

РЕКОМЕНДАЦИЯ

**HOLD****Kcell (KCEL)**

Потенциал роста: **5%**  
Целевая цена: **1 698 тенге**  
Текущая цена: **1 610 тенге**

**РЫНОК АКЦИЙ****Оценка капитала | DCF**

Казахстан | Телекоммуникации

инициация оценки

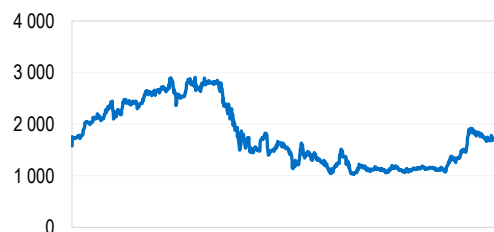
## Kcell: конец жесткой конкуренции?



Выручка, '17 (млрд KZT)	<b>147</b>
EBITDA, '17 (млрд KZT)	<b>57</b>
EBIT, '17 (млрд KZT)	<b>32</b>
Чистая прибыль, '17 (млрд KZT)	<b>13</b>

P/E, '17 (x)	<b>26,6x</b>
P/BV, '17 (x)	<b>4,8x</b>
ROA, '17 (%)	<b>7,5%</b>
ROE, '17 (%)	<b>18%</b>
Маржа чистой прибыли (%)	<b>9%</b>

Капитализация (млрд KZT)	<b>322</b>
Акции выпущено (млн штук)	<b>200</b>
Свободное обращение (%)	<b>25%</b>
52-нед. мин/макс (KZT)	<b>1 044-2 000</b>
Текущая цена (KZT)	<b>1 610</b>
Целевая цена (KZT)	<b>1 698</b>
Потенциал роста (%)	<b>5%</b>

Динамика акций | биржа/тикер **KASE/KCEL**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	11,8%	34,6%	62,9%
vs KASE	13,6%	(7,0)%	35,0%

**Мы установили нашу целевую цену на уровне 1 698 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 5% от текущей рыночной цены. Мы присваиваем акциям компании рейтинг ДЕРЖАТЬ.**

Акции показывают справедливость текущей рыночной цены относительно нашей оценки по модели DCF перед объявлением сделки, а именно за счет: (1) кардинальной смены операционной стратегии после потенциальной покупки Казахтелеком, (2) синергии расходов после завершения сделки, (3) стабильности абонентской доли Компании.

**Смена операционной стратегии.** Мы ожидаем, что вероятная покупка 75% акций Kcell компанией Казахтелеком даст оператору мобильной связи больше гибкости в своих операционных решениях, так как Казахтелеком уже владеет 51% акций компаний, управляющих брендами Tele2 и Altel с 6,8 млн абонентами. Все это приведет к уменьшению конкуренции между операторами, которые под управлением одного акционера будут работать с 64% всей абонентской базой страны. Такая ситуация увеличивает вероятность повышения тарифов, средний размер которых не поднимался с 2012 года.

**Синергия расходов.** Сделка с Казахтелеком также поможет Компании сократить расходы за счет совместного использования базовых станций и других важных и дорогостоящих инфраструктурных объектов. Валовая рентабельность и рентабельность по EBITDA на рынке остаются последние годы довольно плачевными и имеют неплохой потенциал для увеличения.

**Стабильность абонентской базы.** Последние три года отметились для Компании сохранением своей абонентской базы в размере около 10 млн абонентов. Мы считаем, что передел рынка, устроенный конкуренцией Tele2, закончен, и Компания сможет как минимум сохранить своих абонентов при текущих коэффициентах расходов на маркетинг и рекламу.

**Основные риски для нашей модели оценки.** Срыв сделки между Казахтелеком и Kcell. Снижение абонентской базы Kcell. Ухудшение макроэкономической ситуации. Дальнейшая стагнация ARPU.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | [orazbayev@ffin.kz](mailto:orazbayev@ffin.kz)

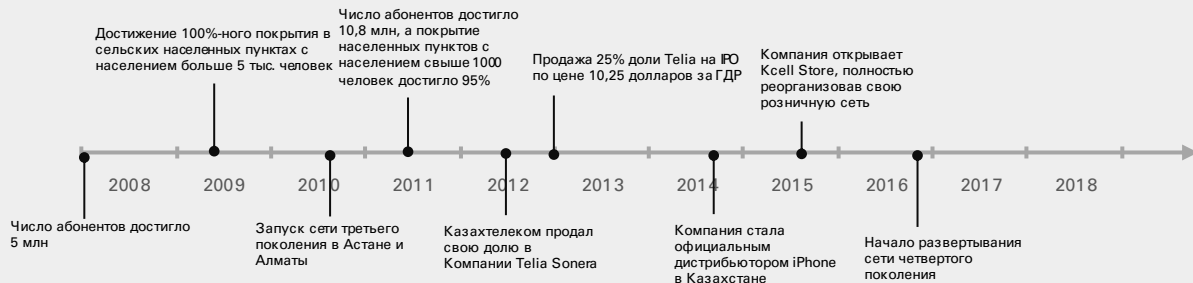
## Kcell: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млрд KZT	2014	2015	2016	2017
Выручка	188	168	147	147
Себестоимость оказанных услуг	(84)	(90)	(92)	(90)
G&A	(11)	(12)	(14)	(16)
Расходы по реализации	(12)	(9)	(11)	(11)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>85</b>	<b>77</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
Амортизация	9	25	24	23
<b>ЕБИТ</b>	<b>75</b>	<b>53</b>	<b>31</b>	<b>32</b>
Расходы по финансированию	(2)	(6)	(11)	(9)
Доходы от финансирования	0	14	3	0
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>74</b>	<b>60</b>	<b>23</b>	<b>22</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>58</b>	<b>47</b>	<b>17</b>	<b>13</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Темпы роста выручки	0%	-10%	-13%	0%
Темпы роста ЕБИТДА	-5%	-9%	-28%	-1%
Темпы роста ЕБИТ	-8%	-30%	-41%	1%
Валовая маржа	55%	47%	38%	39%
ЕБИТДА-маржа	45%	46%	38%	37%
ЕБИТ-маржа	40%	31%	21%	21%
Маржа чистой прибыли	31%	28%	11%	9%
<b>Cash Flow, млрд KZT</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>CFO</b>	<b>84</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>33</b>
D&A OC	22	22	17	23
Обесценение OC	3	3	7	-
<b>CFI</b>	<b>(20)</b>	<b>(24)</b>	<b>(44)</b>	<b>(23)</b>
Приобретение основных средств	(18)	(16)	(15)	(23)
Изъятие банковских вкладов	(2)	(7)	(29)	0
Размещение банковских вкладов	0	0	0	0
<b>CFF</b>	<b>(63)</b>	<b>(33)</b>	<b>(11)</b>	<b>(7)</b>
Получение займов	13	40	33	0
Погашение займов	(13)	(15)	(18)	0
<b>Денежный поток</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>	<b>(24)</b>	<b>4</b>
<b>Справочные данные</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Акции в обращении, млн штук	200	200	200	200
Балансовая стоимость акции, KZT	460	402	363	372
Рыночная стоимость акции, KZT	1 736	1 191	1 102	1 784
Рыночная капитализация, млрд KZT	347	238	220	357
EV, млрд KZT	353	257	277	415
Капитальные инвестиции, млрд KZT	18	16	15	23
Рабочий капитал, млрд KZT	(10)	(3)	(6)	0
Реинвестиции, млрд KZT	22	31	41	29
BV, млрд KZT	92	80	73	74
EPS, KZT на акцию	291	233	83	67

Балансовый отчет, млрд KZT	2014	2015	2016	2017
Товарно-материальные запасы	2	3	4	3
Подходный налог к возмещению	1	5	11	0
Торговая и прочая дебиторская задолженность	13	13	18	26
Денежные средства и денежные эквиваленты	20	32	8	13
Дебиторская задолженность связанных сторон	0	1	1	-
<b>Текущие активы</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
Основные средства	108	95	95	94
Нематериальные активы	12	17	43	43
Долгосрочная дебиторская задолженность	0	0	1	1
<b>Сумма активов</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>181</b>	<b>180</b>
Торговая и прочая кредиторская задолженность	25	19	27	29
Займы	25	50	57	58
Подходный налог к уплате	0	1	0	0
Задолженность перед связанными сторонами	1	1	2	0
Доходы будущих периодов	9	8	7	0
<b>Текущие обязательства</b>	<b>60</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>87</b>
Займы	0	0	8	12
Отложенное налоговое обязательство	4	5	6	5
Прочие долгосрочные обязательства	1	1	1	1
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>18</b>
<b>Собственный капитал</b>	<b>92</b>	<b>80</b>	<b>73</b>	<b>74</b>
<b>Обязательства и капитал</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>181</b>	<b>180</b>
<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Долг/общая капитализация, %	7%	8%	16%	11%
Долг/активы, %	16%	11%	19%	23%
Долг/собственные средства, x	0,3	0,2	0,5	0,5
Собственные средства/активы, %	<b>58%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>
Активы/собственный капитал, x	1,7	2,1	2,5	2,4
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
P/B	3,8x	3,0x	3,0x	4,8x
P/E	6,0x	5,1x	13,2x	26,6x
EV/ЕБИТДА	4,4x	3,7x	5,0x	7,6x
EV/S	2,0x	1,7x	1,9x	2,8x

## Кcell: события и факторы стоимости

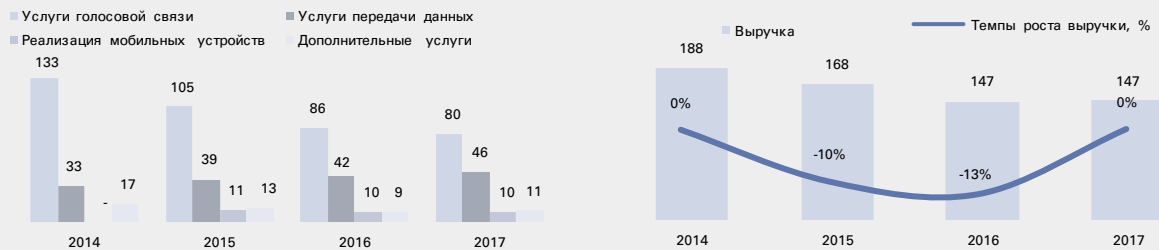
### Ключевые события Кcell с 2008 года



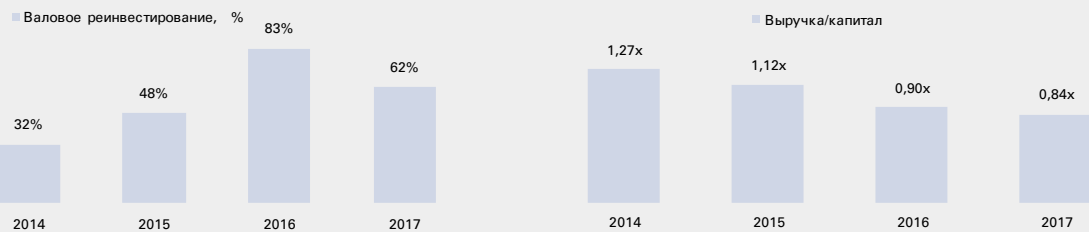
### Ключевые события в динамике акций



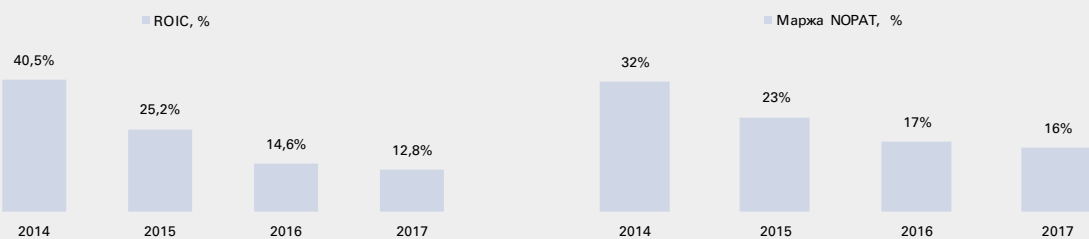
### Выручка и основные драйверы роста



### Капитальные затраты



### Маржа и рентабельность



## Содержание

---

Кселл: история и общие сведения .....	6
Операционный обзор Кселл .....	9
Бренды Кселл и Activ.....	14
Стратегия развития Компании .....	16
Обзор рынка .....	17
Финансовый обзор Кселл .....	20
Кселл: предположения и модель оценки .....	23
Потенциальные риски для модели оценки .....	27
Анализ чувствительности факторов стоимости Кселл .....	28

## Кcell: история и общие сведения

---

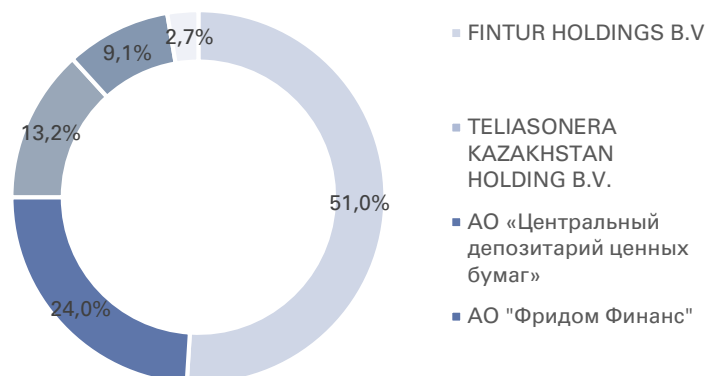
**Основной мобильный оператор в Казахстане.** АО «Кcell» (далее – «Компания») является лидером среди казахстанских мобильных операторов с 10 млн абонентами и двумя узнаваемыми на рынке брендами Кcell и Activ. В операционную деятельность Группы входит предоставление услуг мобильной связи и интернета четвертого поколения, а также розничный бизнес. По состоянию на конец 2016 года, Компания имеет 30 брендированных магазинов и онлайн-магазин, а штатная численность составляет 1 821 сотрудников.

**История Компании на фоне этапов развития отрасли.** История АО «Кcell» началась в 1998 году, когда АО «Казахтелеком» (49%) и Turkcell (51%) в рамках стратегического партнерства создали ТОО «GSM Казахстан». В июне 1998 года Компания приобрела лицензию на предоставление услуг мобильной связи в стандарте GSM 900 за 67,5 млн долларов США. В 1999 году Компания запустила два бренда Кcell и Activ, существующие и по сей день. Через год количество абонентов Компании превысило 211 тыс. человек, что составило 70% доли рынка на тот момент. В 2003 году Кcell стала первым мобильным оператором в Казахстане, предоставляющим услуги технологии GPRS. В 2004 году количество абонентов достигло 1,5 млн абонентов. А в 2005 году Компания начала предоставлять услуги роуминга в 100 странах. Через два года число абонентов продолжило свой рост и достигло 5 млн. В 2008 году розничная сеть Компании насчитывала 89 магазинов под брендом «Кcell Express». В 2009 году Компания добилась 100%-ного покрытия в сельских населенных пунктах с населением больше 5 тыс. человек после установки 3,5 тыс. базовых станций. В 2010 году Кcell запустила сеть третьего поколения в Алматы и Астане. В 2011 году число абонентов достигло 10,8 млн, а сеть Компании покрывала 94,5% населенных пунктов с населением свыше тысячи человек. В 2012 году количество абонентов, активно использующих мобильный интернет, достигло 4,5 млн. 2 февраля 2012 года Казахтелеком продал свою долю в Кcell Telia Sonera. В конце того же года Компания выпустила ГДР на Лондонской фондовой бирже, где Telia Sonera реализовала 25% акционерного капитала по цене 10,5 долларов США за ГДР и 1 578,68 тенге за простую акцию. В мае 2014 года Компания стала официальным дистрибьютором iPhone в Казахстане. В 2015 году Компания открыла первый фирменный магазин Кcell Store, реорганизовав свою розничную сеть. А в 2016 году Кcell начала развертывание сети четвертого поколения.

**Менеджмент, акции и структура акционеров.** Акции Компании обращаются на Казахстанской фондовой бирже под торговым кодом KCEL. Также на Лондонской фондовой бирже торгуются глобальные депозитарные расписки Компании под торговым кодом KCEL, одна штука которой равна 1 простой акции. По состоянию на 1 января 2018 года, общее количество объявленных простых акций компании Кcell составляет 200 млн штук, все из которых размещены. 51% акций принадлежат Fintur Holdings B.V., 24% акций – TeliaSonera Kazakhstan Holding B.V, 13,2% акций принадлежат АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» в качестве

номинального держателя, 9,1% - АО «Фридом Финанс» и 2,7% - прочим держателям.

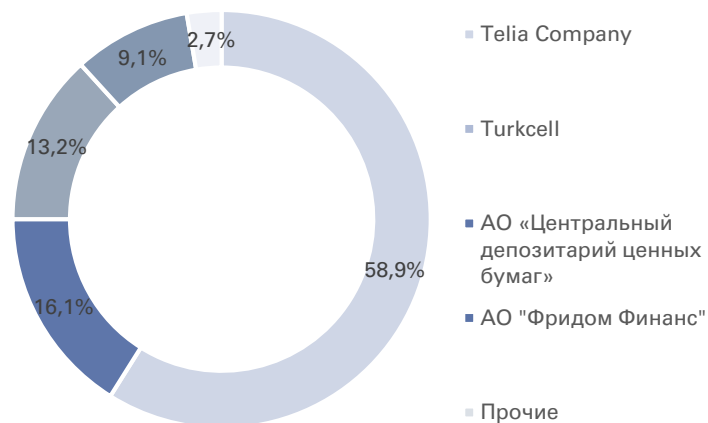
График 1. Номинальная структура собственности по состоянию на 1 января 2018 года



Источник: данные компании

Однако эффективная структура собственности Компании является другой. Так, 58,55% доли в Fintur Holdings B.V. принадлежит Telia Company, а 41,45% доли принадлежит Turkcell. Также 24% акций в Turkcell принадлежит Telia Company, что делает эту компанию владельцем 58,9% акций АО «Kcell». Председателем Совета Директоров Компании является Ян Рудберг. А исполнительным директором Компании является Арти Отс.

График 2. Эффективная структура собственности по состоянию на 1 января 2018 года



Источник: данные компании, расчеты Фридом Финанс

На данный момент, Группа придерживается политики выплаты дивидендов, принятой в октябре 2012 года. Решение о выплате/невыплате дивидендов принимается Советом Директоров на основе показателей соотношения «чистый долг на EBITDA» в диапазоне 0,5-0,9. Согласно дивидендной политике Группы, дивиденды выплачиваются один раз в год в размере минимум 70% чистой прибыли. Последний раз дивиденды выплачивались за 2016 год в размере 58,4 тенге на простую акцию, что составляет 70% от чистой прибыли. После выхода на IPO в конце 2012 года Компания

выплачивала дивиденды в размере 100% в 2013-2014 гг., 50% - в 2015 году.

Таблица 1. Дивидендные выплаты Компанией в 2010-2016 гг.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Дивиденды на простую акцию, тенге	290,0	579,4	162,0	317,0	291,3	116,6	58,4
% от чистой прибыли	105,9%	173,3%	52,4%	100,0%	100,0%	50,0%	70,0%

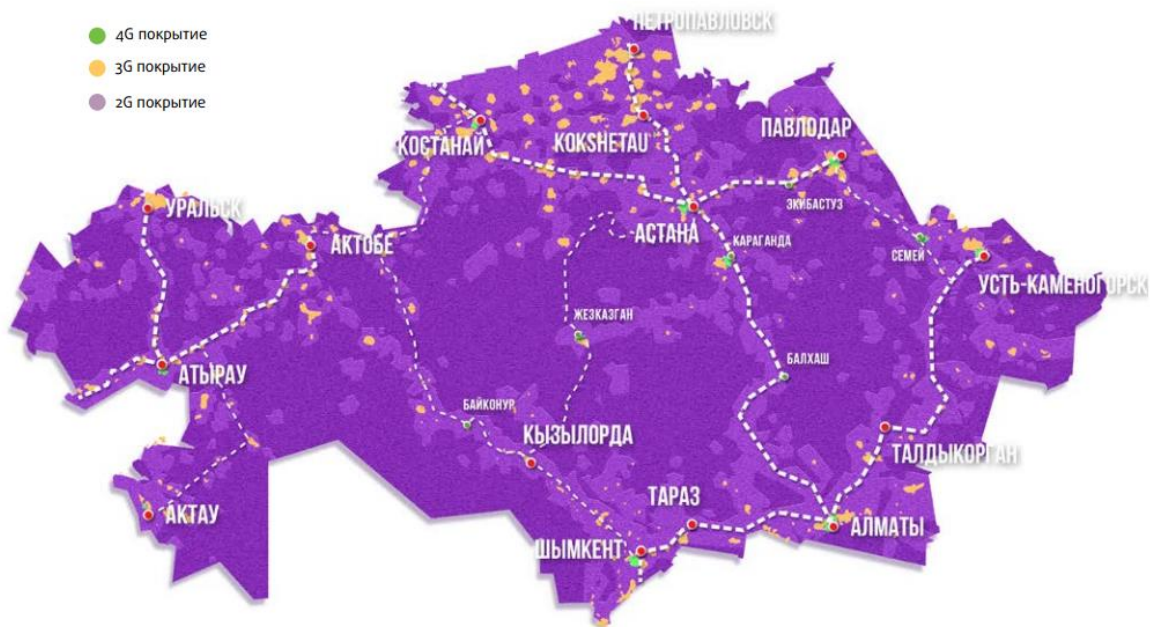
Источник: данные компании

## Операционный обзор Kcell

Компания является лидером на казахстанском рынке мобильных телекоммуникаций по числу абонентов и имеет довольно широкую операционную базу для ведения своей деятельности. По состоянию на 30 сентября 2017 года, Компания имеет покрытие сети 2G в 96%, сети 3G - в 73% и сети LTE - в 45%. Общее покрытие составляет 47%.

**Иллюстрация 1. Карта покрытия сетями мобильной связи разного поколения Компанией в Казахстане по состоянию на конец 2016 года**

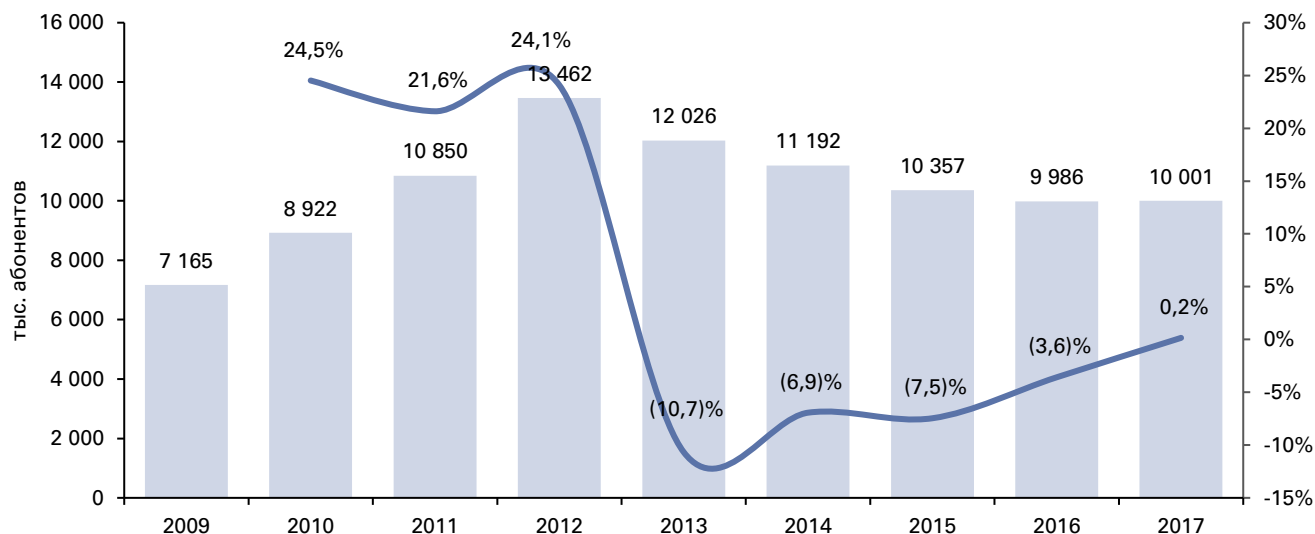
### Карта покрытия



Источник: данные Компании

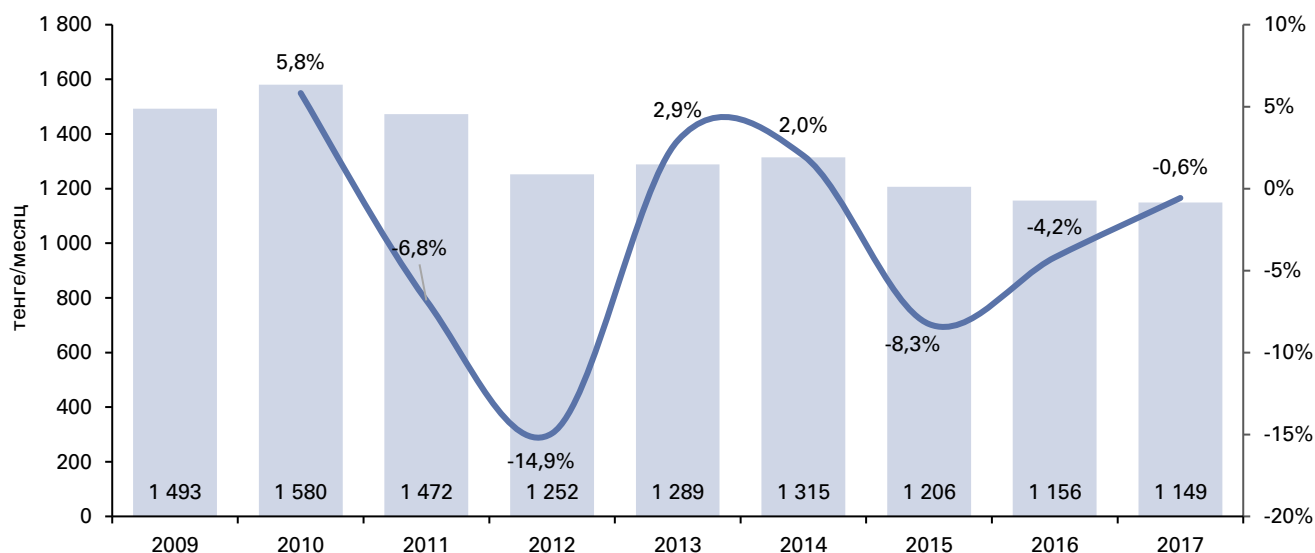
Количество абонентов Компании стремительно росло с начала основания до 2012 года. Причем, среднегодовой рост с 2009 по 2012 гг. равнялся 23,4% и достиг 13,5 млн абонентов. Однако затем число абонентов начало падать и достигло 10,4 млн в 2015 году, после чего данный показатель оставался стабильным до конца 2017 года. Падение абонентской базы связано с усилением конкуренции на рынке после входа Tele2.



**График 3. Динамика количества абонентов Компании за период 2009- 2017 гг.**


Источник: данные компании

Также другой негативной тенденцией для Компании является постепенное падение средней выручки с абонента с 2010 года (ARPU). Если в 2010 году Компания зарабатывала с абонента 1 580 тенге в месяц, то в 2017 году данный показатель достиг 1 149 тенге. Тем не менее данный показатель является стабильным за последние 3 года и находится в диапазоне 1 149-1 206 тенге. Падение данного показателя также связывают с конкуренцией, из-за которой Компании пришлось пойти на снижение цен на свои услуги.

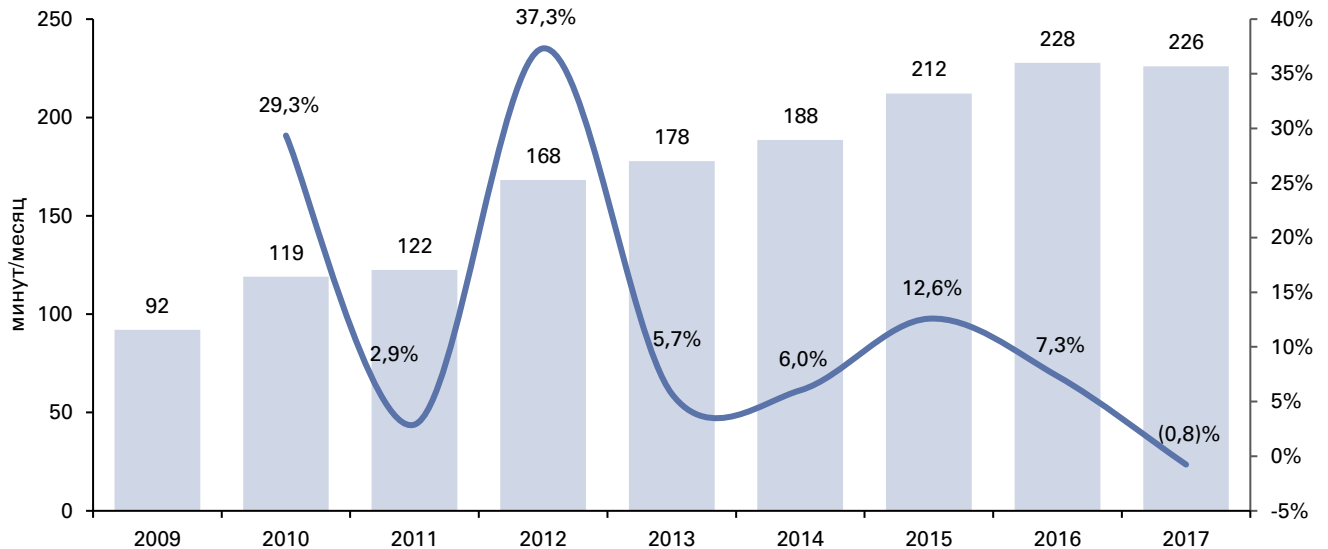
**График 4. Динамика средней выручки с клиента в месяц (ARPU) Компании за период 2009-2017 гг.**


Источник: данные компании

При этом, у Компании растет показатель MOU (минут голосовой связи за месяц). В целом, данный показатель вырос почти в 2,5 раза с 2009 года, когда абонент в среднем совершал звонки на 92 минуты в месяц. Сейчас же этот показатель равен 226 минутам. Среднегодовой рост показателя за вышеуказанный период равен

12%. Столь бурный рост был вызван относительно низкими ценами и распространением мобильных телефонов.

