

## Финансовые и операционные результаты за 9М2021 г.

07 декабря 2021 г.

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, KZT/акция	1 585
12М целевая цена, KZT/акция	1 891
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>19%</b>
Прогноз дивидендов (2021), KZT/акция	101.8
<b>Ожидаемая дивидендная доходность</b>	<b>5%</b>
Количество акций, млн	200
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	2 660
Рыночная капитализация, KZT млн	317 000
<b>Основные акционеры:</b>	
АО "Казакхтелеком"	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)	2020	2021П	2022П
Выручка	174 684	189 392	202 904
ЕБИТДА	56 988	74 110	73 768
Чистая прибыль	17 577	29 088	32 816
EPS (KZT)	88	145	164
Собственный капитал	82 083	98 867	111 321
Чистый долг	50 264	45 205	41 263
<b>Мультипликаторы</b>			
EV/Выручка	2.4	2.2	2.1
EV/ЕБИТДА	7.4	5.7	5.7
Чистый долг/ЕБИТДА	0.9	0.6	0.6
Чистый долг/Капитал	0.6	0.5	0.4
P/E	18.0	10.9	9.7
P/B	3.9	3.2	2.8
ROE	21%	29%	29%
<b>Динамика цен</b>			
	KCEL.KZ	KASE индекс	
1М	-8%	-2%	
3М	22%	13%	
12М	-43%	40%	
Максимум за 52 недели	2 840	3 811	
Минимум за 52 недели	1 203	2 599	



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

По результатам 9М2021 г. выручка Kcell увеличилась на 11.9% г/г, а чистая прибыль выросла на 41.3% г/г. С учетом данных результатов мы повысили прогноз по чистой прибыли компании в среднем на 3.3%, и скорректировали нашу ЦЦ с 1810 до 1891 тг/акцию. **Мы сохраняем рекомендацию Покупать акции Kcell.**

**Результаты 9М2021 г.** По результатам 9М2021 г. у Kcell наблюдается сокращение абонентской базы на 1% г/г до 7.96 млн абонентов. Кроме того, компания зафиксировала сокращение MOU на 9.1% г/г до 211 мин/месяц. При этом рост ARPU на 10.6% г/г до 1 586 тг. компенсировал сокращение числа абонентов, в результате чего за 9М2021 г. выручка Kcell выросла на 11.9% г/г до 140.4 млрд тенге. При этом доход от услуг голосовой связи вырос на 5.3% г/г до 57.8 млрд тенге, тогда как его доля в общих продажах за 9М2021 г. снизилась с 43.7% до 41.1%. За этот же период доход от услуг передачи данных составил 49.85 млрд тенге (+16.6% г/г), а его доля увеличилась с 34.1% до 39.7%. Реализация мобильных устройств принесла 25.9 млрд тенге, продемонстрировав рост на 15.5% г/г, что составило 18.4% от общего дохода за 9М2021 г.

Себестоимость продаж компании выросла на 7.1% г/г до 91.1 млрд тенге, в основном за счет роста продаж мобильных устройств и расходов по совместному использованию сети. Общие и административные расходы за 9М2021 г. выросли на 48.7% г/г, и составили 10.6 млрд тенге.

Показатель ЕБИТДА увеличился на 12.5% г/г до 59.5 млрд тенге, с рентабельностью по ЕБИТДА на уровне 42.4% (42.1% годом ранее), а чистые расходы по финансированию снизились на 20.4% г/г до 5.7 млрд тенге.

Чистая прибыль за 9М2021 г. увеличилась на 41.3% г/г до 24.95 млрд тенге. Прибыль на одну акцию составила 124.8 тенге, а свободный денежный поток сложился на уровне 39.05 млрд тенге, увеличившись на 70.5% г/г.

Компания сохранила свои прогнозы по росту доходов на 8–9%, показателя ЕБИТДА на 9–10%, коэффициента CAPEX/Sales на 22–23% на 2021 г.

**Кредитная линия от Jusan Bank в размере 60.5 млрд тенге.** После того как Kcell открыл кредитную линию в Jusan Bank на сумму 60.5 млрд тенге до 2024 г. (что составляет 29% от размеров балансовой стоимости активов Kcell), компания начала рефинансировать ранее привлеченные займы, досрочно погасив заем Народного Банка на сумму 22 млрд тенге (с эффективной ставкой 11.2%), Альфа-Банка на сумму 12 млрд тенге (с эффективной ставкой 10.7%), Евразийского Банка Развития на сумму 6.5 млрд тенге (с эффективной ставкой 12.6%) Итого на данный момент из 60.5 млрд тенге было использовано на рефинансирование 40.5 млрд тенге.

Также, за счет привлеченных средств планируется начать реализацию пятилетней стратегии развития Kcell (2022–2026 гг.). Это, прежде всего, интеграция с сетями Казакхтелекома для улучшения качества связи, в том числе и в сельских населенных пунктах. Суть интеграции состоит в объединении и создании единой инфраструктуры мобильной связи Теле2 и Kcell, и устранении дублирующих станций. По ожиданиям менеджмента,

данные вложения должны привести к росту показателя EBITDA. Кроме того, в рамках стратегии предусматривается внедрение новой цифровой биллинговой системы и развёртывание сети пятого поколения 5G.

**Корректировка целевой цены.** Мы скорректировали целевую цену по акциям Kcell с 1810 до 1891 тг/акцию в результате повышения наших прогнозов по чистой прибыли компании в среднем на 3.3%. Основное влияние оказало изменение наших прогнозов в отношении динамики роста административных расходов компании, которые складываются существенно ниже наших ожиданий. С учетом текущей рыночной стоимости на уровне 1 585 тг/акцию мы сохраняем рекомендацию Покупать акции Kcell.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	3кв2021	г/г	9М2021	г/г
<b>Выручка</b>	<b>50 245</b>	<b>7.3%</b>	<b>140 408</b>	<b>11.9%</b>
Себестоимость	-32 681	6.6%	-91 860	7.1%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>17 564</b>	<b>8.7%</b>	<b>48 548</b>	<b>22.1%</b>
Общие и админ расходы	-3 690	50.6%	-10 619	48.7%
Расходы по реализации	-749	110.2%	-1 542	8.8%
Обесценение активов	-313	-76.1%	-943	-69.0%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	62	-	1 483	-
<b>Операционная прибыль</b>	<b>12 874</b>	<b>6.5%</b>	<b>36 927</b>	<b>28.6%</b>
Процентные доходы/расходы, нетто	-1 526	-35.3%	-5 709	20.4%
Прочие доходы/расходы, нетто	56	330.8%	174	-69.8%
Чистые доходы/(расходы) от переоценки валютных статей	-91	-109.0%	117	-90.0%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>11 313</b>	<b>5.3%</b>	<b>31 509</b>	<b>35.4%</b>
Корпоративный подоходный налог	-1 987	22.5%	-6 556	16.7%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>9 326</b>	<b>2.2%</b>	<b>24 953</b>	<b>41.3%</b>

Источник: данные компании

Рис 2. Выручка и маржа чистой прибыли



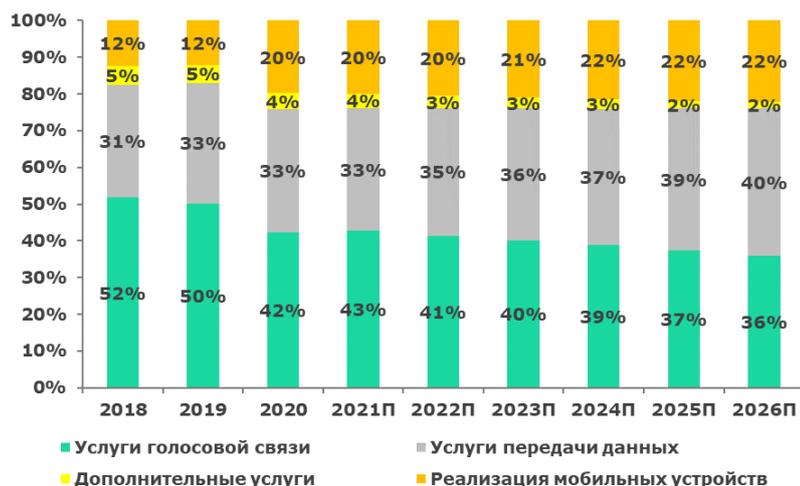
Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Основные операционные показатели

	3кв2021	г/г	9М2021	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	7 957	-1,0%	7 957	-1,0%
MOU (мин/месяц)	216	-10,0%	211	-9,1%
ARPU (тенге)	1 691	12,3%	1 586	10,6%
Уровень оттока (%)	23,1%	- 6,4пп	30,4%	- 3,3пп

Источник: данные компании

Рис 4. Структура выручки



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 5. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	189 392	202 904	216 737	231 854	248 501	264 802
ЕВІТ	50 571	48 980	59 385	68 230	75 200	81 769
+ Амортизация	23 539	24 788	26 214	27 791	29 530	31 446
- Налог на прибыль	-8 689	-8 204	-10 353	-12 368	-14 007	-15 331
- Капитальные инвестиции	-41 666	-31 966	-34 145	-36 526	-39 149	-41 717
- Изменения в оборотном капитале	2 495	-1 503	-2 175	-2 250	-2 337	-2 445
Свободные денежные потоки	26 250	32 095	38 926	44 877	49 238	53 722
WACC	13.589%					
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>		<b>28 256</b>	<b>30 169</b>	<b>30 621</b>	<b>29 577</b>	<b>28 410</b>
Терминальная стоимость (PV)	276 354					
Enterprise value (PV)	423 387					
- Чистый долг (PV)	45 205					
Рыночная капитализация	378 182					
Количество акций, млн	200					
12М целевая цена (KZT/акция)	1 891					
Текущая цена (KZT/акция)	1 585					
Потенциал роста/(снижения)	19%					
Рекомендация	<b>Покупать</b>					

Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

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

Отчет о прибыли и убытках	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	174 684	189 392	202 904	216 737	231 854	248 501	264 802
Себестоимость продаж	- 119 133	- 124 682	- 131 888	- 136 544	- 143 750	- 151 586	- 161 529
<b>Валовая прибыль</b>	<b>55 551</b>	<b>64 709</b>	<b>71 017</b>	<b>80 193</b>	<b>88 105</b>	<b>96 916</b>	<b>103 273</b>
Коммерческие и маркетинговые расходы	- 1 965	- 2 198	- 2 275	- 2 343	- 2 413	- 2 474	- 2 523
Общие и административные расходы	- 10 426	- 11 484	- 11 886	- 12 243	- 12 610	- 12 925	- 13 184
Прочие операционные доходы	827	800	2 481	1 369	1 550	1 800	1 573
Прочие операционные расходы	- 11 161	- 1 257	- 10 357	- 7 592	- 6 402	- 8 117	- 7 370
<b>Операционная прибыль</b>	<b>32 826</b>	<b>50 571</b>	<b>48 980</b>	<b>59 385</b>	<b>68 230</b>	<b>75 200</b>	<b>81 769</b>
Финансовые доходы	1 248	1 009	465	336	359	384	411
Финансовые расходы	- 9 453	- 13 803	- 8 426	- 7 955	- 6 747	- 5 552	- 5 526
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>24 621</b>	<b>37 776</b>	<b>41 020</b>	<b>51 765</b>	<b>61 841</b>	<b>70 033</b>	<b>76 654</b>
Расходы по налогу на прибыль	- 7 044	- 8 689	- 8 204	- 10 353	- 12 368	- 14 007	- 15 331
<b>Прибыль и общий совокупный доход за год</b>	<b>17 577</b>	<b>29 088</b>	<b>32 816</b>	<b>41 412</b>	<b>49 473</b>	<b>56 026</b>	<b>61 323</b>
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
<b>Прибыль на акцию, KZT/акция</b>	<b>87.89</b>	<b>145.44</b>	<b>164.08</b>	<b>207.06</b>	<b>247.37</b>	<b>280.13</b>	<b>306.61</b>

Балансовый отчет	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
<b>Активы</b>							
Основные средства	78 109	82 920	88 223	93 955	100 169	106 933	114 103
Нематериальные активы	39 730	41 217	43 091	45 290	47 811	50 666	53 768
Долгосрочная дебиторская задолженность	2 421	2 183	1 907	2 170	2 087	2 055	2 104
Денежные средства, ограниченные в использовании	185	75	88	116	93	99	102
Затраты на заключение договора	293	307	280	293	293	289	292
Прочие долгосрочные активы	22 741	23 710	23 710	23 387	23 602	23 566	23 519
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>143 479</b>	<b>150 411</b>	<b>157 299</b>	<b>165 212</b>	<b>174 056</b>	<b>183 608</b>	<b>193 888</b>
Товарно-материальные запасы	9 362	7 450	7 880	8 158	8 589	9 057	9 651
Дебиторская задолженность по основной деятельности	36 746	33 191	35 559	37 983	40 633	43 550	46 407
Предоплата по налогу на прибыль	3 876	1 302	1 736	2 305	1 781	1 941	2 009
Дебиторская задолженность связанных сторон	245	878	831	651	787	757	732
Краткосрочные инвестиции	-	7 963	7 288	9 604	9 001	18 197	27 489
Денежные средства и их эквиваленты	23 023	3 788	2 029	2 167	2 319	2 485	2 648
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>73 252</b>	<b>54 572</b>	<b>55 323</b>	<b>60 869</b>	<b>63 108</b>	<b>75 986</b>	<b>88 935</b>
<b>Итого активы</b>	<b>216 731</b>	<b>204 983</b>	<b>212 622</b>	<b>226 081</b>	<b>237 164</b>	<b>259 595</b>	<b>282 823</b>
<b>Капитал и обязательства</b>							
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределённая прибыль	48 283	65 067	77 521	95 962	116 447	137 842	159 946
<b>Итого капитал</b>	<b>82 083</b>	<b>98 867</b>	<b>111 321</b>	<b>129 762</b>	<b>150 247</b>	<b>171 642</b>	<b>193 746</b>
Долгосрочные займы	49 933	48 993	43 292	37 087	27 183	27 183	27 183
Отложенные налоговые обязательства	-	917	722	546	728	666	647
Прочие долгосрочные обязательства	24 017	23 804	23 804	23 875	23 827	23 835	23 846
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>73 950</b>	<b>73 714</b>	<b>67 817</b>	<b>61 508</b>	<b>51 739</b>	<b>51 684</b>	<b>51 675</b>
Краткосрочные займы	23 354	-	-	-	-	-	-
деятельности	30 546	24 936	26 916	27 866	28 186	29 434	30 477
Задолженность перед связанными сторонами	1 978	947	1 038	1 321	1 102	1 153	1 192
Доходы будущих периодов	4 219	5 222	4 530	4 657	4 803	4 663	4 708
Налог на прибыль к уплате	601	601	601	601	601	601	601
Налоги к уплате	-	696	399	365	487	417	423
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>60 698</b>	<b>32 402</b>	<b>33 484</b>	<b>34 810</b>	<b>35 179</b>	<b>36 269</b>	<b>37 401</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>134 648</b>	<b>106 116</b>	<b>101 301</b>	<b>96 318</b>	<b>86 917</b>	<b>87 953</b>	<b>89 076</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>216 731</b>	<b>204 983</b>	<b>212 622</b>	<b>226 081</b>	<b>237 164</b>	<b>259 595</b>	<b>282 823</b>

Отчет о движении денежных средств	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные средства от операционной деятельности	28 315	54 643	56 771	62 886	56 506	36 369	43 473
Денежные средства от инвестиционной деятельности	- 26 842	- 41 666	- 31 966	- 34 145	- 36 526	- 39 149	- 41 717
Денежные средства от финансовой деятельности	4 274	- 36 598	- 26 062	- 29 176	- 38 893	- 34 631	- 39 218
<b>Уменьшение/увеличение денежных средств</b>	<b>5 747</b>	<b>- 23 621</b>	<b>- 1 257</b>	<b>- 434</b>	<b>- 18 913</b>	<b>- 37 411</b>	<b>- 37 463</b>
Влияние изменений курса иностранной валюты	-	-	-	-	-	-	-
Денежные средства на начало года	8 825	23 023	3 788	2 029	2 167	2 319	2 485
<b>Изменение денежных средств, нетто</b>	<b>23 023</b>	<b>3 788</b>	<b>2 029</b>	<b>2 167</b>	<b>2 319</b>	<b>2 485</b>	<b>2 648</b>

Источник: данные компании, расчёты 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».

© 2021 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance