

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Hold

## АО "Кселл" (KCEL)

 Потенциал роста: **-10%**

 Целевая цена: **1 230 тенге**

 Текущая цена: **1 410 тенге**

### РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуот / апдейт

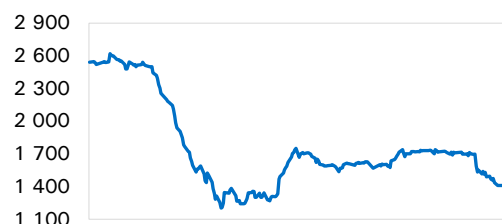
## Кселл: результаты за 1-ый квартал 2022 года



Выручка, 3М '22 (млрд KZT)	50,9
EBITDA, скорр. 3М '22 (млрд KZT)	21,7
Чистая прибыль, 3М '22 (млрд KZT)	9,2
Чистый долг, 3М '22 (млрд KZT)	25,6

P/E, 3М '22 (x)	8,1x
ROA, 3М '22 (%)	15%
ROIC, 3М '22 (%)	20%
ROE, 3М '22 (%)	36%
Маржа EBITDA, скорр. (%)	43%

Капитализация (млрд KZT)	282
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 203-2 620
Текущая цена (KZT)	1 410
Целевая цена (KZT)	1 230
Потенциал роста (%)	-10%

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


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-19%	-19%	-45%
vs KASE	-5%	0%	-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

АО «Кселл» отчиталось по первому кварталу 2022 года. Компания получила рекордную для первого квартала выручку, а также увеличила валовую маржу с 33% до 36%, что положительно сказалось на чистой прибыли. Однако, компания понесла большие капитальные затраты, объем которых резко вырос в первом квартале до 23 млрд тенге, что почти в два раза больше, чем было в прошлом году. Кроме того, предложение министра цифрового развития о демополизации Казахтелекома через продажу одного из сотовых операторов может стать негативным триггером для рыночной стоимости Кселл. В случае если объектом продажи станет Кселл, то скорее всего цена продажи будет ниже текущей, так как это приведет к исчезновению синергии с Казахтелекомом и увеличит расходы компании. В модели оценки мы несколько снизили прогнозы роста показателей компании на фоне возможной сделки по продаже. Кроме того, увеличение базовой ставки и капитальных затрат снизило нашу оценку. В итоге мы сохраняем рекомендацию «держать» по Кселл с целевой ценой в 1 230 тенге и с текущей переоцененностью рыночной цены в 10%.

**(+) Продолжение роста выручки.** В 1-м квартале 2022 года квартальная выручка компании выросла на 16% г/г и достигла нового рекорда для первого квартала. В квартальном выражении падение составило 8,8% на фоне сезонно сильного четвертого квартала. В годовом выражении наблюдается рост по всем четырем сегментам выручки. Основной рост пришелся на сегмент «реализация мобильных телефонов», который вырос на 28% г/г. Кроме того значительно вырос объем доходов от голосовых услуг, который в первом квартале зачастую падает относительно четвертого квартала. Рост составил 16% г/г и 3,1% к/к. Также выросли доходы от услуг по передаче данных, которые увеличились на 9% г/г на фоне роста трафика данных. Этот показатель в первом квартале 2022 года составил 164 петабайта, показав рост 11% г/г и небольшое падение в 0,4% к/к, вероятнее всего на фоне январских событий. Абонентская база на конец марта 2022 года составила 7,97 млн единиц, с ростом в 0,1% к/к. Доля рынка компании повысилась на 10 б.п. с конца 2021 года, составив 32,8%. Показатель ARPU Кселл составил 1 664 тенге (-2% к/к и +12% г/г).

**(=) Неоднозначные показатели рентабельности.** Годовой рост выручки положительно сказался на валовую маржу, которая выросла с 33% до 36%. Однако, EBITDA маржа снизилась с

тренд на снижение квартальной EBITDA маржи был замечен в течение всего 44,1% до 42,6% из-за роста прочих операционных расходов и небольшого роста общих и административных расходов. В целом прошлого года несмотря на растущую выручку. Тем не менее, более высокий рост выручки пока позволяет компании увеличивать чистую прибыль. Квартальная чистая прибыль компании составила 9,23 млрд тенге (+29% г/г и +22% к/к) или 46,2 тенге на одну акцию.

**Изменения в модели оценки и наше мнение.** Несмотря на неплохой отчет в плане доходов и прибыли, резкое увеличение капитальных затрат повысило чистый долг компании на конец марта 2022 года и вызывает вопросы относительно размеров будущих капитальных вложений. На этом фоне мы несколько изменили наши прогнозы по капитальным затратам в модели оценки в сторону повышения, что негативно сказалось на оценочной стоимости. Также, увеличение базовой ставки Нацбанка с 13,5% до 14% стало фактором снижения оценки. Другим важным моментом является возможная демополизация Казахтелекома. В случае если Казахтелеком будет продавать оставшуюся 51%-ю долю в Кселл третьему игроку на рынке, то вряд ли цена продажи будет выше или близка к текущей рыночной цене. Подобная продажа вероятнее всего сведет синергию расходов с Казахтелекомом к нулю, что в итоге негативно повлияет на прибыль и, следовательно, на оценочную стоимость. В конце 2018 года Казахтелеком купил 75% акции примерно за 1105 тенге за одну акцию, что вероятнее всего была наиболее высокой ценой предложения, так как у Казахтелекома была возможность предложить лучшую цену за счет будущей синергии и консолидации рынка сотовой связи. Тогда судя по сообщениям СМИ предлагаемые цены третьих лиц были ниже предложенной цены Казахтелекома примерно на 20-30%. В этот раз мы тоже можем увидеть подобный дисконт к цене. Также, учитывая, что недавняя цена покупки 24% доли Кселл со стороны Jusan Bank составила примерно те же 1100 тенге, вряд ли потенциальный покупатель предложит сильно больше. В целом это событие, по нашему мнению, является потенциальным фактором снижения рыночной стоимости Кселл. В случае если демополизация Казахтелекома будет идти через продажу Кселл, а не Алтел-Теле2, то имеется высокий риск снижения цены в сторону 1100 тенге. В модели оценки мы несколько снизили наши ожидания по маржинальности держа в уме высокую вероятность этой сделки. В итоге после всех изменений в модели оценки целевая цена одной акции АО «Кселл» составила **1 230 тенге**, с текущей переоценённостью в 10%. Рекомендация «**держать**».

## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	01.03.2022	03.05.2022		
Операционная прибыль, 2026, млрд тенге	79,3	68,9	-13%	Высокая вероятность демонополизации Казахтелекома может снизить совместную синергию и маржинальность компании
Капитальные затраты, 2022, млрд тенге	40	53,7	+34%	Резкое увеличение капитальных затрат в первом квартале 2022 года
WACC, 2022, %	17,1%	18,1%	+1 п.п.	Дальнейшее увеличение базовой ставки НБРК до 14%

расчеты Фридом Финанс

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