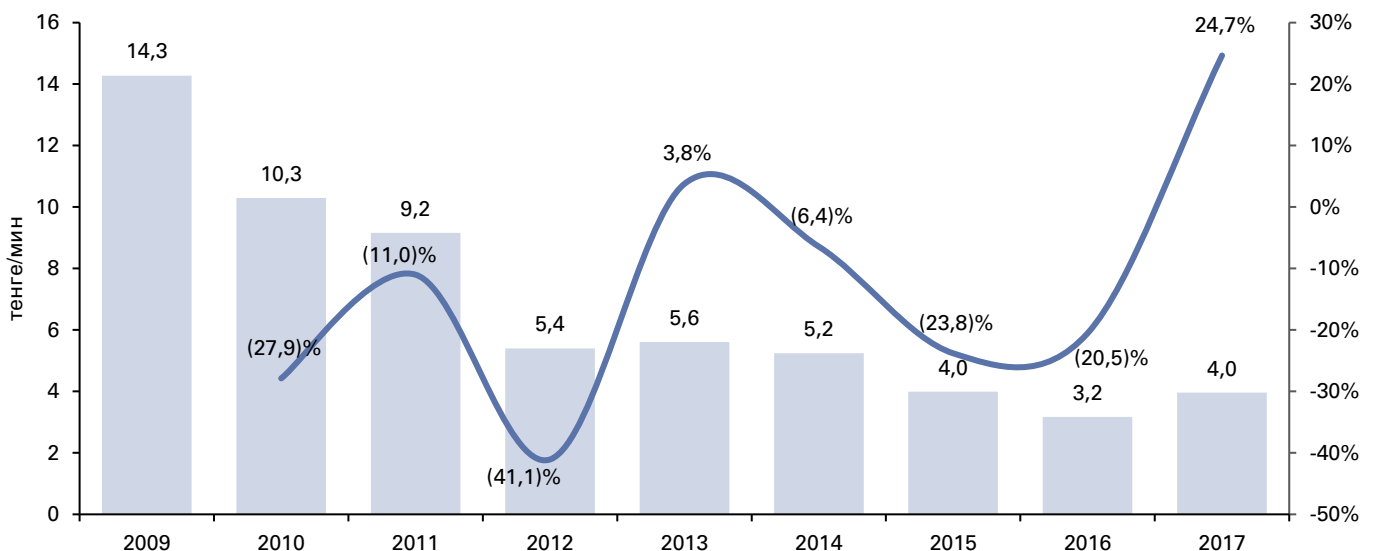
График 5. Динамика использованных минут голосовой связи (MOU) Компании за период 2009-2017 гг.



Источник: данные компании

Однако цены на услуги голосовой связи стремительно падали в том же периоде, что и повлияло на понижение ARPU. Мы рассчитали данный показатель на основе выручки от голосовой связи и показателя MOU. Расчет показывает падение показателя в 2009-2011 гг., стабилизацию на уровне 5,2-5,6 тенге/мин в 2013-2015 гг. и дальнейшее падение в 2015-2016 гг.

График 6. Динамика средней цены голосовой связи за 1 минуту Компании за период 2009-2017 гг.

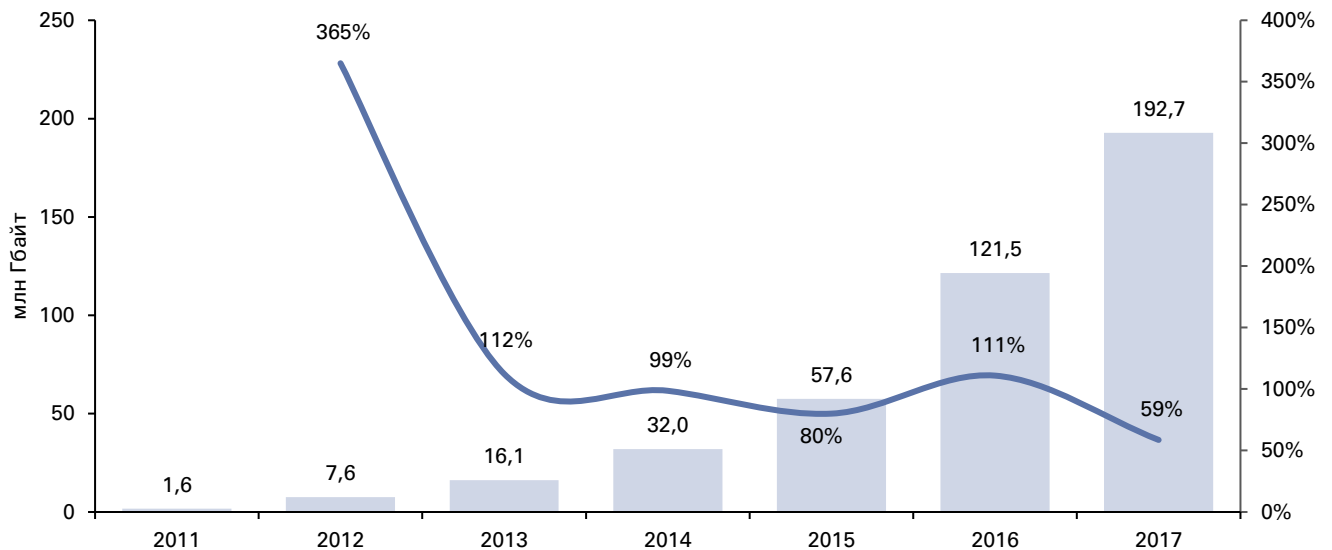


Источник: расчет Фридом Финанс

Другим существенным операционным сегментом Компании является «передача данных». Вследствие всеобщего распространения смартфонов с доступом в интернет, а также роста покрытия городов Казахстана сетями 3-го и 4-го поколения отмечается огромный рост

объемов передачи данных. Если в 2011 году абоненты Компании использовали только 1,6 млн Гбайт данных, то за 2017 год объем составил 192,7 млн Гбайт. Среднегодовой рост объемов трафика составил 122% за последние 6 лет.

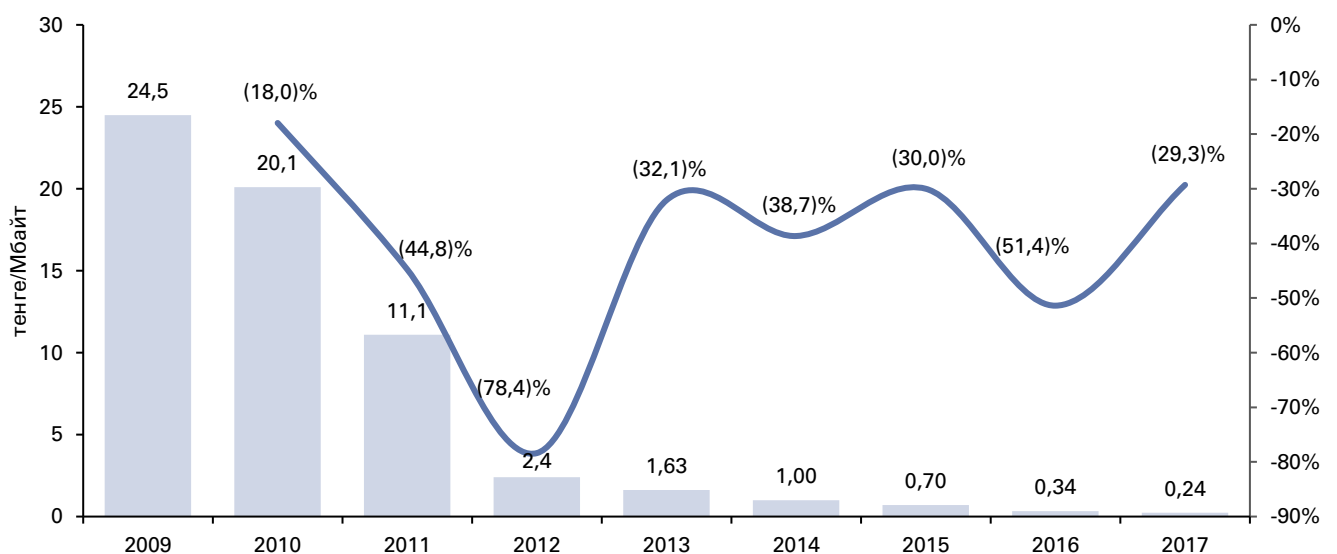
**График 7. Динамика ежегодных объемов передачи данных Компании за период 2011-2017 гг. в млн Гбайт**



Источник: данные компании

Однако вместе с ростом объемов передачи данных стремительно падала их стоимость, чем и объясняется рост объемов. Если в 2009 году показатель «средняя выручка с 1 Мбайт» (ARMB) составлял 24,5 тенге, то в 2017 году этот же показатель равнялся 0,24 тенге. Падение связывается опять же с ростом конкуренции, техническим совершенствованием и внедрением интернет-пакетов.

**График 8. Динамика средней выручки за 1 Мбайт данных (ARMB) Компании за период 2009-2017 гг.**

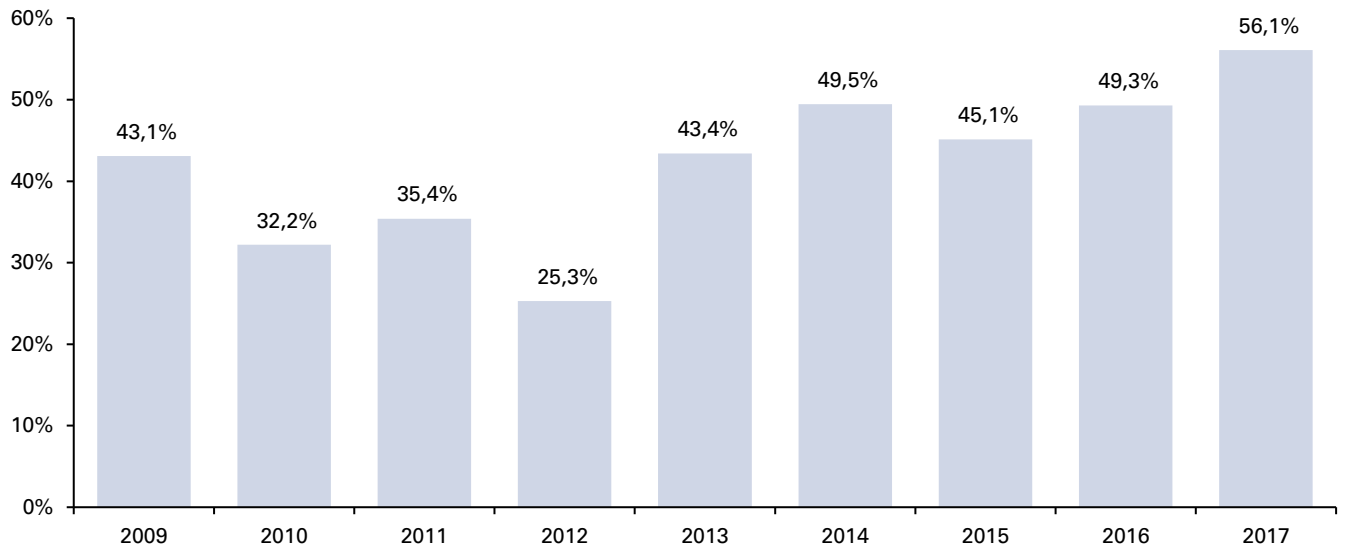


Источник: данные компании

Отток клиентов (churn rate) за последние 5 лет находится в диапазоне 43-56%, что немногим выше показателей периода 2010-

2012 г., когда этот показатель находился в диапазоне 25-35%.  
Недавний рост оттока клиентов можно связать с отменой  
«мобильного рабства».

**График 9. Динамика оттока клиентов (churn rate) Компании за период 2009-2017 гг.**



Источник: данные компании

## Бренды Kcell и Activ

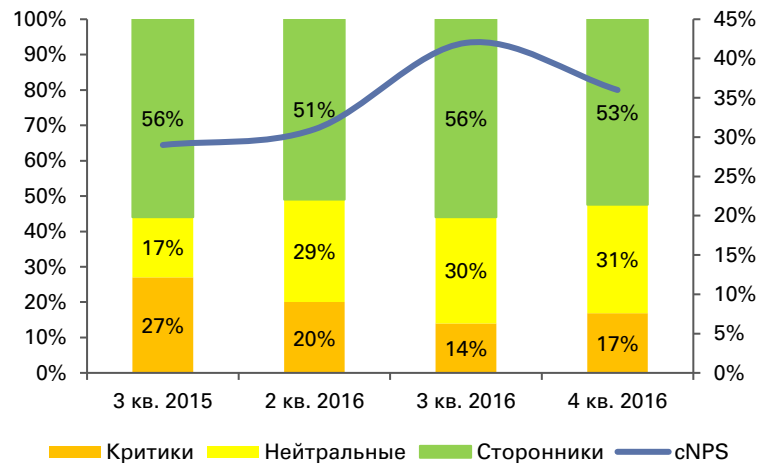
---

Компания имеет два известных бренда Kcell и Activ, запущенных еще в 1999 году. Каждый из брендов ориентирован на разные сегменты клиентов: корпоративный и потребительские сегменты соответственно. Стратегия Компании по отношению к брендам четко озвучивается самой Компанией: «Бренд Activ нацелен на удовлетворение индивидуальных потребностей клиентов, предлагая ряд региональных, национальных и международных тарифов, дополненных различным пакетными предложениями и широкой линейкой дополнительных услуг», «Бренд Kcell предлагает широкий выбор включенных опций, а также премиальное обслуживание».

В рамках жесткой конкуренции на рынке Компанией проводятся постоянные преобразования тарифов и предложений клиентам брендов. Так, в 2016 году для уменьшения оттока абонентов по бренду Activ был запущен тариф «Беседа» с безлимитными звонками внутри сети. А по межсетевой связи была закрыта линейка тарифов «Алло, Казахстан» из-за отрицательного баланса интерконнекта. После закрытия и перехода абонентов на тарифную линейку «Активный» Компании удалось достичь положительного баланса интерконнекта. По бренду Kcell Компания перешла на новую систему биллинга в середине 2016 года. Данная система предполагает невозможность использования услуг Компании при достижении нулевого баланса абонента. Также Компания вступила в партнерство OTT, запустив сервисы Mobi Music, Bookmate и Mobi TV, предложив их клиентам по специальным условиям для сохранения лояльности.

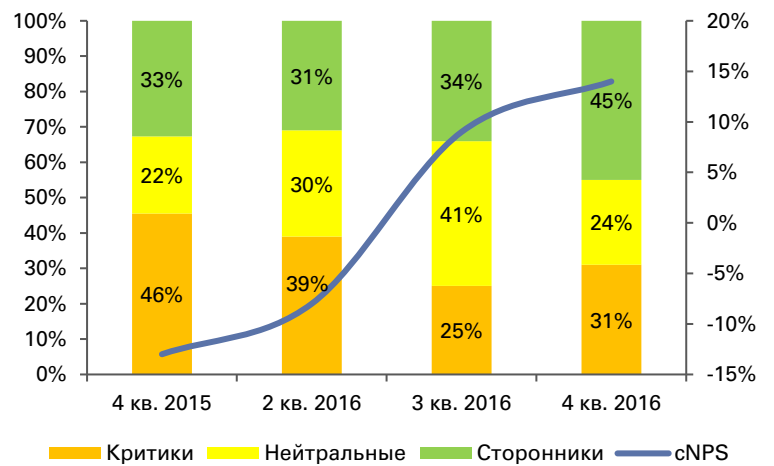
В целом, Компания заявляет, что после проведенных мероприятий по оптимизации тарифных линеек, улучшились показатели лояльности, рассчитанный методом NPS (Net Promoter Score), по обоим брендам в течение 2016 года. В рамках данного метода потребителям предлагают оценить удовлетворенность получаемых услуг по десятибалльной шкале. Затем опрашиваемые потребители делятся на три группы на основе озвученных баллов. Сторонники (promoters) - 9-10 баллов, нейтральные потребители - 7-8 баллов и критики (detractors) - 0-6 баллов. Также и рассчитывается cNPS посредством разницы между долями сторонников и критиков. Так, данный показатель заметно вырос у бренда Kcell в течение всего 2016 года, достигнув 14% с -13% в конце 2015 года. У бренда Activ также заметен некоторый рост лояльности, который вырос с 29% до 36% за тот же период. Средневзвешенный индекс потребительской лояльности обоих брендов вырос с 20% до 34%.

**График 10. Динамика индекса потребительской лояльности NPS бренда Activ в течение 2016 года**



Источник: данные компании

**График 11. Динамика индекса потребительской лояльности NPS бренда Kcell в течение 2016 года**



Источник: данные компании

## Стратегия развития Компании

---

В 2015 году Компания приняла методологию «Четырех дисциплин исполнения», в рамках которой обеспечивается исполнение стратегии развития Компании. В 2016 году Компания определила 3 приоритетных направления развития. Первое - это усиление рыночной позиции в потребительском секторе, которое предполагает сохранение лидирующей позиции, расширение услуг и продуктов и прочие мероприятия. Второе - это увеличение доходов от продаж решений для бизнеса (B2B), что подразумевало собой улучшение таких направлений, как мобильный маркетинг, M2M технологии, проводные технологии, «Интернет вещей» и т.д. Третье - это повышение уровня удовлетворенности клиентов качеством оказываемых услуг. Компания решил концентрировать внимание технической команды на пожелания клиентов, а не на технических показателях эффективности и стабильности работы системы, как это было ранее.

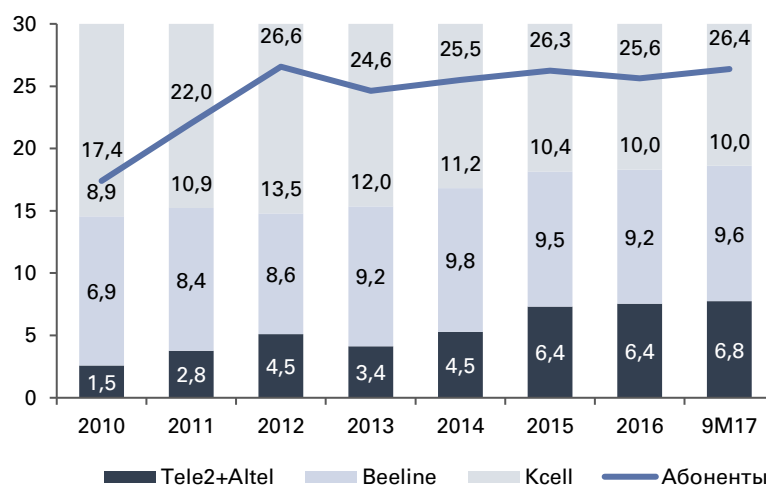
В целом, Компания имеет 7 долгосрочных направлений для развития. Это сохранение статуса лидера розничного рынка для обоих брендов, повышение уровня лояльности посредством различных предложений и бонусов, сохранение лидерства на рынке корпоративных решений, завоевание большой доли рынка «Интернета вещей», дальнейшее развитие сегмента мобильного маркетинга. Также Компания планирует стать законодателем тенденций на цифровом рынке и надежным партнером для клиентов финансовых сервисов Компании.

## Обзор рынка

На текущий момент казахстанский рынок мобильной связи представлен тремя участниками: СП «Казакхтелеком-Теле2», ТОО «Кар-Тел» и, собственно, сам Kcell. Рынок мобильной связи в Казахстане образовался в 1994 году, когда был создан первый национальный оператор «Алтел», который предоставлял услуги стандарта AMPS, а затем CDMA. А в 1998 году на рынке появилась компания «Кар-Тел», которая начала предоставлять услуги мобильной связи под брендом K-Mobile и Excess. Через год на рынке появились такие игроки как GSM Kazakhstan (ныне АО «Kcell») и Мобайл Телеком Сервис. В 2003 и 2004 годах Алтел запустил два бренда Dalacom и PATHWORD в рамках CDMA-стандарта. В том же году ТОО «Кар-Тел» был выкуплен российским ОАО «ВымпелКом», который запустил новый бренд «Beeline» со стандартом GSM. На фоне всех изменений рынка также были изменены DEF-коды операторов на 701, 702, 705, 777. В 2007 году Казакхтелеком запустил бренд Neo с DEF-кодом 707. В 2010 году на казахстанский рынок вошла шведская компания Tele2, которая купила Neo и провела ребрендинг. В декабре того же года в Казахстане запустили сеть третьего поколения. Через два года АО «Алтел» запустило LTE-сеть и был монополистом в этом сегменте в течение 3 лет. В середине 2016 года было объявлено о сделке по созданию совместного предприятия между Алтел и Теле2 Казахстан.

Количество абонентов на казахстанском рынке мобильной связи стагнировало в последние 6 лет, составив 26,4 млн в конце сентября 2017 года. Произошел значительный отток абонентов с Kcell на Tele2 за счет более низких цен последнего. В целом, за период 2012-2016 гг. Kcell потерял 26% абонентов.

**График 12. Динамика общего количества абонентов в разрезе операторов за период 2010-9 мес. 2017 гг.**



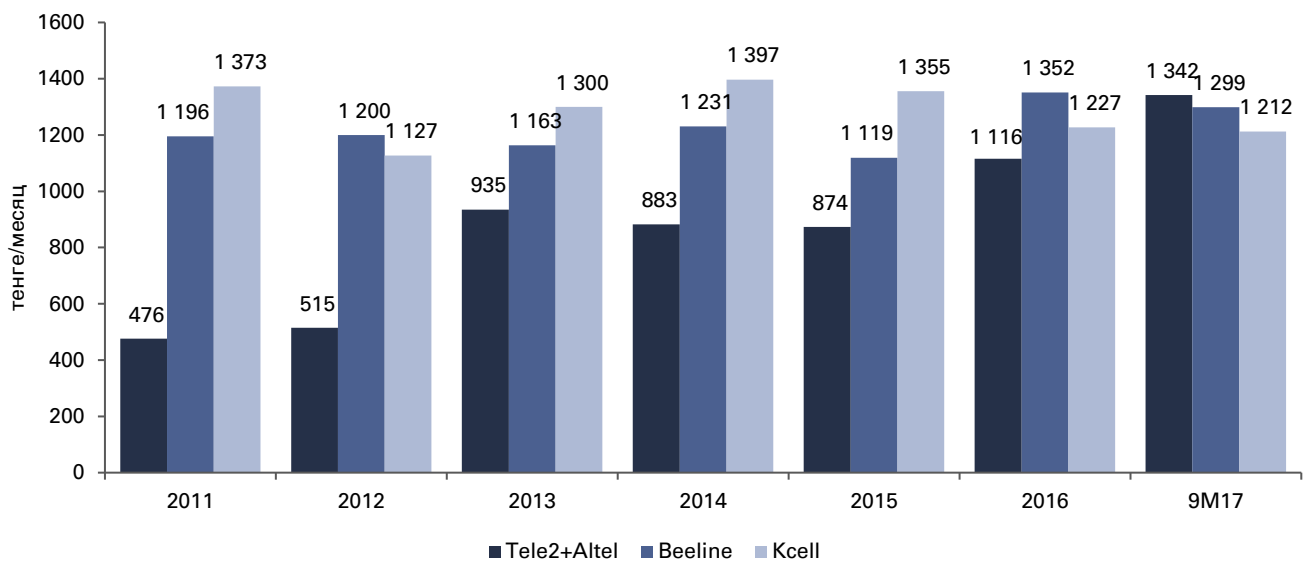
Данные операторов, расчеты Фридом Финанс

Кроме стагнирующих показателей количества абонентов, также на рынке стагнируют показатели ARPU. Причиной этого в том, что на



рынок пришел Теле2, чей ARPU в 2011 и 2012 гг. был на уровне 500 тенге. В таких условиях Билайн и Кселл пришлось в лучшем случае замораживать свои тарифы, а где-то и снижать, что привело к некоторой стагнации ARPU на одном уровне в течение всего рассматриваемого периода. Однако такой демпинг Теле2 не мог продолжаться долго, что вылилось в рост ARPU Теле2 в 2013 году и последние пару лет, достигнув 1 342 тенге. В целом, мы ожидаем, что после уравнивания ARPU произойдет умеренный совместный рост цен на услуги мобильной связи.

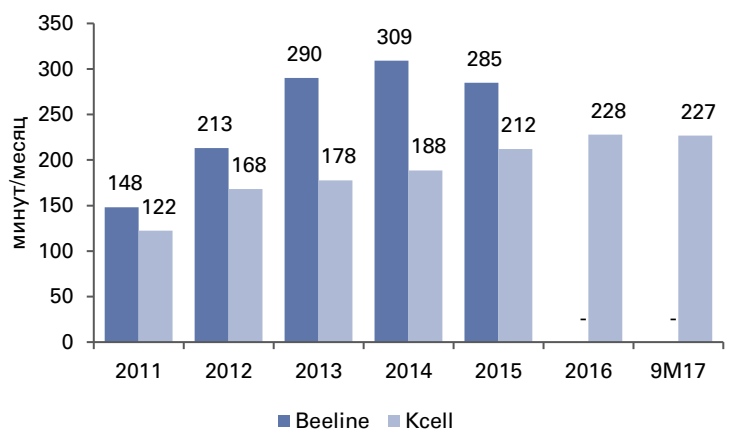
**График 13. Динамика ARPU в разрезе операторов за период 2011-9 мес. 2017 гг.**



Данные операторов, расчеты Фридом Финанс

Также на рынке растет показатель MOU вместе со всеобщим распространением смартфонов, снижением цен, внедрением бонусных пакетов и т.д. Так, данный показатель стабильно растет у Кселл и стремительными темпами рос у Билайн, достигнув 309 минут в 2014 году. Данных по Теле2 и по Билайн за последние два периода нет в открытом доступе.

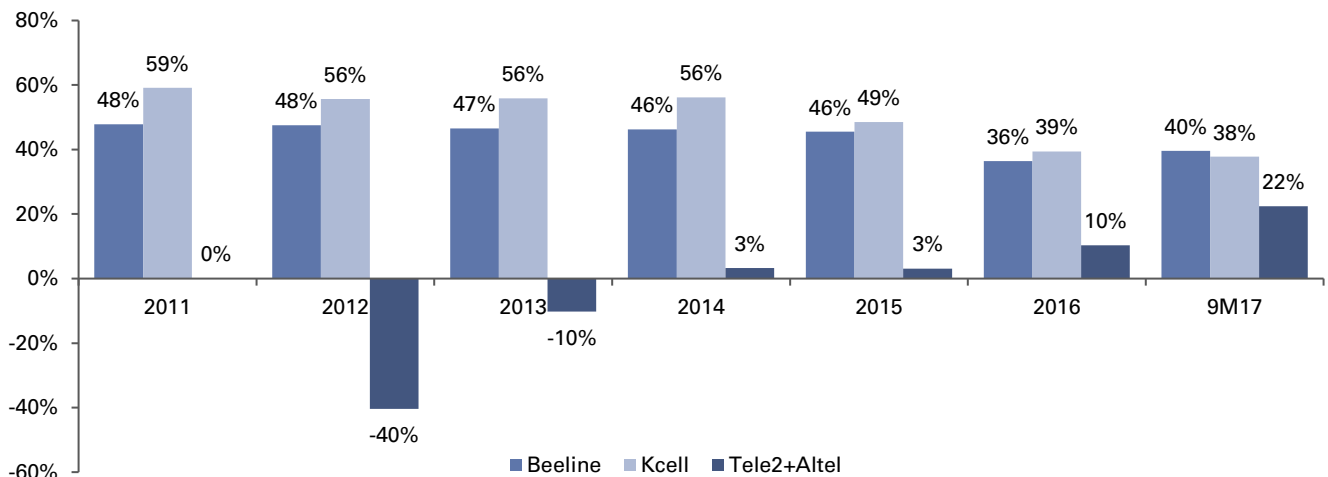
**График 14. Динамика показателя MOU в разрезе операторов за период 2011-9 мес. 2017 гг.**



Данные операторов

На фоне стагнации ARPU на рынке также произошло падение EBITDA- маржи у Beeline и Kcell последние два-три года. Если EBITDA-маржа у Beeline оставалась относительно стабильной и упала только по итогам 2016 года, то у Kcell было зафиксировано падение маржи на 3% в 2012 году, падение на 7% в 2015 году и на 10% в 2016 году. А выход Tele2 на казахстанский рынок отметился для него убытками и негативной EBITDA-маржой в -40% в 2012 году. Однако затем вместе с увеличением ARPU маржа Tele2 постепенно росла и достигла 22% по итогам 9 мес. 2017 года.

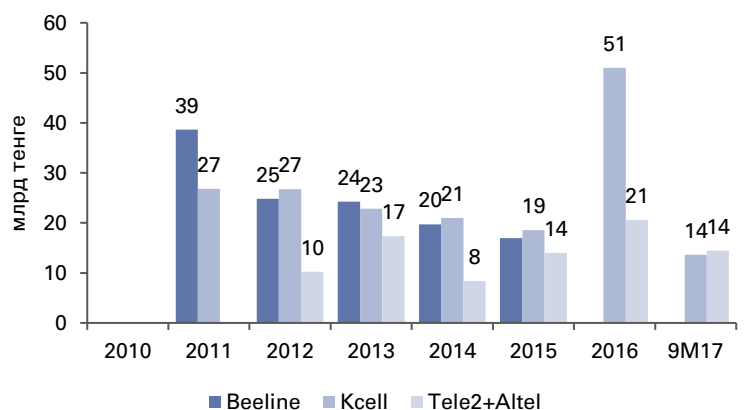
**График 15. Динамика EBITDA-маржи операторов за период 2011-9 мес. 2017 гг.**



Данные операторов

Капитальные затраты являются неотъемлемой и важной частью рынка мобильной связи. В целом, заметно некоторое падение капитальных затрат, даже несмотря на укрепление доллара и внедрение новых технологии. Данное падение, вероятно, было обусловлено жесткой конкуренцией, повлиявшей на падение финансовых результатов операторов. Однако в 2016 году Kcell потратила 51 млрд тенге на капитальные затраты, вызванные необходимостью приобретения новых частот, что в 2,7 раз больше показателя прошлого года.

**График 16. Динамика капитальных затрат операторов за период 2011-9 мес. 2017 гг.**



Данные операторов

## Финансовый обзор Kcell

**Выручка.** Рост выручки Компании остановился в 2013 году, достигнув 188 млрд тенге, после чего упал в 2015 и в 2016 годах. В 2017 году Компания смогла сохранить прошлогодний уровень выручки в размере 147 млрд тенге. Кроме падения итоговой выручки, также отмечается изменение структуры выручки. Если в 2014 году услуги голосовой связи составляли 71% доли выручки, то в 2017 году доля уменьшилась до 55%. Тем временем, произошел заметный рост доли услуг по передаче данных с 18% до 32% за тот же период.

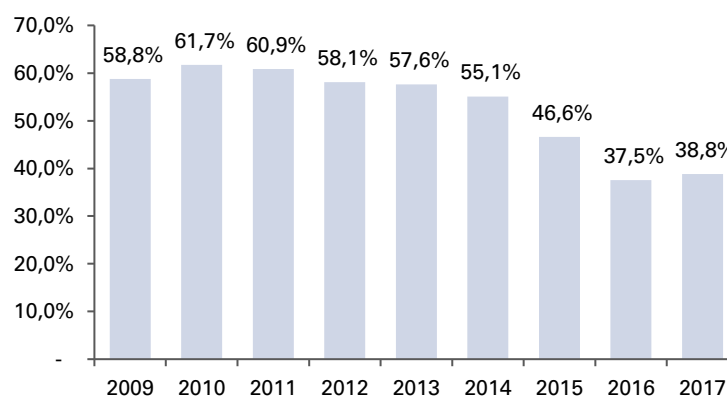
График 17. Динамика структуры выручки Компании за 2014-2017 гг.



Источник: данные Компании

**Рентабельность бизнеса.** Валовая маржа Компании заметно снизилась относительно начала 2010-ых. С приходом на рынок Tele2 данный показатель упал до 47% в 2015, а затем до 38% в 2016 году, после чего немного поднялся до 39% в 2017 году.

График 18. Динамика валовой маржи Компании за 2009-2017 гг.

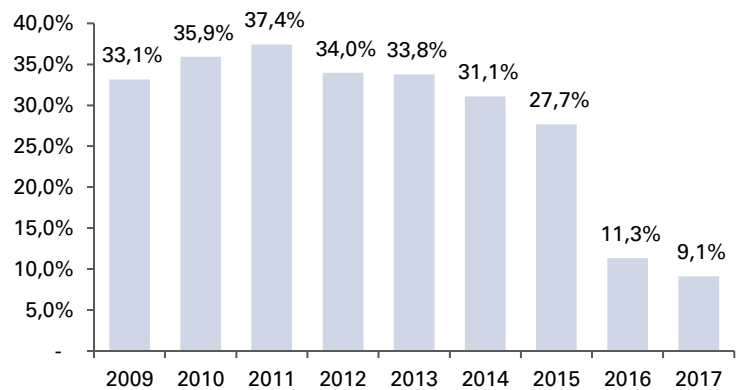


Источник: данные Компании

Рентабельность EBITDA и операционной прибыли Компании также показывают похожую динамику. Однако динамика чистой прибыли заметно отличается за счет больших финансовых расходов.

**Чистая прибыль.** Чистая прибыль Компании за 2017 год составила 13,4 млрд тенге, что эквивалентно рентабельности в 9%. В 2011 году чистая прибыль Компании составляла 67 млрд тенге, сильно упав в 2016 году до 16,7 млрд тенге. Снижение чистой прибыли произошло на фоне падения выручки и увеличения финансовых расходов.

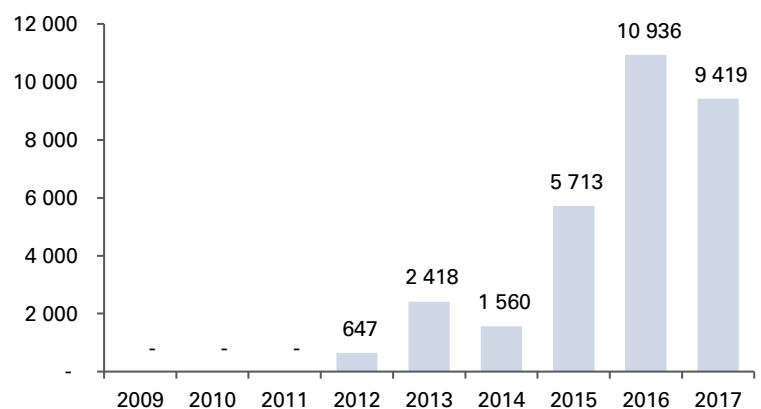
**График 19. Динамика маржи чистой прибыли Компании за 2009-2017 гг.**



Источник: данные Компании

**Финансовые расходы и обязательства Компании.** Компания до 2012 года не имела долгов на балансе. Однако затем с 2012 по 2015 годы Компания получала краткосрочные займы со сроком до одного года у различных банков второго уровня. В 2015 году в связи с увеличением размера долга и процентных ставок, финансовые расходы Компании существенно выросли. А в 2016 году Компания увеличила объемы займов на 30%, впервые получив заем на долгосрочный период в размере 8 млрд тенге. Вместе с этим увеличением и высокими процентными ставками на денежном рынке финансовые расходы достигли максимума.

**График 20. Динамика финансовых расходов Компании за 2009-2017 гг.**



Источник: данные Компании

**График 21. Структура займов Компании по состоянию на 30 сентября 2017 года, млн тенге**

Название банка	Дата выдачи	Дата погашения	Ставка	Объем займа
Евразийский Банк развития	10.02.2017	20.06.2018	13,0%	26 094
Народный Банк	05.06.2017	04.12.2018	14,5%	22 222
Народный Банк	23.09.2016	20.09.2019	14,5%	8 016
Народный Банк	28.11.2016	27.11.2017	14,5%	8 006
Альфа-Банк	01.06.2017	08.06.2018	14,5%	6 060
Альфа-Банк	01.06.2017	10.07.2018	14,5%	4 040

*Источник: данные Компании*

## **Kcell: предположения и модель оценки**

---

**Инвестиционное резюме:** мы считаем, что вероятная покупка Казахтелеком приведет к ослаблению конкуренции на рынке, что должно повлиять на рост выручки и операционной маржи при условии сохранения абонентской базы, показатели которой стабилизировались последние три года, что означает окончание передела рынка конкурентом Tele2.

**Целевая цена на 1 простую акцию – 1 698 тенге.** Мы установили нашу целевую цену на уровне 1 698 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 5% от текущей рыночной цены. Эта целевая цена представляет собой итоговый результат моделирования наших предположений в рамках модели DCF.

**Мы присваиваем акциям Компании рейтинг ДЕРЖАТЬ.** Акции показывают справедливость рыночной цены относительно нашей оценки по модели DCF, что отражает наш взгляд на: (1) кардинальную смену операционной стратегии после потенциальной покупки Казахтелеком, (2) синергию расходов после завершения сделки, (3) стабильность абонентской доли Компании

**Ключевые моменты модели оценки DCF.** Самым ключевым моментом модели оценки являлся расчет выручки Компании. Данный расчет был произведен на основе текущей ситуации на рынке мобильной связи, которая предполагает некоторый рост средней выручки на абонента за счет уравнивания этого показателя тремя конкурентами и ослаблением конкуренции.

**Наше понимание рынка.** Мы считаем, что на текущий момент рынок полностью стабилизировался и консолидировался после прихода Tele2. На это указывают несколько важных фактов. (1) Среднемесячная выручка на абонента (ARPU), наконец, примерно сравнялась у всех трех операторов в 2016 году, а в 2017 году Tele2 даже смог обойти своих конкурентов по этому показателю. (2) Совместное предприятие Tele2 и Казахтелеком в 2015 году смогло значительно увеличить абонентскую долю до 24,4%, после чего ситуация с абонентской базой стабилизировалась. Мы считаем, что после завершения ценовой войны и оценки качества связи операторов абонентами абоненты станут более лояльными к своим операторам. После уравнивания тарифов дальнейшие перетоки абонентов будут зависеть, в основном, от качества постоянно предоставляемых услуг, нежели от цены. (3) Стабилизация показателей маржинальности у Beeline и Kcell может говорить о том, что операторы адаптировались к текущей реальности, где на рынке есть место и для Tele2. EBITDA-маржа Beeline и Kcell находится на уровне 38-40% последние два года, и это может стать отправной точкой для постепенного увеличения маржи.

**Некоторые аналогии с российским рынком.** Мы провели сравнительный анализ рынков в РФ и в Казахстане и пришли к интересным выводам. На российский рынок тоже заходил Tele2 с относительно низкими показателями ARPU. Однако вход Tele2 был осуществлен еще в начале 2000-ых, когда рынок мобильной связи

стремительно рос в размерах за счет большего распространения мобильных телефонов. Тем не менее, в целях сравнения мы решили выбрать 2010 год, после которого абонентская доля российских операторов стабилизировалась в течение 4 лет, а количество абонентов росло наравне с текущими казахстанскими темпами. В течение этих четырех лет средневзвешенный среднегодовой рост ARPU «большой тройки» (МТС, Мегафон и Билайн) составил 4,1%. При этом, среднегодовой рост МТС составил 10,2% за счет относительно низкой базы в сравнении с Мегафон и Билайн. Однако мы считаем, что рост ARPU после стабилизации абонентских долей операторов мог бы быть еще выше, если бы ARPU «большой тройки» в 2010 году не превышал показателя Tele2, в среднем, на 50%. На казахстанском же рынке разница в ARPU нивелировалась, и мы ожидаем больший рост ARPU.

**Сделка с Казахтелеком.** Также существенную значимость в определении стоимости играет потенциальная сделка с Казахтелеком. Намерения текущих крупных акционеров Компании продать свои доли являются твердыми, и мы считаем, что недавние новости по сделке с Казахтелеком имеют под собой логичные основания, так как Казахтелеком, возможно, является единственной компанией, которая может предложить наивысшую цену текущим акционерам Kcell. Если Казахтелеком совершит покупку, ситуация на рынке кардинально поменяется за счет уменьшения конкуренции и синергии расходов, что дает возможность Казахтелеком предложить самую привлекательную цену за 75% акций Kcell.

**Выбранные предположения.** С учетом вышесказанного мы считаем, что ARPU Компании вырастет на 7% в 2018 году с дальнейшим понижением темпов роста. Также предполагается улучшение показателей валовой маржи с 40% до 48%, которая все еще ниже показателей 2011-2013 гг., когда она достигала 58-60%. А размер капитальных затрат равен 13% от выручки (историческое среднее значение) на протяжении всего прогнозного периода. Подсчет обесценения и амортизации основан на средних исторических значениях ставок амортизации для каждой из групп ОС и НМА.

**Прочие предположения.** В связи с дальнейшей урбанизацией населения и увеличением популярности устройств с двумя SIM-картами, в модели оценки закладывается постепенное увеличение проникновения сотовой связи.

**В итоге, мы оценили Kcell методом DCF на основе дальнейших предположений по развитию рынка. Резюмируя вышесказанное, можно сказать, что текущая ситуация на рынке мобильной связи располагает увеличению ARPU у всех трех операторов и постепенное улучшение рентабельности бизнеса, а сделка с Казахтелеком только увеличивает вероятность такого развития события на рынке.**

## Иллюстрация 2. Модель оценки акционерного капитала Kcell методом DCF

Операционные показатели и предположения	2018	2019	2020	2021	2022
Проникновение сотовой связи	147%	148%	149%	151%	152%
Абонентская база, млн	26,7	27,2	27,8	28,3	28,9
Kcell	10,1	10,3	10,5	10,7	10,9
Билайн	9,8	10,0	10,2	10,4	10,6
Теле2	6,9	7,0	7,1	7,3	7,4
ARPU	1 229	1 303	1 368	1 409	1 437
Темпы роста ARPU	7%	6%	5%	3%	2%
Валовая маржа	40%	42%	44%	46%	48%

Модель выручки, млн KZT	2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	160 180	173 320	185 655	194 969	202 651
темпы роста, %	8,8%	8,2%	7,1%	5,0%	3,9%
Себестоимость	96 108	100 525	103 967	105 283	105 379
Коммерческие и маркетинговые расходы	11 700	12 660	13 561	14 242	14 803
Общие и административные расходы	16 455	17 360	18 229	19 049	19 811
Модель операционных статей	2018	2019	2020	2021	2022
Запасы	3 266	3 417	3 534	3 578	3 581
Дебиторская задолженность	24 041	24 123	23 816	22 886	21 578
Кредиторская задолженность	29 932	30 460	30 627	30 128	29 267

Модель прогнозного периода, млн KZT	2018	2019	2020	2021	2022	ППП
ЕБИТДА	60 539	69 884	78 592	86 744	81 701	83 051
маржа, %	37,8%	40,3%	42,3%	44,5%	40,3%	
<b>Операционная прибыль</b>	<b>35 916</b>	<b>42 774</b>	<b>49 899</b>	<b>56 395</b>	<b>62 659</b>	<b>67 749</b>
маржа, %	22,4%	24,7%	26,9%	28,9%	30,9%	
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на ЕБИТ	7 183	8 555	9 980	11 279	12 532	13 550
<b>(=) NOPAT</b>	<b>28 733</b>	<b>34 219</b>	<b>39 919</b>	<b>45 116</b>	<b>50 127</b>	<b>54 199</b>
CapEx	18 955	20 509	21 969	23 071	23 980	21 100
(+) изм в WC	(2 775)	(296)	(357)	(386)	(444)	926
(-) DD&A	24 623	27 110	28 693	30 349	19 042	15 302
<b>(=) FCFE</b>	<b>37 176</b>	<b>41 116</b>	<b>47 000</b>	<b>52 780</b>	<b>45 632</b>	<b>47 475</b>
(x) фактор дисконтирования	0,94x	0,82x	0,73x	0,64x	0,56x	
<b>PV FCF</b>	<b>34 865</b>	<b>33 914</b>	<b>34 097</b>	<b>33 678</b>	<b>25 609</b>	

## Расчет WACC

## Стоимость собственного капитала

Безрисковая ставка	7,6%
Рыночная премия за акционерный капитал	4,6%
Бета (безрычаговый)	0,74
Рассчитанный коэф. бета	1,57
Премия за малую капитализацию	1,2%
<b>Итого стоимость собс. капитала (KZT)</b>	<b>16,0%</b>

## Стоимость заемного капитала

Стоимость заемного капитала (до налогов)	15,1%
КПН	20,0%
<b>Итого Стоимость заемного капитала (KZT)</b>	<b>12,0%</b>

## Структура капитала

Собственный капитал	41%
Заемный капитал (D/(D+E))	59%

**Средневзвешенная стоимость капитала** 13,7%



<b>Оценка капитала Kcell, млн KZT</b>	
(=) Стоимость в прогнозном периоде	162 163
(=) Стоимость в терминальном периоде	235 113
<b>(=) EV</b>	<b>397 276</b>
(+) Наличность и депозиты в банках	12 660
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	70 418
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>	<b>339 518</b>
Рыночная капитализация	322 000
<b>Целевая цена на акцию, KZT</b>	<b>1 698</b>
Рыночная цена на акцию, KZT	1 610
Потенциал роста, %	5%

Источник: предположения Фридом Финанс

## Потенциальные риски для модели оценки

---

**Дальнейшая стагнация ARPU.** Если произойдет дальнейшая стагнация показателя ARPU, даже несмотря на его уравнивание на рынке, то это приведет к ухудшению финансовых показателей Компании на фоне хоть и относительно небольшого, но неизбежного роста расходов.

**Ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане.** Падение покупательской способности населения и разгон инфляции могут привести к стагнации доходности и увеличению себестоимости.

**Отказ Казахтелекому в покупке Компании.** Данный отказ может снизить простор для Компании в формировании более высоких тарифов и снижения расходов после синергии. Несмотря на то, что это событие не влияет на наши предположения по увеличению тарифов на рынке, отказ в сделке значительно снижает вероятность исполнения наших предположений.

## Анализ чувствительности факторов стоимости Kcell

**Сценарный анализ.** В дополнение к определению предполагаемого уровня стоимости капитала мы выполнили анализ чувствительности терминального темпа роста, а также WACC и абонентской базы.

### Иллюстрация 3. Мы считаем, что WACC составляет 13,7% для Kcell

Чувствительность целевой цены к терминальному темпу роста и WACC

		Терминальный темп роста, %				
		2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
WACC	11,6%	1 906	1 936	1 967	1 999	2 032
	12,6%	1 775	1 799	1 824	1 850	1 877
	<b>13,7%</b>	1 657	1 677	<b>1 698</b>	1 719	1 741
	14,8%	1 560	1 577	1 594	1 611	1 629
	16,0%	1 472	1 486	1 500	1 515	1 530

Источник: предположения Фридом Финанс

### Иллюстрация 4. Мы ожидаем, что абонентская доля Kcell будет оставаться стабильной

Чувствительность целевой цены к терминальному темпу роста и абонентской базе

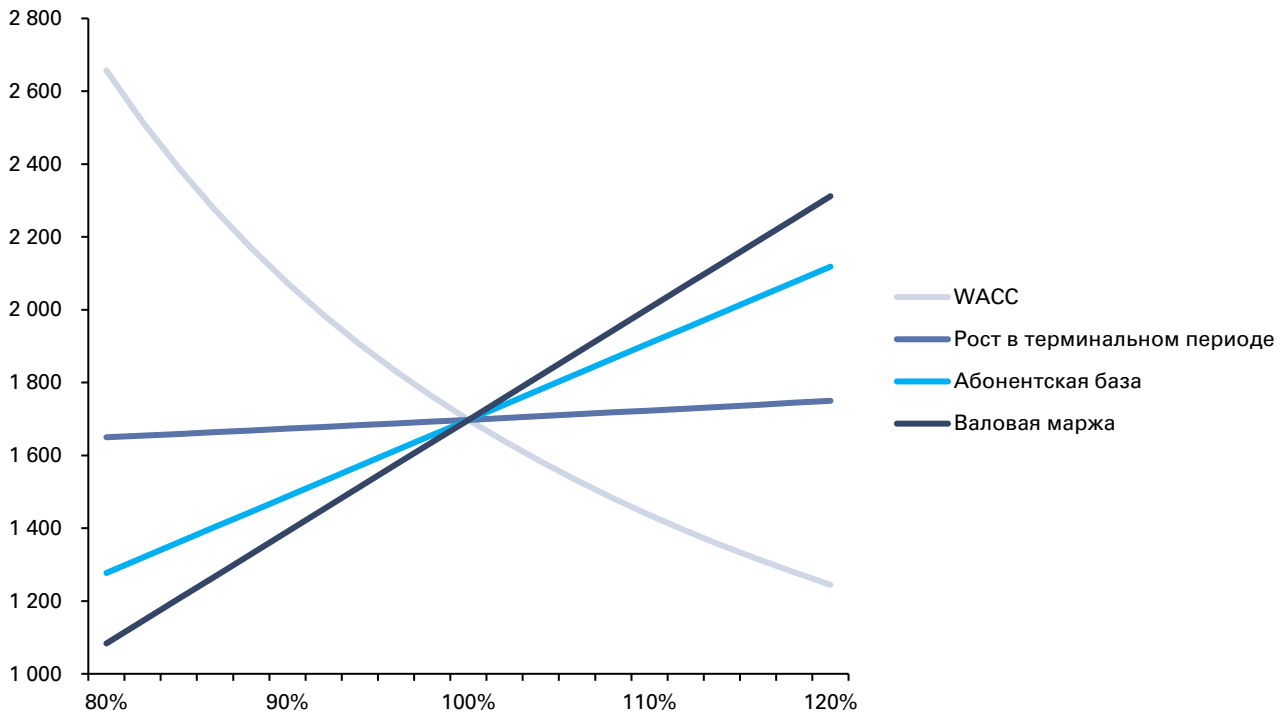
		Терминальный темп роста, %				
		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Абонентс кая база	85%	1 342	1 358	1 375	1 392	1 410
	92%	1 493	1 511	1 529	1 548	1 568
	<b>100%</b>	1 657	1 677	<b>1 698</b>	1 719	1 741
	108%	1 822	1 843	1 866	1 889	1 913
	117%	1 999	2 023	2 048	2 073	2 099

Источник: предположения Фридом Финанс

**Ранжирование чувствительности параметров модели.** Мы протестировали каждый существенный параметр модели оценки: WACC, абонентскую базу, валовую маржу и терминальный темп роста, использованные в модели. В итоге, к самым чувствительным, а значит и важным параметрам, можно отнести WACC, абонентскую базу и валовую маржу. То есть во многом на стоимость Kcell будут влиять WACC и валовая маржа, которые сильнее всего влияют на себестоимость, следовательно, и на чистую прибыль и стоимость Компании.

**Иллюстрация 5. Наиболее важные для модели переменные — это WACC, валовая маржа и абонентская база**

Ранжирование чувствительности параметров модели при изменении их относительно базового уровня



Источник: предположения Фридом Финанс