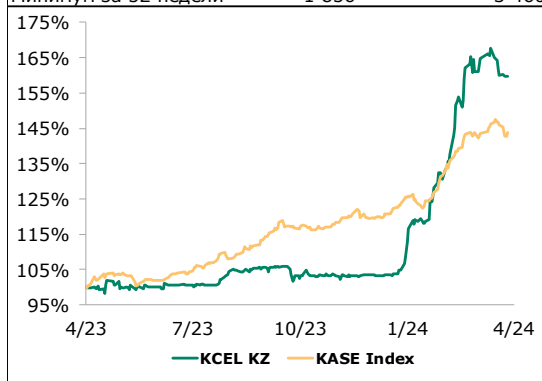


Результаты за 2023 год

18 апреля 2024 год

Тикер	KCEL.KZ		
Рекомендация	Продавать		
Текущая цена, KZT/акция	3 050		
12M целевая цена, KZT/акция	2 234		
Ожидаемый потенциал роста	-27%		
Количество акций, млн	200		
Доля акций в свободном обращении	18%		
Рыночная капитализация, KZT млн	610 000		
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"	7.06%		
Кредитные агентства			
	Оценка	Прогноз	
Fitch	BB+	Стабильный	
Финансовые показатели (млн KZT)			
	2023	2024П	2025П
Выручка	223 747	255 361	286 110
EBITDA	101 747	117 762	137 278
Чистая прибыль	32 897	29 875	39 881
EPS (KZT)	164	149	199
Собственный капитал	171 518	201 393	241 275
Чистый долг	117 393	114 750	65 445
Мультипликаторы			
	2023	2024П	2025П
EV/Выручка	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.5	4.8	4.1
Чистый долг/EBITDA	1.2	1.0	0.5
Чистый долг/Капитал	0.7	0.6	0.3
P/E	18.5	20.4	15.3
P/B	3.6	3.0	2.5
ROE	19%	15%	17%
Динамика цен			
	KCEL.KZ	KASE индекс	
1M	-2%	0%	
3M	50%	16%	
12M	60%	44%	
Максимум за 52 недели	3 166	5 116	
Минимум за 52 недели	1 856	3 460	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Компания Kcell отчиталась по итогам деятельности за 4 квартал и весь 2023 год. Годовые результаты оказались слабыми, однако в четвертом квартале был зафиксирован рост выручки (+11.7% г/г) и чистой прибыли (+18.2% г/г). По итогам года наблюдается увеличение выручки (+2.2% г/г) и значительное ухудшение маржинальности компании за счет роста себестоимости. Капитальные затраты за 2023 год составили 78% от выручки. По нашим оценкам, пик капитальных затрат уже был пройден и по итогам 2024 года мы ожидаем их снижения до 35% от выручки. Мы позитивно оцениваем будущий рост выручки Kcell за счет монетизации 5G и увеличения стоимости тарифов. Из негативных факторов мы также выделяем увеличение чистого долга компании до 117 млрд тенге (+99 млрд г/г). В связи с низкой ликвидностью компании, мы все также не ожидаем дивидендных выплат по итогам 2024 года.

В нашей модели мы увеличили прогнозные темпы роста выручки на 2025-2030 годы, основываясь на положительной квартальной динамике, а также ожиданиях, что Kcell продолжит повышение тарифных планов на свои услуги для переноса затрат по проекту 5G. Также положительным фактором выступают снижение оттока клиентов до рекордно низких уровней и увеличение ARPU. В добавок, мы снизили уровень капитальных затрат на 2024 год исходя из прогнозных данных компании. **В результате мы увеличили нашу 12м ЦЦ с 1555 тенге/акция до 2234 тенге/акция и сохранили рекомендацию "Продавать" акции Kcell.**

Финансовые результаты отражают снижение маржинальности за счет роста себестоимости.

За 2023 год:

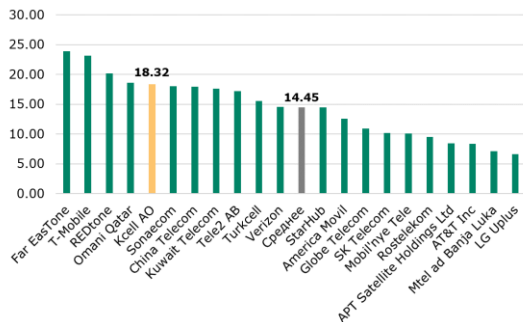
Выручка компании без учета дохода от государственной субсидии выросла до 223.7 млрд тенге (+2.2% г/г).

- Выручка от услуги голосовой связи и передачи данных увеличилась до 179 млрд тенге (+7.4% г/г) за счет монетизации 5G и удорожания тарифов.
- Выручка от реализации мобильных устройств и оборудования сложилась на уровне 33.4 млрд тенге (-26.3% г/г).
- Выручка от дополнительных услуг снизилась до 4.6 млрд тенге (-30.3%), а прочая выручка увеличилась с 181 млн тенге в 2022 году до 6.5 млрд тенге в 2023 году.

Себестоимость увеличилась до 156 млрд тенге (+11.8% г/г), а маржинальность валовой прибыли снизилась с 37.3% до 31.9% г/г, в основном из-за роста расходов на износ и амортизацию до 42.8 млрд (+49.5% г/г), роста платежей за использование частотного диапазона до 13.2 млрд тенге (+76% г/г) и роста расходов на ремонт и техническое обслуживание до 11.4 млрд тенге (+29.8% г/г).

Общие и административные расходы сократились до 8.8 млрд тенге (31.9% г/г). Расходы по реализации за год возросли в 2 раза с 2.7 млрд тенге до 5.4 млрд тенге. В итоге операционная прибыль составила 50.9 млрд тенге (-15.3%), а маржа операционной прибыли ухудшилась с 27.5% до 22.8% г/г. Прибыль до налогообложения снизилась до 31.9 млрд тенге (-26.3% г/г), а

Рис. 1. Текущее P/E телекоммуникационных компаний



Источник: Reuters

маржа прибыли до налогообложения за год изменилась с 25.2% до 18.8%.

Чистая прибыль Kcell сократилась до 32.9 млрд тенге (-18.5%), а маржинальность чистой прибыли снизилась с 18.4% до 14.7% г/г. Мы ожидаем дальнейшее снижение маржинальности за счет роста расходов по износу и амортизации.

Производственные результаты компании демонстрируют рост потребления трафика, а уровень оттока по итогам 4 кв 2023 года составил рекордно низкое значение. За 2023 год ARPU (выручка на одного абонента) выросла до 1795 тенге (+12.3% г/г), за счет увеличения среднего объема трафика данных на пользователя до 14 Гб (+8.5%). Отток клиентов в 4-м квартале составил рекордно низкий уровень – всего 0.5%. Это означает, что Kcell имеет хорошие шансы, впервые за долгое время, привлечь новых абонентов.

Kcell продолжает наращивать долговую нагрузку и планирует выпустить облигации на сумму 70 млрд тенге для «проекта 5G». Исходя из прогнозируемых все еще высоких капитальных затрат в ближайшие 2-3 года в рамках финансирования «проекта 5G», а также учитывая низкий текущий коэффициент ликвидности компании (0.81), то выпуск облигаций является логичным решением. На данный момент имеющиеся кредитные линии с Нурбанком и Халык банком имеют эффективную процентную ставку 17-18.5%, а индикатор доходности корпоративных облигаций на KASE составляет около 14%. Текущая ситуация напоминает 2018 год, когда Kcell также обращалась к выпуску облигаций для финансирования стратегических проектов и улучшения своей ликвидности. Учитывая привлечение заемных средств и предстоящие капитальные затраты, мы не ожидаем дивидендных выплат по итогу 2024 года, а также считаем, что дивиденды по итогу 2025 года также маловероятны.

Продажа Altel и Tele2 иностранному инвестору усилит конкуренцию на рынке. 14 февраля 2024 года Казахтелеком подписало соглашение о продаже 100% доли Мобайл Телеком-Сервис (включающий бренды Altel и Tele 2) катарскому холдингу Power International Holding (PIH). Ранее сообщалось, что Kcell и МТ-С проходят процесс due diligence для выведения из структуры Казахтелеком одного из мобильных операторов. Мы считаем, что продажа МТ-С ожидаемо увеличит конкуренцию среди мобильных операторов, особенно в контексте развития сетей 5G. Это может привести к изменениям в тарифной политике, что, в целом, будет позитивно влиять на рынок, но может негативно сказаться на Kcell. Важно отметить, что в настоящее время только Kcell и МТ-С обладают сетями 5G. После отделения МТ-С от Казахтелекома сотрудничество между мобильными операторами может значительно измениться. Стоит также учесть, что с начала текущего года акции Kcell выросли более чем на 60%. Один из основных факторов, способствующих данному росту, может быть новость о том, что Kcell останется под контролем Казахтелекома.

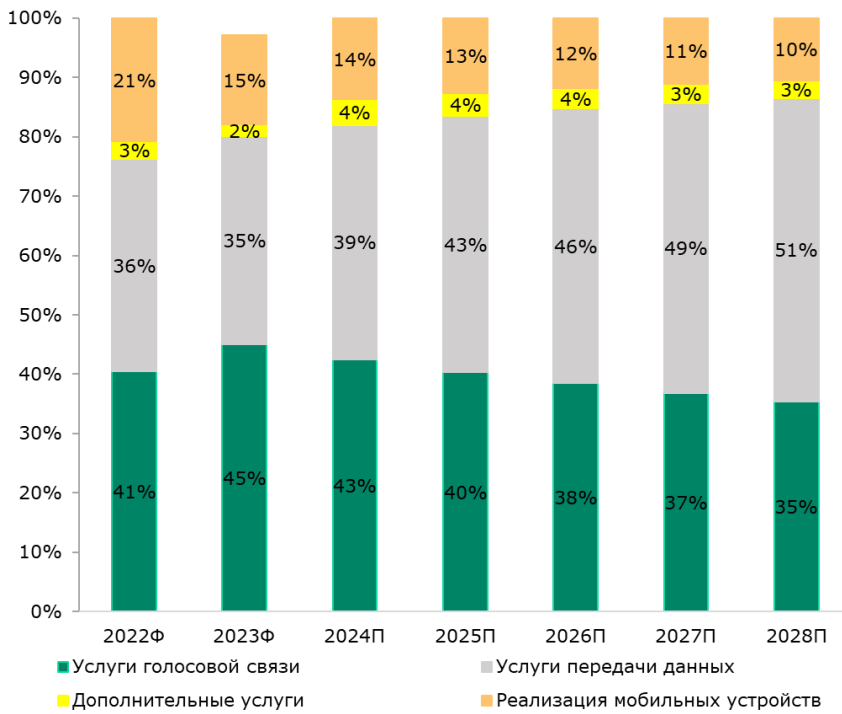
Изменения в оценке. С учетом обновленных данных, мы пересмотрели наши прогнозы по выручке. Мы ожидаем дальнейший рост показателя EBITDA, однако прогнозируем дальнейшее снижение маржинальности чистой прибыли. Мы также изменили уровень капитальных затрат на 2024 год с 40% до 35% в связи с прогнозными данными компании. В итоге после всех изменений мы увеличили нашу 12м ЦЦ с 1 555 тенге/акция до 2 234 тенге/акция и сохранили рекомендацию "Продавать" акции Kcell.

Рис 2. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	4кв2022	4кв2023	г/г	2021	2022	2023	г/г
Выручка по договорам с покупателями	54 574	60 978	11.7%	194 081	219 002	223 747	2.2%
Доход от государственной субсидии	462	1 200	159.7%		2 230	3 746	68.0%
Себестоимость	-35 977	-43 440	20.7%	-128 459	-139 585	-156 008	11.8%
Валовая прибыль	19 059	18 738	-1.7%	65 622	81 647	71 485	-12.4%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>34.9%</i>	<i>30.7%</i>		<i>33.8%</i>	<i>37.3%</i>	<i>31.9%</i>	
Общие и админ расходы	-2 057	-1 550	-24.6%	-9 437	-12 944	-8 811	-31.9%
Расходы по реализации	-1 299	-1 217	-6.3%	-	-2 714	-5 401	99.0%
Обесценение финансовых активов обязательствам	-2 879	-2 916	1.3%	-3 106	-6 264	-5 702	-9.0%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	976	1 360	39.3%	-2 594	449	-623	-238.8%
Операционная прибыль	13 800	13 240	-4.1%	50 485	60 174	50 948	-15.3%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>25.3%</i>	<i>21.7%</i>		<i>26.0%</i>	<i>27.5%</i>	<i>22.8%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-421	-2 887	585.7%	-7 765	-4 920	-7 550	53.5%
Прочие доходы/расходы, нетто	-1 403	-180	-87.2%	482	-33	-1 346	3978.8%
Прибыль до налогообложения	11 976	10 173	-15.1%	43 202	55 221	42 052	-23.8%
	<i>21.9%</i>	<i>16.7%</i>		<i>22.3%</i>	<i>25.2%</i>	<i>18.8%</i>	
Корпоративный подоходный налог	-4 085	-846	-79.3%	-10 696	-14 871	-9 155	-38.4%
Чистая прибыль	7 891	9 327	18.2%	32 506	40 350	32 897	-18.5%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>14.5%</i>	<i>15.3%</i>		<i>16.7%</i>	<i>18.4%</i>	<i>14.7%</i>	
Прибыль на акцию (KZT), разводненная	39.5	46.6		162.53	201.8	164.5	

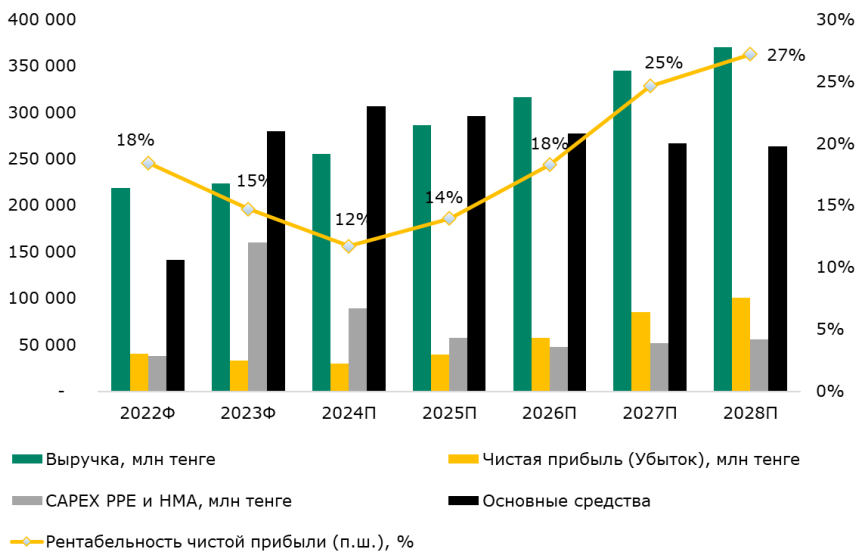
Источник: данные компании

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	255 361	286 110	316 088	344 432	370 273	396 294	422 415
ЕВIT	50 948	48 825	62 614	84 254	106 933	126 416	144 232	160 593
+ Амортизация	44 474	62 612	68 339	65 945	61 728	59 415	58 494	58 657
- Налог на прибыль	160 094	89 376	57 222	47 413	51 665	55 541	59 444	63 362
- Капитальные инвестиции	982	468	1 693	1 715	1 698	1 643	1 551	1 442
- Изменения в оборотном капитале	9 155	9 796	13 077	18 943	27 819	32 988	37 459	41 573
Свободные денежные потоки	-74 809	11 796	58 960	82 127	87 479	95 658	104 272	112 874
WACC	16.69%							
Свободные денежные потоки (PV)	-74 809	10 109	43 298	51 683	47 176	44 207	41 295	38 306
Терминальная стоимость (PV)	288 139							
Enterprise value (PV)	564 213							
- Чистый долг (PV)	117 393							
Рыночная капитализация	446 820							
Количество акций, млн	200							
12М целевая цена (KZT/акция)	2 234							
Текущая цена (KZT/акция)	3 050							
Потенциал роста/(снижения)	-27%							
Рекомендация	Продавать							

Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

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

Отчет о прибыли и убытках	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	196 189	221 232	227 493	255 361	286 110	316 088	344 432	370 273	396 294	422 415
Себестоимость продаж	-130 567	-141 362	-157 614	-186 284	-201 864	-208 864	-213 280	-218 528	-225 559	-234 080
Валовая прибыль	65 622	79 870	69 879	69 076	84 246	107 224	131 152	151 745	170 735	188 336
Коммерческие и маркетинговые расходы	-3 106	-2 714	-5 401	-5 860	-6 270	-6 647	-6 979	-7 258	-7 548	-7 850
Общие и административные расходы	-9 437	-11 167	-7 205	-8 066	-9 037	-9 999	-10 915	-11 747	-12 630	-13 567
Прочие операционные доходы (расходы), нетто	-2 594	-5 815	-6 325	-6 325	-6 325	-6 325	-6 325	-6 325	-6 325	-6 325
Операционная прибыль	50 485	60 174	50 948	48 825	62 614	84 254	106 933	126 415	144 232	160 593
Финансовые доходы (расходы), нетто	-7 283	-7 282	-7 281	-7 280	-7 279	-7 278	-7 277	-7 276	-7 275	-7 274
Прибыль до налогообложения	43 202	52 892	43 667	41 545	55 335	76 976	99 656	119 139	136 957	153 319
Расходы по налогу на прибыль	-10 696	-14 871	-9 155	-9 796	-13 077	-18 943	-27 819	-32 988	-37 459	-41 573
Прибыль и общий совокупный доход за год	32 506	38 021	34 512	31 748	42 257	58 033	71 836	86 151	99 498	111 746
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	163	190	173	159	211	290	359	431	497	559
Балансовый отчет										
	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Активы										
Основные средства	85 805	97 724	156 113	186 216	174 584	168 464	166 501	167 546	170 967	176 261
Нематериальные активы	42 284	43 482	123 824	120 486	121 001	108 589	100 489	95 569	93 098	92 510
Прочие внеоборотные активы	25 213	25 689	47 683	47 683	47 683	47 683	47 683	47 683	47 683	47 683
Итого внеоборотные активы	153 302	166 895	327 620	354 384	343 268	324 736	314 672	310 798	311 749	316 454
Товарно-материальные запасы	6 582	7 980	9 009	10 550	11 820	13 059	14 230	15 297	16 372	17 452
Дебиторская задолженность по основной деятельности	17 751	26 523	32 723	28 638	32 086	35 448	38 627	41 525	44 443	47 372
Прочие оборотные активы	10 679	7 727	10 538	10 538	10 538	10 538	10 538	10 538	10 538	10 538
Денежные средства и их эквиваленты	51 402	46 248	11 031	12 768	14 306	15 804	102 345	179 725	241 158	281 828
Итого оборотные активы	86 414	88 478	63 301	62 494	68 750	74 849	165 739	247 086	312 512	357 190
Итого активы	239 716	255 373	390 921	416 878	412 018	399 585	480 412	557 884	624 260	673 643
Капитал и обязательства										
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	136 458	166 333	206 215	263 984	348 822	423 972	487 906	534 723
Итого капитал	98 271	138 621	171 518	201 393	241 275	299 044	383 882	459 032	522 966	569 783
Долгосрочные займы	63 468	54 160	115 775	26 056	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	9 892	11 987	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067
Итого долгосрочные обязательства	73 360	66 147	133 842	44 123	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067	18 067
Краткосрочные займы	16 643	10 920	12 649	101 462	79 750	6 664	0	0	0	0
Торговая кредиторская задолженность	35 705	34 749	40 996	37 984	41 010	43 895	46 546	48 868	51 311	53 878
Прочие краткосрочные обязательства	15 737	21 979	24 916	24 916	24 916	24 916	24 916	24 916	24 916	24 916
Итого краткосрочные обязательства	68 085	67 648	78 561	164 361	145 676	75 475	71 462	73 784	76 227	78 794
Итого обязательства	141 445	133 795	212 403	208 485	163 743	93 542	89 529	91 851	94 294	96 861
Итого обязательства и капитал	239 716	272 416	383 921	409 878	405 018	392 585	473 412	550 884	617 260	666 643
Отчет о движении денежных средств										
	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Денежные средства от операционной деятельности	74 056	65 928	80 237	92 019	106 527	121 999	144 869	158 373	171 178	183 996
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-12 452	-52 463	-145 151	-89 376	-57 222	-47 413	-51 665	-55 541	-59 444	-63 362
Денежные средства от финансовой деятельности	-33 653	-18 370	30 652	-906	-47 768	-73 087	-6 664	-25 452	-50 301	-79 964
Уменьшение/увеличение денежных средств	27 951	-4 905	-34 262	1 737	1 537	1 499	86 540	77 381	61 433	40 669

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».

© 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
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance