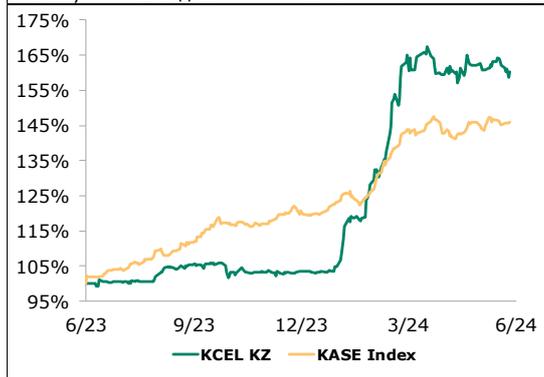


Результаты за 1кв2024 г.

Тикер	KCEL.KZ		
Рекомендация	Продавать		
Текущая цена, KZT/акция	2 983		
12M целевая цена, KZT/акция	2 234		
Ожидаемый потенциал роста	-25%		
Количество акций, млн	200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	18 567		
Доля акций в свободном обращении	18%		
Рыночная капитализация, KZT млн	596 600		
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"	7.06%		
Кредитные агентства	Оценка	Прогноз	
Fitch	BB+	Стабильный	
Финансовые показатели (млн KZT)	2023	2024П	2025П
Выручка	223 747	252 161	280 975
EBITDA	101 747	114 828	132 598
Чистая прибыль	32 897	26 690	36 730
EPS (KZT)	164	133	184
Собственный капитал	171 518	198 208	234 937
Чистый долг	117 393	116 394	69 214
Мультипликаторы	2023	2024П	2025П
EV/Выручка	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	5.7	5.1	4.4
Чистый долг/EBITDA	1.2	1.0	0.5
Чистый долг/Капитал	0.7	0.6	0.3
P/E	18.1	22.4	16.2
P/B	3.5	3.0	2.5
ROE	19%	13%	16%
Динамика цен	KCEL.KZ	KASE индекс	
1М	-1%	0%	
3М	1%	5%	
12М	60%	46%	
Максимум за 52 недели	3 166	5 116	
Минимум за 52 недели	1 877	3 471	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Компания Kcell отчиталась по итогам деятельности за 1 квартал 2024 года. Чистая прибыль компании снизилась в 4.6 раза. Выручка по договорам с покупателями почти не изменилась, однако себестоимость выросла на 22% г/г. Несмотря на это, сервисная выручка компании (B2C) выросла на 14.4%, а сегмент B2B вырос на 4% г/г благодаря росту ARPU и объема трафика данных. Стагнация общей выручки объясняется высокой базой прочих доходов в 1 квартале 2023 года. Расходы по обслуживанию долга за год увеличились в 2.8 раза. В итоге чистая маржа компании рухнула до 4.9% (против 22.5% годом ранее), что оказалась намного ниже наших прогнозов. Падение маржинальности также связано с нестандартно высокими прочими операционными расходами, которые составили 3.5 млрд тенге. Мы полагаем, что эти расходы носят единовременный характер. Также стоит отметить, что чистый долг Kcell продолжает расти, увеличившись на 21 млрд тенге за последний квартал.

Монетизация 5G положительно сказывается на росте сервисной выручки и на производственных показателях компании. Мы ожидаем, что маржинальность в следующем квартале должна восстановиться за счет вышеупомянутых факторов и отсутствия единовременных расходов. Однако увеличение долговой нагрузки и финансовых расходов будут по-прежнему давить на улучшение маржинальности в будущем. **В результате мы сохраняем нашу 12М ЦЦ 2234 тенге/акция и рекомендуем "Продавать" акции Kcell.**

Финансовые результаты отражают снижение маржинальности до рекордных уровней.

За 1 квартал 2024 года:

Выручка компании без учета дохода от государственной субсидии составила 57 млрд тенге (-0.2% г/г).

- Выручка от услуги голосовой связи и передачи данных составила 41.8 млрд тенге (-0.2% г/г).
- Выручка от реализации мобильных устройств и оборудования снизилась до 8.1 млрд тенге (-15.1% г/г).
- Выручка от дополнительных услуг увеличилась до 5.3 млрд тенге (+48.1% г/г), а прочая выручка снизилась до 1.7 млрд (-14.5% г/г)

Себестоимость увеличилась до 42 млрд тенге (+21.9% г/г), а маржинальность валовой прибыли снизилась с 40.4% до 27.9% г/г, в основном из-за роста расходов на износ и амортизацию до 11.6 млрд тенге (+48% г/г), роста платежей за использование частотного диапазона до 4.4 млрд тенге (+74% г/г) и роста расходов на персонал до 4.5 млрд тенге (+16.4% г/г).

Общие и административные расходы почти не изменились и составили 2.5 млрд тенге. Расходы по реализации сократились до 924 млн (-35% г/г). В итоге операционная прибыль составила 7.8 млрд тенге снизившись в 2.3 раза г/г, а маржа операционной прибыли ухудшилась с 31.8% до 13.8% г/г. Прочие операционные расходы за год выросли с 167 млн тенге до 3.5 млрд тенге.

Рис 1. Структура выручки Kcell за 1кв2023 и 1кв 2024.

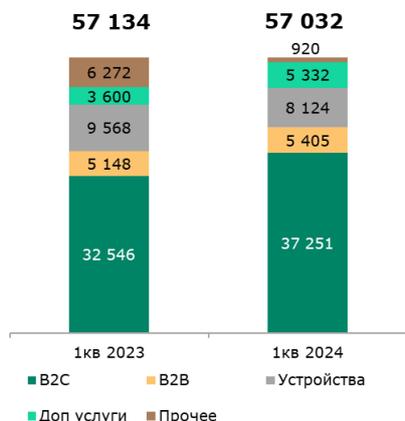
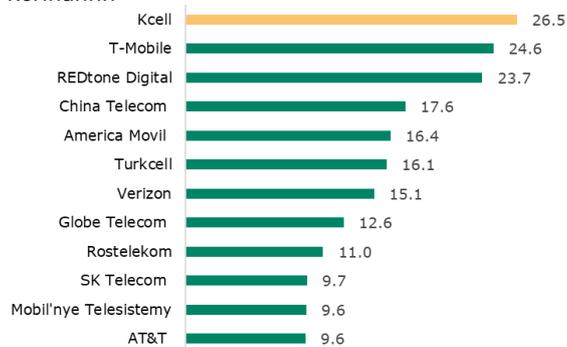


Рис 2. Текущее P/E телекоммуникационных компаний



Процентные расходы выросли за год с 1.7 млрд до 4.9 млрд. Прибыль до налогообложения снизилась до 3.5 млрд тенге (-79.2% г/г), а маржа прибыли до налогообложения за год изменилась с 30.3% до 6.3%.

Чистая прибыль Kcell сократилась до 2.8 млрд тенге, что в 4.5 раза меньше, чем годом ранее, а маржинальность чистой прибыли снизилась с 22.4% до 4.9% г/г.

Производственные данные отражают рост ARPU и объема трафика.

За 1 квартал 2024 года. ARPU (выручка на одного абонента) выросла до рекордных 2059 тенге (+8.3% г/г), а объема трафика данных увеличился до 199 Пб (+2.6% г/г). Отток клиентов составил 84 тыс. человек за 1 квартал 2024 года, однако при сравнении с 1 кварталом прошлого года, компания зафиксировала приток абонентов в 92 тыс человек (1.2% г/г).

Kcell принял решение не выплачивать дивиденды за 2023 год. 27 мая 2024 года Kcell провел ГОСА, результатом которого стало решение компании не выплачивать дивиденды за 2023 год. Это решение соответствует ожиданиям, учитывая, что компания вошла в долгосрочный инвестиционный цикл, связанный с проектом 5G. В дополнение к этому, учитывая текущий уровень задолженности, низкую ликвидность и запланированные капитальные вложения, мы предполагаем, что дивидендных выплат также не будет и по итогу 2024 года.

Рост операционных расходов связан с невыполнением договора. Нестандартный рост прочих операционных расходов на сумму 3.5 млрд тенге привело к снижению чистой маржи компании до 4.9%. Данные затраты были связаны с невыполнением Kcell обязательств по договору о совместном использовании сети за 2023 год с ТОО "Мобайл Телеком-Сервис", однако "дочки Казахстана" не до конца договорились о сумме штрафа и на данный момент ведется досудебное урегулирование данного спора. Согласно менеджменту компании, при удачном разрешении спора сумма штрафа может значительно снизиться, что приведет к нормализации маржинальности компании. В добавок, компания не изменила свои прогнозы по маржинальности EBITDA.

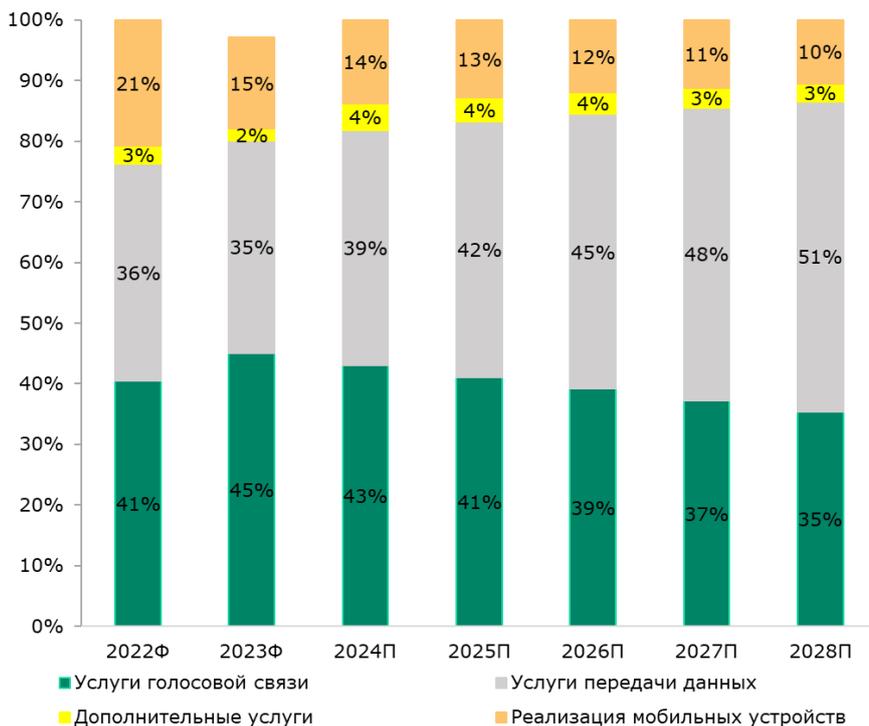
Изменения в оценке. Мы ожидаем, что рост выручки основных сегментов компании должен нивелировать падение маржинальности по EBITDA, однако увеличение финансовых расходов будет по-прежнему сдерживать улучшение маржинальности чистой прибыли. На данный момент мы сохраняем нашу 12M ЦЦ 2234 тенге/акция и рекомендуем "Продавать" акции Kcell.

Рис 2. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	1кв2023	1кв2024	г/г	2021	2022	2023	г/г
Выручка по договорам с покупателями	57 134	57 032	-0.2%	194 081	219 002	223 747	2.2%
Доход от государственной субсидии	849	1 463	72.3%		2 230	3 746	68.0%
Себестоимость	-34 928	-42 589	21.9%	-128 459	-139 585	-156 008	11.8%
Валовая прибыль	23 055	15 906	-31.0%	65 622	81 647	71 485	-12.4%
<i>Валовая маржа</i>	40.4%	27.9%		33.8%	37.3%	31.9%	
Общие и админ расходы	-2 577	-2 516	-2.4%	-9 437	-12 944	-8 811	-31.9%
Расходы по реализации	-1 411	-924	-34.5%	-	-2 714	-5 401	99.0%
Обесценение финансовых активов	-866	-1 346	55.4%	-3 106	-6 264	-5 702	-9.0%
Прочие расходы/доходы	-5	-3 267	65240.0%	-2 594	449	-623	-238.8%
Операционная прибыль	18 196	7 853	-56.8%	50 485	60 174	50 948	-15.3%
<i>Операционная маржа</i>	31.8%	13.8%		26.0%	27.5%	22.8%	
Процентные доходы/расходы, нетто	-1 784	-4 940	176.9%	-7 765	-4 920	-7 550	53.5%
Прочие доходы/расходы, нетто	874	672	-23.1%	482	-33	-1 346	3978.8%
Прибыль до налогообложения	17 286	3 585	-79.3%	43 202	55 221	42 052	-23.8%
<i>Чистая маржа</i>	30.3%	6.3%		22.3%	25.2%	18.8%	
Корпоративный подоходный налог	-4 475	-787	-82.4%	-10 696	-14 871	-9 155	-38.4%
Чистая прибыль	12 811	2 798	-78.2%	32 506	40 350	32 897	-18.5%
<i>Чистая маржа</i>	22.4%	4.91%		16.7%	18.4%	14.7%	
EPS (KZT), разводненная	64.1	14.0	-78.2%	162.53	201.8	164.5	-18.5%

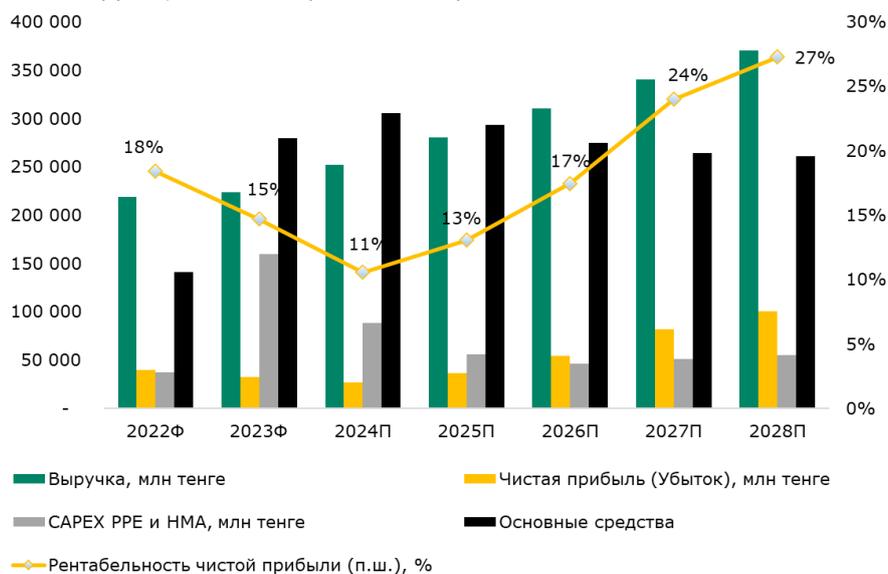
Источник: данные компании

Рис 3. Структура выручки по сегментам



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 5. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	223 747	252 161	280 975	310 645	340 622	370 273	402 476	437 416
ЕВИТ	50 948	45 891	58 182	79 746	104 009	126 939	150 159	174 037
+ Амортизация	44 474	62 612	68 091	65 522	61 218	58 892	58 087	58 546
- Налог на прибыль	160 094	88 256	56 195	46 597	51 093	55 541	60 371	65 612
- Капитальные инвестиции	982	46	1 445	1 683	1 913	2 130	2 327	2 532
- Изменения в оборотном капитале	9 155	8 752	12 044	17 790	26 830	33 118	38 922	44 892
Свободные денежные потоки	-74 809	11 448	56 589	79 198	85 391	95 042	106 626	119 547
WACC	16.60%							
Свободные денежные потоки (PV)	-74 809	9 818	41 621	49 956	46 192	44 093	42 423	40 791
Терминальная стоимость (PV)	308 865							
Enterprise value (PV)	583 759							
- Чистый долг (PV)	139 034							
Рыночная капитализация	444 725							
Количество акций, млн	200							
12М целевая цена (KZT/акция)	2 234							
Текущая цена (KZT/акция)	3 001							
Потенциал роста/(снижения)	-26%							
Рекомендация	Продать							

Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

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

Отчет о прибыли и убытках	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	219 002	223 747	252 161	280 975	310 645	340 622	370 273	402 476	437 416
Валовая прибыль	81 647	71 485	66 103	79 746	102 640	128 172	152 268	176 761	202 027
Операционная прибыль	60 174	50 948	45 891	58 182	79 746	104 009	126 939	150 159	174 037
Прибыль до налогообложения	55 221	42 052	38 611	50 903	72 468	96 732	119 663	142 884	166 763
Чистая Прибыль	40 350	32 897	29 859	38 859	54 678	69 902	86 545	103 962	121 871
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	202	164	149	194	273	350	433	520	609

Балансовый отчет	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Основные средства	97 724	156 113	185 416	173 444	167 026	164 992	166 363	170 658	177 519
Нематериальные активы	43 482	123 824	120 166	120 242	107 735	99 643	94 921	92 910	93 115
Внеоборотные активы	166 895	327 620	353 265	341 368	322 443	312 319	308 967	311 252	318 318
Денежные средства и их эквиваленты	46 248	11 031	12 608	14 049	15 532	92 315	169 986	233 575	277 793
Краткосрочные активы	88 478	63 301	61 843	67 705	73 742	155 125	237 346	305 877	355 457
Активы	255 373	390 921	415 107	409 074	396 185	467 444	546 313	617 129	673 775
Капитал	138 621	171 518	198 208	234 937	289 191	371 013	447 462	515 663	569 478
Долгосрочные займы	54 160	115 775	34 377	7 335	0	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	66 147	133 842	52 444	25 402	18 067				
Краткосрочные займы	10 920	12 649	94 625	75 928	13 251	0	0	0	0
Краткосрочные обязательства	67 648	78 561	157 455	141 734	81 928	71 364	73 784	76 400	79 230
Обязательства	133 795	212 403	209 900	167 136	99 995	89 431	91 851	94 467	97 297
Обязательства + капитал	272 416	383 921	408 107	402 074	389 185	460 444	539 313	610 129	666 775

Отчет о движении денежных средств	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Денежные средства от операционной деятельности	65 928	80 237	89 255	103 376	118 092	141 127	157 758	174 459	192 919
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-52 463	-145 151	-88 256	-56 195	-46 597	-51 093	-55 541	-60 371	-65 612
Денежные средства от финансовой деятельности	-18 370	30 652	579	-45 740	-70 012	-13 251	-24 547	-50 498	-83 089
Уменьшение/увеличение денежных средств	-4 905	-34 262	1 577	1 441	1 483	76 783	77 670	63 590	44 218

Источники: данные компании, расчеты Halyk Finance

© 2024 г. 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».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@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

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance