

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **-5%**Целевая цена: **1 380 тенге**Текущая цена: **1 450 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуут / апдейт

Кселл: результаты за 2-й квартал 2022 года

Выручка, 6М '22 (млрд KZT)	108
ЕБИТДА, скорр. 6М '22 (млрд KZT)	45
Чистая прибыль, 6М '22 (млрд KZT)	19,4
Чистый долг, 6М '22 (млрд KZT)	12,9

P/E, 6М '22 (x)	7,9x
P/B, 6М '22 (x)	2,5x
EV/ЕБИТДА, 6М '22 (x)	3,5x
ROA, 6М '22 (%)	16%
ROIC, 6М '22 (%)	22%
ROE, 6М '22 (%)	34%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%)	42,3%

Капитализация (млрд KZT)	290
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	945-1 751
Текущая цена (KZT)	1 450
Целевая цена (KZT)	1 380
Потенциал роста (%)	-5%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	3%	-17%	-9%
vs KASE	5%	0%	-5%

АО «Кселл» отчиталось по итогам второго квартала 2022 года. Компания продолжила наращивать свою выручку, которая достигла нового квартального рекорда. Кроме того, выросла и валовая маржа, составившая 36,6%, что на 1 п.п выше результата прошлого года. Однако, компания все еще имеет отрицательный свободный денежный поток из-за сокращения кредиторской задолженности и более высокого уровня капзатрат. И все же на фоне улучшения финансовых показателей, прогнозы роста в модели оценки были немного увеличены. В итоге мы сохраняем рекомендацию «держать» по Кселл с целевой ценой в 1 380 тенге и с текущей переоцененностью рыночной цены в 5%.

(+) Новые рекорды по выручке. Во 2-м квартале 2022 года квартальная выручка компании выросла на 24% г/г и достигла нового рекорда в 57 млрд тенге. Рост произошел благодаря увеличению всех трех основных сегментов выручки. Выручка от сегмента «реализация мобильных телефонов» увеличилась на 71% г/г, а доходы от голосовых услуг выросли на 16,6% г/г, вместе с ростом доходов от передачи данных, который составил 14% г/г. Объем трафика данных увеличился на 17% г/г и составил 179 петабайта во втором квартале. Абонентская база на конец июня составила 7,99 млн единиц (+0,2% к/к). Доля рынка компании упала на 20 б.п. за квартал, составив 32,6%.

(=) Неоднозначные показатели рентабельности. На фоне роста выручки квартальная валовая маржа выросла с 35,6% до 36,6%. Однако, скорректированная ЕБИТДА маржа выросла лишь на 0,1 п.п., с 42% до 42,1%. Более низкий рост ЕБИТДА маржи объясняется увеличением прочих операционных расходов. В итоге квартальная чистая прибыль составила 10,1 млрд тенге с ростом в 19,4% г/г, а полугодовая прибыль на акцию – 96,78 тенге.

Изменения в модели оценки и наше мнение. На фоне роста выручки и валовой маржи мы несколько увеличили собственные прогнозы по этим показателям, что повысило оценку. С другой стороны, повышение базовой ставки привело к обратному эффекту. Также мы держим в уме возможную демонаполизацию Казахтелекома, от которой может зависеть динамика котировок. К тому же недавно появились уже опровергнутые Казахтелекомом слухи о том, что российская МТС намерена приобрести долю в Кселл, что вероятно и стало причиной резкого роста цены. Однако, появление третьего игрока на рынке может негативно повлиять на синергию с Казахтелеком, и снизить прибыльность. К тому же мы пока видим ограниченную возможность для дивидендов из-за снижения свободного денежного потока. В итоге мы оцениваем одну акцию АО «Кселл» в **1 380 тенге**, с переоценённостью в 5% от рыночной цены. Рекомендация «**держать**».

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	03.05.2022	01.08.2022		
Выручка, 2024, млрд тенге	247	254	2,8%	Более высокий рост выручки относительно прогнозных
Валовая маржа, 2023, %	35,5%	36%	+0,5 п.п	Увеличение валовой маржи в последних двух кварталах относительно прошлого года
WACC, 2022, %	17,8%	18,3%	+0,5 п.п.	Дальнейшее увеличение базовой ставки НБРК до 14,5%

расчеты Фридом Финанс

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

