

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **-7%**Целевая цена: **1 660 тенге**Текущая цена: **1 790 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуут / апдейт

Кселл: результаты за 4-й квартал 2022 года

Выручка, '22 (млрд KZT)	221
ЕБИТДА, '22 (млрд KZT)	90
Чистая прибыль, '22 (млрд KZT)	40
Чистый долг, '22 (млрд KZT)	1

P/E, '22 (x)	8,9x
P/B, '22 (x)	2,6x
EV/ЕБИТДА, '22 (x)	4,0x
ROA, '22 (%)	17%
ROIC, '22 (%)	21%
ROE, '22 (%)	41%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%)	43%

Капитализация (млрд KZT)	358
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	945-1 820
Текущая цена (KZT)	1 790
Целевая цена (KZT)	1 660
Потенциал роста (%)	-7%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	6%	15%	13%
vs KASE	2%	7%	9%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО «Кселл» отчиталось по итогам 4-го квартала 2022 года. Компания показала снижение квартальной выручки из-за падения продаж мобильных устройств. Тем не менее, компания показала годовой рост маржинальности, а также показала смешанный результат относительно 3-го квартала за счет низкой маржинальности мобильных устройств. Свободный денежный поток в 2022 году снизился на 34% г/г, и вместе с ожидаемым ростом капитальных затрат по внедрению технологии 5G компания отказалась от дивидендов по итогам 2022 года. В модели оценки мы немного улучшили маржинальность, изменили стоимость капитала и прогнозы по инфляции, что увеличило оценочную стоимость одной акции Кселл до 1 660 тенге и подразумевает переоцененность рыночной цены на 7%. **Рекомендация – «Держать».**

(=) Снижение квартальной выручки. В 4-м квартале 2022 года квартальная выручка компании снизилась на 1,3% г/г и достигла 55 млрд тенге с учетом государственных субсидий. Несмотря на рост доходов от голосовых услуг и передачи данных на 12,6% г/г, у компании значительно снизилась выручка от реализации мобильных устройств. В отдельном 4-м квартале данный сегмент снизился на 38% г/г и 21% к/к, что вероятнее всего является следствием падения доли рынка. Компания в этот раз не предоставила отдельный квартальный отчет с такими операционными показателями, как абонентская база и трафик данных. В предыдущий раз абонентская база на конец сентября 2022 года составляла 7,93 млн единиц.

(+) Рост маржинальности. Несмотря на падение квартальной выручки, валовая маржа выросла с 39,8% до 40,7%. Возможной причиной этого является тот факт, что реализация мобильных телефонов имеет низкую маржу. В то же время выросли расходы на обесценение финансовых активов, которые составили 2,9 млрд тенге в 4-квартале во многом из-за роста ожидаемых кредитных убытков по дебиторской задолженности абонентов. На фоне этого ЕБИТДА маржа снизилась с 42% в предыдущем квартале до 38,7%. Тем не менее, если не учитывать эти неденежные расходы, то ЕБИТДА маржа за квартал снизилась незначительно: с 44,7% до 43,9%. Причиной снижения является рост общих и административных расходов на 40% к/к. Относительно прошлого года ЕБИТДА маржа выросла аж на 6,7 п.п, сохраняя ранее заданный темп роста. Квартальная чистая прибыль составила 7,9 млрд тенге с ростом в 4,5% г/г, а прибыль на акцию за 2022 год – 201,775 тенге.

Изменения в модели оценки и наше мнение. Несмотря на снижение выручки от продажи мобильных устройств, маржинальность компании продолжает расти, что стало одним из главных факторов увеличения оценочной стоимости. Также факторами роста целевой цены стали изменения в стоимости капитала и прогнозе инфляции. С другой стороны, свободный денежный поток компании снизился в 2022 году на 34% г/г, а компания уже объявила об отмене дивидендов по итогам 2022 года из-за нагрузки на денежные потоки компании при внедрении сети 5G. Это решение подразумевает значительное увеличение капитальных затрат, что конечно же снизит возможность дивидендных выплат в будущем. Учитывая, что внедрение сети 5G будет происходить поэтапно и продлится как минимум до 2027 года, то стоит ждать значительного снижения вероятности выплаты дивидендов в ближайшие годы. Тем не менее, пока что неясен приблизительный уровень капитальных затрат и выгоды от внедрения 5G. Поэтому мы пока не учитываем данный фактор в модели до будущих прояснений. Также мы пока не учитываем возможный фактор демонополизации Казахтелекома, о котором недавно заявили в Агентстве по защите и развитию конкуренции РК. Одним из шагов демонополизации является «поэтапная реализация дочерних компаний (операторов сотовой связи)». В итоге после всех изменений мы оцениваем одну акцию АО «Kcell» в **1 660 тенге**, с переоценённостью в 7% от текущей рыночной цены. Рекомендация **«держать»**.

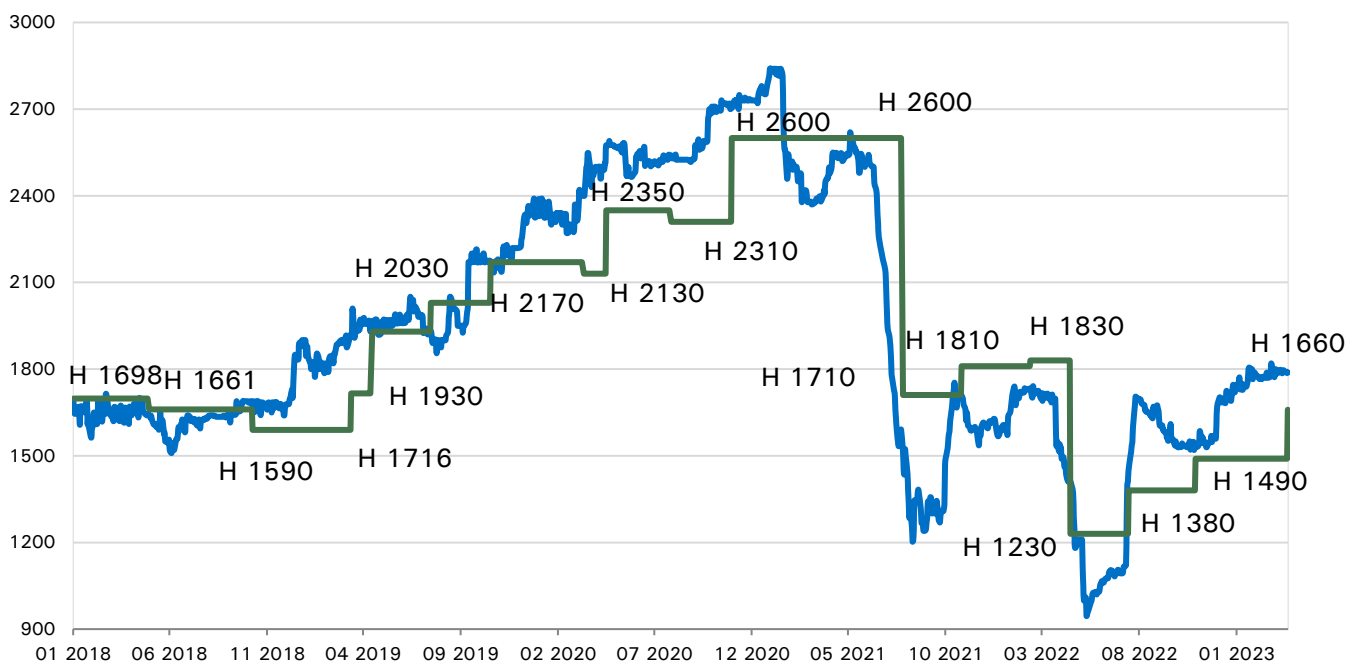
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	14.11.2022	06.04.2023		
ЕБИТ маржа, 2025, %	27%	28%	9%	Рост валовой маржи в 4-м квартале 2022 года
WACC, 2025, %	17,82%	17,63%	-19 б.п.	Небольшое снижение беты в 2022 году и ожидаемого уровня базовой ставки НБРК

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (В-«покупать», Н-«держат», S-«продавать»)



Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов