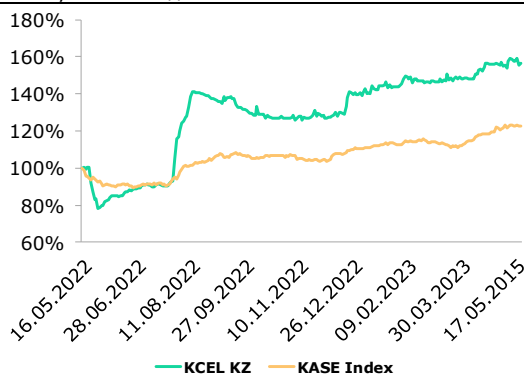


**Результаты за 2022 г.**

18 мая 2023 г.

Тикер		KCEL.KZ		
Рекомендация		<b>Продавать</b>		
Текущая цена, KZT/акция		1 890		
12M целевая цена, KZT/акция		1 532		
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>		<b>-19%</b>		
Количество акций, млн		200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)		78		
Доля акций в свободном обращении		18%		
Рыночная капитализация, KZT млн		378 000		
<b>Основные акционеры:</b>				
АО "Казахтелеком"		51.00%		
PIONEER TECHNOLOGIES S.A R.L.		14.87%		
АО "First Heartland Jusan Bank"		9.08%		
АО "Единый накопительный пенсионный фонд"		7.06%		
<b>Финансовые показатели (млн KZT)</b>				
	<b>2022</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	
Выручка	219 002	245 930	298 257	
EBITDA	96 443	111 033	148 320	
Чистая прибыль	40 350	43 405	61 178	
EPS (KZT)	202	217	306	
Собственный капитал	138 621	182 026	243 204	
Чистый долг	18 832	115 976	135 707	
<b>Мультипликаторы</b>				
	<b>2022</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	
EV/Выручка	1.5	1.3	1.1	
EV/EBITDA	3.4	2.9	2.2	
Чистый долг/EBITDA	0.2	1.0	0.9	
Чистый долг/Капитал	0.1	0.6	0.6	
P/E	9.4	8.7	6.2	
P/B	2.7	2.1	1.6	
ROE	29%	24%	25%	
<b>Динамика цен</b>				
	<b>KCEL.KZ</b>	<b>KASE индекс</b>		
1М	5%	9%		
3М	9%	8%		
12М	56%	23%		
Максимум за 52 недели	1 893	3 603		
Минимум за 52 недели	945	2 617		



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Компания Кселл отчиталась по итогам своей деятельности за 2022 г. В нашем отчете мы учли производственные и финансовые результаты за прошлый год, а также внесли изменения в модель с учетом планов менеджмента по осуществлению существенных капитальных затрат в ближайшие несколько лет. В результате мы повысили нашу целевую цену до **1532 тенге за акцию**, однако с учетом текущей рыночной цены **пересмотрели нашу рекомендацию с «Держать» на «Продавать» акции Кселл.**

С учетом планов компании по значительному увеличению капитальных затрат Совет директоров предложил не выплачивать дивиденды по результатам 2022 г. Мы ожидаем, что **компания будет воздерживаться от выплаты дивидендов и в последующие несколько лет.**

Драйвером развития компании на ближайшую перспективу будет выступать разворачивание сетей пятого поколения (5G). Это позволит Кселл укрепить свои конкурентные преимущества на местном рынке и улучшить долгосрочные перспективы компании.

Стоит подчеркнуть, что капитальные затраты на развитие сетей 5G будут значительно выше затрат, которые компания понесла при разворачивании сетей предыдущих поколений. Кроме того, данные затраты снизят свободный денежный поток компании в ближайшие несколько лет и возможно возникнет необходимость привлечения дополнительных средств в форме заемного капитала.

**Значительный рост прибыли компании за счет двухзначного роста выручки.** Выручка компании без учета дохода от государственной субсидии увеличилась на 12.8% г/г до 219 млрд тенге. При этом выручка от услуг голосовой связи составила 88.9 млрд тенге (+13.85% г/г за 2022 г.), выручка от услуг передачи данных сложилась на уровне 78.2 млрд тенге (+15.01% г/г за 2022 г.), а выручка от реализации мобильных устройств увеличилась на 16.1 г/г до 45.3 млрд тенге.

Себестоимость увеличилась на 11.1% г/г до 111 млрд тенге, а общие и административные расходы увеличились на 18.3% г/г до 11.2 млрд тенге. Рост расходов, в том числе связан с затратами на персонал, которые возросли 18.1% г/г, до 18.7 млрд тенге. Чистые процентные расходы снизились на 36.6% г/г до 4.9 млрд тенге.

В результате, за 2022 г. чистая прибыль составила 40.4 млрд тенге, увеличившись на 170% г/г.

**Рост средней прибыли на одного абонента несмотря на снижение абонентской базы.** За 2022 г. абонентская база компании снизилась на 0.3% г/г до 7 986 тысяч пользователей. Показатель среднего количества минут на одного абонента (MOU) снизился на 8.7% г/г до 192 мин/месяц. При этом средняя выручка на одного абонента (ARPU) возросла на 2.2% г/г и составила 1 649 тенге.

**Сокращение чистого денежного потока компании несмотря на рост прибыли.** Стоит отметить также, что несмотря на рост выручки компании, чистый денежный поток от операционной деятельности сократился на 11% г/г до 65.9 млрд тенге. Это произошло, в том числе из-за увеличения дебиторской

задолженности на 8.8 млрд тенге до 26.5 млрд тенге, что говорит о росте задолженности клиентов перед компанией.

**Кселл не является дивидендной историей.** Совет директоров Кселл рекомендовал не выплачивать дивиденды по простым акциям компании за 2022 г. Компания также не выплачивала дивиденды и в прошлом году. Данное решение обосновывается директором внедрением и разворачиванием сетей сотовой связи пятого поколения (5G\IMT) в Республике Казахстан. Кселл планирует сосредоточиться на стратегическом развитии компании, направленном на создании долгосрочного конкурентного преимущества. В связи с планами компании по значительному увеличению капитальных затрат (CAPEX) мы ожидаем, что компания не будет выплачивать дивиденды в течение ближайших нескольких лет, чтобы снизить нагрузку на денежный поток компании.

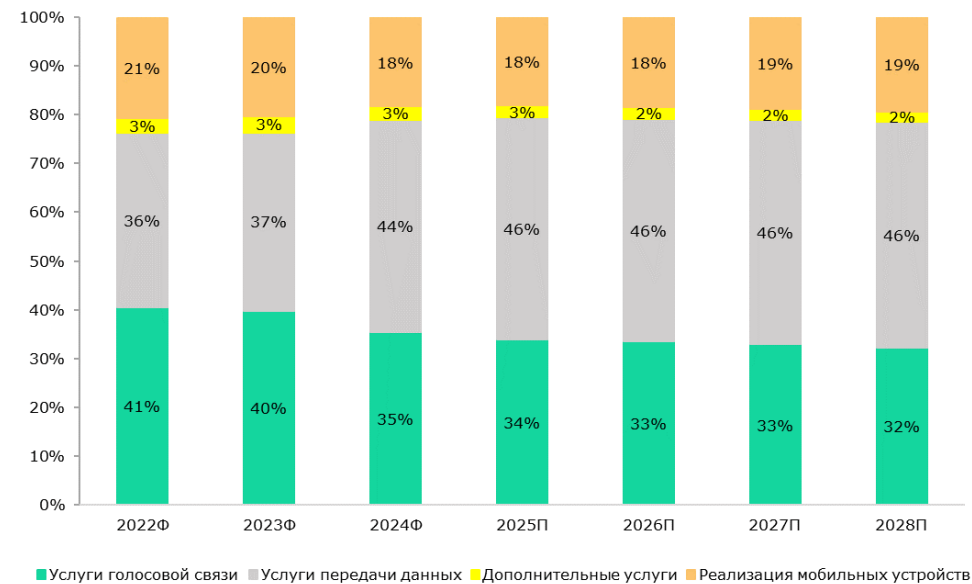
**Значительные капитальные вложения в развитие сетей 5G разнонаправленно влияют на оценочную стоимость Кселл.** Главными факторами, влияющим на текущую оценку компании, по нашему мнению, являются планы по развитию сетей пятого поколения. В декабре 2022 г. Кселл выиграла аукцион на радиочастоты для сетей 5G. Компания планирует осуществить значительные капитальные затраты на развитие этих сетей и запуск базовых станций 5G в ближайшие несколько лет. В нашей модели оценки мы предполагаем рост прибыльности, а также рентабельности компании, благодаря значительному росту объемов потребления трафика по мере развития сети 5G. Кроме того, мы повысили перспективы долгосрочного роста компании, т.к. Кселл стремится укрепить свою конкурентоспособность, благодаря масштабному развитию сетей 5G. При этом, планируемое повышение капитальных расходов негативно отразилось на прогнозируемых нами будущих денежных потоках компании, что сдерживает рост оценочной стоимости. В частности, в 2023 г. менеджмент планирует направить на CAPEX 70–75% от выручки, включая 78 млрд тенге по выплате стоимости за аукцион. Мы считаем, что это единоразовые затраты и в последствии капитальные затраты на запуск базовых станций 5G будут составлять порядка 30–40% от выручки. В последующем мы ожидаем, что размер CAPEX снизится до среднего размера 15–20% от выручки компании. В результате мы повышаем нашу ЦЦ с 1409 тенге/акция до 1532 тенге/акция.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	2022	2021	г/г
<b>Выручка</b>	<b>219 002</b>	<b>194 081</b>	13%
Доход от государственной субсидии			
Себестоимость	-139 132	-128 459	8%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>79 870</b>	<b>65 622</b>	22%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>36%</i>	<i>34%</i>	
Общие и админ расходы	-11 167	-9 437	18%
Расходы по реализации	-2 714	-3 106	-13%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-5 815	-2 594	124%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>60 174</b>	<b>50 485</b>	19%
<i>Рентабельность Операционной</i>	<i>27%</i>	<i>26%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-4 920	-7 765	-37%
Прочие доходы/расходы, нетто	-33	482	-107%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>55 221</b>	<b>43 202</b>	28%
Корпоративный подоходный налог	-14 871	-10 696	39%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>40 350</b>	<b>32 506</b>	24%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>	
Прибыль на акцию (KZT),	201.8	162.5	24%

