы Kcell, а также будущие денежные потоки до и после внедрения 4G-связи, лицензию на которую Компания планирует получить к 2016 гг.

Также, при пересмотре целевой цены в основу было взято дальнейшее снижение числа абонентов (с учетом темпов роста абонентской базы конкурентов), увеличение интернет трафика и снижение показателя ARMB.

Мы оптимистично смотрим на темпы роста доходов от прочих услуг и доходов от услуг по передаче данных. При этом мы негативно оцениваем дальнейшую динамику доходов от голосовых услуг и дополнительных услуг.

Компания продолжает расширение сети в регионах, и впоследствии может нарастить объем капитальных затрат, что также было учтено в нашей модели.

В результате, наша целевая цена составила 1 742 тенге/акцию и 9,32 долл. США/ГДР.

Мы сохраняем нашу рекомендацию **«Покупать»**, так как с учетом основных рисков и перспектив, акции компании имеют потенциал роста. С начала года акции Kcell подешевели на 22,5% и на текущий момент акции торгуются на уровне 1 395 тенге, который является инвестиционно-привлекательным. Наш инвестиционный горизонт составляет 1 год.

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

События за 2 квартал 2015 г.

- Kcell получил транш в размере 22 млрд. тенге в рамках утвержденной кредитной линии по договору банковского займа между Kcell и АО «Народный Банк Казахстана». Этот транш был получен в рамках договора о банковском займе на получение 30 млрд. тенге с целевым назначением для пополнения оборотного капитала.

- Kcell открыл свой фирменный магазин Kcell в Астане. Открытие магазина Kcell в Астане является еще одним шагом на пути к осуществлению более масштабной программы расширения Kcell в Казахстане.

- Kcell открыл свой третий фирменный магазин в Алматы. Первые результаты реализации новой бизнес-модели продемонстрировали эффективность концепции магазина и клуба, объединяющего клиентов, что стало весьма популярным. Компания планирует запустить еще четыре магазина до конца 2015 г.

Судебные разбирательства

«Дневной Безлимит» и непрерывание соединения на сети Kcell

В 2013 г. Агентством по защите конкуренции РК («АЗК») было начато расследование в отношении услуги «Дневной Безлимит» под брендом Activ и непрерывания услуги при достижении баланса нуля по бренду Kcell. АЗК вынесло в Компанию предписание, в соответствии с которым Компании предписывалось до 21 апреля 2014 г.:

1. прекратить взимание с абонентов абонентской платы по тарифному плану «Дневной безлимит» в случае недостаточности денежных средств на их лицевых счетах;
2. обеспечить прерывание соединения (радиотелефонный разговор или услуги доступа к сети Интернет) на момент окончания денег на лицевых счетах абонентов;

3. обеспечить возврат абонентам денежных средств, полученных в результате непрерывания соединения на момент окончания денежных средств на их лицевых счетах.

Компания исполнила пункт 1, однако, ввиду технических ограничений биллинговой системы Компания в настоящее время не имеет возможности исполнить пункт 2. Тем не менее, Компания находится в процессе внедрения новой биллинговой системы, которая позволит осуществлять прерывание соединения. Компания обжаловала Предписание АЗК в судах Казахстана, что завершилось обжалованием в Верховный суд. 30 июня 2015 года Верховный суд РК отклонил надзорную жалобу Компании. 15 июня 2015 АЗК подало в суд иск о принудительном исполнении Предписания. 9 июля 2015 г. суд вынес решение об удовлетворении иска АЗК о принудительном исполнении Предписания, в результате которого компания должна исполнить пункты 2 и 3 вышеуказанного Предписания. В декабре 2014 г. Компания начислила резерв в размере 1,6 млрд. тенге, покрывающий возврат средств абонентам за период с января 2012 г. по сентябрь 2013 г. В настоящее время руководство оценивает дополнительную потенциальную ответственность за последующие периоды и соответствующее обеспечение в результате вынесения судом вышеуказанного решения. Обновление нормативных актов

Новые Правила оказания услуг сотовой связи вступили в силу 16 июня 2015 г. Оператор вправе изменить только тарифы на условия предоставления услуг связи с согласия абонентов, уведомив абонентов не менее чем за один месяц вступления изменений в силу. Kcell намерен обратиться к регулятору с просьбой внесения изменений в новые Правила. В случае отказа регулятора, Kcell рассмотрит вопрос об обращении в судебные инстанции.

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:

Заместитель директора аналитического департамента
Ибраева Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

Младший 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

Младший Аналитик
Нагашбекова Надира
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 733
Email: nnagashbekova@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 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. 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 2014 г.

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