

Финансовые и операционные результаты за 2021 г.

14 марта 2022 г.

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, KZT/акция	1 712
12M целевая цена, KZT/акция	1 511
Ожидаемый потенциал роста	-12%
Количество акций, млн	200
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	78
Доля акций в свободном обращении	18%
Рыночная капитализация, KZT млн	342 400

Основные акционеры:	
АО "Казакхтелеком"	51.00%
PIONEER TECHNOLOGIES S.A R.L.	14.87%
АО "First Heartland Jusan Bank"	9.08%
АО "Единый накопительный пенсионный фонд"	7.07%

Финансовые показатели (млн KZT)	2021	2022П	2023П
Выручка	196 189	213 329	233 141
ЕБИТДА	83 857	89 410	100 011
Чистая прибыль	32 506	36 260	43 956
EPS (KZT)	163	181	220
Собственный капитал	98 271	116 401	138 379
Чистый долг	28 709	22 374	9 207

Мультипликаторы	2021	2022П	2023П
EV/Выручка	1.7	1.6	1.4
EV/ЕБИТДА	3.9	3.7	3.3
Чистый долг/ЕБИТДА	0.3	0.3	0.1
Чистый долг/Капитал	0.3	0.2	0.1
P/E	10.5	9.4	7.8
P/B	3.5	2.9	2.5
ROE	33%	31%	32%

Динамика цен	KCEL.KZ	KASE индекс
1М	0%	-5%
3М	9%	-7%
12М	-29%	14%
Максимум за 52 недели	2 620	3 811
Минимум за 52 недели	1 203	2 961



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Мы понижаем нашу ЦЦ до 1511 тг/акцию и меняем рекомендацию с Покупать до Продавать. Акции Kcell с начала 2022 года подорожали на 9%, в то время как стоимость акций и облигаций практически всех казахстанских эмитентов существенно снизилась. Акции Казакхтелекома, мажоритарного акционера Kcell, также показали отрицательную динамику с начала года. Мы ожидаем корректировки цены акций Kcell вслед за инструментами других казахстанских эмитентов. Мы пересмотрели нашу модель с учетом повышения ставок фондирования в Казахстане, повысив средневзвешенную стоимость капитала, а также увеличили прогноз капитальных затрат, отражая влияние ослабления национальной валюты.

Результаты за 2021 г. Снижение абонентской базы на 1.2% г/г до 7.96 млн абонентов и снижение MOU (minutes of use) на 8.7% до 210 мин/месяц, было компенсировано ростом ARPU (average revenue per user) на 10.8% до 1614 тенге, а также полученную субсидий в 4кв2021 в размере 2.1 млрд тенге в виде снижения платежей за пользование радиочастотами (в связи с проектом по подключению сел с населением 250 и более жителей).

За 2021 г. общая выручка компании с учетом гос. субсидий составила 196.2 млрд тенге, увеличившись на 12.3% г/г, основными драйверами роста стали услуги голосовой связи (39.8% от выручки), с приростом 5.7% г/г, услуги передачи данных (34.6% от выручки), прирост 16.3% г/г, реализация мобильных устройств (19.9% от выручки), прирост 12.7% г/г. Операционная прибыль выросла на 53.8% до 50.5 млрд тенге, а прирост чистой прибыли составил 84.9% до 32 млрд тенге. ЕБИТДА приросла на 13.4% г/г, показав результат 83.9 млрд тенге, а маржа по ЕБИТДА составила 43.2% (42.3% в 2020 г.). Маржинальность компании возросла вследствие более медленного прироста себестоимости, на 6% г/г, до 125.9 млрд тенге, благодаря проводимой компанией оптимизации затрат и снижению прочих операционных расходов на 7.7 млрд тенге (снизились расходы по обесценению активов и расходы на создание резервов по судебным претензиям). Однако при этом общие и административные расходы приросли на 35.6% г/г, составив 14 млрд тенге из-за затрат на разработку коммерческой стратегии, программы трансформации и расходов, связанных с закрытием программы ГДР. Мы считаем данное повышение общих и административных расходов единоразовым, и существенно не влияющим на будущие денежные потоки компании.

Влияние январских событий. В начале января 2022 г. 6 магазинов Kcell были подвергнуты мародёрству, общий ущерб составил 700 млн тенге. После январских событий 2022 г. компания осуществила безвозмездную поддержку абонентов, основными мерами которой стали предоставление 3 Гб интернет-трафика и 30 минут для входящих и исходящих звонков для абонентов в роуминге, предоставление для всех абонентов 300 минут связи, 200 SMS и 5 Гб интернет-трафика, и прочие меры поддержки. Менеджмент компании воздержался от комментариев относительно того, как данный ущерб, а также предоставление безвозмездных услуг может отразиться на результатах компании в 2022 г. Мы не ожидаем существенного влияния данных событий на фундаментальную стоимость компании.

Дивиденды за 2021 г. увеличены на 22% г/г. Совет Директоров Компании рекомендовал Годовому общему собранию

акционеров выплату годового дивиденда по результатам 2021 года в размере 66% от консолидированного чистого дохода, или 107.50 тенге на одну простую акцию. В 2020 г. выплата дивидендов составляла 100% от консолидированного чистого дохода или 87.9 тенге на акцию. При этом прирост размера дивидендов составит 22% г/г. В будущем свободный денежный поток компания планирует направлять на дивиденды и финансирование капитальных инвестиций.

Корректировка целевой цены. Мы скорректировали целевую цену по акциям Kcell с 1891 до 1511 тг/акцию в связи с повышением прогнозов по капитальным затратам и ростом стоимости фондирования. Основные направления капитальных затрат – это модернизация сетей, запуск 2-го этапа по внедрению цифровой биллинговой платформы, а также продолжение реализации программы 250+ (инициатива по предоставлению высокоскоростного мобильного доступа в Интернет в сельских населенных пунктах с населением 250 и более человек). По заявлениям менеджмента, в долгосрочной перспективе отношение CAPEX к выручке должно складываться в пределах среднеотраслевого значения 15-30%. Соответственно, в нашем текущем прогнозе CAPEX заложен на уровне 17%-22% от выручки в сравнении с 15%-16% от выручки в предыдущем отчете от 7 декабря 2021 г.

Кроме того, на снижение целевой цены повлияло повышение стоимости фондирования на казахстанском фондовом рынке, в результате чего средневзвешенная стоимость капитала Компании также возросла с 13.6% до 16.0%.

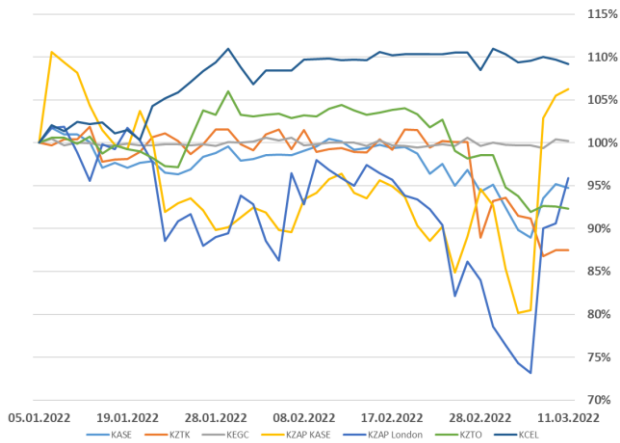
Мы также отмечаем, что акции Kcell с начала 2022 года подорожали на 9%, в то время как стоимость акций и облигаций практически всех казахстанских эмитентов существенно снизилась. Акции Казахтелекома, мажоритарного акционера Kcell, также показали отрицательную динамику с начала года. В связи с этим мы ожидаем корректировку стоимости акций Kcell под действием рыночных факторов вслед за прочими казахстанскими эмитентами.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell за 2021 г.

В млн тенге	4кв2021	4кв2020	г/г	2021	2020	г/г
Выручка	55 781	49 168	13%	194 081	174 684	11%
Себестоимость	-34 007	-33 384	2%	-123 759	-119 133	4%
Валовая прибыль	21 774	15 784	38%	70 322	55 551	27%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>39%</i>	<i>32%</i>		<i>36%</i>	<i>32%</i>	
Общие и админ расходы	-3 518	-3 285	7%	-14 137	-10 426	36%
Расходы по реализации	-1 564	-547	186%	-3 106	-1 965	58%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-3 134	-7 830	-60%	-2 594	-10 334	-75%
Операционная прибыль	13 558	4 122	229%	50 485	32 826	54%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>24%</i>	<i>8%</i>		<i>26%</i>	<i>19%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-2 056	-2 277	-10%	-7 765	-9 453	-18%
Прочие доходы/расходы, нетто	191	-501	-	482	1 249	-61%
Прибыль до налогообложения	11 693	1 344	770%	43 202	24 622	75%
Корпоративный подоходный налог	-4 140	-1 428	190%	-10 696	-7 044	52%
Чистая прибыль	7 553	-84	-	32 506	17 578	85%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>14%</i>	<i>-0.2%</i>		<i>17%</i>	<i>10%</i>	

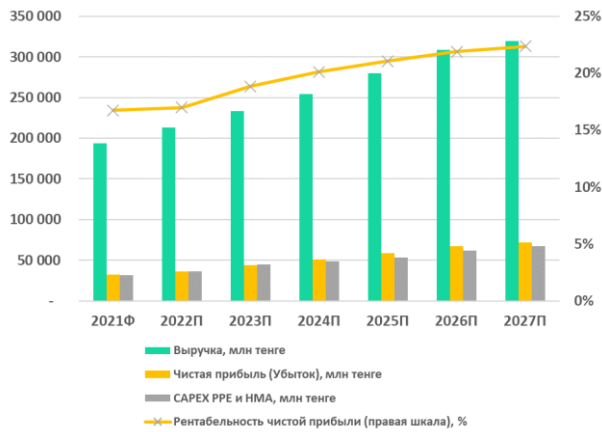
Источник: данные компании

Рис 2. Динамика цены акций основных казахстанских компаний и индекса Kase с начала года



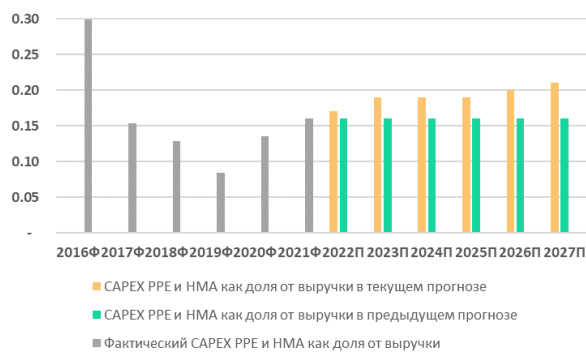
Источник: данные KASE, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Прогноз CAPEX в текущем и предыдущем прогнозах



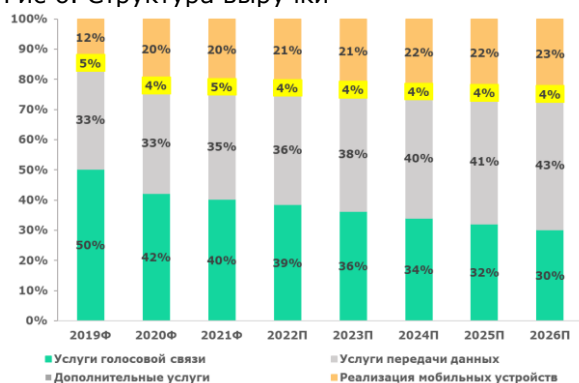
Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 5. Основные операционные показатели

	4кв2021	г/г	2021	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	7 961	-1.2%	7 961	-1.2%
MOU (мин/месяц)	204	-7.7%	210	-8.7%
ARPU (тенге)	1 698	11.1%	1 614	10.8%
Уровень оттока (%)	19.4%	16.0 пп	30.4%	- 6.4 пп

Источник: данные компании

Рис 6. Структура выручки



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 7. Расчет 12M целевой цены, млн тенге

	2022п	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п
Выручка	213 329	233 141	254 711	280 215	308 350	319 532
ЕВГТ	53 478	61 042	69 060	78 637	89 935	95 242
+ Амортизация	32 700	35 737	39 043	42 953	47 265	48 979
- Налог на прибыль	-12 037	-14 591	-17 021	-19 598	-22 414	-23 737
- Капитальные инвестиции	-36 266	-44 297	-48 395	-53 241	-61 670	-67 102
- Изменения в оборотном капитале	-8 229	-251	-264	-389	-477	-508
Свободные денежные потоки	29 646	37 640	42 424	48 362	52 639	52 875
WACC	16.04%					
Свободные денежные потоки (PV)	25 547	27 951	27 147	26 668	25 013	21 652
Терминальная стоимость (PV)	176 966					
Enterprise value (PV)	330 945					
- Чистый долг (PV)	28 709					
Рыночная капитализация	302 236					
Количество акций, млн	200					
12M целевая цена (KZT/акция)	1 511					
Текущая цена (KZT/акция)	1 712					
Потенциал роста/(снижения)	-12%					
Рекомендация	Продать					

Источники: Данные компании, расчёты 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	213 329	233 141	254 711	280 215	308 350	319 532
Себестоимость продаж	- 125 867	- 140 574	- 151 817	- 164 089	- 178 342	- 193 904	- 199 025
Валовая прибыль	70 322	72 755	81 324	90 621	101 873	114 446	120 506
Коммерческие и маркетинговые расходы	- 3 106	- 2 752	- 2 755	- 2 762	- 2 893	- 2 790	- 2 800
Общие и административные расходы	- 14 137	- 13 293	- 14 295	- 15 568	- 17 111	- 18 489	- 19 232
Прочие операционные доходы (расходы), нетто	- 2 594	- 3 232	- 3 232	- 3 232	- 3 232	- 3 232	- 3 232
Операционная прибыль	50 485	53 478	61 042	69 060	78 637	89 935	95 242
Финансовые доходы (расходы), нетто	- 7 283	- 5 181	- 2 495	- 765	-	-	-
Прибыль до налогообложения	43 202	48 297	58 547	68 295	78 637	89 935	95 242
Расходы по налогу на прибыль	- 10 696	- 12 037	- 14 591	- 17 021	- 19 598	- 22 414	- 23 737
Прибыль и общий совокупный доход за год	32 506	36 260	43 956	51 274	59 039	67 521	71 505
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
Прибыль на акцию, KZT/акция	162.5	181.3	219.78	256.37	295.19	337.60	357.53

Балансовый отчет	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Активы							
Основные средства	85 805	79 659	72 941	70 697	68 228	68 594	72 169
Нематериальные активы	42 284	51 996	67 273	78 870	91 627	105 665	120 213
Прочие внеоборотные активы	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213	25 213
Итого внеоборотные активы	153 302	156 868	165 428	174 780	185 068	199 473	217 595
Товарно-материальные запасы	6 582	8 611	9 410	10 281	11 310	12 446	12 897
Дебиторская задолженность по основной деятельно	17 751	20 558	22 467	24 546	27 004	29 715	30 792
Прочие оборотные активы	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679	10 679
Денежные средства и их эквиваленты	51 402	23 740	15 314	11 267	22 705	34 831	39 797
Итого оборотные активы	86 414	63 587	57 870	56 772	71 698	87 671	94 166
Итого активы	239 716	220 455	223 298	231 552	256 765	287 143	311 761
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	81 341	103 319	128 956	155 524	182 532	206 129
Итого капитал	98 271	116 401	138 379	164 016	190 584	217 592	241 189
Долгосрочные займы	63 468	23 531	4 452	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892	9 892
Итого долгосрочные обязательства	73 360	33 423	14 344	9 892	9 892	9 892	9 892
Краткосрочные займы	16 643	22 582	20 069	4 452	-	-	-
Торговая кредиторская задолженность	35 705	32 311	34 769	37 455	40 553	43 922	44 943
Прочие краткосрочные обязательства	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737	15 737
Итого краткосрочные обязательства	68 085	70 631	70 575	57 644	56 290	59 659	60 680
Итого обязательства	141 445	104 054	84 919	67 536	66 182	69 551	70 572
Итого обязательства и капитал	239 716	220 455	223 298	231 552	256 765	287 143	311 761

Отчет о движении денежных средств	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Денежные средства от операционной деятельности	74 056	60 731	79 442	90 054	101 602	114 309	119 976
Денежные средства от инвестиционной деятельност	- 12 452	- 36 266	- 44 297	- 48 395	- 53 241	- 61 670	- 67 102
Денежные средства от финансовой деятельности	- 33 653	- 52 127	- 43 571	- 45 706	- 36 923	- 40 512	- 47 909
Уменьшение/увеличение денежных средств	27 951	- 27 662	- 8 426	- 4 047	11 438	12 126	4 966

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