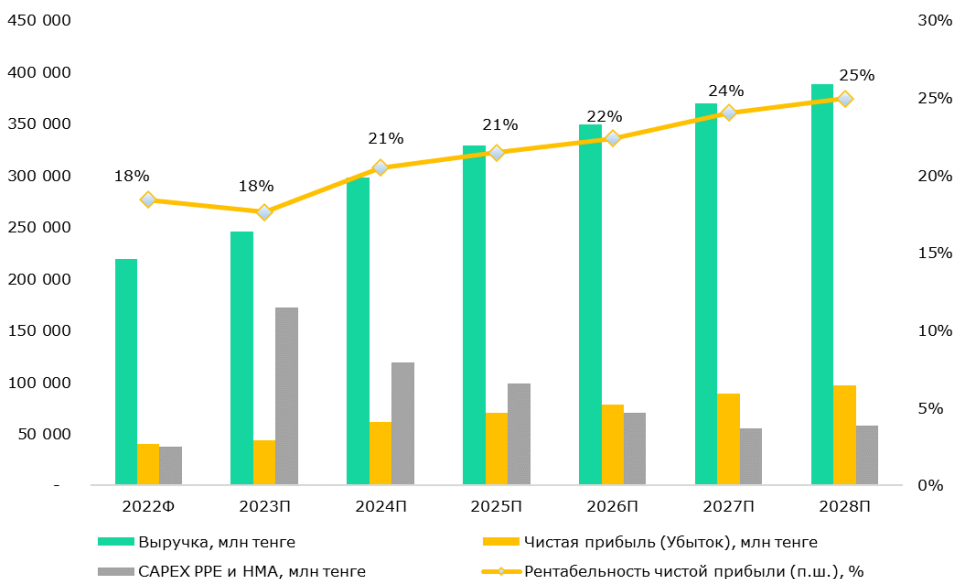
Источник: данные компании

Рис 2. Структура выручки по сегментам



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Основные операционные показатели

	2022	2021	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	7 986	7 961	0.3%
MOU (мин/месяц)	192	210	-8.6%
ARPU (тенге)	1 649	1 614	2.2%
Уровень оттока (%)	23.3%	27.7%	-4.4%

Источник: данные компании

Рис 5. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	219 002	245 930	298 257	329 283	349 715	369 355	388 030
ЕБИТ	60 174	67 981	97 797	111 908	118 225	124 177	129 862
+ Амортизация	30 454	35 114	42 585	47 015	49 932	52 737	55 403
- Налог на прибыль	-14 871	-14 798	-20 857	-24 125	-26 688	-30 293	-33 005
- Капитальные инвестиции	-37 675	-172 151	-119 303	-98 785	-69 943	-55 403	-58 205
- Изменения в оборотном капитале	-11 126	-3 513	-4 191	-1 623	-345	-305	-294
Свободные денежные потоки	26 956	-87 366	-3 968	34 391	71 182	90 912	93 762
WACC	17.09%						
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>26 956</b>	<b>-74 612</b>	<b>-2 894</b>	<b>21 421</b>	<b>37 864</b>	<b>41 300</b>	<b>36 376</b>
Терминальная стоимость (PV)	265 842						
Enterprise value (PV)	325 297						
- Чистый долг (PV)	18 832						
Рыночная капитализация	306 465						
Количество акций, млн	200						
12М целевая цена (KZT/акция)	1 532						
Текущая цена (KZT/акция)	1 890						
Потенциал роста/(снижения)	-19%						
Рекомендация	<b>Продавать</b>						

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млн тенге, кроме значений на акцию

Отчет о прибыли и убытках	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	219 002	245 930	298 257	329 283	349 715	369 355	388 030
Себестоимость продаж	-139 132	-154 687	-174 681	-189 721	-202 300	-214 491	-226 069
<b>Валовая прибыль</b>	<b>79 870</b>	<b>91 243</b>	<b>123 576</b>	<b>139 562</b>	<b>147 415</b>	<b>154 865</b>	<b>161 961</b>
Коммерческие и маркетинговые расходы	-2 714	-2 744	-2 744	-2 744	-2 744	-2 744	-2 744
Общие и административные	-11 167	-12 579	-15 097	-16 971	-18 507	-20 005	-21 417
Прочие операционные доходы	-5 815	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938
<b>Операционная прибыль</b>	<b>60 174</b>	<b>67 981</b>	<b>97 797</b>	<b>111 908</b>	<b>118 225</b>	<b>124 177</b>	<b>129 862</b>
Финансовые доходы (расходы), нетто	-4 953	-9 778	-15 762	-17 020	-13 257	-5 027	-47
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>55 221</b>	<b>58 203</b>	<b>82 034</b>	<b>94 888</b>	<b>104 968</b>	<b>119 150</b>	<b>129 815</b>
Расходы по налогу на прибыль	-14 871	-14 798	-20 857	-24 125	-26 688	-30 293	-33 005
<b>Прибыль и общий совокупный</b>	<b>40 350</b>	<b>43 405</b>	<b>61 178</b>	<b>70 763</b>	<b>78 280</b>	<b>88 857</b>	<b>96 810</b>
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
<b>Прибыль на акцию, KZT/акция</b>	<b>202</b>	<b>217</b>	<b>306</b>	<b>354</b>	<b>391</b>	<b>444</b>	<b>484</b>

Балансовый отчет	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
<b>Активы</b>							
Основные средства	97 724	217 190	272 598	300 841	295 865	272 142	247 220
Нематериальные активы	43 482	61 053	82 363	105 889	130 876	157 265	184 989
Прочие внеоборотные активы	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>166 895</b>	<b>303 932</b>	<b>380 650</b>	<b>432 419</b>	<b>452 430</b>	<b>455 097</b>	<b>457 898</b>
Товарно-материальные запасы	7 980	8 625	10 461	11 549	12 265	12 954	13 609
Дебиторская задолженность по	26 523	26 996	32 739	36 145	38 388	40 544	42 594
Прочие оборотные активы	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727
Денежные средства и их эквиваленты	46 248	17 493	21 216	23 423	24 876	26 273	92 531
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>88 478</b>	<b>60 841</b>	<b>72 143</b>	<b>78 844</b>	<b>83 256</b>	<b>87 498</b>	<b>156 461</b>
<b>Итого активы</b>	<b>255 373</b>	<b>364 773</b>	<b>452 792</b>	<b>511 263</b>	<b>535 686</b>	<b>542 595</b>	<b>614 359</b>
<b>Капитал и обязательства</b>							
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Дополнительный оплаченный капитал	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260
Нераспределенная прибыль	103 561	146 966	208 144	278 907	357 187	446 044	516 197
<b>Итого капитал</b>	<b>138 621</b>	<b>182 026</b>	<b>243 204</b>	<b>313 967</b>	<b>392 247</b>	<b>481 104</b>	<b>551 257</b>
Долгосрочные займы	54 160	7 191	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987
<b>Итого долгосрочные</b>	<b>66 147</b>	<b>19 178</b>	<b>11 987</b>	<b>11 987</b>	<b>11 987</b>	<b>11 987</b>	<b>11 987</b>
Краткосрочные займы	10 920	126 279	156 923	141 759	85 288	800	0
Торговая кредиторская	34 749	32 354	35 743	38 614	41 228	43 768	46 179
Прочие краткосрочные	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979
<b>Итого краткосрочные</b>	<b>67 648</b>	<b>180 612</b>	<b>214 644</b>	<b>202 352</b>	<b>148 495</b>	<b>66 547</b>	<b>68 158</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>133 795</b>	<b>199 790</b>	<b>226 631</b>	<b>214 339</b>	<b>160 482</b>	<b>78 534</b>	<b>80 145</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>272 416</b>	<b>381 816</b>	<b>469 835</b>	<b>528 306</b>	<b>552 729</b>	<b>559 638</b>	<b>631 402</b>

Отчет о движении денежных	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Денежные средства от операционной деятельности	65 928	75 007	99 572	116 155	127 867	141 288	151 920
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-52 463	-172 151	-119 303	-98 785	-69 943	-55 403	-58 205
Денежные средства от финансовой деятельности	-18 370	68 390	23 453	-15 163	-56 471	-84 488	-27 457
<b>Уменьшение/увеличение</b>	<b>-4 905</b>	<b>-28 755</b>	<b>3 722</b>	<b>2 207</b>	<b>1 453</b>	<b>1 397</b>	<b>66 258</b>

Источники: Данные компании, расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2023 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance