

## KCELL

### Снижение инвестиционной привлекательности

**Падение чистой прибыли Kcell, наблюдавшееся с 2013 года отрицательно отразилось на перспективах компании и размере дивидендных выплат. По итогам 2016 года снижение чистой прибыли составило 64%(Г-к-Г), показатель ROAE снизился до 22%, а соотношение чистого долга к EBITDA выросло до 1.03х. Мы отмечаем ограниченный потенциал роста и рекомендуем «ДЕРЖАТЬ» ценные бумаги с целевой ценой 1 227 тенге.**

**Итоги 2016 года.** Прошедший год для компании Kcell выдался сложным. Чистая прибыль продемонстрировала значительное падение на фоне снижения выручки и роста финансовых расходов. Хотим отметить, что в 4 квартале наблюдалась положительная тенденция по показателю выручки, который продемонстрировал рост после падения на протяжении нескольких кварталов подряд. В течение последних двух лет (2015-2016 гг.) темпы роста выручки от передачи данных замедлились, что на наш взгляд, связано с популяризацией пакетных предложений, предоставляемых операторами мобильной связи.

**Наши прогнозы.** Мы ожидаем, что падение выручки приостановится на фоне стабилизации ставки интерконнекта, повышения стоимости тарифных планов и снижения предоставляемых услуг в рамках тарифных планов. Рост ожидается от сегмента услуг по продаже телефонов, который на сегодняшний день является самым быстрорастущим сегментом, а также от услуг передачи данных за счет увеличения потребляемого трафика. Мы прогнозируем рост выручки в 2016-21 гг. со среднегодовым темпом роста в размере 4.8% в год.

**Дивидендная доходность составит 10.3% в 2018-22 годы.** Размер дивиденда по итогам 2016 года может составить 42-58 тенге при распределении 50%-70% от чистой прибыли за 2016 год. Дивидендная доходность от текущей цены (1 170 тенге) составляет 3.6-5.0% при распределении 50% и 70% от чистой прибыли соответственно. На наш взгляд, по итогам 2016 года Kcell выплатит 50% от чистой прибыли в связи со значительным снижением денежных средств на балансе компании, относительно высоким показателем соотношения чистого долга к EBITDA и инвестиционными затратами на развертывание 4G сетей. Мы полагаем, что в 2018-21гг. компания восстановит выплату дивидендов на уровне 70%-100% от чистой прибыли.

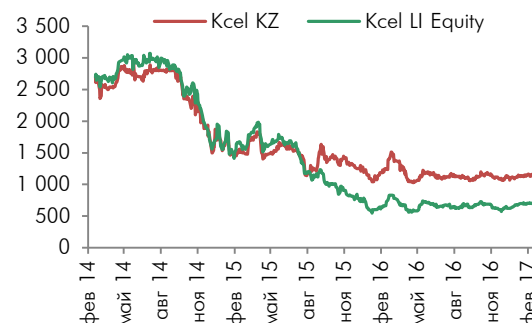
**Kcell оценивается по мультипликатору P/E на уровне 10.9 годовых прибылей,** что выше среднего показателя сопоставимых компаний России и Турции (10.8х), которые, на наш взгляд, являются ближайшими аналогами для Kcell. Данный факт может свидетельствовать об ограниченном потенциале роста. Стоит отметить, что по отношению к общей выборке, включающей развивающиеся страны Азии, Южной Америки и Восточной Европы, все еще существует потенциал роста.

**Наша целевая цена по ГДР (акция) Kcell составляет \$3.9/ГДР (1 227 тенге/акция),** что подразумевает рост стоимости на 5.3% (4.9%). Мы рекомендуем «ДЕРЖАТЬ» ценные бумаги компании. Мы отмечаем, что в случае восстановления финансовых показателей компании по итогам 1 квартала 2017 года более высокими темпами относительно 2016 года и улучшения перспектив телекоммуникационной отрасли, наша целевая цена может быть пересмотрена.

Наина Романова  
[nromanova@bcc-invest.kz](mailto:nromanova@bcc-invest.kz)

Тикеры	Kcel LI/Kcel KZ
Капитализация	234 млн. тг.
Последняя цена	1 170 тг.
Диапазон, 52 нед.	1 010 - 1 513 тг.
Ср. дневной объем (3 месяца)	\$0.222 млн.
Целевая цена (акций/ГДР)	1 227 тенге/\$3.9
Потенциал роста акций/ГДР	+4.9% /+5.3%
Рекомендация (ГДР/прост.)	ДЕРЖАТЬ
Дивидендная доходность 2016г.	3.6%

#### ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



#### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2016	2017	2018
Выручка	147.0	153.0	159.7
Опер-ные расходы	-116.0	-116.0	-121.5
EBITDA	55.3	60.3	61.8
EBIT	31.0	37.0	38.2
EBT	22.8	27.5	31.6
Чистая прибыль	16.7	21.5	24.6
EV/EBITDA	5.3	4.8	4.7
P/E	14.0	10.9	9.5

#### ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2016	2017	2018
Маржа EBITDA	38%	39%	39%
Маржа EBIT	21%	24%	24%
Маржа EBT	15%	18%	20%
Маржа чистой прибыли	11%	14%	15%
ROAE	22%	27%	27%
Чистый долг/ EBITDA	1.03	0.64	0.43
Лeverидж	0.76	0.80	0.61

## Обзор деятельности компании за период 5 лет

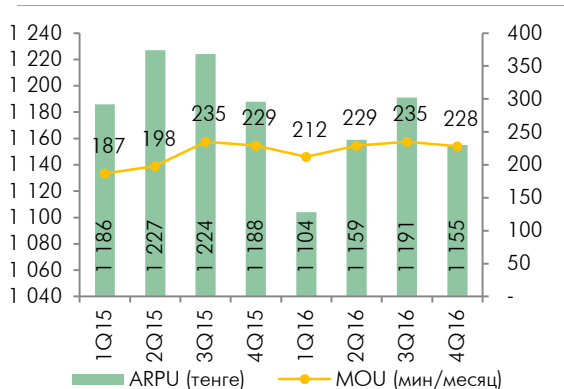
### Операционные результаты

Общее количество абонентов в 2016 году увеличилось на 2.4% до 9 986 млн. человек, 91% из которых являются абонентами с авансовым методом расчета. Уровень мобильного проникновения (по числу SIM-карт) в Казахстане остается высоким и в 2015 году превысил 150%, что оказывает давление на средний доход на абонента (ARPU).

Средняя выручка, на абонента, начиная с 2015 года, значительно снизилась относительно уровней предыдущих трех лет. Причиной этому стало введение пакетных предложений, что в свою очередь оказало влияние на стоимость оказываемых услуг. На фоне этого, количество минут, которое абонент в среднем тратит на общение в течение месяца, заметно возросло до 228 минут (3.3%). К примеру, в России средний показатель MOU составляет 335 минут, в Пакистане 566 минут, в Украине 544 минут, а в Узбекистане 558 минут. В связи с этим мы полагаем, что данный показатель компании продолжит рост.

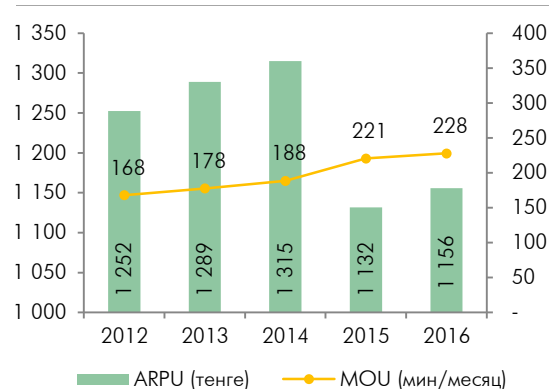
Хотим отметить, что в течение 2016 года наблюдалась положительная тенденция. Так, средняя выручка на абонента показала увеличение на 2.1% (Г-Г).

**Рис 1 Динамика показателей ARPU и MOU – поквартально**



Источник: данные компании

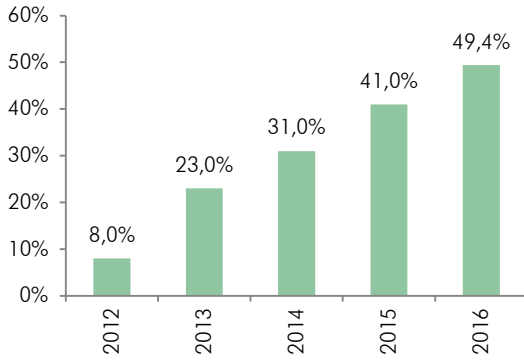
**Рис 2 Динамика показателей ARPU и MOU – по годам**



Источник: данные компании

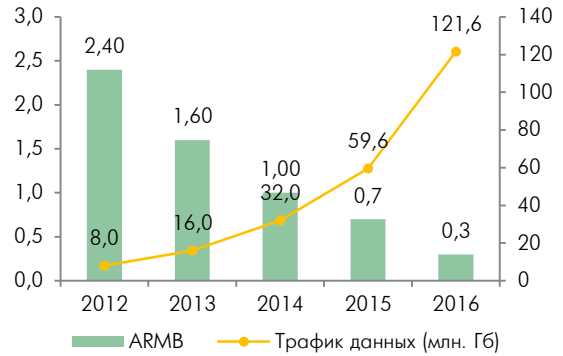
Уровень проникновения смартфонов за последний год вырос с 41.0% до 49.4%. В развитых странах уровень проникновения смартфонов составляет 50-70%, что свидетельствует о дальнейшем потенциале роста количества смартфонов среди населения. Ожидается, что уровень проникновения смартфонов будет постепенно увеличиваться, что отразится на объеме трафика данных в прогнозном периоде.

**Рис 3 Уровень проникновения смартфонов в сети Kcell**



Источник: данные компании

**Рис 4 Трафик данных (млн. Гб) и ARMB**



Источник: данные компании

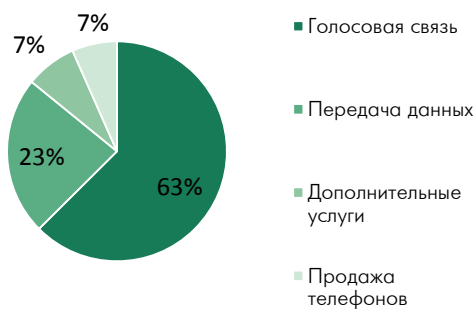
На сегодняшний день среди операторов сотовой связи наблюдается тенденция повышения тарифов на пакетные предложения, а также сокращение предоставляемого трафика в рамках предложенных пакетных тарифов. В связи с этой тенденцией мы ожидаем замедление темпов падения выручки и дальнейшей ее стабилизации.

В течение 12 месяцев 2016 года трафик данных продолжил рост и увеличился более чем в 2 раза и составил 121.6 млн. гб. Несмотря на рост трафика, средняя выручка на один мегабайт снизилась с 0.7 тенге до 0.3 тенге (-57.1%), что объясняется снижением тарифов на предоставление услуг передачи данных за счет пакетных предложений.

**Финансовые результаты**

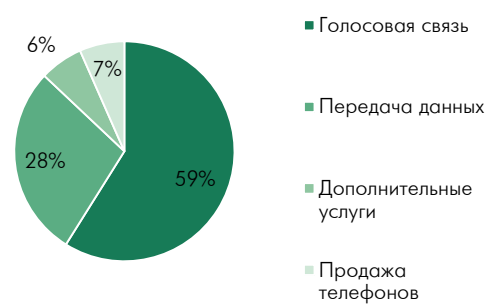
В течение 2016 года выручка в разрезе услуг претерпела изменения. Как мы и ожидали, выручка от передачи данных постепенно замещает долю выручки от голосовой связи. Так, за прошедший год доля голосовой связи в структуре выручки снизилась с 63% (2015 г.) до 59% (2016 г.). Мы ожидаем, что данная тенденция продолжится и далее.

**Рис 5 Выручка в разрезе услуг на 2015 год**



Источник: данные компании

**Рис 6 Выручка в разрезе услуг на 2016 год**



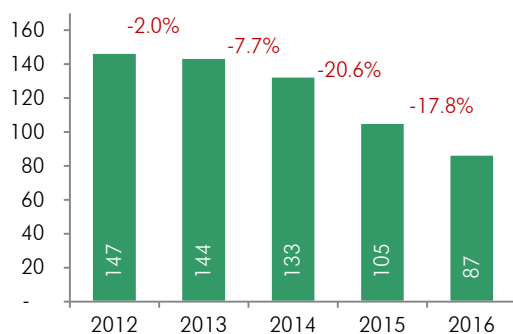
Источник: данные компании

Среднегодовой темп роста выручки Kcell за период 2011-2016 гг. отрицательный и показывает падение в размере 3.8%. Падение общей выручки наблюдается с 2013 года. На сегодняшний момент, снижение выручки частично нивелируется ростом выручки от услуг передачи данных. Тем не менее, после стремительного роста в 2012-2013 гг., когда рост выручки от передачи данных составлял 26-40% в год, в течение последних двух лет (2015-2016 гг.) темпы роста замедлились. Частично, мы объясняем это популяризацией пакетных предложений, предоставляемых операторами мобильной связи, которые

включают в себя услуги голосовой связи, услуги передачи данных, услуги SMS/MMS и др. за фиксированную плату.

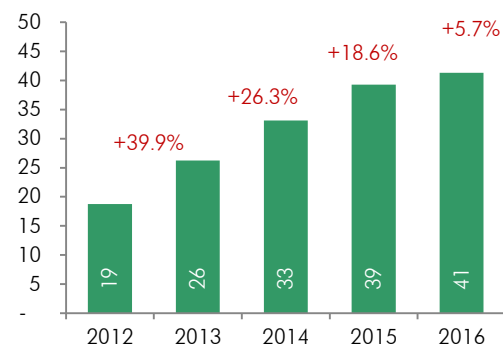
Среднегодовой темп падения выручки от голосовой связи за период 5 лет (2011-2016 гг.) составил (-9.9%), а среднегодовой темп роста выручки от передачи данных за этот же период составил 24.1%. Хотим отметить, что в 2016 году выручка от голосовой связи снизилась на 17.8% (Г-Г), а выручка от передачи данных выросла на 5.2% (Г-Г). К причинам падения голосовой связи можно отнести ряд факторов, среди которых следует отметить снижение голосового трафика (-2.5%), снижение средней выручки за минуту соединения (ARMU) (-21.9%), а также падение доходов от услуг интерконнекта (-8.3%).

**Рис 10 Выручка от голосовых услуг за период 2012-2016гг. (в млрд. тенге)**



Источник: данные компании

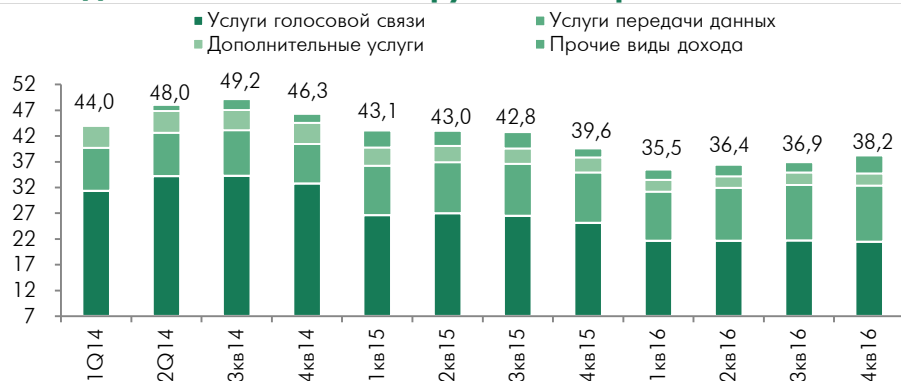
**Рис 11 Выручка от услуг передачи данных за период 2012-2016гг. (в млрд. тенге)**



Источник: данные компании

В 4кв 2016 года падение выручки, наблюдавшееся с 3кв 2014 года, прекратилось, что, на наш взгляд, является положительным моментом и может сигнализировать о стабилизации данной статьи. Так, выручка в 4кв16 года увеличилась на 3.5% по отношению к 3кв16 года и составила 38 223 млн. тенге. В этом квартале наблюдался рост доходов по услугам передачи данных, дополнительных услуг и доходов от реализации телефонов.

**Рис 21 Динамика изменения выручки по кварталам**



Источник: данные компании

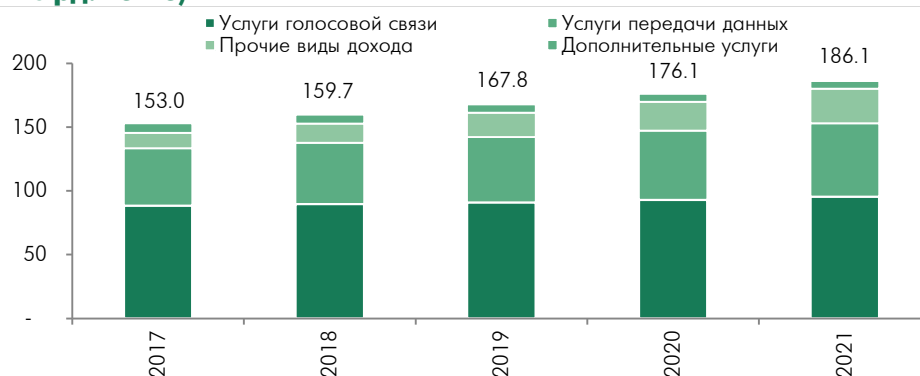
По нашим прогнозам, мы ожидаем небольшое увеличение голосовой связи в пределах 2%, а также умеренный рост по услугам передачи данных со снижением с 8% в 2017 году до 6% к 2021 г. Также ожидаем дальнейшего снижения выручки от дополнительных услуг. Среднегодовой темп роста выручки (5 лет), по нашим прогнозам, составит 4.8% в год в период с 2016-21 гг. Мы полагаем, что постепенное увеличение тарифов на пакетные предложения, а также сокращение доступного трафика в рамках предоставляемых лимитов окажут благоприятное воздействие на выручку компании. Также сохранение ставки интерконнекта (5 тенге) и ожидание превышения входящего трафика со

стороны сторонних абонентов над исходящим трафиком абонентов Kcell в сети других операторов свидетельствуют о прекращении падения выручки компании.

Мы не ожидаем дальнейшего снижения выручки от услуг интерконнекта, так как мы полагаем, что ставка останется на уровне 5 тенге. Последний раз, в начале 2016 года ставка интерконнекта снизилась с 8 до 5 тенге (-37.5%). Теперь ставка интерконнекта в целом соответствует среднему показателю по странам Европы.

Услуги по продаже телефонов самый активно развивающийся сегмент в последние периоды. Мы ожидаем, что данная динамика продолжится и в прогнозный период. Тем не менее, оценить насколько прибыльным является данный сегмент (сопоставить доходы с расходами), не предоставляется возможным в виду отсутствия раскрытия в разрезе сегментов.

**Рис 7 Прогноз основных статей выручки на 2017-2021 гг. (в млрд. тенге)**



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

К наиболее крупным расходам компании можно отнести расходы на интерконнект, расходы на износ и амортизацию, расходы на техническое обслуживание сети и расходы на персонал. По нашим прогнозам, совокупный среднегодовой темп роста операционных расходов за период 2017-21 гг. составит приблизительно 4.3% в год.

Мы ожидаем, что у компании будет складываться положительный баланс между доходами и расходами на интерконнект в прогнозном периоде, так как прогнозируем, что объем звонков в сети Kcell будет превышать объем звонков в сети других операторов со стороны абонентов Kcell. В связи с внедрением услуги переносимости номеров мобильных телефонов (MNP), в начале 2016 года наблюдалась тенденция оттока абонентской базы с дальнейшей стабилизацией к концу 2016 года, что, на наш взгляд, объясняется более высоким качеством предоставляемых услуг.

У Kcell нет собственных каналов трансмиссии, поэтому компания арендует их у сторонних операторов. Мы ожидаем увеличения трафика данных в прогнозный период, что приведет к росту расходов по аренде трансмиссии.

По состоянию на 31 декабря 2016 года стоит отметить высокую ставку привлечения финансирования по привлеченным займам компании. Средневзвешенная ставка привлечения по займам Kcell составляет 15.55%, в то время как на рынке средняя ставка привлечения составляет приблизительно 10%. Более высокая ставка объясняется тем, что почти все займы Kcell являются краткосрочными. На наш взгляд, эмитенту необходимо рассмотреть возможность более долгосрочного финансирования с целью снижения обслуживания долговых обязательств. Стоит отметить, что все займы являются

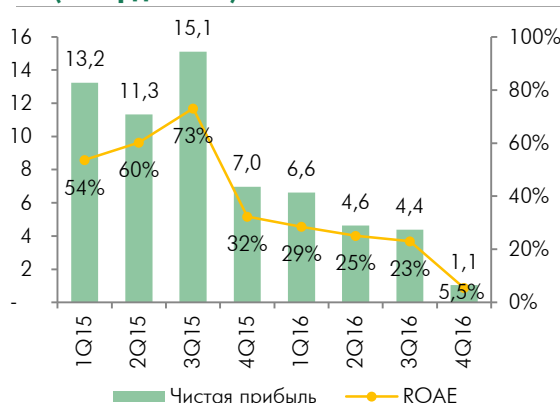
тенговыми. Соотношение чистого долга к показателю EBITDA выросло со значения 0.24x (2015 г.) до 1.03x за 2016 год. Мы ожидаем снижения этого показателя в прогнозный период, так как после приобретения частот 4G ожидаем, что инвестиционные затраты вернуться к нормальному уровню. Также, при прогнозировании финансовых расходов мы отразили наши ожидания постепенного снижения средней ставки привлечения с 15.55% до 9% к 2021 году.

В 2016 году инвестиционные затраты Kcell находились на уровне выше средних. Так, в 2016 году на инвестиционную деятельность было направлено 51 017 млн. тенге. Увеличение расходов связано с приобретением компанией частот на предоставление услуг 4G. В конце февраля компания запустила пилотные зоны LTE в 4-х городах с дальнейшими планами увеличения в 40 крупнейших торговых и бизнес центрах. Стоит отметить, что до марта 2016 года единственной компанией, предоставляющей услуги 4G, являлась компания Altel. В связи с этим, соотношение CAPEX/выручка увеличилось до 34.7%. На наш взгляд, в течение 2018-21 гг. соотношение CAPEX/выручка вернется к историческому значению и будет составлять приблизительно 12.2% от выручки.

С 2013 года чистая прибыль Kcell демонстрирует отрицательную динамику. Падение чистой прибыли увеличилось с 8.1% в 2014 году до 64.2% в 2016 году. На деятельность компании оказало негативное давление множество факторов, среди которых можно отметить прошедшую девальвацию тенге, снижение предельных тарифов на оказываемые услуги, ценовую войну между операторами связи, запуск услуги MNP (возможность переноса номеров) и др.

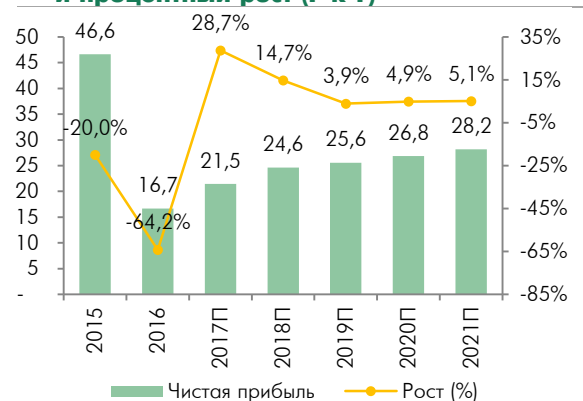
Существенное снижение чистой прибыли в 2016 году произошло за счет уменьшения выручки (-12.7%) и роста финансовых расходов, в то время как в 2015 году компания получила финансовую прибыль от сделок с иностранной валютой, которая превысила расходы по процентам. В четвертом квартале 2016 года выручка от оказания услуг стабилизировалась, продемонстрировав рост на 3.5%. Мы ожидаем, что в прогнозный период на фоне стабилизации и умеренного роста выручки, чистая прибыль увеличится до 21 469 млн. тенге в 2017 г., а к 2021 году увеличится до 28 190 млн. тенге.

**Рис 8 Чистая прибыль по кварталам (в млрд. тенге) и ROAE**



Источник: данные компании

**Рис 9 Чистая прибыль (в млрд. тенге) и процентный рост (Г-к-Г)**



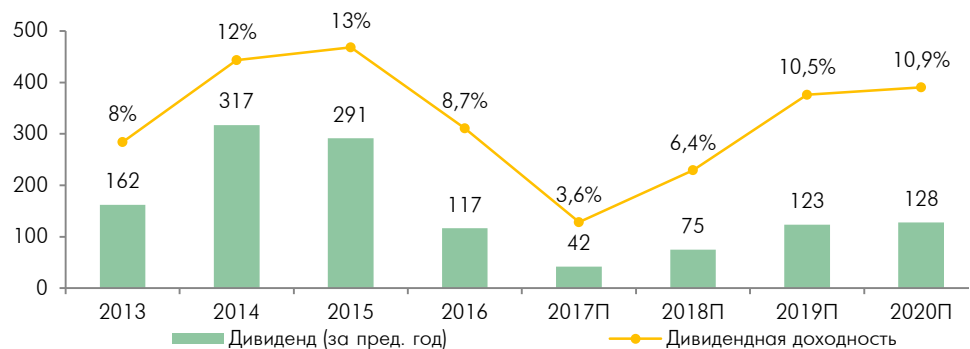
Источник: прогнозы BCC Invest

## Дивидендная история

### Исторически компания выплачивала высокие дивиденды

Дивидендная политика Kcell подразумевает выплату дивидендов не менее 70% от чистой прибыли за предыдущий год. Несмотря на это, размер дивиденда может отличаться от указанного процента, как в сторону превышения, так и в сторону снижения, в зависимости от решения совета директоров. Исторически, дивидендные выплаты Kcell были высокими, даже превышали 100% в 2010 году и в 2011 году. После выхода компании на IPO, в течение последних 2 лет (2014-2015гг.) компания выплачивала 100% от чистой прибыли в виде дивидендов. В 2016 году Совет Директоров Kcell принял решение о сокращении дивидендных выплат относительно дивидендной политики (70%) и рекомендовал распределить 50% от чистой прибыли за предыдущий год. Данное решение было принято учитывая инвестиционные планы компании по развертыванию сетей 4G, покупке лицензии, а также учитывая объем денежных средств и их эквивалентов.

**Рис 10 История дивидендных выплат компании**



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

### Дивидендная доходность по акциям снизится в 2017-21гг.

По итогам 2016 года объем денежных средств и их эквивалентов сложился на уровне 8 477 млн. тенге (42 тенге/акцию), а соотношение чистого долга к EBITDA составляет 1.05x, что свидетельствует о довольно высокой задолженности относительно EBITDA. В связи с этим, с большей вероятностью мы полагаем, что компания по итогам года опять распределит 50% от чистой прибыли. В этом случае размер дивиденда составит 42 тенге/акцию. Тем не менее, если ориентироваться на дивидендную политику, минимальный размер дивиденда (70%) должен составить 58 тенге. Дивидендная доходность от текущей цены (1 189.8 тенге) составляет 3.6-5.0% при распределении 50% и 70% от чистой прибыли соответственно.

По нашим оценкам, прогнозируемый уровень инвестиционных затрат компании в ближайшие годы будет ниже расходов на износ и амортизацию. Принимая во внимание данный факт, мы полагаем, что в 2018-21 гг. компания восставит выплату дивидендов. Мы ожидаем выплату дивидендов в 2018 году по итогам 2017 года на уровне 70% от чистой прибыли и в период 2019-22 гг. выплату дивидендов в размере 100% от чистой прибыли. Дивидендная доходность в прогнозный период составит 6.4-12.0%.

## Оценка акций

Для оценки стоимости акций мы решили применить модель дисконтированных денежных потоков (DCF).

Наша оценка компании состоит из суммы 2-х составляющих:

1. Дисконтированный поток свободных денежных средств поступающих в будущем.
2. Чистая задолженность (рыночная стоимость задолженности за минусом ликвидные активы).

По нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2017 года, составит 283 902 млн. тенге.

Рыночная стоимость долга компании перед кредиторами составляет 60 993 млн. тенге, в то время как сумма денежных средств и инвестиций составляет 22 529 млн. тенге. Итого чистый долг компании на конец 2017 года равен 38 464 млн. тенге.

## Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по акциям на конец 2017 года составляет \$3.9 за ГДР и 1 227 тенге/акцию. Данная целевая стоимость акций предполагает рост в размере **5.3%** для ГДР и **4.9%** для простых акций, в связи с чем, наша рекомендация по акциям Kcell «**ДЕРЖАТЬ**».

Млн. тенге	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ЕВИТ</b>	37 012	38 245	38 856	39 976	41 643
ЕВИТ*(1-tax rate)	28 869	29 831	30 308	31 181	32 481
D&A	23 260	23 596	23 919	24 112	24 308
Инвестиции в оборотный капитал	-7 328	225	75	173	304
<b>Операционные денежные потоки</b>	59 457	53 202	54 151	55 120	56 485
Капитальные затраты	22 947	19 487	20 468	21 488	22 709
<b>Свободные денежные потоки</b>	36 511	33 715	33 683	33 632	33 776
Фактор дисконтирования		1,14	1,31	1,50	1,71
<b>Дисконтированные св-е денежные потоки</b>		<b>29 463</b>	<b>25 724</b>	<b>22 447</b>	<b>19 700</b>
<b>Куммулятивный DFCF</b>		<b>29 463</b>	<b>55 187</b>	<b>77 634</b>	<b>97 334</b>
<b>Терминальная стоимость</b>					319 873
<b>Дисконт-я терминальная стоимость</b>					186 568
<b>Стоимость предприятия (EV). млн. \$</b>					<b>283 902</b>
Денежные средства и инвестиции					22 529
Долговые обязательства					60 993
Чистый долг					<b>-38 464</b>
Расчетная капитализация					<b>245 438</b>
Количество акций (млн. шт.)					200
<b>Целевая цена. тенге/акция</b>					<b>1 227</b>



## Kcell торгуется на 37.0% ниже чем аналоги по P/E

Мы выбрали компании, работающие в сфере телекоммуникации из развивающихся стран Азии, Южной Америки и Восточной Европы в качестве аналогов Kcell для сравнения мультипликаторов. В итоге у нас вышел список из 27 компании. В качестве мультипликатора мы выбрали показатель текущей цены акций к прогнозируемой прибыли на акцию за 2017 год (P/E).

Средний показатель P/E аналогов на сегодняшний день составляет 18,0, в то время как по нашим прогнозам у Kcell этот показатель равен **10,9**. То есть по данному показателю Kcell выглядит более привлекательным по отношению к похожим компаниям, торгуясь с дисконтом в размере 39%.

В сравнении с ближайшими аналогами, акции Kcell торгуются с небольшой премией в размере 1.0% относительно среднего показателя 10.8x, что свидетельствует об ограниченном потенциале роста. Так, ОАО «Мегафон» оценивается на уровне 11.7 годовых прибылей, ОАО «Мобильные телесистемы» оцениваются на уровне 9.9 годовых прибылей, а «Turkcell» оценивается на уровне 10.9 годовых прибылей.

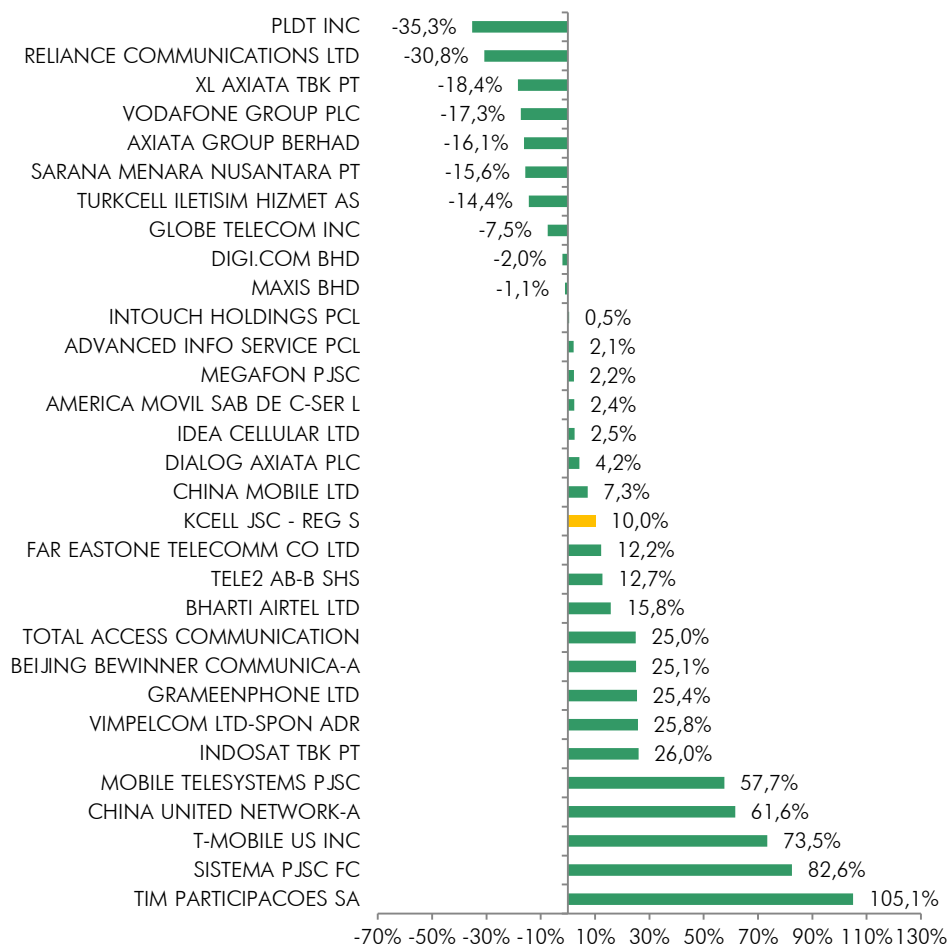
Название	Страна	P/E - 2017
Telecom Argentina SA	Argentina	14,2
GrameenPhone Ltd	Bangladesh	16,4
Linx SA	Brazil	18,8
TIM Participacoes SA	Brazil	23,3
Hangzhou Huaxing Chuangye Communication Technology Co Ltd	China	28,8
Ericsson Nikola Tesla dd	Croatia	20,8
Bharti Infratel Ltd	India	17,7
XL Axiata Tbk PT	Indonesia	29,3
Sarana Menara Nusantara Tbk PT	Indonesia	12,3
Indosat Tbk PT	Indonesia	21,0
Solusi Tunas Pratama Tbk PT	Indonesia	17,5
Maxis Bhd	Malaysia	25,4
DiGi.Com Bhd	Malaysia	23,7
Axiata Group Bhd	Malaysia	22,1
OCC Group Bhd	Malaysia	21,0
America Movil SAB de CV	Mexico	14,9
Globe Telecom Inc	Philippines	16,0
PLDT Inc	Philippines	14,5
LiveChat Software SA	Poland	26,0
ОАО МЕГАФОН	Russia	11,7
ОАО Мобильные телесистемы	Russia	9,9
АФК СИСТЕМА	Russia	8,9
Dialog Axiata PLC	Sri Lanka	6,4
Advanced Info Service PCL	Thailand	16,3
Samart Telcoms PCL	Thailand	20,3
Turkcell Iletisim Hizmetleri AS	Turkey	10,9
<b>KCELL</b>	<b>Kazakhstan</b>	<b>11,2</b>
<b>Средний показатель</b>		<b>18,0</b>
<b>Максимальный показатель</b>		<b>29,3</b>
<b>Минимальный показатель</b>		<b>6,4</b>

Источник: Bloomberg, расчеты BCC-Invest

## Kcell вырос на 10% за 12 месяцев

В течение 12 месяцев акции Kcell упали на 2%, однако ГДР выросли на 10% (ГДР за этот же период. В среднем стоимость акций аналогов выросли на 13.6% за последние 12 месяцев.

**Рис 21 Изменение цен акции аналогов и Kcell за 12 месяцев\***



Источник: Bloomberg

\*Изменения цен по всем акциям в долларах США, для исключения эффекта изменения курса

## Динамика цены акции Kcell

Стоимость акций Kcell с начала первичного размещения продемонстрировала отрицательную динамику, упав на 25.9% до 1 170 тенге на KASE, а стоимость ГДР снизилась на 65.0% до \$3.67 на Лондоне. Падение акций началось в конце 2014 года на фоне девальвационных ожиданий, так как тарифы на оказываемые компанией услуги являются тенговыми. В то же время, на телекоммуникационном рынке можно было наблюдать ценовую войну на фоне усиления конкуренции, что было выражено в снижении тарифов и предоставлении более гибких тарифных планов. В дополнение, с 1 января 2016 года появилась возможность смены мобильного оператора при сохранении текущего номера (MNP), что привело к перетокам абонентов операторов одной мобильной связи в пользу другой. Абонентская база Kcell за год снизилась на 3.6% до 9.986 млн. абонентов. Также в 2016 году компания Kcell приобрела лицензию на 4G частоты, что отразилось на увеличении инвестиционных затрат в 2016 году и выплаты более низких дивидендных выплат по итогам 2015 года. С апреля 2016 года акции Kcell на казахстанской фондовой бирже находятся в «боксовике» в диапазоне 1 000-1 250 тенге/акцию.

Более сильное падение депозитарных расписок объясняется девальвацией тенге, так как Kcell получает выручку в тенге, и соответственно оценка компании привязана к тенге. В связи с этим в результате девальвации выручка, а также чистая прибыль компании в долларах снизились.

**Рис 12 Динамика цен ГДР в течение 3 лет (\$)**



Источник: Bloomberg

**Рис 13 Динамика цен акций в течение 3 лет (тенге)**



Источник: Bloomberg

## Приложения

### Отчет о прибылях и убытках за период 2012-2016 гг.

В млн. тенге	2012	2013	2014	2015	2016	Г-к-Г	CAGR
<b>Доходы</b>	<b>182 004</b>	<b>187 599</b>	<b>187 580</b>	<b>168 425</b>	<b>147 037</b>	<b>-13%</b>	<b>-3,8%</b>
Услуги голосовой связи	146 669	143 731	132 697	105 346	86 444	-18%	-10,0%
Услуги передачи данных	18 755	26 232	33 131	39 278	41 529	6%	24,2%
Дополнительные услуги	15 195	17 426	16 567	12 649	9 351	-26%	-8,4%
Прочие виды дохода	1 385	209	5 186	11 152	9 713	-13%	18,7%
Себестоимость продаж	-76 291	-79 470	-84 220	-89 932	-91 866	2%	<b>5,6%</b>
<b>Валовая прибыль</b>	<b>105 712</b>	<b>108 130</b>	<b>103 360</b>	<b>78 492</b>	<b>55 171</b>	<b>-30%</b>	<b>-12,7%</b>
Расходы по реализации и маркетингу	-17 195	-16 614	-11 548	-9 220	-10 989	19%	-7,0%
Общие и административные расходы	-11 005	-10 017	-10 666	-12 380	-14 149	14%	7,3%
Прочий доход от основной деятельности и расходы, нетто	389	101	-5 896	-4 248	1 007	-124%	-234,7%
<b>ЕВИТ</b>	<b>77 902</b>	<b>81 600</b>	<b>75 250</b>	<b>52 643</b>	<b>31 041</b>	<b>-41%</b>	<b>-17,8%</b>
<b>ЕВТ</b>	<b>77 386</b>	<b>79 481</b>	<b>74 145</b>	<b>60 413</b>	<b>22 756</b>	<b>-62%</b>	<b>-22,9%</b>
<b>Чистый доход</b>	<b>61 828</b>	<b>63 392</b>	<b>58 271</b>	<b>46 633</b>	<b>16 684</b>	<b>-64%</b>	<b>-24,2%</b>

Источник: данные компании

### Отчет о финансовом положении за период 2012-2016 гг.

В млн. тенге	2012	2013	2014	2015	2016	Г-к-Г	CAGR
Нематериальные активы	16 140	13 955	12 494	16 956	42 842	152,7%	18,4%
Основные производственные средства и оборудование	110 337	112 369	108 405	94 502	95 322	0,9%	-1,0%
Прочие внеоборотные активы	3 122	3 131	695	842	1 249	48,3%	-28,7%
<b>Итого внеоборотных активов</b>	<b>129 598</b>	<b>129 455</b>	<b>121 594</b>	<b>112 300</b>	<b>139 413</b>	<b>24,1%</b>	<b>2,1%</b>
Товарно-материальные запасы	978	499	2 336	2 802	3 587	28,0%	14,3%
Дебиторская задолженность по основной деятельности и прочая дебиторская задолженность	15 990	10 410	14 543	19 336	29 554	52,8%	12,7%
Денежные средства и их эквиваленты	3 075	18 916	19 520	31 589	8 477	-73,2%	44,3%
<b>Итого оборотных активов</b>	<b>20 043</b>	<b>29 825</b>	<b>36 399</b>	<b>53 727</b>	<b>41 618</b>	<b>-22,5%</b>	<b>16,5%</b>
<b>Итого активов</b>	<b>149 641</b>	<b>159 280</b>	<b>157 993</b>	<b>166 027</b>	<b>181 030</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,5%</b>
Акционерный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	0,0%	53,9%
Нераспределенная прибыль	32 403	63 393	58 274	46 646	38 880	-16,6%	-19,7%
<b>Капитал</b>	<b>66 203</b>	<b>97 193</b>	<b>92 074</b>	<b>80 446</b>	<b>72 680</b>	<b>-9,7%</b>	<b>-9,6%</b>
Долгосрочные займы	-	-	-	-	8 000	-	-
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>6 092</b>	<b>6 658</b>	<b>5 818</b>	<b>6 323</b>	<b>15 297</b>	<b>141,9%</b>	<b>21,0%</b>
Краткосрочные займы	48 991	24 721	25 020	50 201	57 415	14,4%	-
Расчеты с поставщиками и прочие краткосрочные обязательства	28 355	30 708	35 081	29 057	35 638	22,6%	12,0%
<b>Итого краткосрочных обязательств</b>	<b>77 346</b>	<b>55 429</b>	<b>60 101</b>	<b>79 258</b>	<b>93 053</b>	<b>17,4%</b>	<b>35,7%</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>83 438</b>	<b>62 087</b>	<b>65 919</b>	<b>85 581</b>	<b>108 350</b>	<b>26,6%</b>	<b>34,4%</b>
<b>Итого собственного капитала и обязательств</b>	<b>149 641</b>	<b>159 280</b>	<b>157 993</b>	<b>166 027</b>	<b>181 030</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,5%</b>

Источник: данные компании

**Сжатый прогнозный отчет о прибылях и убытках**

в млн. тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Доходы	168 425	147 037	152 977	159 731	167 774	176 128
Операционные расходы	(115 781)	(115 997)	(115 965)	(121 486)	(128 918)	(136 153)
ЕВИТ	52 643	31 041	37 012	38 245	38 856	39 976
ЕВТ	60 413	22 756	27 525	31 581	32 801	34 402
<b>Чистый доход</b>	<b>46 633</b>	<b>16 684</b>	<b>21 469</b>	<b>24 633</b>	<b>25 585</b>	<b>26 834</b>

Источник: данные компании

**Сжатый прогнозный балансовый отчет**

в млн. тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Активы</b>						
Нематериальные активы	16 956	42 842	42 299	41 153	40 031	38 933
Основные производственные средства и оборудование	94 502	95 322	97 846	96 637	96 151	94 624
Прочие внеоборотные активы	842	1 249	1 249	1 249	1 249	1 249
<b>Итого внеоборотных активов</b>	<b>112 300</b>	<b>139 413</b>	<b>141 394</b>	<b>139 039</b>	<b>137 431</b>	<b>134 806</b>
Товарно-материальные запасы	2 802	3 587	3 767	4 709	5 886	7 064
Дебиторская задолженность по основной деятельности и прочая дебиторская задолженность	19 336	29 554	20 057	20 942	21 997	23 092
Денежные средства и их эквиваленты	31 589	8 477	22 529	22 433	20 426	20 574
<b>Итого оборотных активов</b>	<b>53 727</b>	<b>41 618</b>	<b>46 353</b>	<b>48 084</b>	<b>48 309</b>	<b>50 730</b>
<b>Итого активов</b>	<b>166 027</b>	<b>181 031</b>	<b>187 747</b>	<b>187 123</b>	<b>185 740</b>	<b>185 536</b>
<b>Капитал и обязательства</b>						
Акционерный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределенная прибыль	46 646	38 880	52 007	61 612	62 564	63 812
<b>Капитал</b>	<b>80 446</b>	<b>72 680</b>	<b>85 807</b>	<b>95 412</b>	<b>96 364</b>	<b>97 612</b>
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>6 323</b>	<b>15 297</b>	<b>7 297</b>	<b>7 297</b>	<b>7 297</b>	<b>7 297</b>
Краткосрочные займы	50 201	57 415	60 993	49 162	44 670	41 119
Расчеты с поставщиками и прочие краткосрочные обязательства	29 057	35 638	33 649	35 251	37 408	39 507
<b>Итого краткосрочных обязательств</b>	<b>79 258</b>	<b>93 053</b>	<b>94 642</b>	<b>84 413</b>	<b>82 078</b>	<b>80 626</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>85 581</b>	<b>108 350</b>	<b>101 939</b>	<b>91 710</b>	<b>89 375</b>	<b>87 923</b>
<b>Итого собственного капитала и обязательств</b>	<b>166 027</b>	<b>181 031</b>	<b>187 747</b>	<b>187 123</b>	<b>185 740</b>	<b>185 536</b>

Источник: данные компании

**Основные коэффициенты**

<b>Основные коэффициенты</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
ROAE (%)	54%	22%	27%	27%	27%	28%
ROAA (%)	29%	10%	12%	13%	14%	14%
Лeverидж	0,44	0,76	0,80	0,61	0,49	0,44
Чистый долг/EBITDA	0,24	1,03	0,64	0,43	0,39	0,32
Маржа EBITDA	46%	38%	39%	39%	37%	36%
Маржа EBIT	31%	21%	24%	24%	23%	23%
Маржа EBT	36%	15%	18%	20%	20%	20%
Маржа чистой прибыли	28%	11%	14%	15%	15%	15%
Рост активов (%), Г-к-Г	5%	9%	3,7%	-0,3%	-0,7%	-0,1%
Рост обязательств (%),Г-к-Г	30%	27%	-5,9%	-10,0%	-2,5%	-1,6%
Рост капитала (%),Г-к-Г	-13%	-10%	18,1%	11,2%	1,0%	1,3%
Рост чистой прибыли (%), Г-к-Г	-20%	-64%	28,7%	14,7%	3,9%	4,9%

Источник: данные компании

## **Контактная информация**

АО ВСС Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит  
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж  
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31  
E-mail: info@bcc-invest.kz  
Web: www.bcc-invest.kz

### **Айдана Надирова**

#### **Начальник управления торговых операций**

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7291)  
anadirova@bcc-invest.kz

### **Наина Романова**

#### **Начальник управления аналитики**

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7266)  
nromanova@bcc-invest.kz

### **Динмухамед Ирсалиев**

#### **Менеджер по работе с клиентами**

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7232)  
dirsaliyev@bcc-invest.kz

### **Ержан Бакытбеков**

#### **Менеджер по работе с клиентами**

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)  
yebakytbekov@bcc-invest.kz

### **Ермек Муратов**

#### **Trade-аналитик**

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7218)  
yemuratov@bcc-invest.kz

### **\* Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «ВСС Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «ВСС Invest», 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 в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

© ВСС invest 2017