

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Hold****АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **18%**Целевая цена: **1 710 тенге**Текущая цена: **1 453 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

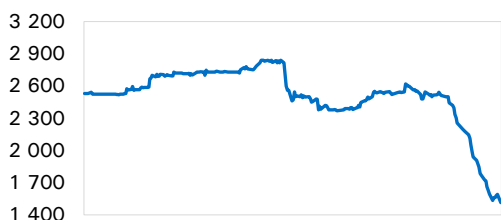
флэшнуут / апдейт

**Кселл: результаты за второй квартал 2021 года**

Выручка, 6М '21 (млрд KZT)	90
EBITDA, скорр. 6М '21 (млрд KZT)	39
Чистая прибыль, 6М '21 (млрд KZT)	16
Чистый долг, 6М '21 (млрд KZT)	29

P/E, скорр. 6М '21 (x)	9,7x
ROA, скорр. 6М '21 (%)	15%
ROIC, скорр. 6М '21 (%)	16%
ROE, скорр. 6М '21 (%)	40%
Маржа EBITDA, скорр. (%)	44%

Капитализация (млрд KZT)	320
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 453-2 840
Текущая цена (KZT)	1 453
Целевая цена (KZT)	1 710
Потенциал роста (%)	18%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-40%	-39%	-40%
vs KASE	-32%	-46%	-65%

**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

АО «Кселл» отчиталось по второму кварталу 2021 года. Несмотря на то, что отчетность оказалась позитивной, недавнее резкое падение цены относительно рынка увеличивает риск инвестиции в акции Кселл, что стало основным фактором снижения целевой цены. В то же время не стоит забывать и о фундаментальных факторах. Прибыль компании в первом полугодии составила 78 тенге, что при сохранении текущей маржинальности и реализации прогнозов руководства, может дать прибыль и дивиденды в размере 160 тенге по итогам 2021 года. В таком случае текущая потенциальная дивидендная доходность составляет 11%, что может поддержать рыночную цену. Тем не менее влияние этого фактора может быть среднесрочным, поэтому на текущий момент из-за резкого падения цены риск инвестирования в акции Кселл все еще остается высоким. В итоге мы сохраняем рекомендацию «держать» по Кселл с новой целевой ценой в 1710 тенге.

**(+) Выручка Кселл продолжила рост.** Во втором квартале 2021 года выручка компании выросла на 20% г/г и составила 46 млрд тенге. Такой уровень роста был в основном достигнут за счет низкой базы 2020 года из-за режима ЧП. Основной рост пришелся на доходы от услуг по передаче данных, которые выросли на 21,1% г/г и 6% к/к на фоне роста трафика данных. Этот показатель во втором квартале составил 153 петабайта, показав рост на 3,2% к/к и 39% г/г. Выручка от голосовых услуг выросла на 13,3% г/г и 7,8% к/к, а доходы от реализации мобильных устройств составили 7,8 млрд тенге и выросли на 31% г/г. Абонентская база на конец июня составила 8,03 млн единиц, снизившись на 0,3% к/к. Доля рынка Кселл снизилась на 30 б.п. во втором квартале, составив 33,2%. ARPU компании во втором квартале вырос до 1 584 тенге (+7% к/к и +13% г/г).

**(=) Разнонаправленное движение маржи.** Во втором квартале несмотря на рост валовой маржи, операционная маржинальность снизилась из-за роста общих и административных расходов на 44% к/к. Валовая маржа выросла с 33% до 35,6%, но в то же время скорректированная EBITDA маржа составила 42% против 44% в предыдущем квартале. В годовом выражении EBITDA маржа практически не изменилась.

**Изменения в модели оценки и наше мнение.** Недавнее резкое падение цены руководство объяснило делистингом ГДР, из-за чего некоторым зарубежным фондам вероятно пришлось продавать акции из-за наличия внутренних и прочих ограничений по части держания акции на казахстанском рынке. Мы же считаем, что это падение может остановиться за счет наличия фундаментальных

факторов. Учитывая текущий уровень прибыли компании на одну акцию в 78 тенге в первом полугодии, по итогам 2021 года можно ждать чистую прибыль в 160 тенге за счет дальнейшего роста выручки и сохранения маржи на текущих уровнях. В этом случае можно ожидать, что компания выплатит дивиденды в 100% чистой прибыли, что дает потенциальную дивидендную доходность в 11%. Также руководство компании недавно провело мероприятия «День эмитента», организованное биржей. На этом мероприятии руководство представило планы по развитию компании и финансовые ожидания на 2021 год. Так, руководство полагает, что рост выручки составит 8-9%, а рост EBITDA 9-10% по итогам 2021 года. Получается, что выручка может составить 190 млрд тенге, что будет рекордом для компании, а EBITDA 79 млрд тенге. При сохранении текущей чистой маржи и реализации прогноза по росту выручки прибыль компании может составить 164 тенге на одну акцию. Тем не менее, на текущий момент фундаментальный фактор в виде роста дивидендов вряд ли можно назвать определяющим. Позитивное влияние этого фактора стоит ожидать после выхода отчета за 3-й квартал, до которого еще 3 месяца. Поэтому риск инвестиции в акции Кселл остается высоким, беря во внимание это падение и рост волатильности. Тем не менее, если падение продолжится, то можно начинать покупки в районе 1200 тенге, откуда можно ждать привлекательную дивидендную доходность больше 13%. В модели оценки мы увеличили капитальные расходы согласно прогнозам руководства и WACC на фоне увеличения риска и базовой ставки, а также более консервативно подошли к прогнозу ARPU. В итоге после всех изменений целевая цена одной акции АО «Кселл» составила **1 710 тенге**, с потенциалом роста в 18% от текущей цены. Рекомендация «**держать**».

## Справочная информация

**Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки**

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	03.06.2021	11.08.2021		
ARPU, 2026, тенге	2 208	1 964	-11%	Более консервативные прогнозы по росту ARPU на фоне стабилизации рынка и количества абонентов Кселл
WACC, 2021, %	13,1%	15,4%	2,3 п.п.	Увеличение беты и безрисковой ставки
Капитальные затраты, 2021, млрд тенге	30	39,8	33%	Капитальные затраты к выручке на уровне 21% в первом полугодии. Прогноз руководства в 22% в 2021 году

расчеты Фридом Финанс

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