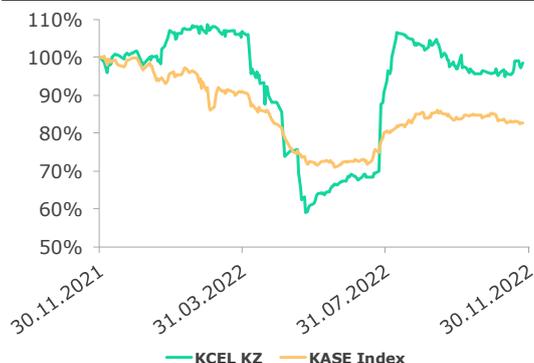


Результаты за 9М2022 г.

01 декабря 2022 г.

Тикер		KCEL.KZ		
Рекомендация		Держать		
Текущая цена, KZT/акция		1 530		
12М целевая цена, KZT/акция		1 409		
Ожидаемый потенциал роста		-8%		
Количество акций, млн		200		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)		78		
Доля акций в свободном обращении		18%		
Рыночная капитализация, KZT млн		306 000		
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)				
	2021	2022П	2023П	
Выручка	196 189	224 858	252 264	
EBITDA	83 857	104 691	118 335	
Чистая прибыль	32 506	43 186	51 558	
EPS (KZT)	163	216	258	
Собственный капитал	98 271	119 957	141 284	
Чистый долг	28 709	37 040	36 240	
Мультипликаторы				
	2021	2022П	2023П	
EV/Выручка	1.5	1.3	1.2	
EV/EBITDA	3.5	2.8	2.5	
Чистый долг/EBITDA	0.3	0.4	0.3	
Чистый долг/Капитал	0.3	0.3	0.3	
P/E	9.4	7.1	5.9	
P/B	3.1	2.6	2.2	
ROE	33%	36%	36%	
Динамика цен				
	KCEL.KZ	KASE индекс		
1М	2%	-2%		
3М	-5%	-3%		
12М	-2%	-17%		
Максимум за 52 недели	1 740	3 679		
Минимум за 52 недели	945	2 617		



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

В течение 9М2022 г. выручка Кселл увеличилась на 17% г/г до 164.4 млрд тенге, тогда как себестоимость выросла только на 13% г/г, составив 103.6 млрд тенге. Общие и административные расходы увеличились на 3% до 10.9 млрд тенге. В результате, операционная прибыль возросла на 26% г/г до 46.4 млрд тенге, а чистая прибыль увеличилась на 30% г/г до 32.5 млрд тенге. Размер чистого долга компании снизился на 47.4% с начала года и составил 15.1 млрд тенге. Такое снижение долга положительно сказалось на нашей оценке, однако, несмотря на положительные финансовые результаты, в нашей оценке мы учли возросшую стоимость заимствования в Казахстане. По причине роста процентных ставок, средневзвешенная доходность возросла с 16.45% до 17.56%. В результате мы снизили нашу 12М ЦЦ с 1503 тенге/акция до 1409 тенге/акция и изменили нашу рекомендацию с Продавать на Держать акции Кселл.

Прибыльность компании возрастает несмотря на снижение производственных результатов. За 9М2022 г. абонентская база компании снизилась на 0.4% г/г до 7 928 тысяч. Показатель среднего количества минут на одного абонента (MOU) снизился на 4.9% г/г до 195 мин/месяц. В результате, средняя выручка на одного абонента (ARPU) снизилась на 5.1% г/г и составила 1 504 тенге.

Несмотря на снижение операционных показателей, финансовые результаты компании продемонстрировали существенный рост. Выручка компании без учета дохода от государственной субсидии возросла на 17% г/г до 164.4 млрд тенге. При этом, выручка от услуг мобильной связи и прочих услуг (75% от всей выручки) составила 123.6 млрд тенге (14.9% г/г за 9М2022 г.), а выручка от реализации мобильных устройств и оборудования (22% от всей выручки компании) увеличилась на 38.5% г/г. и составила 35.8 млрд тенге.

Стоит отметить, что менеджмент Кселл перестал публиковать более подробную структуру выручки компании, консолидировав статьи «услуги голосовой связи и прочие услуги» и «услуги передачи данных» в одну статью «услуги мобильной связи и прочие услуги». Такое укрупнение статей несколько снижает понимание основных источников выручки компании.

Себестоимость увеличилась на 13% г/г до 103.6 млрд тенге, а общие и административные расходы увеличились только на 3% г/г до 10.9 млрд тенге. Чистые процентные расходы снизились на 21% г/г до 43.2 млрд тенге.

В результате, за 9М2022 г. операционная прибыль составила 46.4 млрд тенге, увеличившись на 26% г/г, а чистая прибыль возросла на 30% г/г, составив 32.5 млрд тенге.

Повышение средневзвешенной доходности, снижение размера чистого долга компании, а также замедление темпов прироста выручки от реализации мобильных устройств повлияли на снижение целевой цены. Нами было принято решение пересмотреть ЦЦ с 1503 тенге/акция до 1409 тенге/акция по нескольким причинам. Результаты от реализации мобильных устройств оказались ниже наших ожиданий. Если во 2кв2022 г. прирост выручки от реализации мобильных устройств составлял 71.3% г/г, то в 3кв2022 г. прирост составил 21.2% г/г.

На падение продаж мобильных устройств в точках продаж Кселл повлияло снижение реальных доходов населения.

Однако на снижение ЦЦ повлияло то, что при оценке компании мы пересмотрели средневзвешенную доходность в сторону повышения с 16.45% до 17.56% в ответ на рост базовой ставки НБК и ставок на долговом рынке Казахстана.

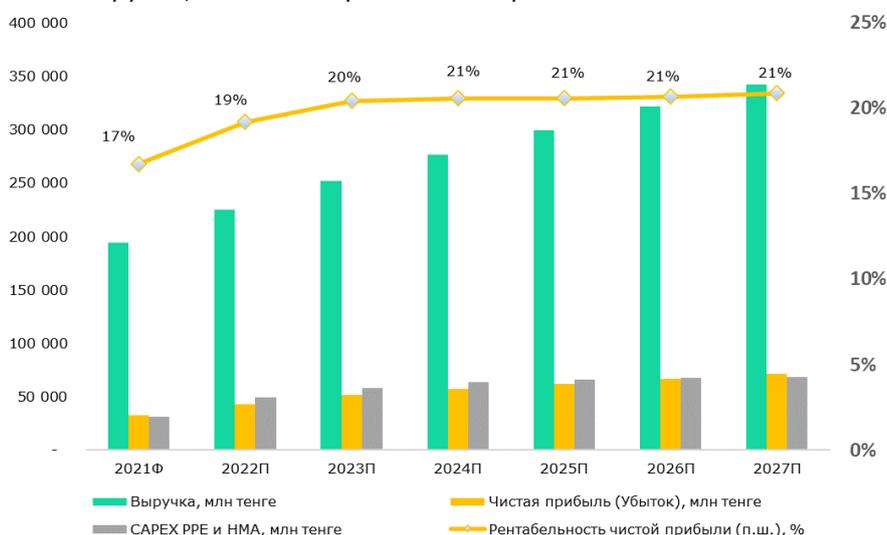
При этом, мы положительно оцениваем снижение чистого долга компании с начала года с 28.7 млрд тенге до 15.1 млрд тенге. Снижение долга главным образом связано с погашением долга в размере 2 млрд тенге в марте перед ДБ Банком ВТБ и 11 млрд тенге в августе перед Банком Китая в Казахстане.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	9M2022	9M2021	г/г	2021	2020	г/г
Выручка	164 428	140 408	17%	194 081	174 684	11%
Доход от государственной субсидии	1 768					
Себестоимость	-103 608	-91 860	13%	-128 459	-122 558	5%
Валовая прибыль	62 588	48 548	29%	65 622	52 126	26%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>38%</i>	<i>35%</i>		<i>34%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-10 887	-10 619	3%	-9 437	-7 001	35%
Расходы по реализации	-1 415	-1 542	-8%	-3 106	-1 965	58%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-3 912	540	-	-2 594	-10 334	-75%
Операционная прибыль	46 374	36 927	26%	50 485	32 826	54%
<i>Рентабельность Операционной</i>	<i>28%</i>	<i>26%</i>		<i>26%</i>	<i>19%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-4 499	-5 709	-21%	-7 765	-9 453	-18%
Прочие доходы/расходы, нетто	1 370	291	371%	482	1 249	-61%
Прибыль до налогообложения	43 245	31 509	37%	43 202	24 622	75%
Корпоративный подоходный налог	-10 786	-6 556	65%	-10 696	-7 044	52%
Чистая прибыль	32 459	24 953	30%	32 506	17 578	85%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>		<i>17%</i>	<i>10%</i>	
Прибыль на акцию (KZT),	162.3	78.1	108%	162.5	87.9	85%

Источник: данные компании

Рис 2. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Основные операционные показатели

	9M2022	г/г	2021	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	7 928	-0.4%	7 961	-1.2%
MOU (мин/месяц)	195	-4.9%	210	-8.7%
ARPU (тенге)	1 505	6.7%	1 614	10.8%
Уровень оттока (%)	23.4%	- 7.0 пп	30.4%	- 6.4 пп

Источник: данные компании

Рис 4. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	224 858	252 264	276 424	299 603	321 670	342 497
ЕБИТ	62 702	72 196	79 856	86 928	93 442	99 456
+ Амортизация	34 050	38 201	41 859	45 369	48 711	51 865
- Налог на прибыль	-14 336	-17 115	-18 884	-20 464	-22 083	-23 745
- Капитальные инвестиции	-49 469	-58 021	-63 578	-65 913	-67 551	-68 499
- Изменения в оборотном капитале	-14 599	-707	-407	-320	-248	-189
Свободные денежные потоки	18 350	34 553	38 847	45 600	52 271	58 887
WACC	17.56%					
Свободные денежные потоки (PV)	15 609	25 002	23 910	23 874	23 279	22 308
Терминальная стоимость (PV)	163 002					
Enterprise value (PV)	296 984					
- Чистый долг (PV)	15 146					
Рыночная капитализация	281 838					
Количество акций, млн	200					
12М целевая цена (KZT/акция)	1 409					
Текущая цена (KZT/акция)	1 530					
Потенциал роста/(снижения)	-8%					
Рекомендация	Держать					

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты 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	224 858	252 264	276 424	299 603	321 670	342 497
Себестоимость продаж	-130 567	-141 685	-157 725	-172 715	-187 368	-201 542	-215 093
Валовая прибыль	65 622	83 173	94 539	103 710	112 235	120 129	127 404
Коммерческие и маркетинговые расходы	-3 106	-2 752	-2 752	-2 752	-2 752	-2 752	-2 752
Общие и административные	-9 437	-9 781	-11 653	-13 163	-14 618	-15 997	-17 257
Прочие операционные доходы	-2 594	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938	-7 938
Операционная прибыль	50 485	62 702	72 196	79 856	86 928	93 442	99 456
Финансовые доходы (расходы), нетто	-7 283	-5 181	-3 523	-4 085	-4 819	-4 837	-4 182
Прибыль до налогообложения	43 202	57 521	68 673	75 771	82 109	88 605	95 274
Расходы по налогу на прибыль	-10 696	-14 336	-17 115	-18 884	-20 464	-22 083	-23 745
Прибыль и общий совокупный	32 506	43 186	51 558	56 887	61 645	66 522	71 529
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	163	216	258	284	308	333	358

Балансовый отчет	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Активы							
Основные средства	85 805	86 072	88 895	91 987	92 343	89 509	83 066
Нематериальные активы	42 284	57 435	74 433	93 059	113 246	134 921	157 998
Прочие внеоборотные активы	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213
Итого внеоборотные активы	153 302	168 720	188 541	210 259	230 802	249 642	266 277
Товарно-материальные запасы	6 582	9 076	10 182	11 157	12 093	12 984	13 824
Дебиторская задолженность по	17 751	21 669	24 310	26 638	28 872	30 999	33 006
Прочие оборотные активы	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679
Денежные средства и их эквиваленты	51 402	9 073	6 150	6 739	7 304	7 842	8 350
Итого оборотные активы	86 414	50 497	51 321	55 214	58 948	62 503	65 859
Итого активы	239 716	219 218	239 862	265 473	289 751	312 146	332 136
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
Нераспределённая прибыль	63 211	84 897	106 224	127 021	148 845	172 216	197 180
Итого капитал	98 271	119 957	141 284	162 081	183 905	207 276	232 240
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	37 938	44 307	43 912	40 167	32 536
Торговая кредиторская	35 705	27 518	30 558	33 455	36 304	39 074	41 732
Прочие краткосрочные	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737
Итого краткосрочные	68 085	65 838	84 233	93 500	95 953	94 978	90 004
Итого обязательства	141 445	99 261	98 577	103 392	105 845	104 870	99 896
Итого обязательства и капитал	239 716	219 218	239 862	265 473	289 751	312 146	332 136

Отчет о движении денежных	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Денежные средства от операционной деятельности	74 056	62 637	89 051	98 340	106 694	114 985	123 205
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-12 452	-49 469	-58 021	-63 578	-65 913	-67 551	-68 499
Денежные средства от финансовой деятельности	-33 653	-55 497	-33 953	-34 173	-40 216	-46 896	-54 197
Уменьшение/увеличение	27 951	-42 329	-2 923	589	565	538	508

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