

8 ноября 2013 г.

Kcell

Цена акций приблизилась к оценочной СТОИМОСТИ

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

Мы обновили нашу финансовую модель с учетом публикации финансовых и производственных показателей компании за 3-ий квартал 2013 года. За прошедшую неделю котировки акций Kcell обновили максимум со времен первого публичного предложения акций. 30 октября 2013 года цена одной простой акции на LSE составила 17.3\$, а на KASE максимум был зафиксирован 6 ноября 2013 года, где цена составила 2 645 тенге. В связи с тем, что рыночные цены на акции компании приблизились к нашей целевой цене, мы решили обновить нашу модель и выпустить новую рекомендацию по простым акциям АО «Kcell».

В настоящем обзоре мы скорректировали наш прогноз производственных и финансовых показателей на 5 летний прогнозный период (2013-2017гг.), и по результатам анализа скорректировали нашу оценку теоретической справедливой стоимости акций АО «Kcell».

По результатам 9М 2013 года выручка компании увеличилась на 3.7%, но, не смотря на это, чистая прибыль компании сократилась на 2% и составила 45 128 млн. тенге.

Клиентская база Kcell увеличилась с 13.462 млн. до 14.251 млн. пользователей сначала года (+5.9%). Несмотря на это, количество минут, использованных абонентом на услуги голосовой передачи данных, сократилось с 175 минут до 154 минут, а средняя выручка от абонента (ARPU) снизилась с показателя 1 282 тенге до 1 142 тенге.

Дивидендная доходность по итогам 2013 года может составить в диапазоне от 8% до 11% от текущей рыночной цены (2 635 тенге). Мы рассчитали размер дивиденда на одну простую акцию в размере 210-300 тенге.

С учетом принятых нами исходных допущений, мы определили 12М теоретическую справедливую стоимость акций Kcell на уровне 2 660 тенге* за акцию или 17.3\$* за одну ГДР. Мы выставляем рекомендацию «ПРОДАВАТЬ». Мы считаем, что акции компании торгуются вблизи к своей справедливой цене (2 635 KZT).

(*) Данная оценка акций АО Kcell является субъективным экспертным мнением аналитиков BCC Invest. На практике реальные рыночные цены могут длительное время или никогда не совпадать с расчетными теоретическими ценами.

(**) Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в разделе «Риски» на странице 10, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 14.

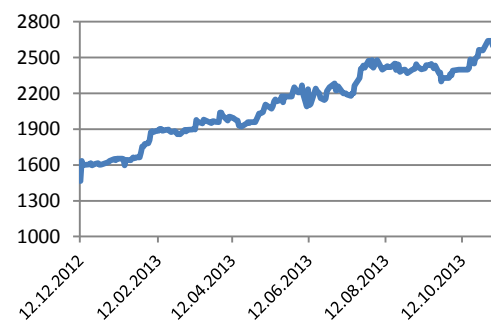
РЕКОМЕНДАЦИЯ

Продавать

Капитализация	528 000 млн. тенге
Простые акции	KCEL KZ
В составе индекса	KASE Index
Beta	0.642
Диапазон, последние 52 нед.	1 585 – 2 645
Последняя цена	2 635
Целевая цена	2 660
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ
Депозитарные расписки	KCEL LI
Диапазон, последние 52 нед.	\$10.5 - \$17.56
Последняя цена	\$17.17
Целевая цена	\$17.3
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ
Кредитные рейтинги	
Moody's	-
Standard and Poor's	-
Fitch	-

	2012	2013	2014
Выручка	182 004	183 488	185 886
ЕБИТДА	100 683	103 118	106 129
Чистая Прибыль	61 828	60 427	60 885
P/E	8,55	8.6	8,4
EV / Sales	3,04	3,1	3,0

Динамика котировок акций АО "Kcell" за последние 12 месяцев



Источник: Bloomberg, BCC Invest

8 ноября 2013 г.

Инвестиционное резюме

В управленческой структуре произошло изменение. С 1 сентября 2013 года на должность коммерческого директора был назначен Каспарс Кукелис, ранее эту должность занимал Нурлан Саргаскаев.

В настоящее время компания продолжает обжалование приказа АЗК в Надзорной коллегии Верховного суда РК о включении компании в Государственный реестр субъектов рынка, занимающих доминирующее или монопольное положение по определенным видам деятельности. При включении в реестр, тарифы на интерконнект будут устанавливаться соответствующим регулирующим органом (МТК).

Финансовые результаты

За 9М 2013 года общая выручка Kcell увеличилась на 3.7%, благодаря увеличению выручки от передачи услуг (+40.6%). Темпы роста услуг голосовой связи сократились на 0.9%. Мы по-прежнему ожидаем постепенное уменьшение выручки от услуг голосовой связи в прогнозный период, в связи с возрастающей ценовой конкуренцией на рынке мобильной связи и насыщением рынка.

Общие суммарные расходы за 9М 2013 года увеличились на 6% за счет увеличения расходов на себестоимость продаж (+6.3%) и увеличения расходов на маркетинг и продажи (+3.8%). Чистая прибыль компании уменьшилась на 2% до 45 128 млн. тенге, в результате опережающего роста расходов.

Дивидендная доходность

Согласно дивидендной политике компании, на выплату дивидендов будет направляться не менее 70% чистой прибыли. По нашим прогнозам, по итогам 2013 года сумма выплачиваемых дивидендов может составить в диапазоне от 42 299 до 60 427 млн. тенге. Мы рассчитали размер дивидендов по итогам 2013 года в размере 210-300 тенге в расчете на одну акцию. Таким образом, дивидендная доходность составит 8% - 11% от текущей рыночной цены (2 635 KZT). Акции компании выглядят довольно привлекательными со стороны дивидендной доходности.

Рекомендация

Мы скорректировали нашу финансовую модель с учетом публикации новой информации. Мы обновили нашу сравнительную модель, а также изменили некоторые вводные параметры модели оценки DCF. Мы считаем, что рынок сотовой связи перенасыщен, что ограничивает потенциальный рост финансовых показателей компании на прогнозный период. В связи с ужесточением конкуренции, увеличение объема оказываемых услуг нивелировано снижением тарифов на предоставляемые услуги.

С учетом принятых нами исходных допущений мы определили теоретическую справедливую стоимость акций "Kcell" на конец 2013 года на уровне 2 660 тенге за одну простую акцию(*). Мы считаем, что акции компании торгуются по цене близкой к справедливой и рекомендуем инвесторам «ПРОДАВАТЬ» простые акции компании. Потенциальный дивидендный доход может составить от 8% до 11% от текущей рыночной цены акции (2 635 KZT).

() Данная оценка акций АО Kcell является субъективным экспертным мнением аналитиков BCC Invest. На практике реальные рыночные цены могут длительное время или никогда не совпадать с расчетными теоретическими ценами.*

*(**) Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в разделе «Риски» на странице 10, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 14.*

8 ноября 2013 г.

Финансовые показатели

в тыс. тенге	2011Ф	9М2012Ф	2012Ф	9М2013	%
Выручка	178 786 235	133 103 536	182 003 503	138 073 000	3,7%
Услуги голосовой связи	146 076 600	107 921 198	146 668 854	106 909 000	-0,9%
Услуги передачи данных	14 063 721	13 087 761	18 754 610	18 400 000	40,6%
Дополнительные услуги	14 531 776	10 949 962	15 195 389	12 556 000	14,7%
Прочие виды доходов	4 114 138	1 144 615	1 384 650	208 000	-81,8%
Себестоимость продаж	69 955 000	55 604 000	76 291 000	59 132 000	6,3%
Валовая прибыль	108 831 235	77 499 536	105 712 503	78 941 000	1,9%
Расходы на маркетинг и продажи	15 763 000	12 108 000	17 195 000	12 572 000	3,8%
Общие и административные расходы	9 943 000	8 083 000	11 005 000	7 902 000	-2,2%
Прочий операционный доход	-227 000	289 000	389 000	282 000	-2,4%
Операционная прибыль	82 898 235	57 597 536	77 901 503	58 749 000	2,0%
Финансовые доходы	725 286	103 983	131 088		
Финансовые расходы		-18 813	-647 126	-1 685 000	8856,6%
Прибыль до налогообложения	83 623 521	57 682 706	77 385 465	57 064 000	-1,1%
Расходы по подоходному налогу	-16 765 408	-11 610 633	-15 557 863	-11 936 000	2,8%
Прибыль за период	66 858 113	46 072 073	61 827 602	45 128 000	-2,0%
Базовая прибыль на акцию	334	230	309	226	-2,0%
ЕВПДА	105 794 140	74 502 991	100 682 248	76 129 000	2,2%

Источник: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

17 октября 2013 года АО «Kcell» опубликовало финансовые результаты за 9М 2013 года. Выручка компании увеличилась на 3.7%, в основном, благодаря росту дохода от услуг по передаче данных (+41%). За этот же период, выручка от дополнительных услуг увеличилась на 14.7% или 1 609 млн. тенге и составила 12 556 млн. тенге.

По итогам 9М 2013 года доход от голосовых услуг снизился на 0.9% и составил 106 909 млн. тенге. Несмотря на рост голосового трафика, средняя выручка на абонента (ARMU) снизилась за счет снижения тарифов на услуги голосовой связи.

Количество абонентов по итогам 9М 2013 года составило 14 251 тыс. человек, что на 12.3% или на 1 565 тыс. абонентов больше показателя за аналогичный период предыдущего года. Несмотря на непрерывную конкуренцию и насыщение рынка, компания все еще показывает, что может привлекать новых абонентов, что объясняется более качественными предоставляемыми услугами. Коэффициент оттока абонентов составил 40%.

Средняя выручка на абонента уменьшилась с 1 261 тенге до 1 094 тенге. Несмотря на рост абонентской базы, количество минут, использованных абонентом на услуги голосовой передачи данных (MOU), сократилось со 170 до 153 мин/месяц. Частично, мы объясняем это развитием альтернативных средств общения (Skype, Facebook, WhatsApp, Viber).

В связи с отсутствием информации по классификации расходов по характеру, мы решили провести анализ основных расходов по функциям (как отражено в отчете о прибылях и убытках). За 9М 2013 года общие суммарные расходы увеличились на 6% с показателя 75 506 млн. тенге до 79 888 млн. тенге.

Себестоимость продаж составила 59 312 млн. тенге, что на 6.3% больше показателя за 9М 2012 года, в основном, за счет увеличения затрат на интерконнект и на аренду и техническое обслуживание сайтов.

Расходы на продажи и маркетинг составили 12 572 млн. тенге, что на 3.8% больше показателя за 9М 2012 года. Основной причиной стало увеличение расходов на рекламу и стимулирование сбыта.

Общие и административные расходы уменьшились на 2.2% до 7 902 млн. тенге за счет уменьшения расходов на консультационные услуги.

В результате, прибыль от основной деятельности за 9М 2013 года составила 58 749 млн. тенге, что на 2% больше показателя за аналогичный период предыдущего года.

Чистая прибыль за 9М 2013 года составила 45 128 млн. тенге, что показывает уменьшение на 2% от показателя за 9М 2012 года. Чистый доход на акцию составил 225.64 тенге за 9М 2013 года, в сравнении с 230.36 тенге за 9М 2012 года.

Денежные средства и их эквиваленты составили 5 193 млн. тенге, что на 69% больше показателя начала года. Доля денежных средств в общих активах составила 3.6% на

8 ноября 2013 г.

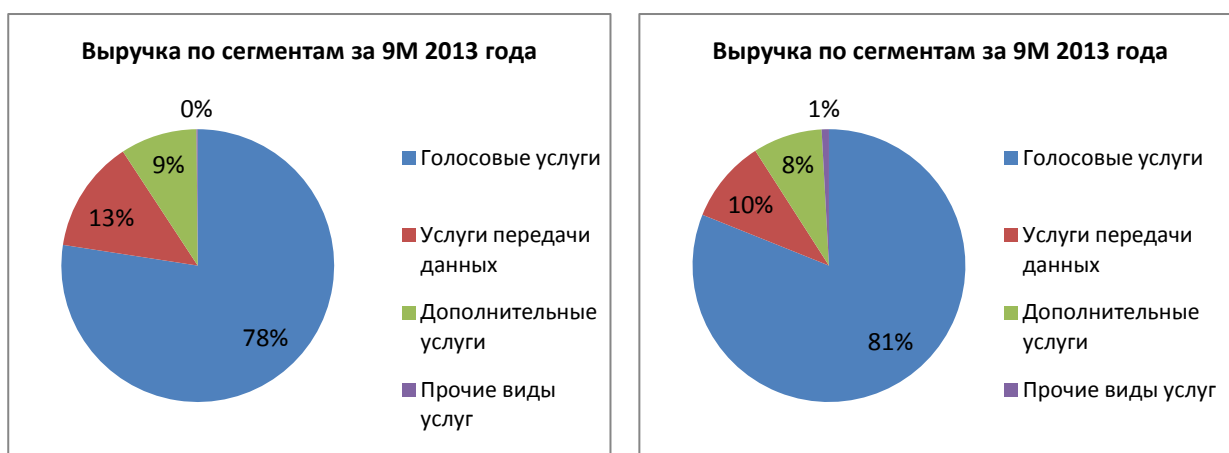
30 сентября 2013 года.

Общие активы уменьшились на 3% сначала года, в основном, за счет снижения оборотных активов на 14%.

В сентябре АО «Kcell» открыло кредитную линию на сумму 30 млрд. тенге с Народным Банком, а также продлило договор займа от АО «Ситибанк Казахстан» и АО ДБ «RBS Казахстан» в размере 14.5 млрд. тенге. 26 сентября компания погасила 30.5 млрд. тенге.

Структура выручки

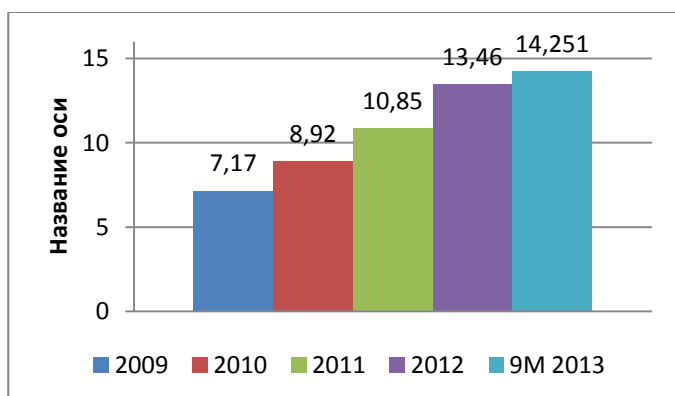
В таблице ниже представлено распределение выручки по сегментам:



Наибольшую долю в доходах по-прежнему занимает выручка от голосовых услуг и составляет приблизительно 78% от общей выручки. Компания продолжает увеличивать выручку от услуг передачи данных. За 9М 2013 года выручка от данного вида услуг увеличилась на 40.6% по отношению к 9М 2012 года. Доля выручки от услуг передачи данных в общей выручке увеличилась с 10% до 13%, что произошло, в основном, за счет уменьшения доли выручки от услуг голосовой связи (с 81% до 78%). По-нашему мнению, основной причиной уменьшения доли голосовых услуг является насыщение рынка сотовой связи.

Основные операционные показатели

Количество абонентов Kcell*:

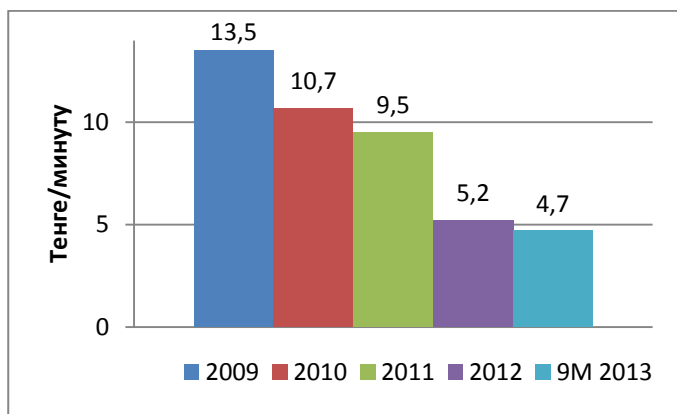


Источник информации: годовой отчет за 2012 год, промежуточная финансовая отчетность за 9М 2013 года

*число абонентов, пользующихся услугами не менее одного раза в месяц

Средняя выручка за минуту соединения

8 ноября 2013 г.

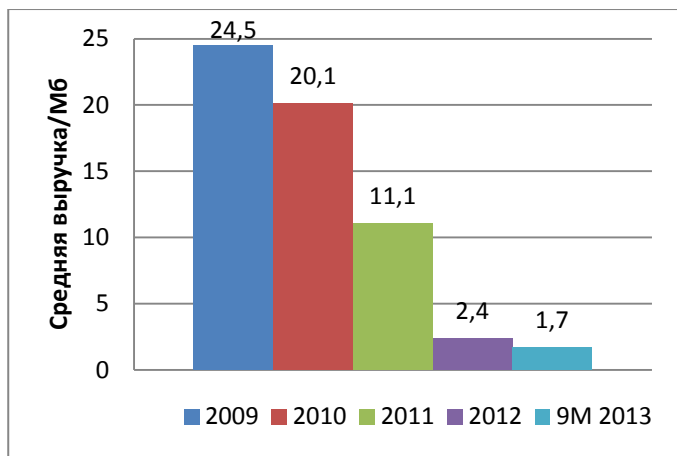


Источник информации: годовой отчет за 2012 год, промежуточная финансовая отчетность за 9М 2013 года

Рост абонентской базы сначала года увеличился на 5.9%, но в связи ужесточением конкуренции на рынке сотовой связи основные операционные показатели уменьшаются.

Средняя выручка за минуту соединения продолжает уменьшаться, что обуславливается изменениями в регулировании тарифов и ужесточением конкуренции на рынке мобильной связи (особенно после прихода Tele 2 в 2010г.).

Средняя выручка на один МБ



Источник информации: годовой отчет компании за 2012 год, промежуточная финансовая отчетность за 9М 2013 года

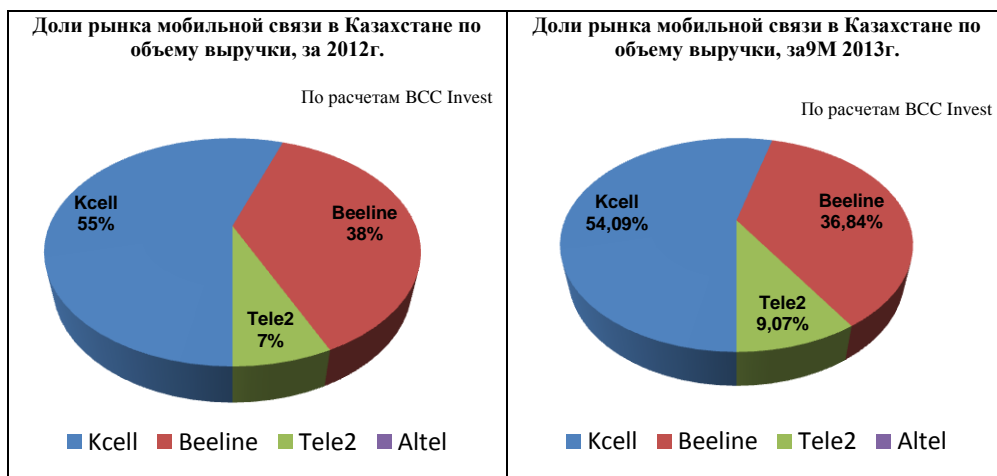
Средняя выручка на один МБ снизилась на 29%, за счет предложения пакетов услуг, где стоимость за мегабайт гораздо ниже.

Мы рассчитали доли рынка основных операторов мобильной связи (на основе финансовой отчетности). В связи с отсутствием данных по объему выручки «Алтел 4G» за 9М 2013 года, мы решили исключить его из наших подсчетов. По итогам 9М 2013 года доли рынка услуг сотовой связи по объему выручки распределились следующим образом:

- ✓ Kcell – 54.09% (138.073 млрд. тенге);
- ✓ Beeline – 38.84% (94.019 млрд. тенге);
- ✓ Tele2 – 9.07% (23.153 млрд. тенге / 979 млн. SEK);

На графике ниже представлено распределение долей между основными участниками рынка за 9М 2013 года.

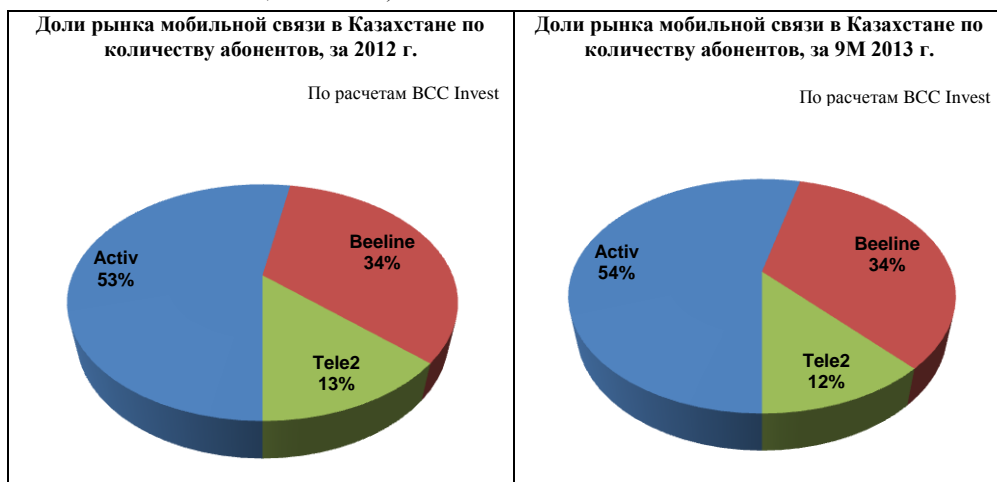
8 ноября 2013 г.



Доля рынка Kcell слегка уменьшилась с 55% до 54% сначала года, а доля рынка Beeline уменьшилась с 38% до 36.84%. Основной причиной перераспределения долей по объему выручки стало увеличение доли Tele2. Несмотря на то, что Kcell сохраняет лидерство, Tele 2 набирает обороты. С появлением нового игрока (Altel 4G, LTE) на рынке операторов сотовой связи, конкуренция в отрасли начинает обостряться. По нашему мнению, в краткосрочной перспективе данное обстоятельство не сильно отразится на компании, но в долгосрочной перспективе с развитием собственной GSM сети компанией Altel, доли рынка могут измениться не в лучшую для Kcell сторону.

По итогам 9М 2013 года доли рынка услуг сотовой связи по количеству абонентов распределились следующим образом:

- ✓ Kcell – 54% (14.251 млн.);
- ✓ Beeline – 34% (9.040 млн.);
- ✓ Tele2 – 12% (3.148 млн.).



По количеству абонентов лидирующую позицию на 30 сентября 2013 года занимает Kcell(54%). За один год, Beeline увеличил абонентскую базу с 8.596 млн. до 9.040 млн. абонентов(+5.2%), а абонентская база Tele 2 увеличилась с 3,051млн. до 3.148млн. абонентов(+3.2%). В целом, доля рынка по отношению к 2012 года сильно не изменилась, доля Tele 2 слегка снизилась, за счет корректировки метода подсчета активных абонентов.

8 ноября 2013 г.

Капитальные затраты

Согласно презентации для инвесторов за 9М 2013 года программа капитальных затрат направлена на:

- Развертывание сети 3G;
- Улучшение качества связи;
- Техничко-экономическое обоснование LTE и использования волоконно-оптического кабеля (Fiber cases).

Капитальные расходы за 3кв. 2013 года увеличились до 5,421 миллиона тенге (4,881), соотношение CAPEX к продажам увеличилось до уровня 11,1% (10,3%).

В ближайшем будущем, капитальные инвестиции будут направлены на развитие 3G сети, а также на улучшение качества текущей сети. Мы ожидаем увеличения расходов на износ и амортизацию и расходов на техническое обслуживание сети.

Расходы на взаимное подключение к сетям будут уменьшаться за счет снижения ставки интерконнекта. Напомним, согласно соглашению между операторами мобильной связи и МТК тарифы на интерконнект будут снижаться на 15% в течение последующих трех лет.

Тарифообразование услуг мобильной связи

В начале года предельные тарифы на услуги мобильной связи и передачи данных уже были снижены регулирующим органом. Тарифы Kcell на голосовые услуги находятся ниже предельного уровня. Однако, тарификация за 1 Мб мобильного интернета находится выше предельных тарифов. Снижение тарифа негативно повлияет на выручку от данного вида услуг, но стоит отметить, что компания предоставляет специальные пакеты для доступа в интернет, где стоимость за 1 Мб варьируется от 3.2 тенге до 6 тенге, что намного ниже предельного тарифа за 1 Мб. Тарификация взимается за месяц, и абонент может не воспользоваться своим пакетом в полном объеме.

Напомним, в результате переговоров трех операторов (ТОО «Кар-Тел», АО «Kcell», ТОО «Мобайл Телеком-Сервис») было принято решение о снижении ставок на интерконнект на 15% ежегодно до 2015 года. Общее снижение ставок на интерконнект составит 40%. На текущий момент ставка интерконнекта составляет 11 тенге. При снижении ставки интерконнекта, снижаются барьеры более мелким телекоммуникационным операторам (в нашем случае Tele 2). На текущий момент Tele 2 работает в убыток, но в ближайшие годы это может измениться, и компания будет предоставлять уже более серьезного игрока на рынке. К 2015 году, ставка интерконнекта достигнет чуть больше 9 тенге.

Дивидендная политика

Согласно дивидендной политике Kcell, минимальный размер ежегодных дивидендов по простым акциям компании будет составлять не менее 70% от чистой прибыли компании за предыдущий год.

По нашим прогнозам дивидендная доходность в 2013 году может составить 8%-11% от текущей цены акций (2 635 тенге). Размер дивиденда на одну простую акцию может составить 210-300 тенге в 2013 году и 213-304 тенге в 2014 году. Акции компании выглядят довольно привлекательным инструментом в плане дивидендной доходности. В долгосрочной перспективе инвесторы смогут получить дивидендную доходность (8%-11%).

Напомним, по результатам 2012 года общий объем объявленных дивидендов составил 32 403 млн. тенге, что соответствует 162 тенге на одну простую акцию (10.3% от цены первичного предложения). Дата фиксации дивиденда по предыдущей выплате была установлена на 10 июня.

8 ноября 2013 г.

Оценка акций

Мы обновили наши финансовые показатели с учетом обновления информации за третий квартал и в результате произвели оценку справедливой стоимости компании. В нашей модели мы по-прежнему используем две модели оценки акций

Мы скорректировали показатели выручки от передачи данных, так как по итогам 9М 2013 года выручка от данного сегмента услуг увеличилась на 41%. В нашем обзоре мы предполагали, что рост составит 30%, и сейчас, скорректировали нашу модель. Также мы скорректировали выручку от прочих видов услуг, так как по итогам 9М 2013 года прочие доходы сократились на 81,9 процента и составили 208 миллионов тенге, главным образом вследствие снижения продаж мобильных телефонов и USB-модемов.

С подробной фактической и прогнозной финансовой отчетностью вы можете ознакомиться в *приложении #1*.

Метод дисконтирования свободных денежных потоков на фирму (метод определения стоимости компании на основе дисконтирования ожидаемых доходов анализируемой компании)

Оценка простых акций Kcell методом DCF - FCFFF

тыс. тенге	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
ДОХОДЫ ОТ ОКАЗАНИЯ УСЛУГ	182 003 503	183 488 900	185 886 025	188 532 931	192 055 000	196 502 000
Операционная прибыль	77 901 503	77 643 422	77 895 647	77 975 092	75 523 605	73 795 580
Амортизация и износ	22 780 745	25 474 479	28 233 378	31 072 839	33 990 395	36 920 420
ЕВПДА	100 682 248	103 117 900	106 129 025	109 047 931	109 514 000	110 716 000
Налоги	-15 557 863	-15 107 000	-15 221 000	-15 254 000	-15 038 000	-14 728 000
Инвестиции в оборотный капитал	915 038	-2 734 385	1 143 132	-60 962	168 695	2 244 812
Денежные потоки от операционной деятельности	86 039 423	85 276 515	92 051 157	93 732 969	94 644 695	98 232 812
Инвестиции (нетто капитальные затраты)	-24 983 703	-30 204 674	-30 935 370	-31 838 708	-32 714 379	-32 854 200
Свободные денежные потоки	61 055 720	55 071 841	61 115 787	61 894 261	61 930 316	65 378 612
Период	0	1	2	3	4	5
Фактор дисконтирования	1,00	1,10	1,20	1,32	1,44	1,58
Дисконтированные денежные потоки	61 055 720	50 239 055	50 860 092	46 987 894	42 889 478	41 304 277

Безрисковая ставка доходности	6,00%
Премия за риск инвестирования в акции	7,50%
Требуемая рыночная доходность по акциям	13,50%
Применяемая Beta	0,64
Стоимость акционерного капитала	9,85%
Капитализация(05.11.2013) в тыс.	528 000 000
Доля собственного капитала, E/(D+E)	95%
Доля заемных средств	5%
Требуемая доходность по долговым обязательствам	7,00%
Ставка КПН	20%

Источник: Отчетность компании, расчеты и прогнозы BCC-Invest

Ставка дисконтирования	9,62%
Темп роста в постпрогнозный период	0,00%
Сумма дисконтированных денежных	232 280 796
Терминальная стоимость	429 377 140
Стоимость предприятия (EV)	661 657 936
Чистый долг	45 915 847
Расчетная капитализация	615 742 089
Расчетная стоимость простых акций,	2 617
Количество простых акций (тыс. шт.)	200 000

Мы внесли несколько корректировок в исходные допущения применяемой нами модели оценки акций **Kcell** :

- Оценка теоретической справедливой стоимости акций **Kcell** проводится на конец 2013 года;
- Долгосрочная безрисковая ставка доходности в Казахстане = 6% (доходность по долгосрочным ГЦБ МФ РК);
- Премия за риск инвестирования в акции (как класс активов) в Казахстане = 7.5% (историческая премия, полученная эмпирическим путем);
- Ожидаемая рыночная доходность инвестирования в акции (как класс активов) в Казахстане = 13.00% (долгосрочная безрисковая ставка доходности + премия за риск инвестирования в акции (как класс активов));
- Коэффициент Бета по акциям **Kcell** = 0.642. Индивидуальный рыночный риск по акциям Kcell меньше среднего значения индивидуального рыночного риска по выборке акций, входящих в индекс FTSE 100;

8 ноября 2013 г.

- Чистая прибыль **Kcell** за 2013 год составит 60 427 млн. тенге;
- Коэффициент выплаты дивидендов **Kcell** в долгосрочном периоде составит 0.70 (70% чистой прибыли будет направляться на выплату дивидендов);
- Количество акций, находящихся в обращении, составляет 200 000 тыс. штук.

Исходя из данной модели, теоретическая стоимость акций компании “Kcell” составляет 2 617 тенге за акцию (15% дисконт), что находится на уровне текущей цены акций (2 635 тенге).

Сравнительный метод (метод сравнения основных коэффициентов компании с коэффициентами аналогичных компаний)

Мы провели сравнительную оценку основных мультипликаторов компании с аналогичными компаниями в секторе. В нашу выборку вошли 9 компаний стран Азиатско-Тихоокеанского региона и 3 компании стран Восточной Европы.

Исходные данные для сравнительного анализа по рыночным мультипликаторам представлены в таблице ниже:

Тикер	Компания	Страна	Цена	PE 2013	PE 2014	EV/Sales 2013	EV/Sales 2014
Eastern Europe							
MFON RM	MEGAFON	RUSSIA	1172,3	13,0	12,1	2,7	2,6
MTSS RM	MOBILE TELESYSTEMS OJSC	RUSSIA	328,01	9,5	9,1	2,1	2,0
TCELL TI	TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	TURKEY	12,45	11,9	11,1	2,0	1,9
Asia Pacific Emerging							
AXIATA MK	AXIATA GROUP BERHAD	MALAYSIA	6,9	21,7	19,7	3,6	3,4
TEL PM	PHILIPPINE LONG DISTANCE TEL	PHILIPPINES	2796,0	15,8	15,1	4,1	3,9
600050 CH	CHINA UNITED NETWORK-A	CHINA	3,3	20,0	14,1	1,0	0,8
INTUCH TB	SHIN CORP PCL	THAILAND	79,0	16,8	14,0	28,3	24,5
DTAC TB	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	THAILAND	108,0	21,5	17,5	2,8	2,7
GLO PM	GLOBE TELECOM INC	PHILIPPINES	1718,0	20,2	17,7	3,2	3,0
BHIN IN	BHARTI INFRA TEL LTD	INDIA	171,0	24,2	20,1	2,9	2,7
GRAM BD	GRAMEENPHONE LTD	BANGLADESH	202,4	16,4	12,2	3,1	2,8
TWIG IJ	TOWER BERSAMA INFRASTRUCTURE	INDONESIA	6300,0	24,6	19,3	13,6	11,1
Среднее значение по выборке стран Азиатско-Тихоокеанского региона				20,1	16,6	6,9	6,1
Среднее значение по выборке стран Восточной Европы				11,5	10,8	2,3	2,1
Среднее значение				18,0	15,2	5,8	5,1
KCEL LI	KCELL JSC - REG S	KAZAKHSTAN	17,2	8,6	8,4	3,1	3,0
				-25%	-22%	36%	41%

Оценка акций Kcell по мультипликаторам:

По мультипликатору P/E	2 013	2 014
Чистая прибыль (тыс.)	60 427 422	60 884 647
Капитализация (тыс.)	693 593 464	658 396 195
Количество акций (тыс.)	200 000	200 000
Цена на одну акцию	3 468	3 292

По мультипликатору EV/EBITDA	2 013	2 014
Выручка (тыс.)	183 488 900	185 886 025
Капитализация (тыс.)	414 709 740	395 395 232
Количество акций (тыс.)	200 000	200 000
Цена на одну акцию	2 074	1 977

Цена одной простой акции	2 703
--------------------------	-------

Источник информации: прогнозы BCC Invest

В нашей модели мы рассчитывали стоимость простых акций Kcell по двум мультипликаторам. P/E (Price / Earnings) – показывает отношение капитализации компании к годовой прибыли компании. Самый распространенный коэффициент, используемый на финансовом рынке. EV/Sales– показывает отношение стоимости компании к общей годовой выручке компании.

8 ноября 2013 г.

Простые акции Kcell торгуются с дисконтом в размере 53% по отношению к странам Азиатско-Тихоокеанского региона и с 23.5% дисконтом по отношению к странам Восточной Европы. Частично, мы объясняем это более простой структурой выручки Kcell. На данный момент, к основным видам услуг, предоставляемых Kcell, относятся услуги мобильной голосовой связи и услуги мобильной передачи данных. Компания не предоставляет услуги фиксированной телефонной связи и услуги кабельного телевидения. Некоторая часть выручки других компаний-аналогов приходится на этот вид услуг.

По нашему мнению, наиболее близкими аналогами для Kcell являются 2 российские компании “Mobile TeleSystems” и “Megafon”, а также турецкая телекоммуникационная компания “Turkcell”.

При определении теоретической стоимости Kcell сравнительным методом, мы использовали среднее значение по мультипликаторам стран Восточной Европы. По нашему мнению, наиболее близкими аналогами к Kcell являются компании именно этого региона. В результате, мы определили теоретическую стоимость одной простой акции Kcell в размере 2 703 тенге, что на 2.5% больше текущей рыночной цены (2 635 тенге).

Итоговая оценка

В результате применения двух моделей, описанных выше, мы рассчитали теоретическую стоимость акций Kcell на конец 2013 года. В итоге мы определили теоретическую стоимость одной простой акции в районе 2 660 тенге* (50% сравнительный анализ, 50% метод дисконтирования свободных денежных потоков). Потенциал роста составляет 1%. Мы рекомендуем инвесторам ПРОДАВАТЬ простые акции Kcell, так как текущие рыночные котировки акций приблизились к нашей целевой цене в 2 660 тенге.

() Данная оценка акций АО Kcell является субъективным экспертным мнением аналитиков BCC Invest. На практике реальные рыночные цены могут длительное время или никогда не совпадать с расчетными теоретическими ценами.*

*(**) Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в разделе «Риски» на странице 10, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 14.*

Риски

Инвестирование в ценные бумаги Kcell включает, но не ограничивается:

- ✓ Отклонение прогнозных финансовых/операционных показателей от фактических;
- ✓ Изменение налогового регулирования;
- ✓ Изменение политической обстановки в стране;
- ✓ Возможное ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане мире;
- ✓ Замедление роста рынка мобильной связи;
- ✓ Изменение законодательств, регулирующих рынок мобильной связи;
- ✓ Обострение конкуренции на рынке мобильной связи;
- ✓ Появление нового участника рынка мобильной связи;
- ✓ Влияние форс-мажорных обстоятельств.

8 ноября 2013 г.

Приложение 1. Основные финансовые показатели

Консолидированный отчет о совокупном доходе

в тыс. тенге	9М2012Ф	2012Ф	9М2013Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	CAGR
Выручка	133 103 536	182 003 503	138 073 000	183 488 900	185 886 025	188 532 931	192 055 000	196 502 000	2%
Услуги голосовой связи	107 921 198	146 668 854	106 909 000	142 395 900	137 902 025	133 734 931	131 060 000	128 439 000	-3%
Услуги передачи данных	13 087 761	18 754 610	18 400 000	25 319 000	31 649 000	37 979 000	43 676 000	50 227 000	22%
Дополнительные услуги	10 949 962	15 195 389	12 556 000	15 499 000	15 964 000	16 443 000	16 936 000	17 444 000	3%
Прочие виды доходов	1 144 615	1 384 650	208 000	275 000	371 000	376 000	383 000	392 000	-22%
Операционные расходы	-75 505 561	-104 101 569	-79 888 000	-105 845 479	-107 990 378	-110 557 839	-116 531 395	-122 706 420	3%
Оплата за подключение к сетям и сопутствующие расходы	-20 109 702	-27 633 746	-20 032 969	-24 041 000	-20 916 000	-18 197 000	-18 743 000	-19 305 000	-7%
Расходы на техническое обслуживание сети	-7 560 722	-10 868 188	-9 913 805	-12 294 000	-12 909 000	-13 554 000	-14 232 000	-14 944 000	7%
Аренда трансмиссии	-6 428 202	-9 144 685	-7 341 667	-10 059 000	-10 864 000	-11 516 000	-12 092 000	-12 697 000	7%
Плата за использование частот и налоги, кроме подоходного	-4 374 886	-5 797 805	-4 859 509	-6 088 000	-6 392 000	-6 712 000	-7 048 000	-7 400 000	5%
Стоимость реализации сим-карт, карт мгновенной оплаты, стартовых пакетов и мобильных телефонов	-2 129 618	-2 597 334	-1 291 788	-1 421 000	-1 464 000	-1 508 000	-1 553 000	-1 600 000	-9%
Комиссионные вознаграждения дилерам и дистрибьюторам, и расходы на рекламу	-8 591 365	-12 365 505	-8 427 822	-12 844 000	-13 012 000	-13 197 000	-13 444 000	-13 755 000	2%
Расходы на персонал	-5 640 337	-7 653 180	-6 252 889	-8 036 000	-8 438 000	-8 860 000	-9 303 000	-9 768 000	5%
Прочие	-4 054 337	-5 649 838	-3 602 395	-5 819 000	-5 994 000	-6 174 000	-6 359 000	-6 550 000	3%
Износ основных средств и амортизация нематериальных активов	-16 905 455	-22 780 745	-18 375 063	-25 474 479	-28 233 378	-31 072 839	-33 990 395	-36 920 420	10%
Прочие операционные доходы	371 642	570 694	282 091	423 000	436 000	449 000	462 000	476 000	-4%
Прочие операционные расходы	-82 579	-181 237	-72 183	-192 000	-204 000	-216 000	-229 000	-243 000	6%
Операционная прибыль	57 597 536	77 901 503	58 749 000	77 643 422	77 895 647	77 975 092	75 523 605	73 795 580	-1%
Финансовые доходы	103 983	131 088		131 000	131 000	131 000	131 000	131 000	0%
Финансовые расходы	-18 813	-647 126	-1 685 000	-2 240 000	-1 921 000	-1 836 000	-467 000	-287 000	-15%
Прибыль до налогообложения	57 682 706	77 385 465	57 064 000	75 534 422	76 105 647	76 270 092	75 187 605	73 639 580	-1%
Расходы по подоходному налогу	-11 610 633	-15 557 863	-11 936 000	-15 107 000	-15 221 000	-15 254 000	-15 038 000	-14 728 000	-1%
Прибыль за период	46 072 073	61 827 602	45 128 000	60 427 422	60 884 647	61 016 092	60 149 605	58 911 580	-1%
Базовая прибыль на акцию	230	309	226	302	304	305	301	295	-1%
ЕВІТДА	74 502 991	100 682 248	76 129 000	103 117 900	106 129 025	109 047 931	109 514 000	110 716 000	2%

Источник: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

Консолидированный отчет о финансовом положении (баланс)

в тыс. тенге	9М2012Ф	2012Ф	9М2013Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	%
АКТИВЫ									
Долгосрочные активы									
Основные средства	105 346 503	110 336 802	109 961 000	116 355 728	120 622 185	123 221 172	124 059 569	122 464 217	11%
Нематериальные активы	17 587 192	16 139 754	14 606 000	14 851 023	13 286 559	11 453 441	9 339 028	6 868 160	-57%
Прочие долгосрочные активы	6 028 238	3 121 627	3 362 000	3 121 627	3 121 627	3 121 627	3 121 627	3 121 627	0%
Итого долгосрочные активы	128 961 933	129 598 183	127 929 000	134 328 379	137 030 371	137 796 240	136 520 224	132 454 004	2%
Краткосрочные активы									
Запасы	962 016	977 772	674 000	560 000	1 058 000	619 000	1 085 000	683 000	-30%
Торговая и прочая дебиторская задолженность	16 041 611	14 364 046	11 697 000	13 934 000	13 209 000	13 692 000	14 514 000	14 016 000	-2%
Предоплата по текущему налогу на прибыль	0	1 596 283	0	1 596 283	1 596 283	1 596 283	1 596 283	1 596 283	0%
Денежные средства и их эквиваленты	1 077 277	3 075 138	5 193 000	9 435 979	16 462 571	24 032 579	32 915 630	46 033 519	1397%
Итого краткосрочные активы	18 104 538	20 042 785	17 564 000	25 570 352	32 369 944	39 983 952	50 155 003	62 372 892	211%
Итого активы	147 066 471	149 640 968	145 493 000	159 898 731	169 400 315	177 780 192	186 675 228	194 826 896	30%
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА									
Капитал									
Уставный капитал	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	0%
Нераспределенная прибыль	16 647 501	32 403 052	45 129 000	44 428 474	63 013 926	81 410 765	98 849 106	115 655 962	257%
Итого капитал	50 447 501	66 203 052	78 929 000	78 228 474	96 813 926	115 210 765	132 649 106	149 455 962	126%
Долгосрочные обязательства									
Отложенные налоговые обязательства	4 032 489	5 104 217	5 800 000	5 104 217	5 104 217	5 104 217	5 104 217	5 104 217	0%
Итого долгосрочные обязательства	4 527 370	6 092 420	6 788 000	6 092 420	6 092 420	6 092 420	6 092 420	6 092 420	0%
Краткосрочные обязательства									
Торговая и прочая кредиторская задолженность	80 232 282	21 256 936	29 246 000	15 987 000	18 853 000	17 026 000	19 845 000	19 567 000	-8%
Займы	4 999 000	48 990 985	30 530 000	50 790 985	40 790 985	30 790 985	20 790 985	10 790 985	-78%
Доходы будущих периодов	5 916 050	6 011 022		7 242 344	5 292 476	7 102 514	5 740 209	7 363 021	22%
Налоги к уплате	628 471	768 366		1 106 193	1 106 193	1 106 193	1 106 193	1 106 193	44%
Итого краткосрочные обязательства	92 091 600	77 345 496	59 776 000	75 577 837	66 493 969	56 477 007	47 933 702	39 278 514	-49%
Итого обязательства	96 618 970	83 437 916	66 564 000	81 670 257	72 586 389	62 569 427	54 026 122	45 370 934	-46%
Итого обязательства и капитал	147 066 471	149 640 968	145 493 000	159 898 731	169 400 315	177 780 192	186 675 228	194 826 896	30%
Количество простых акций (в тыс.)	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	

Источник: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

8 ноября 2013 г.

Перечень фондовых бирж, на которые предоставляется доступ Клиентам

- Казахстанская Фондовая Биржа (Kazakhstan Stock Exchange, KASE);
- Фондовая Биржа Гонконга (The Stock Exchange of Hong Kong Limited, SEHK);
- London Stock Exchange Group:
 - ✓ Лондонская Фондовая Биржа (London Stock Exchange, LSE);
 - ✓ Миланская Фондовая Биржа (Borsa Italiana);
- Deutsche Börse AG:
 - ✓ Франкфуртская Фондовая Биржа (Frankfurter Wertpapierbörse, FWB);
 - ✓ Берлинская Фондовая Биржа (Berliner Börse);
 - ✓ Фондовые Биржи Дюссельдорфа, Гамбурга, Ганновера, Мюнхена и Штутгарта;
- Фондовая Биржа Люксембурга (Bourse de Luxembourg);
- NYSE Euronext, Inc.:
 - ✓ Нью-Йоркская Фондовая Биржа (New York Stock Exchange, NYSE);
 - ✓ Биржа NYSE Arca;
 - ✓ Биржа AmEx;
 - ✓ Биржа Euronext Paris (Париж, Франция);
 - ✓ Биржа Euronext Amsterdam (Амстердам, Нидерланды);
 - ✓ Биржа Euronext Lisbon (Лиссабон, Португалия);
 - ✓ Биржа Euronext Brussels (Брюссель, Бельгия);
- NASDAQ Stock Market;
- Фондовая Биржа Торонто (Toronto Stock Exchange, TSX).

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

Управление брокерского обслуживания:

Владимир Тен

Телефон: +7 (727) 244-32-30 (вн. 7212)

E-mail: vten@bcc-invest.kz

Управление маркетинга и продаж:

Ольга Якутина

Телефон: +7 (727) 2-44-32-30 (вн. 7214)

E-mail: oyakutina@bcc-invest.kz

Аналитическое управление:

Адилъ Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7215)

E-mail: atabyldiev@bcc-invest.kz

Романова Наина

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30(вн.7266)

E-mail: nromanova@bcc-invest.kz

Аналитические материалы доступны на сайте компании: www.bcc-invest.kz

Страница в Bloomberg: [BССК <GO>](#)

Бесплатный телефонный круглосуточный автоматический сервис Auto Call Center (авто справка по банковским вопросам)

Всю интересующую информацию о продуктах и услугах нашей компании, Вы можете получить в бесплатной круглосуточной телефонно-автоматической справочной службе Auto Call Center.

Позвонив к нам, Вы можете в режиме дозвона на внутренние телефонные номера (авто соединение), прослушать интересующую Вас банковскую информацию, набрав указанный № ячейки (см. информацию ниже)

- Звонок по Казахстану БЕСПЛАТНЫЙ 8- 8000 8000 88 далее * 5156
- Звонок по Алматы 2 598-598 или 244- 32- 44 далее * 5156

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 "BCC Invest" рассматривает в качестве достоверных. Однако АО "BCC 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.

АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. АО "BCC Invest" не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения АО "BCC Invest". Компания не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

© BCC invest 2013