

**Результаты за 6М2023 г.**

10 октября 2023 г.

Тикер	KCEL.KZ		
Рекомендация	<b>Продавать</b>		
Текущая цена, KZT/акция	1 995		
12М целевая цена, KZT/акция	1 530		
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>-23%</b>		
Количество акций, млн	200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	21		
Доля акций в свободном обращении	18%		
Рыночная капитализация, KZT млн	399 000		
<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	225 134	267 798
EBITDA	96 443	99 704	133 724
Чистая прибыль	40 350	37 831	38 389
EPS (KZT)	202	189	192
Собственный капитал	138 621	176 452	214 840
Чистый долг	18 832	110 042	123 259
<b>Мультипликаторы</b>			
	<b>2022</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>
EV/Выручка	1.7	1.7	1.4
EV/EBITDA	4.0	3.8	2.9
Чистый долг/EBITDA	0.2	1.1	0.9
Чистый долг/Капитал	0.1	0.6	0.6
P/E	9.9	10.5	10.4
P/B	2.9	2.3	1.9
ROE	29%	21%	18%
<b>Динамика цен</b>			
	<b>KCEL.KZ</b>	<b>KASE индекс</b>	
1М	1%	5%	
3М	5%	13%	
12М	30%	31%	
Максимум за 52 недели	2 000	4 126	
Минимум за 52 недели	1 520	3 034	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Компания Кселл отчиталась по итогам своей деятельности за 6М2023 г. По результатам полугодия наблюдается слабый рост выручки, а также снижение маржинальности компании за счет увеличения операционных расходов. Компания продолжила наращивать свои капитальные затраты на развитие сетей 5G, что, в свою очередь, привело к значительному снижению денежных средств. Мы пересмотрели оценку Кселл с учетом обновленных данных по понесенным и прогнозируемым капитальным расходам, а также в связи со снижением будущей выручки компании по сегменту реализации мобильных устройств и оборудования. **В результате мы понизили нашу целевую цену до 1530 тенге за акцию и сохранили нашу рекомендацию «Продавать» акции Кселл.**

**Финансовые результаты отражают снижение маржинальности компании за счет роста себестоимости и расходов по реализации.** За 6М2023 г. выручка компании без учета дохода от государственной субсидии увеличилась на 0.7% г/г до 107.5 млрд тенге. Выручка от услуг мобильной связи снизилась на 9.5% г/г до 71 млрд тенге. Снижение показателя может быть обусловлено изменением методики учета выручки, т. к. дополнительные услуги выросли почти в 4 раза до 12 млрд тенге, а прочая выручка увеличилась с 90 млн тенге до 6 млрд тенге. Выручка от реализации мобильных устройств и оборудования сложилась на уровне 17.3 млрд тенге (-27% г/г за 6М2023 г.).

Себестоимость увеличилась на 3.3% г/г до 70.8 млрд тенге, в связи с этим, маржинальность валовой прибыли снизилась с 36.9% до 35.9% г/г, а общие и административные расходы сократились на 8.2% г/г до 6.4 млрд тенге. Расходы по реализации возросли почти в 3 раза с 897 млн тенге до 2.6 млрд тенге, что способствовало к снижению операционной рентабельности с 28% до 24.3% г/г. Прибыль до налогообложения снизилась на 11.6% г/г до 23.8 млрд, а рентабельность прибыли до налогообложения за год снизилась с 25% до 22%.

В результате за 6М2023 г. чистая прибыль сократилась на 7.6% г/г и составила 17.9 млрд тенге, а ее рентабельность снизилась с 18.1% до 16.6%.

**Kcell продолжает наращивать капитальные затраты связанные с 5G, что снижает ликвидность компании.** Капитальные расходы за 6М2023 г., направленные на приобретение основных средств выросли на 6.8% г/г до 20.9 млрд тенге, а расходы на приобретение нематериальных активов за год выросли более чем в 13 раз до 88.7 млрд. Как отмечалось в ранних отчетах, рост расходов капитальных затрат в первую очередь связан с приобретением радиочастот для сетей 5G. В связи с финансированием капитальных затрат компания привлекла заемные средства в размере 13 млрд тенге у Банка Китая под 10.7% г. Рост капитальных затрат привел к существенному снижению ликвидности компании. Денежные средства сократились с 46.2 млрд тенге на конец 2022 г. до 6.7 млрд за 6М2023 г. По нашим оценкам, компании придется привлекать дополнительные средства в виде заемного капитала для финансирования будущих капитальных затрат. Кселл ранее отказалась выплачивать дивиденды за 2022 г. из-за реализации

проекта 5G. Мы ожидаем, что по результатам 2023 г. компания также может отказаться от выплаты дивидендов.

**Kcell досрочно погасила часть займа в Jusan bank и одновременно увеличила кредитную линию в Народном Банке Казахстана.** Компания досрочно погасила долг в размере 40 млрд тенге перед Jusan Bank. Причиной погашения стало аффилированность банка и компании. Вместе с этим Kcell заключила договор с Haluk bank об увеличении кредитной линии с 50 млрд тенге до 90.5 млрд тенге, что составляет более 25% от общего размера балансовой стоимости активов компании. Как отмечает компания, целевое назначение этих средств - рефинансирование имеющихся займов. Стоит отдельно отметить, что согласно результатам 6M2023 г. эффективная процентная ставка по займу Jusan Bank составила 11.7%, а эффективная процентная ставка по двум займам от Haluk Bank на общую сумму 5 млрд составила 18.75%. Исходя из этого, мы полагаем, что рефинансирование имеющихся займов приведет к увеличению процентных расходов компании.

**Изменение в структуре акционерного капитала.** Согласно отчету за 6M2023 г., акционерный капитал компании покинули AROYGROUP и EVEREX, а доля компаний Казпочта и Компания по страхованию жизни Freedom Finance Life составила 1.94% и 1.68% соответственно. Изменений среди остальных крупных держателей акций не наблюдалось.

**Kcell подписала сотрудничество с Ericsson по внедрению 5G.** Kcell и Ericsson\* заключили 7-летнее партнерство, направленное на внедрение технологий 5G на всей территории Казахстана. Размер партнерского договора не сообщается. До 2030 г. стороны планируют охватить не менее 50% территории Казахстана. Компания отмечает, что сотрудничество с Ericsson поможет компании внедрить технологии 5G в существующую экосистему 4G, 3G, и 2G, улучшить качество мобильной широкополосной связи и предоставить доступ в интернет в труднодоступных местах. Kcell и Ericsson ранее уже сотрудничали в развертывании технологий 4G в Казахстане. Стоит также напомнить, что на территории Казахстана лицензии на радиочастоты 5G имеют только Kcell и МобайлТелекомСервис (обе компании входят в группу Казахтелеком), что является хорошим конкурентным преимуществом для этих компаний и будущим драйвером их роста.

**Изменения в оценке.** Несмотря на увеличение стоимости долга за счет рефинансирования займа Jusan Bank, мы учли коррекцию процентных рыночных ставок в тенге, что привело снижению к средневзвешенной стоимости капитала (WACC) с 17.76% до 17.12%. В нашей оценке мы снизили выручку от реализации мобильных устройств и оборудования, т. к. ожидаем замедление роста выручки в этом сегменте в ближайшие годы. Мы также учли в нашей модели оставшиеся запланированные капитальные затраты за 2023 г. **С учетом всех изменений мы снизили нашу 12м ЦЦ с 1612 тенге/акция до 1530 тенге/акция и сохранили рекомендацию "Продавать" акции Kcell.**

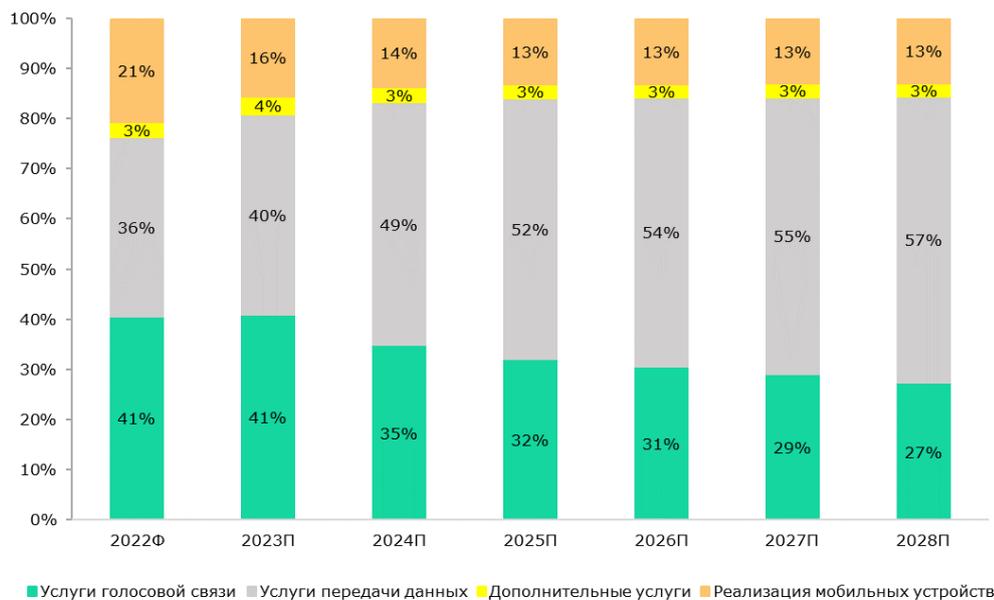
\*Компания Ericsson (Эрикссон) предоставляет инфраструктуру, услуги и программное обеспечение для телекоммуникационной отрасли и других секторов. занимается решениями сетевых и облачных решений. Основная деятельность компании состоит из развития сетей доступа и управлению ими, включая разработку аппаратного и программного обеспечения для радиодоступа и транспортных сетей.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	6M2023	6M2022	г/г	2022	2021	2020	г/г
<b>Выручка</b>	<b>107 480</b>	<b>106 724</b>	0.7%	<b>219 002</b>	<b>194 081</b>	<b>174 684</b>	12.8%
Доход от государственной субсидии	1 697	1 179	43.9%				
Себестоимость	-70 806	-68 518	3.3%	-139 132	-128 459	-122 558	8.3%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>38 371</b>	<b>39 385</b>	-2.6%	<b>79 870</b>	<b>65 622</b>	<b>52 126</b>	21.7%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>36%</i>	<i>37%</i>		<i>36%</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-6 474	-7 050	-8.2%	-11 167	-9 437	-7 001	18.3%
Обесценение финансовых активов	-2 280	-1 795	27.0%	-	-	-	-
Расходы по реализации	-2 590	-897	188.7%	-2 714	-3 106	-1 965	-12.6%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-862	-279	209.0%	-5 815	-2 594	-10 334	124.2%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>26 165</b>	<b>29 364</b>	-10.9%	<b>60 174</b>	<b>50 485</b>	<b>32 826</b>	19.2%
<i>Рентабельность Операционной</i>	<i>24%</i>	<i>28%</i>		<i>27%</i>	<i>26%</i>	<i>19%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-1 390	-3 480	-60.1%	-4 920	-7 765	-9 453	-36.6%
Прочие доходы/расходы, нетто	-935	1 091	-185.7%	-33	482	1 249	-106.8%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>23 840</b>	<b>26 975</b>	-11.6%	<b>55 221</b>	<b>43 202</b>	<b>24 622</b>	27.8%
Корпоративный подоходный налог	-5 960	-7 618	-21.8%	-14 871	-10 696	-7 044	39.0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>17 880</b>	<b>19 357</b>	-7.6%	<b>40 350</b>	<b>32 506</b>	<b>17 578</b>	24.1%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>		<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	
Прибыль на акцию (KZT),	89.4	96.8	-7.6%	201.8	162.5	87.9	24.2%

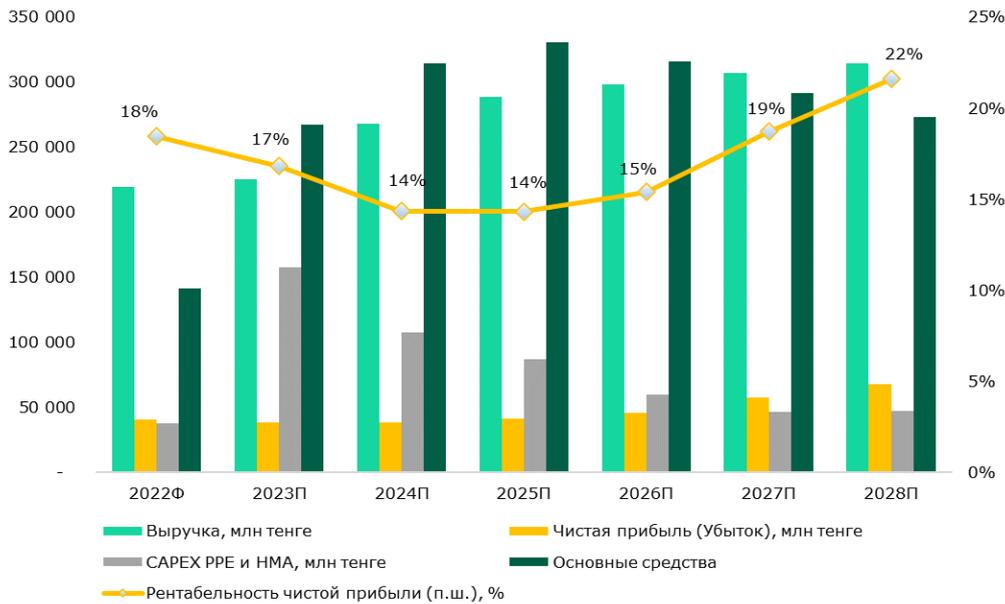
Источник: данные компании

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. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	219 002	225 134	267 798	288 470	298 149	306 846	314 599	322 472
ЕБИТ	60 174	60 073	65 952	70 283	72 152	80 529	91 054	100 003
+ Амортизация	30 454	31 693	59 833	70 444	74 092	70 915	65 405	61 377
- Налог на прибыль	-14 871	-12 897	-13 088	-14 077	-15 650	-19 566	-23 150	-25 425
- Капитальные инвестиции	-37 675	-157 594	-107 119	-86 541	-59 630	-46 027	-47 190	-48 371
- Изменения в оборотном капитале	-11 126	-3 139	-4 319	-1 763	-506	-526	-571	-543
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>26 956</b>	<b>-81 865</b>	<b>1 259</b>	<b>38 346</b>	<b>70 459</b>	<b>85 325</b>	<b>85 548</b>	<b>87 041</b>
WACC	17.12%							
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>26 956</b>	<b>-75 646</b>	<b>993</b>	<b>25 833</b>	<b>40 529</b>	<b>41 907</b>	<b>35 876</b>	<b>31 167</b>
Терминальная стоимость (PV)	220 812							
Enterprise value (PV)	381 221							
- Чистый долг (PV)	75 233							
Рыночная капитализация	305 988							
Количество акций, млн	200							
<b>12М целевая цена (KZT/акция)</b>	<b>1 530</b>							
Текущая цена (KZT/акция)	1 995							
Потенциал роста/(снижения)	-23%							
<b>Рекомендация</b>	<b>Продать</b>							

Источники: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

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

Отчет о прибыли и убытках	2021Ф	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
<b>Выручка</b>	<b>196 189</b>	<b>219 002</b>	<b>225 134</b>	<b>267 798</b>	<b>288 470</b>	<b>298 149</b>	<b>306 846</b>	<b>314 599</b>	<b>322 472</b>	<b>330 461</b>
Себестоимость продаж	-130 567	-139 132	-141 513	-176 529	-191 689	-198 647	-198 180	-194 708	-192 889	-192 402
<b>Валовая прибыль</b>	<b>65 622</b>	<b>79 870</b>	<b>83 621</b>	<b>91 269</b>	<b>96 780</b>	<b>99 502</b>	<b>108 666</b>	<b>119 890</b>	<b>129 583</b>	<b>138 059</b>
Коммерческие и маркетинговые расходы	-3 106	-2 714	-4 885	-4 885	-4 885	-4 885	-4 885	-4 885	-4 885	-4 885
Общие и административные	-9 437	-11 167	-10 724	-12 494	-13 674	-14 526	-15 314	-16 013	-16 757	-17 546
Прочие операционные доходы	-2 594	-5 815	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938
<b>Операционная прибыль</b>	<b>50 485</b>	<b>60 174</b>	<b>60 073</b>	<b>65 952</b>	<b>70 283</b>	<b>72 152</b>	<b>80 529</b>	<b>91 054</b>	<b>100 003</b>	<b>107 690</b>
Финансовые доходы (расходы), нетто	-7 283	-4 953	-9 345	-14 476	-14 917	-10 599	-3 572	0	0	0
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>43 202</b>	<b>55 221</b>	<b>50 728</b>	<b>51 476</b>	<b>55 366</b>	<b>61 553</b>	<b>76 957</b>	<b>91 054</b>	<b>100 003</b>	<b>107 690</b>
Расходы по налогу на прибыль	-10 696	-14 871	-12 897	-13 088	-14 077	-15 650	-19 566	-23 150	-25 425	-27 380
<b>Прибыль и общий совокупный</b>	<b>32 506</b>	<b>40 350</b>	<b>37 831</b>	<b>38 389</b>	<b>41 289</b>	<b>45 903</b>	<b>57 391</b>	<b>67 904</b>	<b>74 578</b>	<b>80 311</b>
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
<b>Прибыль на акцию, KZT/акция</b>	<b>163</b>	<b>202</b>	<b>189</b>	<b>192</b>	<b>206</b>	<b>230</b>	<b>287</b>	<b>340</b>	<b>373</b>	<b>402</b>

Балансовый отчет	2021Ф	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
<b>Активы</b>										
Основные средства	85 805	97 724	211 006	244 277	247 481	222 092	187 893	161 710	141 762	126 663
Нематериальные активы	42 284	43 482	56 102	70 116	83 009	93 936	103 247	111 214	118 156	124 317
Прочие внеоборотные активы	25 213	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689	25 689
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>153 302</b>	<b>166 895</b>	<b>292 796</b>	<b>340 082</b>	<b>356 179</b>	<b>341 717</b>	<b>316 829</b>	<b>298 614</b>	<b>285 607</b>	<b>276 669</b>
Товарно-материальные запасы	6 582	7 980	7 896	9 392	10 117	10 457	10 762	11 034	11 310	11 590
Дебиторская задолженность по	17 751	26 523	24 713	29 396	31 665	32 728	33 682	34 533	35 398	36 275
Прочие оборотные активы	10 679	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727	7 727
Денежные средства и их эквиваленты	51 402	46 248	16 014	19 049	20 519	21 208	41 782	110 112	163 202	199 734
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>86 414</b>	<b>88 478</b>	<b>56 350</b>	<b>65 564</b>	<b>70 029</b>	<b>72 120</b>	<b>93 953</b>	<b>163 407</b>	<b>217 637</b>	<b>255 326</b>
<b>Итого активы</b>	<b>239 716</b>	<b>255 373</b>	<b>349 146</b>	<b>405 647</b>	<b>426 208</b>	<b>413 837</b>	<b>410 782</b>	<b>462 020</b>	<b>503 244</b>	<b>531 995</b>
<b>Капитал и обязательства</b>										
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	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	1 260	1 260	1 260
Нераспределённая прибыль	63 211	103 561	141 392	179 780	221 069	266 973	324 364	375 050	415 676	443 782
<b>Итого капитал</b>	<b>98 271</b>	<b>138 621</b>	<b>176 452</b>	<b>214 840</b>	<b>256 129</b>	<b>302 033</b>	<b>359 424</b>	<b>410 110</b>	<b>450 736</b>	<b>478 842</b>
Долгосрочные займы	63 468	54 160	7 191	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные	9 892	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987	11 987
<b>Итого долгосрочные</b>	<b>73 360</b>	<b>66 147</b>	<b>19 178</b>	<b>11 987</b>						
Краткосрочные займы	16 643	10 920	118 865	142 308	120 349	61 178	0	0	0	0
Торговая кредиторская	35 705	34 749	29 716	31 576	32 807	33 702	34 436	34 987	35 585	36 230
Прочие краткосрочные	15 737	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979	21 979
<b>Итого краткосрочные</b>	<b>68 085</b>	<b>67 648</b>	<b>170 560</b>	<b>195 863</b>	<b>175 135</b>	<b>116 860</b>	<b>56 415</b>	<b>56 966</b>	<b>57 564</b>	<b>58 209</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>141 445</b>	<b>133 795</b>	<b>189 738</b>	<b>207 850</b>	<b>187 122</b>	<b>128 847</b>	<b>68 402</b>	<b>68 953</b>	<b>69 551</b>	<b>70 196</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>239 716</b>	<b>272 416</b>	<b>366 189</b>	<b>422 690</b>	<b>443 251</b>	<b>430 880</b>	<b>427 825</b>	<b>479 063</b>	<b>520 287</b>	<b>549 038</b>

Отчет о движении денежных	2021Ф	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Денежные средства от операционной деятельности	74 056	65 928	66 384	93 903	109 970	119 489	127 779	132 737	135 412	138 305
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-12 452	-52 463	-157 594	-107 119	-86 541	-59 630	-46 027	-47 190	-48 371	-49 569
Денежные средства от финансовой деятельности	-33 653	-18 370	60 976	16 252	-21 959	-59 171	-61 178	-17 217	-33 952	-52 204
<b>Уменьшение/увеличение</b>	<b>27 951</b>	<b>-4 905</b>	<b>-30 234</b>	<b>3 035</b>	<b>1 470</b>	<b>689</b>	<b>20 574</b>	<b>68 330</b>	<b>53 090</b>	<b>36 532</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