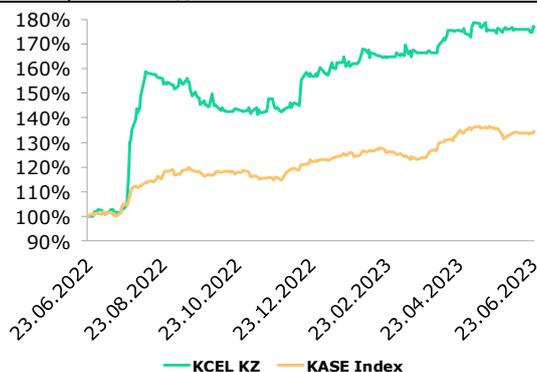


Результаты за 3М2023 г.

01 июля 2023 г.

Тикер	KCEL.KZ		
Рекомендация	Продавать		
Текущая цена, KZT/акция	1 900		
12М целевая цена, KZT/акция	1 612		
Ожидаемый потенциал роста	-15%		
Количество акций, млн	200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	78		
Доля акций в свободном обращении	18%		
Рыночная капитализация, KZT млн	380 000		
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%		
Финансовые показатели (млн KZT)	2022	2023П	2024П
Выручка	219 002	245 930	298 257
EBITDA	96 443	116 580	155 413
Чистая прибыль	40 350	47 678	66 979
EPS (KZT)	202	238	335
Собственный капитал	138 621	186 299	253 278
Чистый долг	18 832	112 852	127 086
Мультипликаторы	2022	2023П	2024П
EV/Выручка	1.6	1.4	1.1
EV/EBITDA	3.5	2.9	2.2
Чистый долг/EBITDA	0.2	1.0	0.8
Чистый долг/Капитал	0.1	0.6	0.5
P/E	9.4	8.0	5.7
P/B	2.7	2.0	1.5
ROE	29%	26%	26%
Динамика цен	KCEL.KZ	KASE индекс	
1М	0%	-1%	
3М	6%	8%	
12М	77%	34%	
Максимум за 52 недели	1 922	3 614	
Минимум за 52 недели	1 075	2 645	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Компания Кселл отчиталась по итогам своей деятельности за 3М2023 г. В целом по компании наблюдается рост выручки, за исключением сегмента продажи устройств и оборудования. Опережающий рост доходов по сравнению с расходами способствовал увеличению чистой прибыли более чем на треть. Мы учли рост маржинальности компании в отчетном периоде в нашей модели. В результате мы повысили нашу целевую цену до **1612 тенге за акцию и сохраняем нашу рекомендацию «Продавать» акции Кселл**. Примечательно, что компания начала наращивать свои капитальные затраты на развитие сетей 5G, что в свою очередь привело к значительному росту чистого долга. Рост долга пока не нашел своего отражения в нашей оценке, т.к. в моменте трудно оценить его окончательное значение по итогам года. Однако по результатам 1П2023 г. мы возможно пересмотрим нашу оценку компании с учетом этого параметра.

У компании возросла маржинальность бизнеса за счет опережающего роста доходов по сравнению с расходами. За 3М2023 г. выручка компании без учета дохода от государственной субсидии увеличилась на 13.5% г/г до 57.1 млрд тенге. При этом выручка от услуг мобильной связи и прочих услуг составила 45.6 млрд тенге (+19.6% г/г за 3М2023 г.), а выручка от реализации мобильных устройств и оборудования сложилась на уровне 9.6 млрд тенге (- 9% г/г за 3М2023 г.).

Себестоимость увеличилась на 5.5% г/г до 34.2 млрд тенге, а общие и административные расходы увеличились на 7.4% г/г до 3.4 млрд тенге. Рост расходов по реализации возросли более чем в 3 раза с 437 млн тенге до 1.4 млрд тенге. При этом чистые процентные расходы значительно снизились с 1.7 млрд тенге до 62 млн тенге. Рентабельность валовой прибыли возросла с 37% до 42%, а рентабельность чистой прибыли возросла с 27% до 32%.

В результате за 3М2023 г. чистая прибыль увеличилась на 38.8% г/г и составила 12.8 млрд тенге, а ее рентабельность возросла с 18% до 22%.

Рост средней прибыли на одного абонента за счет увеличения использования трафика данных. Средняя выручка на одного абонента (ARPU) возросла на 14.2% г/г и составила 1 901 тенге. Увеличение выручки связано с ростом общего трафика данных на 18.1% г/г до 194 ПБ и ростом среднего объема трафика данных на одного пользователя на 23.2% г/г до 13.8 ГБ.

Kcell начала наращивать капитальные расходы на развитие сетей 5G. Эти расходы главным образом связаны с приобретением нематериальных активов. Капитальные расходы за 3М2023 г., направленные на приобретение основных средств, составили 12.3 млрд тенге, а на приобретение нематериальных активов составили 28.6 млрд тенге. Годом ранее капитальные расходы сложились на уровне 19.5 млрд тенге и 3.4 млрд тенге соответственно. Более подробно планируемый значительный рост капитальных затрат мы уже [описывали](#) по итогам 2022 г.

Рост маржинальности повышает оценку компании, но рост чистого долга создает риски. Главным фактором повышения нашей оценки Kcell является рост маржинальности компании за счет снижения себестоимости по услугам взаимного подключения

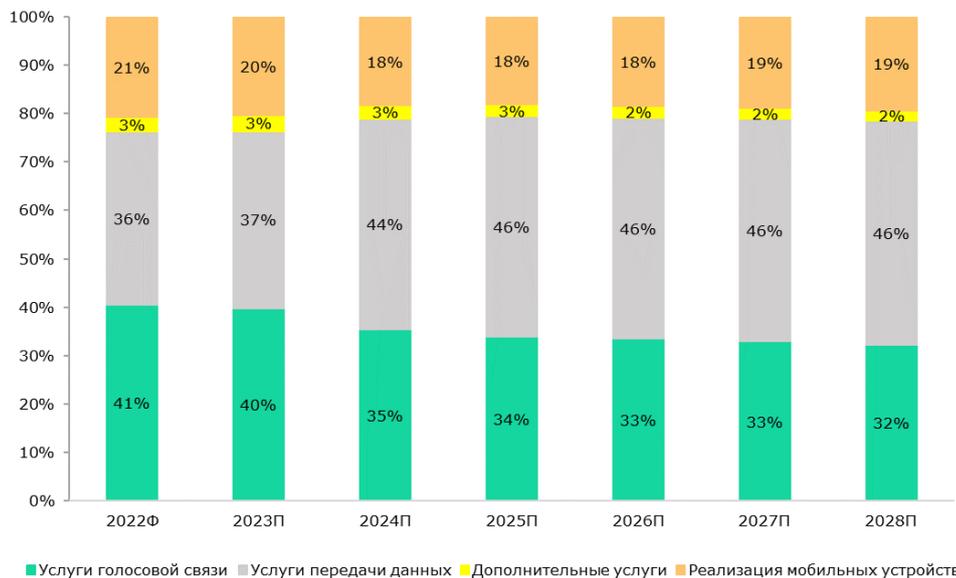
к сетям и себестоимости мобильных устройств, сим-карт и скретч-карт. При этом мы наблюдаем рост чистого долга компании с 18.8 млрд тенге до 32.3 млрд тенге. Данный рост связан со значительными капитальными затратам на развитие сетей пятого поколения в 1кв2023 г., которые частично были профинансированы за счет собственных средств. Мы пока не учитываем этот рост в нашей оценке, т.к. на данный момент достаточно сложно оценить окончательный размер долга по итогам текущего года. С учетом роста маржинальности мы повысили нашу ЦЦ с 1532 тенге/акция до 1612 тенге/акция. Однако если рост чистого долга продолжится, то мы пересмотрим нашу оценку в сторону снижения по результатам 1П2023 г.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	3М2023	3М2022	г/г	2022	2021	2020	г/г
Выручка	57 134	50 333	14%	219 002	194 081	174 684	13%
Доход от государственной субсидии	849	560					
Себестоимость	-34 154	-32 377	5%	-139 132	-128 459	-122 558	8%
Валовая прибыль	23 829	18 516	29%	79 870	65 622	52 126	22%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>42%</i>	<i>37%</i>		<i>36%</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-3 351	-3 121	7%	-11 167	-9 437	-7 001	18%
Расходы по реализации	-1 411	-437	223%	-2 714	-3 106	-1 965	-13%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-871	-1 238	-	-5 815	-2 594	-10 334	124%
Операционная прибыль	18 196	13 720	33%	60 174	50 485	32 826	19%
<i>Рентабельность Операционной</i>	<i>32%</i>	<i>27%</i>		<i>27%</i>	<i>26%</i>	<i>19%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-62	-1 726	-96%	-4 920	-7 765	-9 453	-37%
Прочие доходы/расходы, нетто	-848	111	-864%	-33	482	1 249	-107%
Прибыль до налогообложения	17 286	12 105	43%	55 221	43 202	24 622	28%
Корпоративный подоходный налог	-4 475	-2 873	56%	-14 871	-10 696	-7 044	39%
Чистая прибыль	12 811	9 232	39%	40 350	32 506	17 578	24%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>22%</i>	<i>18%</i>		<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	
Прибыль на акцию (KZT),	64.1	46.2	39%	201.8	162.5	87.9	24%

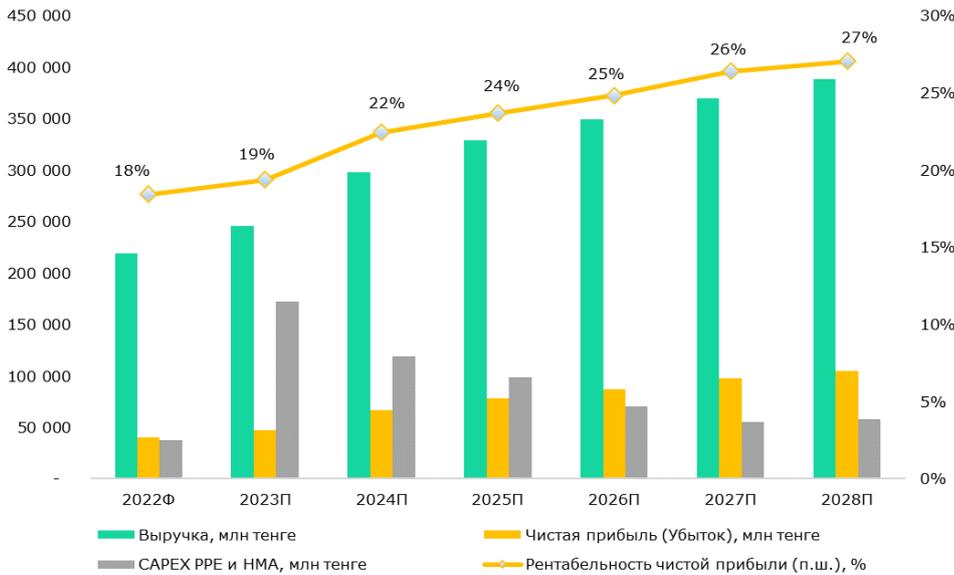
Источник: данные компании

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. Расчет 12M целевой цены, млн тенге

	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	219 002	245 930	298 257	329 283	349 715	369 355	388 030
ЕБИТ	60 174	73 528	104 890	120 157	127 425	134 296	140 840
+ Амортизация	30 454	35 114	42 585	47 015	49 932	52 737	55 403
- Налог на прибыль	-14 871	-16 255	-22 835	-26 582	-29 614	-33 234	-35 808
- Капитальные инвестиции	-37 675	-172 151	-119 303	-98 785	-69 943	-55 403	-58 205
- Изменения в оборотном капитале	-11 126	-4 661	-4 496	-1 851	-533	-486	-462
Свободные денежные потоки	26 956	-84 424	842	39 955	77 267	97 909	101 769
WACC	17.76%						
Свободные денежные потоки (PV)	26 956	-71 690	607	24 465	40 175	43 229	38 155
Терминальная стоимость (PV)	266 196						
Enterprise value (PV)	341 136						
- Чистый долг (PV)	18 832						
Рыночная капитализация	322 304						
Количество акций, млн	200						
12M целевая цена (KZT/акция)	1 612						
Текущая цена (KZT/акция)	1 900						
Потенциал роста/(снижения)	-15%						
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	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
Валовая прибыль	79 870	91 243	123 576	139 562	147 415	154 865	161 961
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
Операционная прибыль	60 174	67 981	97 797	111 908	118 225	124 177	129 862
Финансовые доходы (расходы), нетто	-4 953	-9 778	-15 762	-17 020	-13 257	-5 027	-47
Прибыль до налогообложения	55 221	58 203	82 034	94 888	104 968	119 150	129 815
Расходы по налогу на прибыль	-14 871	-14 798	-20 857	-24 125	-26 688	-30 293	-33 005
Прибыль и общий совокупный	40 350	43 405	61 178	70 763	78 280	88 857	96 810
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	202	217	306	354	391	444	484

Балансовый отчет	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Активы							
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
Итого внеоборотные активы	166 895	303 932	380 650	432 419	452 430	455 097	457 898
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
Итого оборотные активы	88 478	60 841	72 143	78 844	83 256	87 498	156 461
Итого активы	255 373	364 773	452 792	511 263	535 686	542 595	614 359
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	103 561	146 966	208 144	278 907	357 187	446 044	516 197
Итого капитал	138 621	182 026	243 204	313 967	392 247	481 104	551 257
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
Итого долгосрочные	66 147	19 178	11 987				
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
Итого краткосрочные	67 648	180 612	214 644	202 352	148 495	66 547	68 158
Итого обязательства	133 795	199 790	226 631	214 339	160 482	78 534	80 145
Итого обязательства и капитал	272 416	381 816	469 835	528 306	552 729	559 638	631 402

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
Уменьшение/увеличение	-4 905	-28 755	3 722	2 207	1 453	1 397	66 258

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

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