

16 сентября 2013 г.

## KCell

### Инициализация покрытия

Наина Романова  
nromanova@bcc-invest.kz

В настоящем обзоре мы провели анализ производственных и финансовых показателей за 2009 – 2012 годы, сделали прогноз производственных и финансовых показателей на 5-ний прогнозный период (2013-2017), и по результатам анализа осуществили оценку теоретической справедливой стоимости акций АО «Kcell».

В первом полугодии общая выручка Kcell увеличилась на 4.1%, благодаря увеличению выручки от передачи услуг (+38.8%). Темпы роста услуг голосовой связи сократились до +0.3%. Мы ожидаем постепенное уменьшение выручки от услуг голосовой связи в прогнозный период, в связи с возрастающей ценовой конкуренцией на рынке мобильной связи и насыщением рынка.

Операционные расходы в первом полугодии увеличились на 5.2% за счет увеличения расходов на интерконнект и аренду каналов связи.

В результате, рост опережающих операционных расходов привел к уменьшению чистой прибыли на -0.7% в первом полугодии.

Клиентская база Kcell увеличилась с 13.5 млн. до 14.1 млн. пользователей. Несмотря на это, средняя выручка от абонента (ARPU) снизилась с показателя 1 252 тенге до 1 070 тенге.

Дивидендная доходность по итогам 2013 года может составить в диапазоне от 8.6% до 12.3%. 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 2 680 тенге\* за акцию или 17.8\$\* за одну ГДР Мы выставляем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ». Потенциальный рост составляет 10% от текущей рыночной цены (2 435 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 19, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 23.

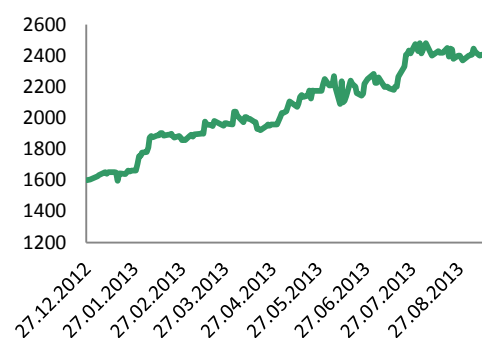
## РЕКОМЕНДАЦИЯ

### ДЕРЖАТЬ

<b>Капитализация</b>	<b>480 000 млн. тенге</b>
<b>Простые акции</b>	<b>KCEL KZ</b>
В составе индекса	KASE Index
Beta	0.7
Диапазон, последние 52 нед.	1 585 – 2 495
Последняя цена	2 435
Целевая цена	2 680
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
<b>Депозитарные расписки</b>	<b>KCEL LI</b>
Диапазон, последние 52 нед.	\$10.5 - \$16.6
Последняя цена	\$16.2
Целевая цена	\$17.8
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
<b>Кредитные рейтинги</b>	
Moody's	-
Standard and Poor's	-
Fitch	-

	2012	2013	2014
Выручка	182 004	184 098	186 185
ЕВГДА	100 683	102 632	105 401
Чистая Прибыль	61 828	60 039	60 313
P/E	7,88	8.11	8,07
EV / Sales	2,91	2,87	2,84

Динамика котировок KCEL KZ за последние 12 месяцев, KZT



Источник: Bloomberg, BCC Invest

## Инвестиционное резюме

«Kcell» является ведущим оператором мобильной связи. К основным услугам компании относятся услуги мобильной голосовой связи, услуги передачи сообщений и услуги передачи данных. В первом полугодии Kcell сохранил лидерство на рынке мобильной связи в Казахстане по объему выручки и количеству абонентов. На рынке компанию предоставляют 2 бренда: Kcell (ориентирован на корпоративных клиентов) и Activ (массовый рынок). Основными акционерами «Kcell» являются «Sonera Holding B.V.» и «Fintur Holdings B.V.». Эффективная доля участия «TeliaSonera» в «Kcell» составляет **61.9%**.

### **Финансовые результаты**

В первом полугодии 2013 года выручка компании составила 89 324 млн. тенге, что на 4.1% больше чем за аналогичный период предыдущего года. Наибольший прирост показали услугу от передачи данных, которые за этот период увеличились на 38.8%.

Чистая прибыль компании в 1-м полугодии составила 29 207 млн. тенге, сократившись на 0.74%. Прибыль на акцию составила 146.04 тенге в сравнении с 147.12 тенге в 1-м полугодии 2012 года.

### **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 42 027 до 60 039 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 8.6% - 12.3% от текущей рыночной цены (2 435 KZT). Акции компании выглядят довольно привлекательными со стороны дивидендной доходности.

### **Рекомендация**

С учетом принятых нами исходных допущений мы определили теоретическую справедливую стоимость акций «Kcell» на конец 2013 года на уровне 2 680 тенге за одну простую акцию(\*). Мы выставляем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ», потенциальный рост составляет 10% от текущей цены (2 435 KZT). Мы считаем, что акции компании торгуются по цене близкой к справедливой и рекомендуем инвесторам держать простые акции компании. Потенциальный дивидендный доход может составить от 8.6% до 12.3%.

*(\*) 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.*

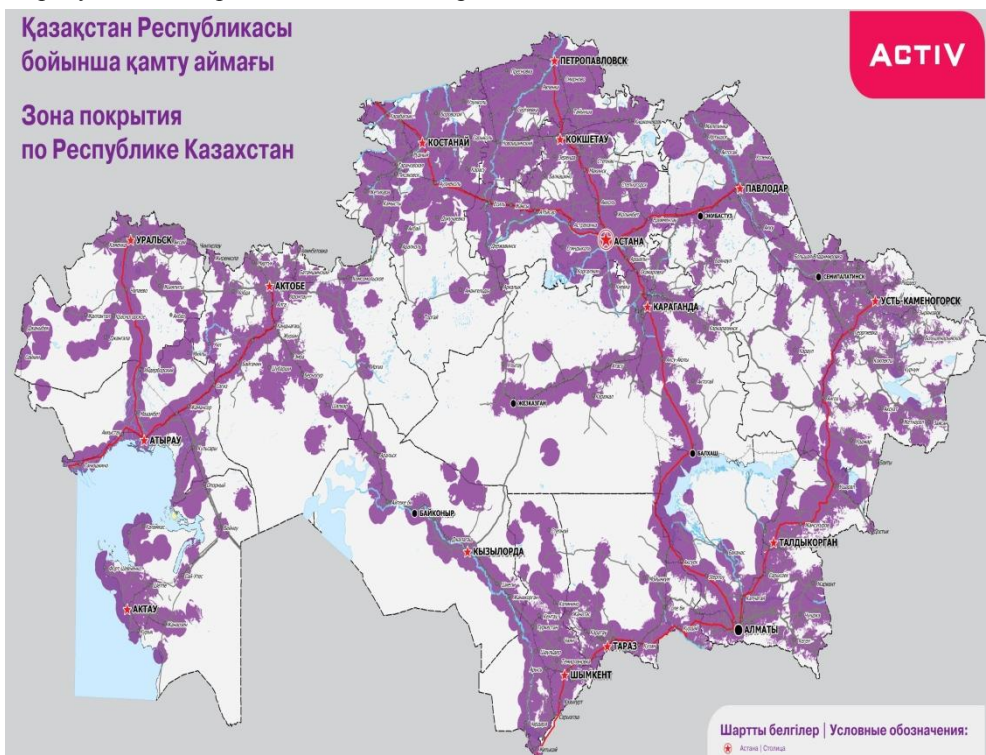
*(\*\*) Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в разделе «Риски» на странице 19, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 23.*

## Краткий обзор компании

АО «Kcell» является ведущим оператором сотовой связи на рынке Казахстана по доле рынка, количеству абонентов и доходу. Компания предоставляет услуги голосовой связи, услуги передачи данных, услуги SMS и MMS и др. На сегодняшний день компанию представляют два бренда – Kcell (премиальный рынок) и Activ (массовый рынок). По данным на 30 июня 2013 года абонентская база клиентов составила 14.1 млн. пользователей.

Компания входит в крупнейший холдинг «TeliaSonera». Материнская компания является ведущей скандинавской телекоммуникационной компанией, а также является первооснователем телекоммуникационной отрасли и стандарта GSM в целом.

На рисунке ниже представлена зона покрытия сетей Kcell:



Источник информации: годовой отчет компании за 2012 год

Зона покрытия охватывает 46.2% территории, 69.1% всех населенных пунктов, имеющих покрытие мобильной связью, а также 94.5% населения. Капитальные затраты компании направлены на развитие инфраструктуры, а также на улучшение уровня качества оказываемых услуг. На данный момент зона покрытия сетей «Tele 2» покрывает только основные населенные пункты, в то время как зона покрытия «Kcell» охватывает 94.5% населения, что, несомненно, является одним из главных преимуществ «Kcell».

### Организационная структура

Головной офис находится в г. Алматы. По всему Казахстану насчитывается 15 филиалов в разных городах. Общество не имеет представительств. Общее количество сотрудников на 30 июня 2013 года составило 1 609 человек

## Корпоративная структура

Простые акции «Kcell» торгуются на Лондонской фондовой бирже в виде депозитарных расписок с тиккером KCEL LI, а также на Казахстанской фондовой бирже (KASE) с тиккером KCEL KZ. Одна депозитарная расписка представляет собой одну простую акцию.

В феврале 2012 года «TeliaSonera» завершило приобретение 49% акций «Kcell» у АО «Казахтелеком», в результате чего общая доля владения составила 86.9%. Акционерный капитал «Kcell» до IPO распределялся между 2-мя компаниями, «Fintur Holdings B.V.» (51%) и «Sonera Holding B.V.» (49%).

В декабре 2012 года АО «Kcell» провело первичное размещение акций, которое являлось обязательным условием продажи 49% доли «Kcell». В ходе публичного предложения акций (IPO) 25% акционерного капитала или 50 000 акций было размещено на Лондонской и Казахстанской фондовой бирже. Доля участия «TeliaSonera» в уставе компании сократилась до 61.9%.

## Основные акционеры

Акционеры	Количество акций	Доля участия
Fintur Holdings	102 000 000	51%
Sonera Holding B.V	48 000 000	24%
АО «Центральный депозитарий ценных бумаг»	45 113 528	22.56%
АО «Накопительный пенсионный фонд «Грантум»	1 900 000	0.95%
Прочие	2 986 472	1.49%

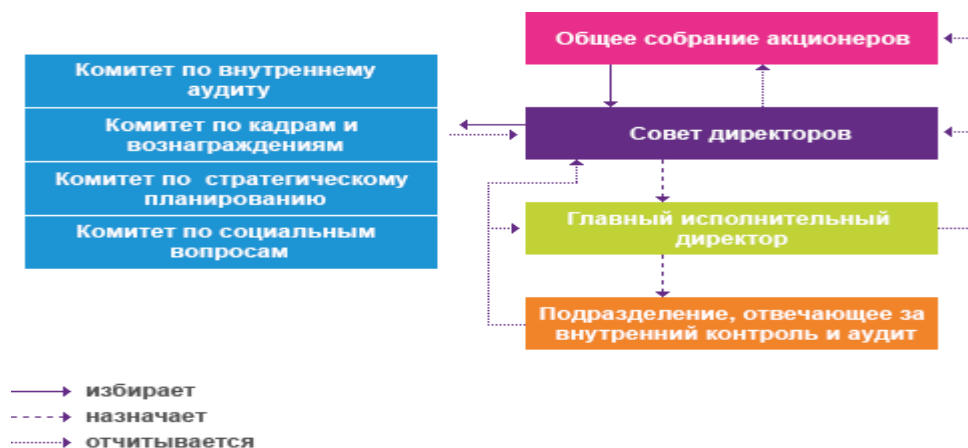
Источник информации: корпоративный сайт компании

Общее количество простых акций АО «Kcell» составляет 200 000 000 штук. Наибольшей долей в Kcell владеют следующие компании:

- «Sonera Holding B.V.» является 100% дочерней компанией «Telia Sonera AB». Материнская компания является одним из самых крупных телекоммуникационных операторов.
- «Fintur Holdings» является совместным предприятием телекоммуникационной компании «Turkcell» (41.45%) и «TeliaSonera» (58.55%). Компания также предоставляет услуги мобильной связи в странах Средней Азии, Закавказья, Молдавии, Непале, Камбодже. Стоит отметить, что TeliaSonera также владеет 38% долей в «Turkcell».

В результате, эффективная доля участия TeliaSonera в «Kcell» составляет **61.9%**.

## Структура корпоративного управления



Источник информации: корпоративный сайт компании ([www.kcell.kz](http://www.kcell.kz))

## Совет директоров

Состав (на 30.06.2013г.)	Должность
Эн Эрик Рудберг	Председатель совета директоров, Независимый директор ОАО «Мегафон»
Али Аган	Главный исполнительный директор, Член Совета директоров
Берндт Кеннет Карлберг	Член Совета директоров
Толга Кектюрк	Член Совета директоров
Уильям Г.Р. Айлвард	Член Совета директоров, Независимый директор
Матс Геран саломонсон	Член Совета директоров

*Источник информации: корпоративный сайт компании*

Совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью компании. В состав совета директоров может входить не более шести человек. В компании имеется два независимых директора.

В первом полугодии 2013 года произошла небольшая перестановка кадров. На должность главного исполнительного директора был назначен Али Аган, сменив Вейсела Арала. Также, Берт Нордберг вышел из состава совета директоров (занимал должность независимого директора), Уильям Г. Р. Айлвард занял его место в совете директоров.

## Конкуренция в отрасли

Как видно по приведенным ниже данным, рынок мобильной связи в Казахстане можно охарактеризовать как олигополию с высоким уровнем ценовой конкуренции.

В сегменте услуг мобильной связи Казахстана представлены 4 основных оператора:

- ✓ **АО «Kcell»** с торговыми марками Kcell, Vegaline и Activ (холдинг TeliaSoneira) – стандарт GSM;
- ✓ **ТОО «Кар-Телл»** с торговой маркой Beeline (холдинг VimpelCom) – стандарт GSM;
- ✓ **ТОО «Мобайл Телеком-Сервис»** с торговой маркой Tele2 (холдинг Tele2) – стандарт GSM;
- ✓ **АО «Алтел»** с торговыми марками Dalacom, PaThWORD, City, JET и ALTEL 4G (Казахтелеком) – стандарты CDMA и LTE.

Из перечисленных выше операторов только АО «Kcell» является публичной компанией (то есть компанией, чьи акции обращаются на организованном рынке ценных бумаг). В то же время, материнские компании всех перечисленных операторов являются публичными компаниями.

Конкуренция на рынке мобильной связи в Казахстане значительно обострилась с приходом четвертого оператора – «Tele 2».

В 2010 году шведский телекоммуникационный холдинг Tele 2 выкупил у Казахтелекома ТОО «Мобайл Телеком Сервис» – оператора мобильной связи стандарта GSM. На тот момент ТОО «Мобайл Телеком Сервис» с торговой маркой Neo занимал около 2% рынка, тогда как «Kcell» и «Beline» занимали тогда 48.8% и 43.2% рынка по количеству клиентов и 54.0% и 39.4% рынка по объему выручки. «Алтел» на тот момент владел незначительной долей рынка, занимая специфическую нишу, предоставляя услуги мобильной связи в стандарте CDMA. Фактически приход Tele 2 на рынок мобильной связи Казахстана разрушил дуополию «Kcell» и «Beeline», усилив конкуренцию.

«Tele 2», используя агрессивную политику проникновения на рынок Казахстана отвоевал значительную его долю, увеличив ее с 2% на начало 2010 года до 13% по количеству абонентов и до 6% по выручке на конец 2012 года. Доля «Tele 2» продолжает расти – так, по итогам 1 квартала 2013 года количество абонентов «Tele 2» составило 2.9 млн., а выручка – 12.3 млрд. тенге (это 14.6% рынка). По итогам 2 квартала 2013 года количество абонентов «Tele 2» выросло до 3.2 млн., а выручка – до 14.4 млрд. тенге (333 млн. SEK).

Оба оператора мобильной связи стандарта GSM – и «Kcell» и «Beeline» потеряли в долях рынка после прихода «Tele 2», «Kcell» – меньше, «Beeline» – больше. «Kcell» пока удается удерживать более 50% рынка по объему выручки. Однако, на фоне общего роста рынка обоим операторам удавалось поддерживать как рост числа абонентов, так и увеличение объема выручки в абсолютном выражении.

*Количество абонентов мобильной связи в Казахстане превышает количество жителей в нашей стране. Это объясняется тем, что количество абонентов определяется по количеству действующих контрактов (SIM карт), а многие жители нашей страны, имея несколько мобильных устройств, используют SIM карты нескольких операторов. Кроме того, некоторые жители нашей страны могут использовать несколько SIM карт одного оператора, например, корпоративный и личный номер, а также одновременно SIM карту для мобильного телефона и SIM карту для USB-модема 3G/4G. Поэтому именно доля операторов по объему выручки, а не по количеству абонентов, по нашему мнению, является определяющей. Хотя, конечно, доли по количеству абонентов сбрасывать со счетов не стоит.*

Диспозиция на рынке мобильной связи Казахстана еще более изменилась после выхода на рынок продукта «Altel 4G». «Altel 4G» – это услуги мобильного широкополосного доступа в Интернет по технологии 4G LTE. Доступ в Интернет предоставляется посредством USB модемов или мобильных роутеров. Кроме того, технологию 4G LTE поддерживают некоторые планшетные компьютеры (например, Samsung Galaxy Note 10.1' и Huawei Media Pad 10').

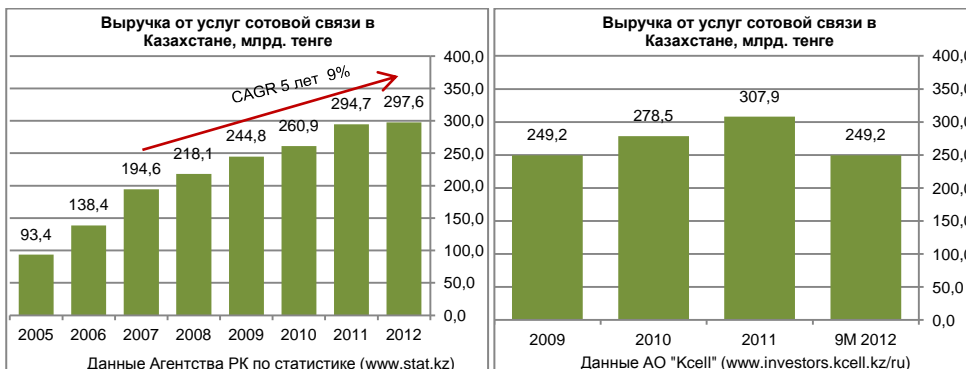
На сегодняшний день «Алтел» развернул сети 4G LTE в городах Алматы и Астана, в ближайшее время в зону покрытия войдут пригороды этих городов (в том числе Талгар, Каскелен, Капшагай, Есик, Боровое, Щучинск), в более отдаленном будущем планируется развернуть сети 4G LTE и в других городах Казахстана.

По данным ИНТЕРФАКС-КАЗАХСТАН на 31 мая 2013 года общее количество зарегистрированных абонентов «Алтел 4G» в Астане и Алматы превышает 33 тыс. человек. Нам пока не известно какими темпами идет рост количества абонентов «Altel 4G» в текущее время.

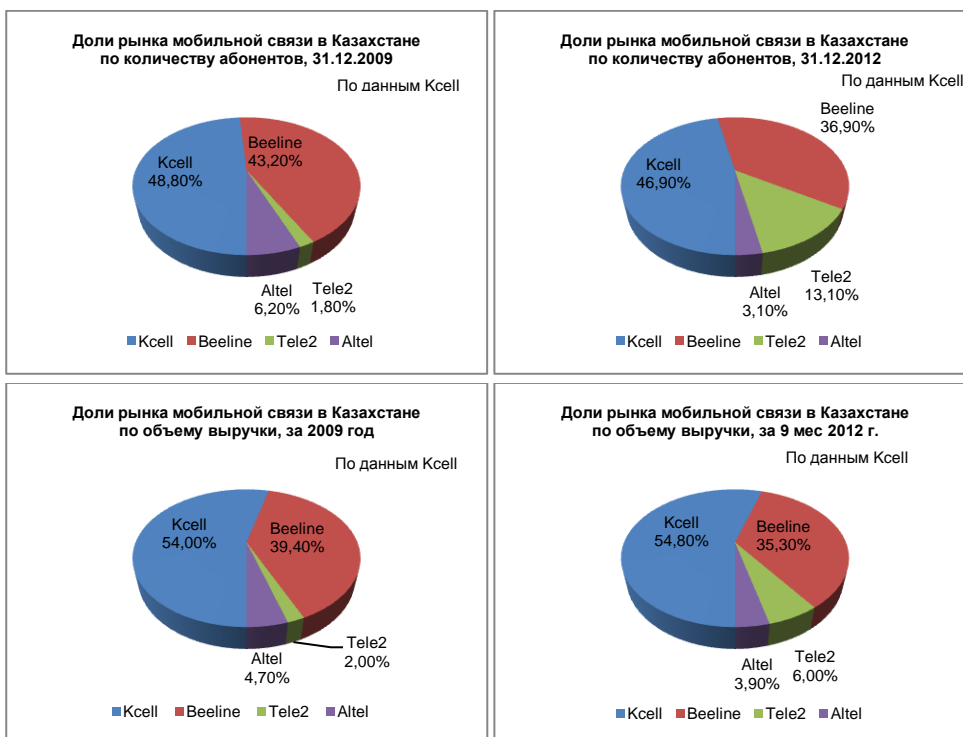
По нашему мнению, последствием появления «Altel 4G» стало не отвоевание рынка у существующих операторов, а расширение рынка за счет создания новой ниши. Однако, в будущем вход в эту перспективную нишу для остальных операторов может быть затруднен.

На диаграммах ниже приведены данные Агентства РК по статистике и «Kcell» по количеству абонентов операторов сотовой связи и выручке от услуг сотовой связи в Казахстане (данные Агентства не учитывают активность абонентов):





На диаграммах ниже приведены данные «Kcell» по долям операторов на рынке мобильной связи Казахстана по количеству абонентов и по объему выручки:



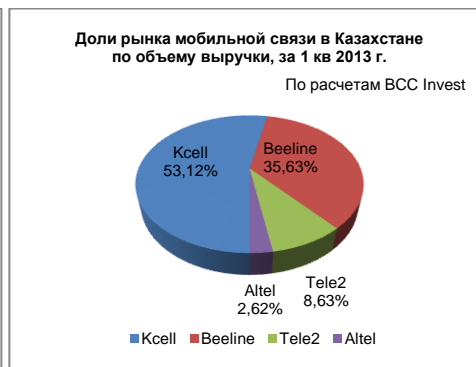
По данным компаний (на основании данных финансовой отчетности компаний) количество абонентов мобильной связи на 30 июня 2013 года составляло:

- ✓ Kcell – 14.076 млн.;
- ✓ Beeline – 8.796 млн.;
- ✓ Tele2 – 3.162 млн.;
- ✓ Altel – нет данных.

В связи с отсутствием данных по количеству абонентов «Altel» рассчитать доли рынка по количеству абонентов по состоянию на 30 июня 2013 года не представляется возможным.

По нашим расчетам (на основании данных финансовой отчетности компаний) по итогам 6М 2-го 2013 года доли рынка услуг сотовой связи по объему выручки распределились следующим образом:

- ✓ Kcell – 51.0% (89.3 млрд. тенге);
- ✓ Beeline – 31.8% (59.9 млрд. тенге);
- ✓ Tele2 – 14.6% (14.5 млрд. тенге / 622 млн. SEK);
- ✓ Altel\* – 2.6% (4.4 млрд. тенге), прогноз BCC Invest



## Финансовые результаты компании

в тыс. тенге	2009Ф	2010Ф	2011Ф	6М2012Ф	2012Ф	6М2013	%
<b>Выручка</b>	<b>130 352 031</b>	<b>152 487 858</b>	<b>178 786 235</b>	<b>85 780 222</b>	<b>182 003 503</b>	<b>89 324 000</b>	<b>4,1%</b>
Услуги голосовой связи	112 938 898	131 185 071	146 076 600	69 239 403	146 668 854	69 440 000	0,3%
Услуги передачи данных	3 032 731	6 946 141	14 063 721	8 359 485	18 754 610	11 604 000	38,8%
Дополнительные услуги	13 506 436	13 789 901	14 531 776	7 282 921	15 195 389	8 076 000	10,9%
Прочие виды доходов	873 966	566 745	4 114 138	898 413	1 384 650	204 000	-77,3%
<b>Операционные расходы</b>	<b>-76 574 188</b>	<b>-84 133 841</b>	<b>-95 888 009</b>	<b>-49 063 505</b>	<b>-104 101 569</b>	<b>-51 619 929</b>	<b>5,2%</b>
Оплата за подключение к сетям и сопутствующие расходы	-16 571 226	-17 094 596	-20 301 197	-12 396 159	-27 633 746	-12 587 022	1,5%
Расходы на техническое обслуживание сети	-9 599 211	-9 884 204	-9 400 289	-5 432 492	-10 868 188	-6 228 996	14,7%
Аренда трансмиссии	-6 414 752	-7 497 926	-7 767 549	-4 309 217	-9 144 685	-4 612 882	7,0%
Плата за использование частот и налоги, кроме подоходного	-4 247 546	-4 940 698	-5 785 612	-2 901 314	-5 797 805	-3 053 304	5,2%
Стоимость реализации сим-карт, карт мгновенной оплаты, стартовых пакетов и мобильных телефонов	-1 303 502	-1 545 323	-5 735 296	-1 569 490	-2 597 334	-811 650	-48,3%
Комиссионные вознаграждения дилерам и дистрибьюторам, и расходы на рекламу	-11 669 529	-12 448 351	-12 992 203	-4 946 498	-12 365 505	-5 295 330	7,1%
Расходы на персонал	-5 780 267	-6 885 020	-6 977 131	-3 682 670	-7 653 180	-3 928 786	6,7%
Прочие	-4 101 370	-4 388 215	-3 806 111	-2 636 860	-5 649 838	-2 263 440	-14,2%
Износ основных средств и амортизация нематериальных активов	-16 810 157	-19 579 427	-22 895 904	-11 355 317	-22 780 745	-11 545 334	1,7%
Прочие операционные доходы	141 019	251 953	157 159	247 238	570 694	177 242	-28,3%
Прочие операционные расходы	-217 647	-122 034	-383 876	-80 726	-181 237	-45 354	-43,8%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>53 777 843</b>	<b>68 354 017</b>	<b>82 898 226</b>	<b>36 716 717</b>	<b>77 901 934</b>	<b>37 703 731</b>	<b>2,7%</b>
Финансовые доходы	50 723	427 665	725 286	79 649	131 088	190 920	139,7%
Финансовые расходы					-647 126	-1340 123	
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>53 828 566</b>	<b>68 781 682</b>	<b>83 623 512</b>	<b>36 796 366</b>	<b>77 385 896</b>	<b>36 554 528</b>	<b>-0,7%</b>
Расходы по подоходному налогу	-10 631 187	-14 013 734	-16 765 408	-7 371 386	-15 557 863	-7 347 459	-0,3%
<b>Прибыль за период</b>	<b>43 197 379</b>	<b>54 767 948</b>	<b>66 858 104</b>	<b>29 424 980</b>	<b>61 828 033</b>	<b>29 207 069</b>	<b>-0,7%</b>
Базовая прибыль на акцию			334	147	309	146	
ЕВПТА	53 777 843	68 354 017	82 898 226	48 072 034	100 682 679	49 236 606	

Источник: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

В первом полугодии 2013 года выручка компании составила 89 324 млн. тенге, что на 4.1% больше чем за аналогичный период предыдущего года. Наибольший прирост показали услуги от передачи данных, которые за этот период увеличились на 38.8%.

Объем голосового трафика вырос на 11.1 % до 11 482 млн. минут, но, несмотря на это доход от голосовых услуг практически не изменился (+0.29%), что обуславливается обострением конкуренции на рынке мобильной связи и снижением тарифов. Доход от голосовых услуг составил 69 440 млн. тенге, доля в общей выручке сократилась с 80.7% до 77.8%.

Себестоимость продаж составила 38 378 млн. тенге, что на 4% больше, чем за аналогичный период 2012 года. Компания объясняет увеличение себестоимости продаж более высокими затратами на интерконнект, расходами по аренде и техническому обслуживанию сайтов.

В итоге операционная прибыль увеличилась лишь на 2.7% до 37 704 млн. тенге, за счет опережающего роста расходов над доходами.

Чистая прибыль компании в 1-м полугодии составила 29 207 млн. тенге, сократившись на 0.74%. Прибыль на акцию составила 146.04 тенге в сравнении с 147.12 тенге в 1-м полугодии 2012 года.

В 1-м полугодии капитальные затраты составили 11 183 млн. тенге, что на 3 661 млн. тенге или на 24% меньше чем за первое полугодие 2012 года.



В 2012 году компания привлекла 48 991 млн. тенге, из них 45 040 млн. тенге представлены в виде синдицированного займа от «Citibank Kazakhstan» и «RBS Kazakhstan». Срок погашения составляет один год, с возможным продлением на 12 месяцев при согласии кредиторов.

Чистая задолженность на 30 июня 2013 года составила 48 912 млн. тенге, что на 2 996 млн. тенге больше сначала года. Основными заемщиками компании являются АО «Citibank Kazakhstan» и АО «RBS Kazakhstan». Все займы компании краткосрочные, с погашением в сентябре текущего года. Скорее всего, компания рефинансирует часть своей задолженности или продлит срок погашения займов.

В первом полугодии 2013 года основные средства незначительно увеличились на 1% и на 30 июня 2013 года составили 111 191 млн. тенге. Нематериальные активы компании представлены лицензией на GSM (39%), программным обеспечением (49%) и прочими телекоммуникационными лицензиями (12%). Нематериальные активы сначала года уменьшились на 11% за счет амортизационных отчислений.

Основные средства и нематериальные активы имеют наибольший вес в балансе компании, 88% от общих активов компании.

Денежные средства и их эквиваленты составили 2 080 млн. тенге на 30 июня 2013 года, что на 48% меньше показателя сначала года.

Абонентская база увеличилась на 20.4% с показателя в 11 691 тыс. абонентов до 14 076 тыс. абонентов.

АО Kcell показало хорошие операционные показатели, но в связи с усилением конкуренции, компании приходится снижать тарифы, которые ограничивают рост прибыли.

Средняя выручка на абонента (ARPU) сократилась на 14% с 1 250 до 1 070 тенге.

Количество минут, использованных абонентом на услуги голосовой передачи данных (MOU) уменьшилось на 9.5% с 168 мин/мес. до 152 мин/мес.

Уровень оттока уменьшился с 34.1% до 26.4%.

В первом полугодии 2013 года АО Kcell выплатило 32,402 млн. тенге в виде дивидендов за период с 1 июля 2012 г. по 31 декабря 2012г (дивиденд на одну акцию составил 162.01 тенге).

#### **Анализ выручки и операционных расходов за 2012 год**

В связи с отсутствием данных в разрезе операционных расходов, мы провели анализ выручки и операционных расходов на 2012 год.

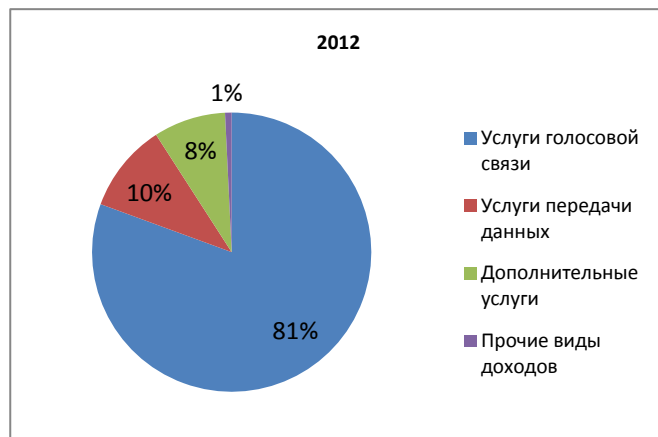
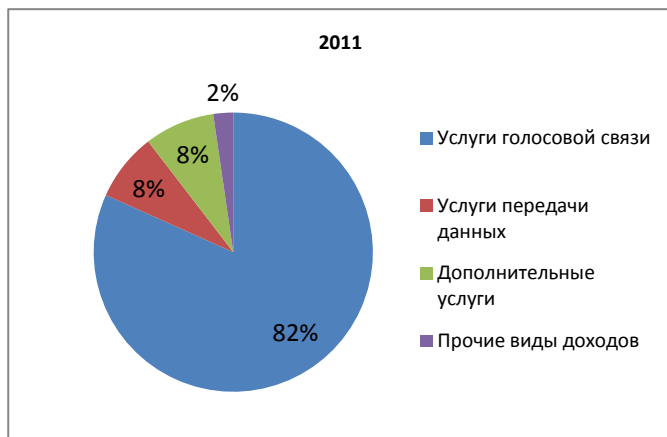
Выручка Kcell в 2012 году составила 182 004 млн. тенге, что на 2% или 3 217 млн. тенге больше чем за 2011 год. Kcell увеличило выручку благодаря более высокому темпу роста доходов от услуг по передаче данных. Среднегеометрический темп роста выручки за период 3 лет (2009-2012) составляет 11.8% в год.

Себестоимость продаж составила 76 291 млн. тенге, что на 9% больше чем за 2011 год. Среднегеометрический темп роста себестоимости продаж за период 3 лет (2009-2012) составил 12.4% в год.

Основными операционными расходами компании являются расходы на техническое обслуживание, расходы на оплату подключения к сетям, а также аренда каналов связи. Наибольший темп роста показали расходы на подключение к сетям (+36%) и расходы на аренду каналов связи (+18%).

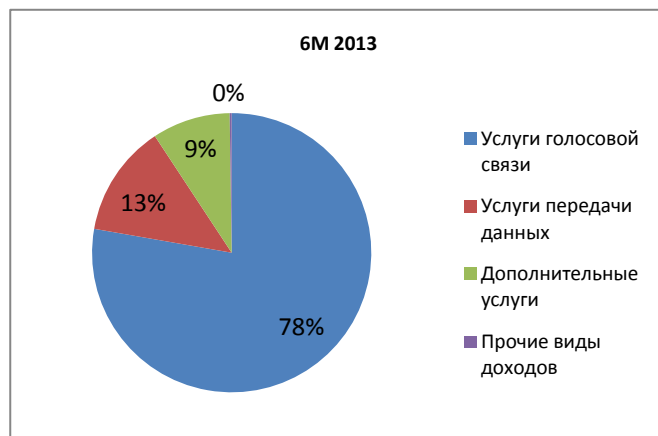
Общие операционные расходы компании составили 104 102 млн. тенге, что на 8.6% больше показателя за 2011 год. За год компания увеличила расходы по всей основной группе расходов.

В диаграммах ниже представлено распределение выручки Kcell по сегментам:



Источник информации: годовой отчет компании за 2012 год

Из диаграммы видно, что распределение выручки по сегментам почти не изменилось. Наибольшую долю в выручке компании занимают услуги голосовой связи, которые составляют 81% выручки за 2012 год. Следующий наиболее крупный сегмент приходится на услуги передачи данных, который занимает 10% выручки. Доля услуг передачи данных увеличилась с 8% до 10% за год. Стоит также напомнить, что выручка от этого вида услуг увеличилась на 33.4% в 2012 году, позволив компании увеличить общую выручку на 1.8%.



Источник информации: финансовая отчетность компании за 6М 2013г.

В первом полугодии 2013 года, структура выручки слегка изменилась. Так, доля выручки от услуг голосовой связи сократилась с 81% до 78%, а доля выручки от услуг передачи данных выросла с 10% до 13%. Услуги по передаче данных являются наиболее быстрорастущим сегментом. Мы считаем, что в прогнозный период выручка от этого вида услуг будет постепенно увеличиваться со средним темпом роста равным 21%.

В диаграммах ниже представлена структура операционных расходов Kcell:

**Структура операционных расходов в 2011г.**



**Структура операционных расходов в 2012г.**



Источник информации: годовой отчет компании за 2012 г.

Компания классифицирует операционные расходы по характеру. В 2012 году в структуре операционных расходов наибольшую долю занимают операционные расходы на оплату подключения к сетям (27%), расходы на износ и амортизацию (22%), а также коммиссионные вознаграждения дилерам и дистрибьюторам и расходы на рекламу (12%).

Структура операционных расходов незначительно изменилась. Наиболее значительное изменение произошло в расходах на подключение к сетям. В 2012 году доля расходов на оплату подключения к сетям увеличилась с 21% до 27%.

Общие операционные расходы увеличились на 9.2% с 95 661 млн. тенге до 104 491 млн. тенге в 2012 году за счет увеличения расходов на подключение к сетям и расходов на аренду трансмиссии.

## **Бизнес модель оператора мобильной связи - Kcell**

Операторы мобильной связи получают доходы от предоставления следующих видов услуг:

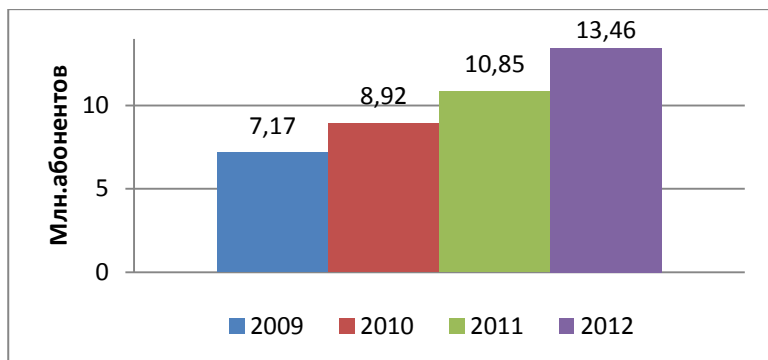
- ✓ Услуги голосовой связи;
- ✓ Дополнительные виды обслуживания (Value Added Services, VAS);
- ✓ Услуги передачи данных;
- ✓ Прочие услуги и товары.

Доходы от услуг голосовой связи на сегодняшний день составляют основу доходов операторов мобильной связи в Казахстане, занимая более 3/4 в их выручке.

Основную выручку «Kcell» получает от оказания услуг голосовой связи (78%). К услугам голосовой связи также относятся такие услуги, как голосовая почта, переадресация вызовов, конференцсвязь, определение звонящего абонента. В свою очередь, доход от оказания услуг голосовой связи, в основном, формируется за счет выручки от исходящей голосовой связи и за счет дохода от услуг интерконнекта. Компания получает доход от услуг интерконнекта в виде платы от других операторов мобильной связи за подключение к абонентам «Kcell».

Среднегеометрический темп роста услуг голосовой связи за период 3 лет (2009-2012) составляет 9.1% в год. Основные показатели, которые могут повлиять на увеличение выручки от данного вида услуг – это тарифы и рост абонентской базы. Уровень проникновения довольно высок, абонентская база на 30 июня 2013 года составила 14,076 млн. абонентов, при том что население РК составляет только 17,028 млн. тенге. Общий уровень проникновения услуг мобильной связи в РК по итогам 2012 года составил 170%. Мы прогнозируем, что в прогнозный период выручка от голосовых услуг будет постепенно уменьшаться со средним темпом, равным 3% в год.

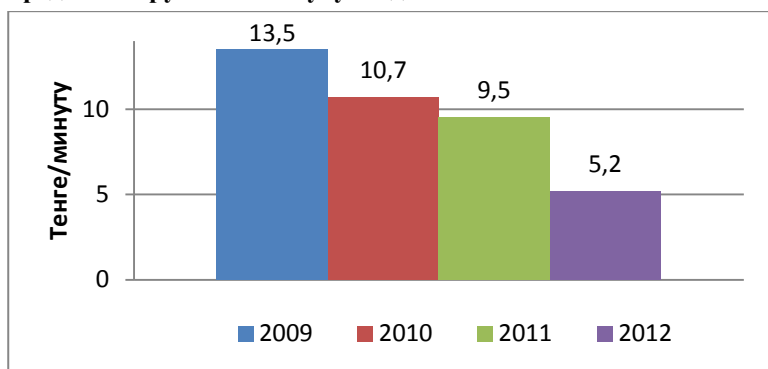
**Количество абонентов Kcell\*:**



Источник информации: годовой отчет за 2012 год

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

**Средняя выручка за минуту соединения**

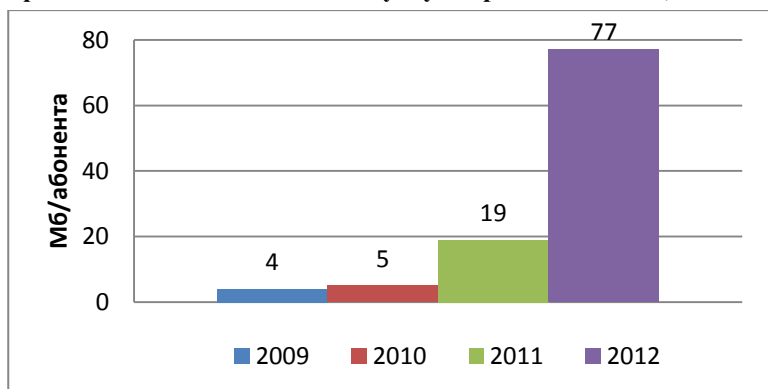


Источник информации: годовой отчет за 2012 год

Средняя выручка на абонента уменьшается из года в год, вследствие изменения регулирования и тарифов, что вызвано ужесточением конкуренции на рынке мобильной связи (особенно после прихода Tele 2 в 2010г.).

Второе место в объеме общей выручки компании занимают услуги от передачи данных(13%). За 6М 2013 года объем передачи данных увеличился на 119%. Одним из приоритетных направлений компании является развитие сегмента мобильной передачи данных. Компания видит большой потенциал для роста данного сегмента услуг и развивает инфраструктуру для обеспечения более обширной зоны покрытия, вместе с увеличением средней скорости доступа в интернет. Доходы от передачи данных с каждым годом увеличиваются быстрыми темпами, в основном, за счет увеличения зоны покрытия 3G сети.

**Средний объем использования услуг передачи данных, МБ/абонента**



Источник информации: годовой отчет компании за 2012 год

Средний объем использования услуг по передаче данных (мегабайт на абонента) вырос на 305% с 2011г. по 2012г. Однако, выручка компании на абонента снизилась,

за счет снижения тарифа и появления пакетных предложений для доступа в интернет.

В декабре 2010 года АО «Kcell» получило право на создание и эксплуатацию сети 3G, с условием того что зона покрытия охватит все населенные пункты с численностью населения свыше 10 000 человек к 1 января 2015 года. Одним из преимуществ Kcell перед конкурентами является развитая сеть 3G. По итогам 2012 года 45% узлов сотовой связи работают в сетях 3G. По словам компании, большинство базовых станций 3G могут быть легко модернизированы до LTE. На данный момент единственным оператором, который предоставляет услуги LTE (4G) на рынке Казахстана является «АЛТЕЛ», дочерняя компания АО «Казахтелеком». В 2010 году «Kcell» и «Beeline» уже протестировали данную технологию.

По нашему мнению, на данный момент третье поколение мобильной связи (3G) удовлетворяет потребности обычного пользователя. Потенциал развития сетей третьего поколения еще не исчерпан, так как зона покрытия охватывает только населенные пункты с численностью населения свыше 50 000 человек. Мы считаем, что сеть четвертого поколения LTE (4G) займет определенную нишу, предоставляя услуги высокоскоростного доступа в интернет посредством USB модемов и роутеров. Это создаст дополнительную конкуренцию провайдерам домашнего интернета, которыми являются АО «Казахтелеком» и АО «Кар-Тел».

Среднегеометрический темп роста услуг от передачи данных за период 3 лет (2009-2012) составляет 83.6% в год. Мы предполагаем, что в прогнозный период выручка от данного сегмента услуг увеличится, доля в общей выручке возрастет. На сегодняшний день, доступ в интернет является необходимостью. В компании представлены различные тарифные планы и пакеты для доступа в интернет. Одним из приоритетных направлений компании является расширение зоны покрытия 3G сетей. Мы прогнозируем, что в прогнозный период темп роста выручки от передачи данных составит в среднем 21% в год, за счет увеличения зоны покрытия и доступа в интернет.

К дополнительным видам услуг (VAS-услуги) относятся MMS и информационные и развлекательные услуги (замена тона гудка, финансовые услуги, прогноз погоды, курсы обмена валют, новости и др.). Доля дополнительных услуг в общей выручке составляет 9%(по итогам 6М 2013г.). Среднегеометрический темп роста услуг за период 3 лет (2009-2012) составляет 4% в год. По нашим прогнозам, темп роста выручки от данного сегмента в прогнозный период составит приблизительно 3% в год.

Компания классифицирует расходы по характеру. К наиболее крупной группе расходов относятся расходы на износ и амортизацию (21.8%), расходы на взаимное подключение к сетям (26.4%) и расходы на техническое обслуживание сети (10.4%).

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.

#### **Регулирование телекоммуникационной отрасли**

Основными регулирующими органами казахстанского рынка мобильной связи являются:

- Министерство транспорта и коммуникаций (МТК);
- Агентство по защите конкуренции (Антимонопольное агентство).

С 2000 года компания была включена в Государственный реестр Агентства по защите конкуренции, так как доля рынка в масштабах страны превысила 35%.

В 2011 году МТК установило максимальные тарифы на внутрисетевые звонки.

В 2012 году МТК установило максимальные тарифы на внесетевые звонки и услуги передачи данных.

Межсетевые тарифы определяются по двухстороннему соглашению между операторами мобильной связи. МТК может давать только рекомендации.

МТК не осуществляет регулирование операторов виртуальной сети мобильной связи (MVNO), по причине отсутствия сопутствующих законодательств РК.

1 июля 2011 года Министерство связи и информации Республики Казахстан продлило генеральную лицензию Компании с первоначальных 15 лет на неограниченный срок.

В конце 2011 года АЗК издало приказ о включении компании в Государственный реестр субъектов рынка, занимающих доминирующее или монопольное положение по определенным видам деятельности. АО «Kcell» подало апелляцию в специализированный межрайонный экономический суд г. Астана. В последующие года были проведены еще несколько слушаний. Последняя информация на текущую дату: 13 июня 2013 года Кассационная коллегия суда г. Астаны отменила решение Апелляционной судебной коллегии от 9 апреля 2013 года и вынесла решение в пользу АЗК. АО «Kcell» имеет право обжаловать данное судебное решение в Верховном суде при наличии весомых аргументов.

#### Тарифообразование услуг мобильной связи

В таблице ниже представлены основные тарифы на услуги мобильной связи и передачи данных:

		До 1 марта 2013г.	С 1 марта 2013г.	%
Предельная стоимость исходящих звонков внутри сети	Без НДС	18 тенге/мин.	15 тенге/мин.	17%
	С НДС	20.16 тенге/мин.	16.8 тенге/мин.	
Предельная стоимость исходящих звонков вне сети	Без НДС	35 тенге/мин.	29 тенге/мин.	17%
	С НДС	39.2 тенге/мин.	32.48 тенге/мин.	
Максимальная стоимость 1 Мб мобильного интернета	Без НДС	22 тенге	18 тенге	18%
	С НДС	24.64 тенге	20.16 тенге	
Тарифы на пропуск сотового трафика	Без НДС	19.05тенге/мин.	16.97 тенге/мин.	11%
	С НДС	21.3тенге/мин.	19.01 тенге/мин.	

Источник информации: Министерство транспорта и коммуникаций РК ([www.mtc.gov.kz](http://www.mtc.gov.kz))

В конце февраля 2013 года Комитет связи и информатизации МТК РК завершил экспертизу цен на услуги сотовой связи и на межоператорские услуги АО «Казахтелеком».

Вышеуказанные тарифы вступили в силу с первого марта 2013 года. Изменение тарифообразования на услуги мобильной связи внутри сети и вне сети особо не повлияло на операционную прибыльность группы, так как тарифы компании находятся в более низком диапазоне. На данный момент тарифы на исходящие звонки внутри сети/ вне сети находятся в диапазоне цен от (7 - 11-тг.)\*. Тем не менее, стоимость 1 Мб «Kcell» выше предельно допустимого тарифа (с учетом НДС), определенного МТК. Мы ожидаем, что в скором будущем Kcell снизит тарифы на мобильный интернет с 24.64 тенге до 20.16 тенге за 1 Мб.

В результате экспертизы цен АО «Казхателеком» на услуги пропуск транзитного сотового телефонного трафика, тарифы на пропуск сотового трафика мобильных операторов будут снижены с 21.3 до 16.97 тенге за минуту, что положительно повлияет на группу расходов компании, на аренду каналов связи.

*\*По тарифному плану «7» для Activ и «11» для Kcell.*

Ставки на интерконнект	13.02тенге	11 тенге	15%
------------------------	------------	----------	-----

*Источник информации: согласно информационному порталу [www.zakon.kz](http://www.zakon.kz)*

Согласно сайту МТК, в декабре 2012 года 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%.

По итогам 2012 года доля рынка «Kcell» по количеству абонентов составила 47%, по выручке 54.5%. Так как доля рынка компании превышает 35%, деятельность группы регулируется агентством по защите конкуренции. В 2011 году АЗК выпустило заключение о доминирующем положении на рынке, согласно которому «Kcell» должен быть включен в Государственный реестр. АО «Kcell» попыталось опротестовать данное решение, но по последним данным (от 13 июня 2013 г.) компании не удалось сделать этого.

При включении в государственный реестр, ставки интерконнекта будет регулироваться МТК. При этом раскладе, расходы компании на интерконнект за плату другим операторам сократятся. В то же время и доходы от интерконнекта сократятся. При снижении ставок на интерконнект, по большей доле выигрывает Tele 2, который отличается от своих конкурентов более низкой ценовой политикой. На текущую дату (6М 2013г.), количество абонентов «Tele 2» составляет 3.162 млн. тенге, абонентов «Kcell» -14.076 млн., абонентов «Beeline» – 8.796 млн. Исходя из этой информации, можно предположить, что абоненты Tele 2 гораздо чаще производят исходящие звонки вне сети (доля Activ + Beeline – 88%). Следовательно, сумма выплат компании Tele 2 за интерконнект гораздо больше, нежели чем у других операторов. На сегодняшний день, ставка интерконнекта выше тарифа, который Tele 2 взимает со своих абонентов (8 тенге на все направления). Ставка интерконнекта является своего рода барьером для более мелких операторов (Tele 2), и при снижении ставки, барьер будет уменьшаться. К 2015 году, ставка интерконнекта достигнет чуть больше 9 тенге.

К 2015 году в Казахстане собираются внедрить новую технологию MNP (Mobile Number Portability). Данная технология позволит абоненту одного сотового оператора перейти к другому сотовому оператору без потери своего номера, в том числе с префиксами 701, 777 и т.д. По словам С. Сарсенова, вице - министра транспорта и коммуникаций РК, в середине 2014 года MNP будет внедряться в пилотном режиме в Астане. По-нашему мнению, это усилит конкуренцию в отрасли, и заставит операторов мобильной связи постоянно следить за тарифами конкурентов и качеством собственной телефонной связи. Абоненты больше не будут привязаны к одному бренду, а будут выбирать оператора в зависимости от условий и качества связи.

## Инвестиции

- В 2007 году TeliaSonera приобрела ТОО «Ар-Телеком», и следом в 2008 году ТОО «КТ-Телеком». В результате данных инвестиций компания получила бессрочные лицензии на услуги WLL, которые предоставили компании право на организацию сетей беспроводного радиодоступа и оказание услуг передачи данных по РК. Компания включила приобретенные лицензии в состав нематериальных активов в категорию «прочие телекоммуникационные лицензии».

- В 2012 году «TeliaSonera» приобрела два казахстанских телекоммуникационных актива, в основном, для усиления позиции на рынке мобильного интернета.
- В 2012 году материнская компания Kcell приобрела казахстанскую компанию «Alem Communications» за 170 млн. \$. Основным активом компании является сеть беспроводной передачи данных стандарта WiMAX(2.5-2.7ГГц). По предварительным данным, на базе WIMAX сети будет развиваться LTE.
- В 2012 году TeliaSonera также приобрела 20% миноритарную долю в уставном капитале «КазТрансКом» за 35 млн. \$. В условие сделки вошло соглашение, позволяющее «Kcell» в течение пяти лет использовать оптоволоконную сеть (магистральные сети) «КазТрансКом», которая необходима для пропускания интернет трафика.

### Дивидендная политика

По результатам 2012 года общий объем объявленных дивидендов составил 32 403 млн. тенге, 100% от чистой прибыли за второе полугодие 2012 года. Дивиденд на одну простую акцию составил 162 тенге, что представляет 10.3% от цены первичного предложения и 6.75% от текущей рыночной цены (2 435тг.)

Согласно дивидендной политике Кселл, 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 8.6%-12.3% от текущей цены акций. Размер дивиденда на одну простую акцию может составить 210-300 тенге в 2013 году.

Акции компании выглядят довольно привлекательным инструментом в плане дивидендной доходности. В долгосрочной перспективе инвесторы смогут получить дивидендную доходность (8.6%-12.3%), а также получить прибыль от возможного прироста инвестиции в стоимости.

### Оценка акций

В нашей модели оценки простых акций АО Кселл мы используем две модели:

- Метод дисконтированных свободных денежных потоков - метод определения стоимости компании на основе дисконтирования ожидаемых доходов анализируемой компании
- Сравнительный метод - метод сравнения основных коэффициентов компании с коэффициентами аналогичных компаний.

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



## Метод дисконтирования свободных денежных потоков на фирму

Оценка простых акций Kcell методом DCF - FCFff

тыс. тенге	2012	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
<b>ДОХОДЫ ОТ ОКАЗАНИЯ УСЛУГ</b>	<b>182 003 503</b>	<b>184 098 900</b>	<b>186 185 025</b>	<b>188 615 931</b>	<b>191 954 000</b>	<b>196 191 000</b>
Операционная прибыль	77 901 934	77 158 410	77 180 612	77 124 534	74 574 672	72 728 535
Амортизация и износ	22 780 745	25 474 490	28 220 413	31 040 397	33 934 328	36 837 465
ЕВИТДА	100 682 679	102 632 900	105 401 025	108 164 931	108 509 000	109 566 000
Налоги	-15 557 863	-15 010 000	-15 078 000	-15 084 000	-14 848 000	-14 515 000
Инвестиции в оборотный капитал	915 038	-3 827 251	2 462 026	-1 315 562	1 450 085	1 014 438
<b>Денежные потоки от операционной деятельности</b>	<b>86 039 854</b>	<b>83 795 649</b>	<b>92 785 051</b>	<b>91 765 369</b>	<b>95 111 085</b>	<b>96 065 438</b>
Инвестиции (нетто капитальные затраты)	-24 983 703	-30 204 804	-30 789 870	-31 620 308	-32 449 479	-32 552 700
Свободные денежные потоки	61 056 151	53 590 846	61 995 181	60 145 061	62 661 605	63 512 738
Период	0	1	2	3	4	5
Фактор дисконтирования	1,00	1,09	1,19	1,30	1,41	1,54
Дисконтированные денежные потоки	61 056 151	49 166 016	52 180 321	46 443 313	44 391 431	41 279 353

Безрисковая ставка доходности	5,50%
Премия за риск инвестирования в акции	7,50%
Требуемая рыночная доходность по акциям	13,00%
Применяемая Beta	0,70
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>9,35%</b>
Капитализация(13.08.2013) в тыс.	495 000 000
Доля собственного капитала, E/(D+E)	91%
Доля заемных средств	9%
<b>Требуемая доходность по долговым обязательствам</b>	<b>7,00%</b>
Ставка КГП	20%

Ставка дисконтирования	9,00%
Темп роста в постпрогнозный период	0,00%
<b>Сумма дисконтированных денежных</b>	<b>233 460 435</b>
Терминальная стоимость	458 671 058
Стоимость предприятия (EV)	692 131 492
Чистый долг	45 915 847
Расчетная капитализация	646 215 645
<b>Расчетная стоимость простых акций,</b>	<b>3 231</b>
Количество простых акций (тыс. шт.)	200 000

Источник: Отчетность компании, расчеты и прогнозы BCC-Invest

### 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 = 5.5% (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** = 0.7. Индивидуальный рыночный риск по акциям Kcell меньше среднего значения индивидуального рыночного риска по выборке акций, входящих в индекс FTSE 100;
- Чистая прибыль **Kcell** за 2013 год составит 60 039 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 2 745 тенге за акцию (15% дисконт), что на 13% выше уровня нынешней цены акций (2 435 тенге).

### Сравнительный метод

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:

16 сентября 2013 г.

Казахстан

Телекоммуникации

Kcell

Ticker	Компания	Страна	Цена	PE 2013	PE 2014	EV/Sales 2013	EV/Sales 2014
<b>Eastern Europe</b>							
MFON RM	MEGAFON	RUSSIA	1128,1	13,0	11,9	2,6	2,5
MTSS RM	MOBILE TELESYSTEMS O	RUSSIA	305,6	9,1	8,8	2,0	1,9
TCELL TI	TURKCELL ILETISIM HIZME	TURKEY	11,7	11,4	10,8	1,9	1,8
<b>Asia Pacific Emerging</b>							
AXIATA MK	AXIATA GROUP BERHAD	MALAYSIA	6,9	21,7	19,5	3,6	3,4
TEL PM	PHILIPPINE LONG DISTAN	PHILIPPINES	2910,0	16,4	15,5	4,2	4,0
600050 CH	CHINA UNITED NETWORK	CHINA	3,4	20,8	14,6	1,0	0,9
INTUCH TB	SHIN CORP PCL	THAILAND	84,0	17,4	14,7	29,6	25,6
DTAC TB	TOTAL ACCESS COMMUN	THAILAND	114,0	21,7	18,0	2,9	2,7
GLO PM	GLOBE TELECOM INC	PHILIPPINES	1550,0	18,4	16,1	2,9	2,8
BHIN IN	BHARTI INFRA TEL LTD	INDIA	156,5	21,4	18,5	2,4	2,2
GRAM BD	GRAMEENPHONE LTD	BANGLADESH	198,5	16,3	12,0	2,8	2,6
TWIG IJ	TOWER BERSAMA INFRA	INDONESIA	5650,0	22,2	17,0	12,4	10,2
Среднее значение по выборке стран Азиатско-Тихоокеанского региона				19,6	16,2	6,9	6,0
Среднее значение по выборке стран Восточной Европы				11,2	10,5	2,2	2,0
Среднее значение				17,5	14,8	5,7	5,0
KCELL LI	KCELL JSC - REG S	KAZAKHSTAN	16,2	8,0	8,0	2,9	2,8

Оценка акций Kcell по мультипликаторам:

По мультипликатору P/E	2013	2014
Чистая прибыль (тыс.)	60 039 410	60 312 612
Капитализация (тыс.)	672 569 197	632 976 101
Количество акций (тыс.)	200 000	200 000
Цена на одну акцию	3 363	3 165

По мультипликатору EV/EBITDA	2013	2014
Выручка (тыс.)	184 098 900	186 185 025
Капитализация (тыс.)	399 877 251	380 906 947
Количество акций (тыс.)	200 000	200 000
Цена на одну акцию	1 999	1 905

Цена одной простой акции	2608
--------------------------	------

Источник информации: прогнозы BCC Invest

Простые акции Kcell торгуются с дисконтом в размере 60% по отношению к странам Азиатско-Тихоокеанского региона и с 27% 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, услуги кабельного телевидения также отсутствуют. Некоторая часть выручки других компаний-аналогов приходится на этот вид услуг.

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.

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

Мы осуществили оценку теоретической стоимости Kcell по мультипликаторам стран Восточной Европы, так как считаем, что деятельность этих компаний наиболее схожа с Kcell. В результате, мы определили теоретическую стоимость одной простой акции Kcell в размере 2 608 тенге, что на 7.1% больше текущей рыночной цены (2 435).

### 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 2 680 тенге\* (50% сравнительный анализ, 50% метод дисконтирования свободных денежных потоков). Потенциал роста составляет 8%. Мы рекомендуем инвесторам ДЕРЖАТЬ простые акции Kcell с 12M целевой ценой в 2 680 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 19, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 23.*

## 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.

## Приложение 1. Основные финансовые показатели

в тыс. тенге	2012Ф	6М 2013	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	CAGR
<b>Выручка</b>	<b>182 003 503</b>	<b>89 324 000</b>	<b>184 098 900</b>	<b>186 185 025</b>	<b>188 615 931</b>	<b>191 954 000</b>	<b>196 191 000</b>	<b>1,5%</b>
Услуги голосовой связи	146 668 854	69 440 000	142 395 900	137 902 025	133 734 931	131 060 000	128 439 000	-2,6%
Услуги передачи данных	18 754 610	11 604 000	24 381 000	30 476 000	36 571 000	42 057 000	48 366 000	20,9%
Дополнительные услуги	15 195 389	8 076 000	15 499 000	15 964 000	16 443 000	16 936 000	17 444 000	2,8%
Прочие виды доходов	1 384 650	204 000	1 823 000	1 843 000	1 867 000	1 901 000	1 942 000	7,0%
<b>Операционные расходы</b>	<b>-104 101 569</b>	<b>-51 619 929</b>	<b>-106 940 490</b>	<b>-109 004 413</b>	<b>-111 491 397</b>	<b>-117 379 328</b>	<b>-123 462 465</b>	<b>3,5%</b>
Оплата за подключение к сетям и сопутствующие расходы	-27 633 746	-12 587 022	-24 041 000	-20 916 000	-18 197 000	-18 743 000	-19 305 000	-6,9%
Расходы на техническое обслуживание сети	-10 868 188	-6 228 996	-12 335 000	-12 952 000	-13 600 000	-14 280 000	-14 994 000	6,6%
Аренда трансмиссии	-9 144 685	-4 612 882	-10 059 000	-10 864 000	-11 516 000	-12 092 000	-12 697 000	6,8%
Плата за использование частот и налоги, кроме подоходного	-5 797 805	-3 053 304	-6 088 000	-6 392 000	-6 712 000	-7 048 000	-7 400 000	5,0%
Стоимость реализации сим-карт, карт мгновенной оплаты, стартовых пакетов и мобильных телефонов	-2 597 334	-811 650	-2 597 000	-2 597 000	-2 597 000	-2 597 000	-2 597 000	0,0%
Комиссионные вознаграждения дилерам и дистрибьюторам, и расходы на рекламу	-12 365 505	-5 295 330	-12 887 000	-13 033 000	-13 203 000	-13 437 000	-13 733 000	2,1%
Расходы на персонал	-7 653 180	-3 928 786	-8 036 000	-8 438 000	-8 860 000	-9 303 000	-9 768 000	5,0%
Прочие	-5 649 838	-2 263 440	-5 819 000	-5 994 000	-6 174 000	-6 359 000	-6 550 000	3,0%
Износ основных средств и амортизация нематериальных активов	-22 780 745	-11 545 334	-25 474 490	-28 220 413	-31 040 397	-33 934 328	-36 837 465	10,1%
Прочие операционные доходы	570 694	177 242	588 000	606 000	624 000	643 000	662 000	3,0%
Прочие операционные расходы	-181 237	-45 354	-192 000	-204 000	-216 000	-229 000	-243 000	6,0%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>77 901 934</b>	<b>37 703 731</b>	<b>77 158 410</b>	<b>77 180 612</b>	<b>77 124 534</b>	<b>74 574 672</b>	<b>72 728 535</b>	<b>-1,4%</b>
Финансовые доходы	131 088	190 920	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000	0,0%
Финансовые расходы	-647 126	-1 340 123	-2 240 000	-1 921 000	-1 836 000	-467 000	-287 000	-15,0%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>77 385 896</b>	<b>36 554 528</b>	<b>75 049 410</b>	<b>75 390 612</b>	<b>75 419 534</b>	<b>74 238 672</b>	<b>72 572 535</b>	<b>-1,3%</b>
Расходы по подоходному налогу	-15 557 863	-7 347 459	-15 010 000	-15 078 000	-15 084 000	-14 848 000	-14 515 000	-1,4%
<b>Прибыль за период</b>	<b>61 828 033</b>	<b>29 207 069</b>	<b>60 039 410</b>	<b>60 312 612</b>	<b>60 335 534</b>	<b>59 390 672</b>	<b>58 057 535</b>	<b>-1,3%</b>
Базовая прибыль на акцию	309	146	300	302	302	297	297	-1,3%
ЕВПТДА	100 682 679	49 236 606	102 632 900	105 401 025	108 164 931	108 509 000	109 566 000	1,7%

Источник: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

Консолидированный отчет о финансовом положении (баланс)

в тыс. тенге	2012Ф	6М 2013	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
<b>АКТИВЫ</b>							
<b>Долгосрочные активы</b>							
Основные средства	110 336 802	111 191 028	116 355 835	120 502 666	122 933 434	123 582 399	121 788 165
Нематериальные активы	16 139 754	14 369 710	14 851 035	13 273 660	11 422 803	9 288 989	6 798 458
Прочие долгосрочные активы	3 121 627	2 761 255	3 121 627	3 121 627	3 121 627	3 121 627	3 121 627
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>129 598 183</b>	<b>128 321 993</b>	<b>134 328 496</b>	<b>136 897 953</b>	<b>137 477 864</b>	<b>135 993 015</b>	<b>131 708 250</b>
<b>Краткосрочные активы</b>							
Запасы	977 772	967 965	1 861 000	1 057 000	1 896 000	1 004 000	1 920 000
Торговая и прочая дебиторская задолженность	14 364 046	8 888 894	13 980 000	13 207 000	13 706 000	14 485 000	14 000 000
Предоплата по текущему налогу на прибыль	1 596 283	2 111 772	1 596 283	1 596 283	1 596 283	1 596 283	1 596 283
Дебиторская задолженность связанных сторон	29 546	44 090	44 090	44 090	44 090	44 090	44 090
Денежные средства и их эквиваленты	3 075 138	2 080 011	7 954 984	16 132 578	22 353 811	32 444 542	44 227 810
<b>Итого краткосрочные активы</b>	<b>20 042 785</b>	<b>14 092 732</b>	<b>25 436 357</b>	<b>32 036 951</b>	<b>39 596 184</b>	<b>49 573 915</b>	<b>61 788 183</b>
<b>Итого активы</b>	<b>149 640 968</b>	<b>142 414 725</b>	<b>159 764 853</b>	<b>168 934 904</b>	<b>177 074 048</b>	<b>185 566 930</b>	<b>193 496 433</b>
<b>КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>							
<b>Капитал</b>							
Уставный капитал	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000	33 800 000
Нераспределенная прибыль	32 403 052	29 208 121	44 040 462	62 325 487	80 442 193	97 597 991	114 082 055
<b>Итого капитал</b>	<b>66 203 052</b>	<b>63 008 121</b>	<b>77 840 462</b>	<b>96 125 487</b>	<b>114 242 193</b>	<b>131 397 991</b>	<b>147 882 055</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>							
Отложенные налоговые обязательства	5 104 217	5 699 194	5 104 217	5 104 217	5 104 217	5 104 217	5 104 217
Прочие долгосрочные обязательства	988 203	988 203	988 203	988 203	988 203	988 203	988 203
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>6 092 420</b>	<b>6 687 397</b>	<b>6 092 420</b>	<b>6 092 420</b>	<b>6 092 420</b>	<b>6 092 420</b>	<b>6 092 420</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>							
Торговая и прочая кредиторская задолженность	21 256 936	15 038 480	16 200 000	19 097 000	17 262 000	20 021 000	19 798 000
Кредиторская задолженность связанным сторонам	318 187	451 315	451 315	451 315	451 315	451 315	451 315
Займы	48 990 985	50 992 388	50 790 985	40 790 985	30 790 985	20 790 985	10 790 985
Доходы будущих периодов	6 011 022	5 130 831	7 283 478	5 271 504	7 128 942	5 707 027	7 375 465
Налоги к уплате	768 366	1 106 193	1 106 193	1 106 193	1 106 193	1 106 193	1 106 193
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>77 345 496</b>	<b>72 719 207</b>	<b>75 831 971</b>	<b>66 716 997</b>	<b>56 739 435</b>	<b>48 076 520</b>	<b>39 521 958</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>83 437 916</b>	<b>79 406 604</b>	<b>81 924 391</b>	<b>72 809 417</b>	<b>62 831 855</b>	<b>54 168 940</b>	<b>45 614 378</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>149 640 968</b>	<b>142 414 725</b>	<b>159 764 853</b>	<b>168 934 904</b>	<b>177 074 048</b>	<b>185 566 930</b>	<b>193 496 433</b>

Источник информации: финансовая отчетность компании, прогноз BCC Invest

## 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](mailto:info@bcc-invest.kz)  
Web: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Управление брокерского обслуживания:

Владимир Тен  
Телефон: +7 (727) 244-32-30 (вн. 7212)  
E-mail: [vten@bcc-invest.kz](mailto: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](mailto: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](mailto:atabyldiev@bcc-invest.kz)

Романова Наина  
Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30(вн.7266)  
E-mail: [nromanova@bcc-invest.kz](mailto:nromanova@bcc-invest.kz)

Аналитические материалы доступны на сайте компании: [www.bcc-invest.kz](http://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