

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО "Кселл" (KCEL)

 Потенциал роста: **-10%**

 Целевая цена: **2 130 тенге**

 Текущая цена: **2 370 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнрут / апдейт

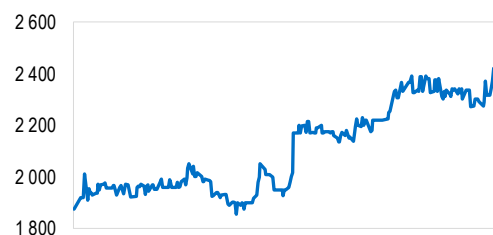
Кселл: переломный 2019 год



Выручка, '19 (млрд KZT)	157
EBITDA, скорр. '19 (млрд KZT)	64
Чистая прибыль, '19 (млрд KZT)	10
Чистый долг, '19 (млрд KZT)	56

P/E, скорр. '19 (x)	23,3x
ROA, скорр. '19 (%)	12,6%
ROIC, скорр. '19 (%)	19,8%
ROE, скорр. '19 (%)	30%
Маржа EBITDA, скорр. (%)	40,6%

Капитализация (млрд KZT)	482
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 841-2 420
Текущая цена (KZT)	2 370
Целевая цена (KZT)	2 130
Потенциал роста (%)	-10%

 Динамика акций | биржа/тикер **KASE/KCEL**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	6%	23%	28%
vs KASE	14%	25%	38%

Абдикаримов Ерлан

 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Оразбаев Данияр

 Инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

19 марта АО «Кселл» опубликовало финансовую отчетность по итогам 2019 года. В целом отчет оказался позитивным и продолжает отражать начатые ранее позитивные тренды по росту выручки и сокращения расходов. Рентабельность по скорректированной EBITDA за 2019 год выросла с 36,2% до 40,6%, что является лучшим показателем компании с 2015 года. Однако мы немного снизили оценку одной акции Кселл до 2 130 тенге из-за роста базовой ставки, что повысило ожидаемую доходность по местным активам. **Рекомендация «держат».**

(+) Продолжение роста выручки. В четвертом квартале выручка компании выросла на 3,3% к/к и 11,1% г/г и составила 42,5 млрд тенге. Рост квартальной выручки в годовом выражении стал самым высоким с 2012 года. А годовая выручка выросла на 4,5%, что является самым высоким годовым ростом с 2011 года. Основным драйвером роста годовой выручки стали доходы от передачи данных, которые выросли на 11,8% г/г. В квартальном выражении данная статья доходов выросла на +1,7 к/к и 13,6% г/г за счет значительного роста квартального объема трафика данных на 13% к/к и 28% г/г. В итоге за 2019 год объем использованного трафика данных составил 323 петабайта (+26,6% г/г) на фоне роста доли проникновения смартфонов с 67,4% в 2018 году до 72,9% в 2019 году. Абонентская база Кселл на конец года составила 8,28 млн единиц (-2% к/к). При этом ARPU компании продолжает свой рост и достигла 1 417 тенге в четвертом квартале (+0,1% к/к и +12,7% г/г) и 1 334 тенге по итогам всего 2019 года (+15,6% г/г).

(=) Некоторое снижение рентабельности в четвертом квартале. Компания показала самую низкую квартальную рентабельность EBITDA в 2019 году. Основной причиной снижения стало увеличение некоторых статей себестоимости, по всей видимости из-за годовых премий персоналу. Скорректированная EBITDA маржа в четвертом квартале составила 36,6%, а скорректированная операционная маржа в квартале составила 20,4% против 25,3% в третьем квартале. Тем не менее в годовом выражении компания показала наивысшую рентабельность по EBITDA с 2015 года.

Изменения в модели оценки и наше мнение. Основным изменением модели оценки стало увеличение базовой ставки НБРК, что снизило оценку компании. Тем не менее, мы ожидаем более быстрое восстановление показателей, что компенсировало это снижение. В итоге после всех изменений оценка одной акции АО «Кселл» составила **2 130 тенге**, что указывает на небольшую переоцененность текущей цены. **Рекомендация «держат».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	01.11.2019	26.03.2020		
WACC, %	12,5%	13,2%	5,6%	Рост базовой ставки НБРК с 9,25% до 12%
Количество абонентов, 2026, млн ед.	9,8	9,3	-5%	Снижение количества абонентов в последнем квартале
ARPU скорр., 2026, тенге	2 218	2 336	5,3%	Ускорение ARPU в 2019 году

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

