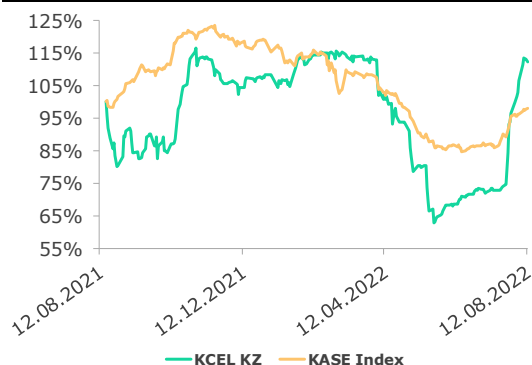


Результаты за 1П2022 г.

16 августа 2022 г.

Тикер		KCEL.KZ		
Рекомендация		Продавать		
Текущая цена, KZT/акция		1 690		
12М целевая цена, KZT/акция		1 503		
Ожидаемый потенциал роста		-11%		
Количество акций, млн		200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)		78		
Доля акций в свободном обращении		18%		
Рыночная капитализация, KZT млн		338 000		
Основные акционеры:				
АО "Казахтелеком"		51.00%		
PIONEER TECHNOLOGIES S.A R.L.		14.87%		
АО "First Heartland Jusan Bank"		9.08%		
АО "Единый накопительный пенсионный фонд"		7.07%		
Финансовые показатели (млн KZT)				
	2021	2022П	2023П	
Выручка	196 189	222 723	248 809	
EBITDA	83 857	100 767	113 904	
Чистая прибыль	32 506	43 953	52 193	
EPS (KZT)	163	220	261	
Собственный капитал	98 271	120 724	142 150	
Чистый долг	28 709	35 195	33 878	
Мультипликаторы				
	2021	2022П	2023П	
EV/Выручка	1.7	1.5	1.3	
EV/EBITDA	3.9	3.3	2.9	
Чистый долг/EBITDA	0.3	0.3	0.3	
Чистый долг/Капитал	0.3	0.3	0.2	
P/E	10.4	7.7	6.5	
P/B	3.4	2.8	2.4	
ROE	33%	36%	37%	
Динамика цен				
	KCEL.KZ	KASE индекс		
1М	53%	12%		
3М	40%	8%		
12М	12%	-2%		
Максимум за 52 недели	1 751	3 811		
Минимум за 52 недели	945	2 617		



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

За 1П2022 г. Kcell увеличил выручку с учетом государственных субсидий на 19.7% г/г до 107.9 млрд тенге при этом себестоимость возросла на 15.8% г/г до 68.5 млрд тенге. В результате того, что выручка росла опережающими темпами по сравнению с расходами, чистая прибыль компании за 1П2022 г. увеличилась на 23.9% г/г до 19.4 млрд тенге. Однако несмотря на то, что менеджмент компании снизил ожидания по отношению SAPEX к выручке с 25% до 20-22% в 2022 г., в последующие годы мы ожидаем их заметное увеличение. Учитывая сильные результаты 1П2022 г., **мы повышаем 12М ЦЦ с 1295 тенге/акция до 1503 тенге/акция.** С даты публикации нашего **последнего отчета** акции Kcell выросли на 52%, в связи с этим мы меняем нашу рекомендацию с **Покупать на Продавать акции Kcell.**

Рост чистой прибыли за счет роста ARPU. По результатам 1П2022 г. у компании снизилась абонентская база на 0.5% г/г, а общее количество абонентов на конец 1П2022 г. составило 7 986 тыс. Показатель среднего количества минут на одного абонента (MOU) также снизился на 4.9% г/г до 199 мин/месяц. ARPU вырос на 6.7% г/г до 1504 тенге.

За 1П2022 г. выручка компании с учетом государственных субсидий составила 107.9 млрд тенге, увеличившись на 19.7% г/г. Наибольший прирост выручки пришелся на сегмент реализации мобильных устройств (22% от выручки), который увеличился на 49.2% г/г до 23.9 млрд тенге. Выручка от услуг голосовой связи (40% от выручки) увеличилась на 16.5% г/г до 43.5 млрд тенге. Выручка от услуг передачи данных (34% от выручки) возросла на 11.6% г/г до 36.2 млрд тенге. Доход от дополнительных услуг (3% от выручки) снизился на 28.3% г/г, составив 3.1 млрд тенге. Также компания получила 1.2 млрд тенге в качестве дохода от государственных субсидий (1% от выручки). Государственные субсидии выделяются при условии финансирования проектов, связанных с предоставлением широкополосного доступа в интернет в сельской местности.

Себестоимость возросла на 15.8% г/г до 68.5 млрд тенге, а общие и административные расходы увеличились на 1.7% г/г до 7.1 млрд тенге. Финансовые расходы снизились на 16.8% г/г до 3.5 млрд тенге.

В результате чистая прибыль компании за 1П2022 г. возросла на 23.9% г/г и составила 19.4 млрд тенге.

Повышение целевой цены отражает позитивный взгляд на компанию. На наше решение повысить ЦЦ с 1295 тенге/акция до 1503 тенге/акция повлияли несколько факторов. Прежде всего — это хорошие результаты за 1П2022 г., благодаря которым мы пересмотрели наши прогнозы по выручке и рентабельности в сторону увеличения. Выручка компании динамично увеличивается за счёт продажи мобильных устройств по контракту. Данная схема продажи позволяет клиентам приобретать флагманские смартфоны компании Samsung в рассрочку дешевле (примерно на 10%), чем у крупных торговых сетей. При этом клиент дополнительно получает пакет услуг связи. Мы ожидаем дальнейший активный прирост выручки от данного сегмента до тех пор, пока крупные торговые сети не скорректируют свою ценовую политику.

Также мы учитываем увеличение прибыли компании за счет возможного увеличения тарифов. Напомним, что в 2018 году Комитет по регулированию естественных монополий Министерства национальной экономики Казахстана ввел трехлетний мораторий на изменения действующих тарифных планов после сделки по приобретению Казахтелеком акций Kcell. Этот мораторий закончился в начале текущего года. Следовательно, у компании имеется возможность повысить тарифы, которой она, по нашим ожиданиям, скорее всего воспользуется.

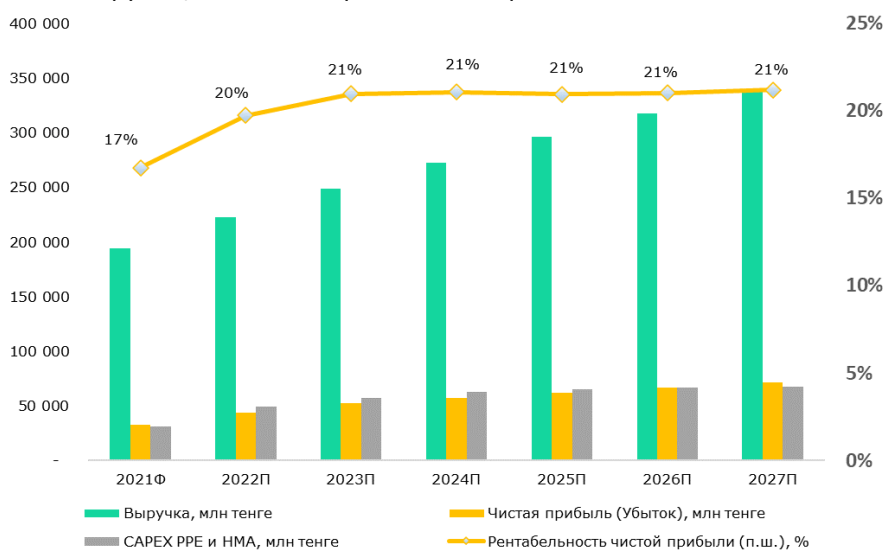
Кроме того, по ожиданиям менеджмента отношение капитальных затрат (CAPEX) к выручке по результатам 2022 г., должно сложиться на уровне 20-22%, в то время как ранее прогноз менеджмента составлял 25% от выручки. Таким образом, снижение капитальных затрат в этом периоде положительно скажется на свободном денежном потоке. Это в свою очередь положительно сказалось на нашей текущей оценке компании. Однако, мы ожидаем, что в последующие годы капитальные затраты компании существенно возрастут из-за удорожания производственных материалов, оборудования и услуг, а также из-за ослабления национальной валюты.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	1П2022	1П2021	г/г	2021	2020	г/г
Выручка	107 903	90 163	20%	194 081	174 684	11%
Себестоимость	-68 518	-59 179	16%	-128 459	-122 558	5%
Валовая прибыль	39 385	30 984	27%	65 622	52 126	26%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>37%</i>	<i>34%</i>		<i>34%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-7 050	-6 929	2%	-9 437	-7 001	35%
Расходы по реализации	-897	-793	13%	-3 106	-1 965	58%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-2 074	791	-	-2 594	-10 334	-75%
Операционная прибыль	29 364	24 053	22%	50 485	32 826	54%
<i>Рентабельность Операционной</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>		<i>26%</i>	<i>19%</i>	
Процентные доходы/расходы,	-3 480	-4 183	-17%	-7 765	-9 453	-18%
Прочие доходы/расходы, нетто	1 091	326	235%	482	1 249	-61%
Прибыль до налогообложения	26 975	20 196	34%	43 202	24 622	75%
Корпоративный подоходный налог	-7 618	-4 569	67%	-10 696	-7 044	52%
Чистая прибыль	19 357	15 627	24%	32 506	17 578	85%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>		<i>17%</i>	<i>10%</i>	
Прибыль на акцию (KZT),	96.8	78.1	24%	162.5	87.9	85%

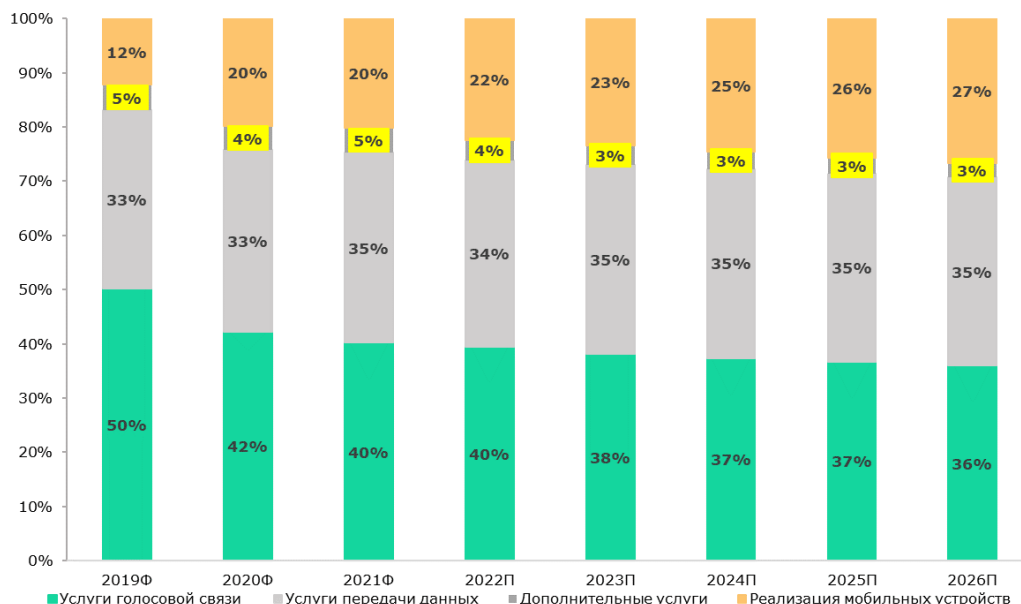
Источник: данные компании

Рис 2. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Структура выручки



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Основные операционные показатели

	1П2022	г/г	2021	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	7 986	-0.5%	7 961	-1.2%
MOU (мин/месяц)	199	-4.9%	210	-8.7%
ARPU (тенге)	1 504	6.7%	1 614	10.8%
Уровень оттока (%)	22.3%	- 11.8 пп	30.4%	- 6.4 пп

Источник: данные компании

Рис 5. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	222 723	248 809	272 854	295 940	317 943	338 741
ЕБИТ	63 725	72 902	80 354	87 068	93 480	99 303
+ Амортизация	33 810	37 770	41 420	44 925	48 265	51 422
- Налог на прибыль	-14 591	-17 326	-19 087	-20 593	-22 199	-23 825
- Капитальные инвестиции	-48 999	-57 226	-62 756	-65 107	-66 768	-67 748
- Изменения в оборотном капитале	-13 750	-652	-333	-251	-183	-129
Свободные денежные потоки	20 195	35 467	39 597	46 043	52 596	59 023
WACC	16.45%					
Свободные денежные потоки	17 343	26 157	25 078	25 042	24 566	23 675
Терминальная стоимость (PV)	187 503					
Enterprise value (PV)	329 364					
- Чистый долг (PV)	28 709					
Рыночная капитализация	300 655					
Количество акций, млн	200					
12М целевая цена (KZT/акция)	1 503					
Текущая цена (KZT/акция)	1 690					
Потенциал роста/(снижения)	-11%					
Рекомендация	Продавать					

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	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	196 189	222 723	248 809	272 854	295 940	317 943	338 741
Себестоимость продаж	-130 567	-143 620	-158 979	-174 186	-189 056	-203 449	-217 226
Валовая прибыль	65 622	79 103	89 830	98 668	106 884	114 494	121 516
Коммерческие и маркетинговые расходы	-3 106	-2 752	-2 755	-2 762	-2 893	-2 790	-2 800
Общие и административные	-9 437	-9 394	-10 942	-12 320	-13 691	-14 991	-16 181
Прочие операционные доходы	-2 594	-3 232	-3 232	-3 232	-3 232	-3 232	-3 232
Операционная прибыль	50 485	63 725	72 902	80 354	87 068	93 480	99 303
Финансовые доходы (расходы), нетто	-7 283	-5 181	-3 382	-3 768	-4 443	-4 410	-3 707
Прибыль до налогообложения	43 202	58 544	69 519	76 587	82 626	89 070	95 595
Расходы по налогу на прибыль	-10 696	-14 591	-17 326	-19 087	-20 593	-22 199	-23 825
Прибыль и общий совокупный	32 506	43 953	52 193	57 499	62 033	66 871	71 770
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	163	220	261	287	310	334	359

Балансовый отчет	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Активы							
Основные средства	85 805	86 070	88 853	91 906	92 258	89 456	83 084
Нематериальные активы	42 284	57 208	73 881	92 164	111 995	133 299	155 998
Прочие внеоборотные активы	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213
Итого внеоборотные активы	153 302	168 491	187 947	209 283	229 465	247 969	264 295
Товарно-материальные запасы	6 582	8 990	10 043	11 013	11 945	12 833	13 673
Дебиторская задолженность по	17 751	21 463	23 977	26 294	28 519	30 639	32 644
Прочие оборотные активы	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679
Денежные средства и их эквиваленты	51 402	10 918	6 066	6 652	7 215	7 751	8 258
Итого оборотные активы	86 414	52 050	50 765	54 639	58 358	61 903	65 254
Итого активы	239 716	220 541	238 712	263 922	287 823	309 871	329 548
Капитал и обязательства							
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	63 211	85 664	107 090	128 054	149 838	173 286	198 246
Итого капитал	98 271	120 724	142 150	163 114	184 898	208 346	233 306
Долгосрочные займы	63 468	23 531	4 452	0	0	0	0
Прочие долгосрочные	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892
Итого долгосрочные	73 360	33 423	14 344	9 892	9 892	9 892	9 892
Краткосрочные займы	16 643	22 582	35 492	41 235	40 447	36 221	28 223
Торговая кредиторская	35 705	28 074	30 989	33 944	36 849	39 675	42 390
Прочие краткосрочные	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737
Итого краткосрочные	68 085	66 394	82 218	90 916	93 033	91 633	86 350
Итого обязательства	141 445	99 817	96 562	100 808	102 925	101 525	96 242
Итого обязательства и капитал	239 716	220 541	238 712	263 922	287 823	309 871	329 548

Отчет о движении денежных	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Денежные средства от операционной деятельности	74 056	64 013	89 311	98 586	106 707	114 953	123 064
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-12 452	-48 999	-57 226	-62 756	-65 107	-66 768	-67 748
Денежные средства от финансовой деятельности	-33 653	-55 497	-36 937	-35 244	-41 038	-47 649	-54 808
Уменьшение/увеличение	27 951	-40 484	-4 852	586	563	536	507

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».

© 2022 г., все права защищены.

Департамент исследований

E-mail

research@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

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

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance