

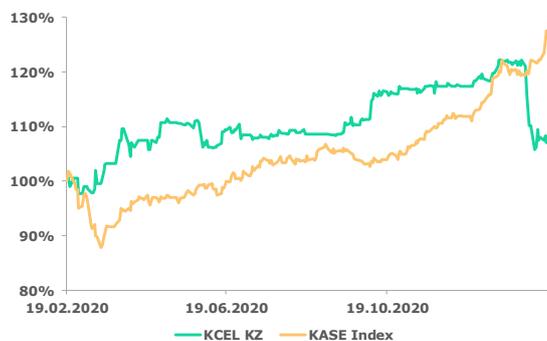
Делистинг ГДР и финансовые результаты за 2020 г.

10 марта 2021 г.

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, KZT/акция	2 385
12М целевая цена, KZT/акция	2 190
Ожидаемый потенциал роста	-8%
Количество акций, млн	200
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KCEL.KZ, млн KZT)	56
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KCEL.LI, тыс USD)	94
Доля акций в свободном обращении	38%
Рыночная капитализация, KZT млн	500 331
Основные акционеры:	
АО "Казакхтелеком"	75%
АО Райффайзенбанк	12%

Финансовые показатели (млн KZT)	2020	2021П	2022П
Выручка	174 683	191 401	204 045
ЕБИТДА	56 987	66 164	72 536
Чистая прибыль	17 578	26 144	33 102
EPS (KZT)	88	131	166
Собственный капитал	82 083	95 922	110 724
Чистый долг	50 264	38 994	44 379
Мультипликаторы	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	2.7	2.5	2.3
EV/ЕБИТДА	8.4	7.2	6.6
Чистый долг/ЕБИТДА	0.9	0.6	0.6
Чистый долг/Капитал	0.6	0.4	0.4
P/E	27.1	18.2	14.4
P/B	6.1	5.2	4.5
ROE	21%	27%	30%

Динамика изменения цен	KCEL.KZ	KASE индекс
1М	-12%	5%
3М	-8%	16%
12М	8%	27%
Максимум за 52 недели	2 840	2 985
Минимум за 52 недели	2 272	2 056



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

В связи с планируемым делистингом ГДР Kcell с Лондонской фондовой биржи и AIX, а также в результате отсутствия существенных положительных изменений операционных и финансовых показателей, мы понижаем нашу целевую цену по акциям Kcell на 8% до 2190 тенге, а также **понижаем нашу рекомендацию с Держать до Продавать.**

Делистинг ГДР с Лондонской фондовой биржи и AIX. Совет директоров компании принял решение о созыве внеочередного общего собрания акционеров 9 апреля 2021 г. для утверждения прекращения листинга ГДР Компании на LSE и AIX. При этом акции компании продолжат торговаться на KASE. Главной причиной делистинга с двух бирж компания назвала низкий уровень ликвидности, в результате чего затраты на поддержание ГДР превышают выгоду. В случае, если данное предложение будет одобрено акционерами, держателям ГДР будет предоставлен выбор прекратить свое инвестирование в компанию, продав их на бирже, или обменять на акции компании, торгуемые на KASE.

Возможная продажа 75% Кселл группе Jysan. Согласно данным Bloomberg, полученным из неназванных источников, Jysan рассматривает возможность покупки 75% доли в АО «Кселл», однако детали сделки пока неизвестны. Мы считаем, что в случае осуществления данной сделки Kcell утратит текущие синергии от деятельности совместно с материнской компанией Казакхтелеком, что негативно скажется на перспективах развития и будущих финансовых показателях компании.

Умеренный рост операционных и финансовых результатов в 2020 г. Показатель MOU (minutes of use) увеличился незначительно на 0.7% г/г и составил 230 мин/месяц. ARPU (average revenue per user) увеличился с 1334 тенге до 1457 тенге, на 9.3% г/г. Компании также удалось снизить отток абонентов на 10.4 пп до 34.1% за счет программы лояльности клиентов. Абонентская база сократилась на 2.7% г/г до 8.06 млн абонентов.

Объем продаж вырос на 11.5% до 174.7 млрд тенге. Выручка от услуг голосовой связи сократилась на 6.1% г/г до 73.4 млрд тенге, ее доля в общих продажах за год снизилась с 50.2% до 42.3%. Доход от услуг передачи данных составил 58.4 млрд тенге (+13.6% г/г), его доля увеличилась с 32.8% до 33.5%. Реализация мобильных устройств принесла 34.6 млрд тенге, продемонстрировав рост на 81.4% г/г (19.8% от общего дохода).

Себестоимость выросла на 9.4% г/г до 119.1 млрд тенге, в основном за счет роста себестоимости продаж мобильных устройств. Общие и административные расходы увеличились на 16.8% г/г до 10.4 млрд тенге в основном вследствие увеличения расходов на персонал.

Показатель ЕБИТДА вырос на 12.1% г/г до 72.1 млрд тенге, с рентабельностью по ЕБИТДА на уровне 41.3% (41.1% годом ранее).

Чистая прибыль продемонстрировала рост на 75.5%, составив 17.6 млрд тенге, так как на результаты предыдущего года

оказывали влияние расходы по выплате штрафов, в 2019 г. составившие 14.5 млрд тенге.

Капитальные расходы увеличились на 32.9% г/г до 26.8 млрд тенге. При этом соотношение CAPEX к выручке составило 15.4% (12.9% годом ранее). Свободный денежный поток составил 28.7 млрд тенге, показав рост на 31.1% г/г.

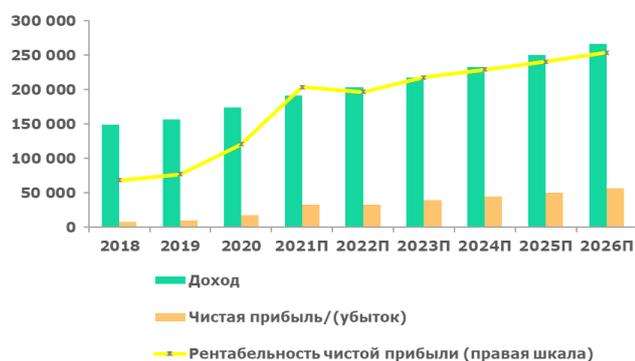
Прогноз операционных и финансовых показателей. Мы ожидаем, что компании удастся удержать число абонентов в 2021 г. на уровне 2020 г. и в дальнейшем клиентская база будет наращиваться за счет естественного прироста населения. С 2021 по 2026 гг. CAGR абонентской базы составит 0.9%. Ключевым параметром роста доходности станут услуги по передаче данных. Так, после внедрения технологии 5g в обозримом будущем существенно увеличится объем передаваемых данных. CAGR ARPU составит 7% в период с 2021 по 2026 гг. (рис 3).

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	4КВ2020	4КВ2019	г/г	2020	2019	г/г
Выручка	49 168	42 487	16%	174 684	156 657	12%
Себестоимость	-33 384	-28 887	16%	-119 133	-108 928	9%
Валовая прибыль	15 784	13 600	16%	55 551	47 729	16%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>32%</i>	<i>32%</i>		<i>32%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-3 286	-2 830	16%	-10 426	-8 925	17%
Расходы по реализации	-547	-1 199	-54%	-1 965	-2 887	-32%
Прочие операционные доходы/(расходы)	-8 320	-159	н/п	-10 334	-12 836	-19%
Операционная прибыль	3 631	9 412	-61%	32 826	23 081	42%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>7%</i>	<i>22%</i>		<i>19%</i>	<i>15%</i>	
Процентные доходы и расходы, нетто	-2 277	-2 557	-11%	-9 453	-10 479	-10%
Прочие доходы/(расходы)	-10	46	н/п	1 248	140	н/п
Прибыль до налогообложения	1 344	6 901	-81%	24 621	12 742	93%
Корпоративный подоходный налог	-1 428	-1 824	-22%	-7 044	-2 727	158%
Чистая прибыль	-84	5 077	н/п	17 577	10 015	76%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>0%</i>	<i>12%</i>		<i>10%</i>	<i>6%</i>	
Прибыль на акцию (KZT)	-0.4	25.4	н/п	87.9	50.1	75%

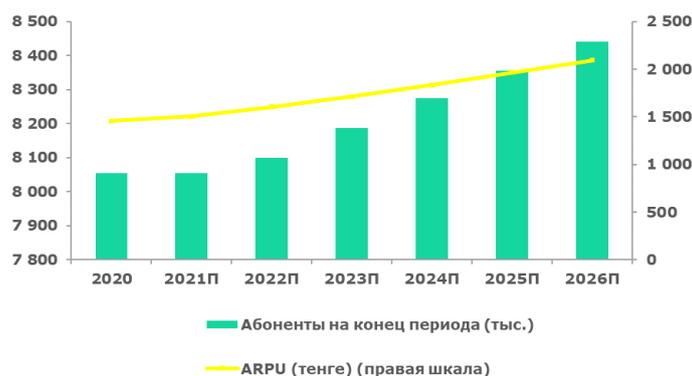
Источник: данные компании

Рис 2. Фактическая и прогнозная динамика основных финансовых показателей



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Прогноз операционных показателей



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Основные операционные показатели

	2020	2019	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	8 055	8 275	-2.7%
MOU (мин/месяц)	230	228	0.9%
ARPU (тенге)	1 457	1 334	9.2%
Уровень оттока (%)	34.1%	44.5%	-10.4 пп

Источник: данные компании
Рис 5. Структура выручки

Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance
Рис 6. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	191 401	204 045	217 960	233 167	249 929	266 346
ЕВТ	42 625	47 685	54 041	60 334	68 510	76 767
+ Амортизация	23 539	24 851	26 300	27 899	29 657	31 593
- Налог на прибыль	7 809	8 276	9 414	10 572	12 101	13 641
- Капитальные инвестиции	30 153	32 145	34 338	36 733	39 374	41 960
- Изменения в оборотном капитале	16 936	-1 030	-825	60	-876	-733
Свободные денежные потоки	11 265	33 144	37 414	40 867	47 567	53 491
WACC	12%					
Свободные денежные потоки (PV)		29 501	29 641	28 819	29 856	29 884
Терминальная стоимость (PV)	329 247					
Enterprise value (PV)	476 949					
- Чистый долг (PV)	38 994					
Рыночная капитализация	437 955					
Количество акций, млн	200					
12М целевая цена (KZT/акция)	2 190					
Текущая цена (KZT/акция)	2 385					
Потенциал роста/(снижения)	-8%					
Рекомендация		Продавать				

Источники: Данные компании, расчет 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	174 683	191 401	204 045	217 960	233 167	249 929	266 346
Себестоимость продаж	- 119 133	- 124 846	- 131 791	- 139 324	- 147 502	- 155 621	- 163 408
Валовая прибыль	55 550	66 554	72 255	78 636	85 665	94 308	102 938
Коммерческие и маркетинговые расходы	- 1 965	- 2 029	- 2 090	- 2 153	- 2 218	- 2 273	- 2 319
Общие и административные расходы	- 10 426	- 10 602	- 10 990	- 11 402	- 11 838	- 12 257	- 12 657
Прочие операционные доходы	827	882	2 508	1 406	1 599	1 838	1 614
Прочие операционные расходы	- 11 161	- 12 181	- 13 998	- 12 446	- 12 875	- 13 106	- 12 809
Операционная прибыль	32 825	42 625	47 685	54 041	60 334	68 510	76 767
Финансовые доходы	1 248	1 012	469	338	361	386	413
Финансовые расходы	- 9 453	- 9 684	- 6 777	- 7 307	- 7 833	- 8 390	- 8 973
Прибыль до налогообложения	24 620	33 953	41 378	47 071	52 862	60 506	68 207
Расходы по налогу на прибыль	- 7 042	- 7 809	- 8 276	- 9 414	- 10 572	- 12 101	- 13 641
Прибыль и общий совокупный доход за год	17 578	26 144	33 102	37 657	42 290	48 405	54 566
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	87.89	130.72	165.51	188.28	211.45	242.02	272.83

Балансовый отчет	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Активы							
Основные средства	78 109	83 132	88 514	94 319	100 602	107 432	114 669
Нематериальные активы	39 730	41 321	43 233	45 465	48 018	50 903	54 035
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
Итого внеоборотные активы	143 479	150 728	157 732	165 751	174 694	184 345	194 720
Товарно-материальные запасы	9 362	4 638	4 896	5 175	5 479	5 781	6 070
Дебиторская задолженность по основной деятельности	36 746	26 368	28 110	30 027	32 122	34 432	36 693
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	-	12 932	24 288	33 488	43 969	55 751	69 094
Денежные средства и их эквиваленты	23 023	3 828	2 040	2 180	2 332	2 499	2 663
Итого оборотные активы	73 252	49 946	61 902	73 826	86 470	101 160	117 261
Итого активы	216 731	200 674	219 634	239 577	261 165	285 504	311 981
Капитал и обязательства							
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределенная прибыль	48 283	62 122	76 924	91 409	107 339	126 141	146 823
Итого капитал	82 083	95 922	110 724	125 209	141 139	159 941	180 623
Долгосрочные займы	49 933	42 822	46 419	49 811	53 337	57 153	61 011
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
Итого долгосрочные обязательства	73 950	67 543	70 945	74 232	77 893	81 654	85 504
Краткосрочные займы	23 354	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность по основной деятельности	30 546	29 743	31 398	33 193	35 141	37 075	38 930
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
Итого краткосрочные обязательства	60 698	37 209	37 966	40 136	42 133	43 910	45 854
Итого обязательства	134 648	104 752	108 910	114 368	120 026	125 564	131 358
Итого обязательства и капитал	216 731	200 674	219 634	239 577	261 165	285 504	311 981

Отчет о движении денежных средств	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные средства от операционной деятельности	28 316	66 140	57 594	60 567	51 740	30 336	38 575
Денежные средства от инвестиционной деятельности	- 26 842	- 30 153	- 32 145	- 34 338	- 36 733	- 39 374	- 41 960
Денежные средства от финансовой деятельности	4 274	- 42 770	- 14 703	- 19 780	- 22 834	- 25 787	- 30 025
Уменьшение/увеличение денежных средств	5 748	- 6 783	10 746	6 450	- 7 827	- 34 825	- 33 411
Влияние изменений курса иностранной валюты	-	-	-	-	-	-	-
Денежные средства на начало года	8 825	23 023	3 828	2 040	2 180	2 332	2 499
Изменение денежных средств, нетто	23 023	3 828	2 040	2 180	2 332	2 499	2 663

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».

© 2021 г., все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чув	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Владислав Бенберин	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Алмас Альмаганбетов	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
a.almaganbetov@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
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance