

ҰСЫНЫМ

# Hold

## "Кселл АҚ" (KCEL)

 Өсу әлеуеті: **-7%**

 Мақсатты бағасы: **1 660 теңге**

 Ағымдағы бағасы: **1 790 теңге**
**НАРЫҚ АКЦИЯЛАР**

Капиталды бағалау | DCF

Қазақстан | Телекоммуникациялар

флэшноут / апдейт

## Кселл: 2022 жылдың 4 тоқсанындағы нәтижелер



Түсім, '22 (млрд KZT)	221
EBITDA, '22 (млрд KZT)	90
Таза пайда, '22 (млрд KZT)	40
Таза қарыз, '22 (млрд KZT)	1

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

Капиталдану (млрд KZT)	358
Шығарылған акциялар (млн дана)	200
Еркін айналым (%)	8,2%
52 апта мин/макс (KZT)	945-1 820
Ағымдағы баға (KZT)	1 790
Мақсатты баға (KZT)	1 660
Өсу әлеуеті (%)	-7%

 Акциялар динамикасы | биржа/тикер **KASE/KCEL**


Кірістілік (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	6%	15%	13%
vs KASE	2%	7%	9%

«Кселл АҚ» 2022 жылдың 4 тоқсанының қорытындылары бойынша есеп берді. Компания мобилдік құрылғылар сатылымдарының төмендеуінен тоқсандық түсімнің азайғанын көрсетті. Дегенмен, компания маржиналдылықтың жылдық өсімін көрсетті, сонымен бірге мобилдік құрылғылардың төмен маржиналдылығы есебінен 3 тоқсанға қатысты аралас нәтиже көрсетті. 2022 жылы еркін ақша ағыны 34% г/г-ға төмендеді, және 5G технологиясын ендіру бойынша күрделі шығындардың болжалды өсімімен бірге компания 2022 жылдың қорытындылары бойынша дивидендтерден бас тартты. Бағалау моделінде біз маржиналдылықты біршама жақсарттық, капиталдың құны мен инфляция бойынша болжамдарды өзгерттік, бұл Кселл-дің бір акциясының бағалау құнын 1 660 теңгеге дейін ұлғайтты және нарықтың бағаның 7%-ға қайта бағалануын білдіреді. Ұсыным – «Ұстап отырыңыз».

**(=) Тоқсандық түсімнің азаюы.** 2022 жылдың 4 тоқсанында компанияның тоқсандық түсімі 1,3% г/г-ға азайып, мемлекеттік субсидияларды есепке алғанда 55 млрд теңгеге жетті. Дауыстық қызметтер мен деректерді беруден кірістердің 12,6% г/г-ға өскеніне қарамастан, компанияда мобилдік құрылғыларды сатудан түсім айтарлықтай азайды. Жеке 4 тоқсанда аталған сегмент 38% г/г-ға және 21% к/к-қа төмендеді, бұл нарықтың үлесінің құлдырауы салдары болуы әбден мүмкін. Компания бұл жолы абоненттік база және деректер трафиі секілді операциялық көрсеткіштермен бөлек тоқсандық есепті ұсынбады. Алдыңғы жол абоненттік база 2022 жылғы қыркүйектің аяғына қарай 7,93 млн бірлікті құрады.

**(+) Маржиналдылықтың өсуі.** Тоқсандық түсімнің төмендеуіне қарамастан жалпы маржа 39,8%-дан 40,7%-ға дейін өсті. Мұның ықтимал себебі мобилдік телефондарды сату маржасының төмен болу фактісі болып табылады. Сонымен бір мезгілде қаржы активтерінің құнсыздануына шығыстар өсті. Бұл шығыстар 4 тоқсанда көбінесе абоненттердің дебиторлық берешегі бойынша болжалды кредиттік залалдардың өсуінен 2,9 млрд теңгені құрады. Осының аясында EBITDA маржа алдыңғы тоқсанда 42%-дан 38,7%-ға дейін төмендеді. Дегенмен, егер осы ақшасыз шығыстарды есепке алмасақ, онда EBITDA маржа тоқсан ішінде болмашы ғана: 44,7%-дан 43,9%-ға дейін төмендеді. Төмендеудің себебі жалпы және әкімшілік шығыстардың 40% к/к-қа өсуі болып табылады. Өткен жылға қатысты EBITDA маржа 6,7 п.п-ге өсіп, бұрынғы межелеген өсу

қарқынын сақтады. Тоқсандық таза пайда 4,5% г/г өсіммен 7,9 млрд теңгені, ал 2022 жыл ішінде акцияға пайда 201,775 теңгені құрады.

**Бағалау моделіндегі өзгерістер және біздің пікіріміз.** Мобилдік құрылғыларды сатудан түсімнің төмендеуіне қарамастан, компанияның маржиналдылығы өсіп келеді, бұл бағалау құнының ұлғаюының басты факторларының біріне айналды. Сонымен бірге мақсатты бағаның өсу факторлары капиталдың құнындағы және инфляцияның болжамындағы өзгерістер болды. Бір жағынан, компанияның еркін ақша ағыны 2022 жылы 34% г/г-ға төмендеді, ал компания ендігі 5G желісін ендіру кезінде компанияның ақша ағындарына жүктеменің салдарынан 2022 жылдың қорытындылары бойынша дивидендтердің күшін жоятынын хабарлады. Бұл шешім күрделі шығындардың айтарлықтай артқанын білдіреді, бұл әлбетте келешекте дивидендтік төлемдердің мүмкіндігін төмендетеді. 5G желісін ендірудің кезең кезеңімен жүргізілетінін және кем дегенде 2027 жылға дейін ұзартылғанын ескерсек, онда таяу жылдары дивидендтерді төлеу ықтималдығының едәуір төмендеуін күтуге болады. Дегенмен, күрделі шығындар мен 5G-ді ендірудің пайдасының жуықтама деңгейі әзірге анық емес. Сондықтан біз әзірге бұл факторды келешекте анықталғанға дейін модельде есепке алмаймыз. Сонымен бірге біз әлі Қазақтелекомның монополиясыздандырудың ықтимал факторын есепке алмаймыз. Бұл туралы

жақында ҚР Бәсекелестікті қорғау және дамыту агенттігінде мәлімдеді. Монополиясыздандыру қадамдарының бірі «еншілес компанияларды (ұялы байланыс операторларын) кезең-кезеңімен сату» болып табылады. Нәтижесінде барлық өзгерістерден кейін біз «Kcell» АҚ-нің бір акциясын ағымдағы нарықтық бағадан 7% қайта бағалай отырып, **1 660 теңгеге** бағалаймыз. Ұсыным **«ұстап отырыңыз»**.

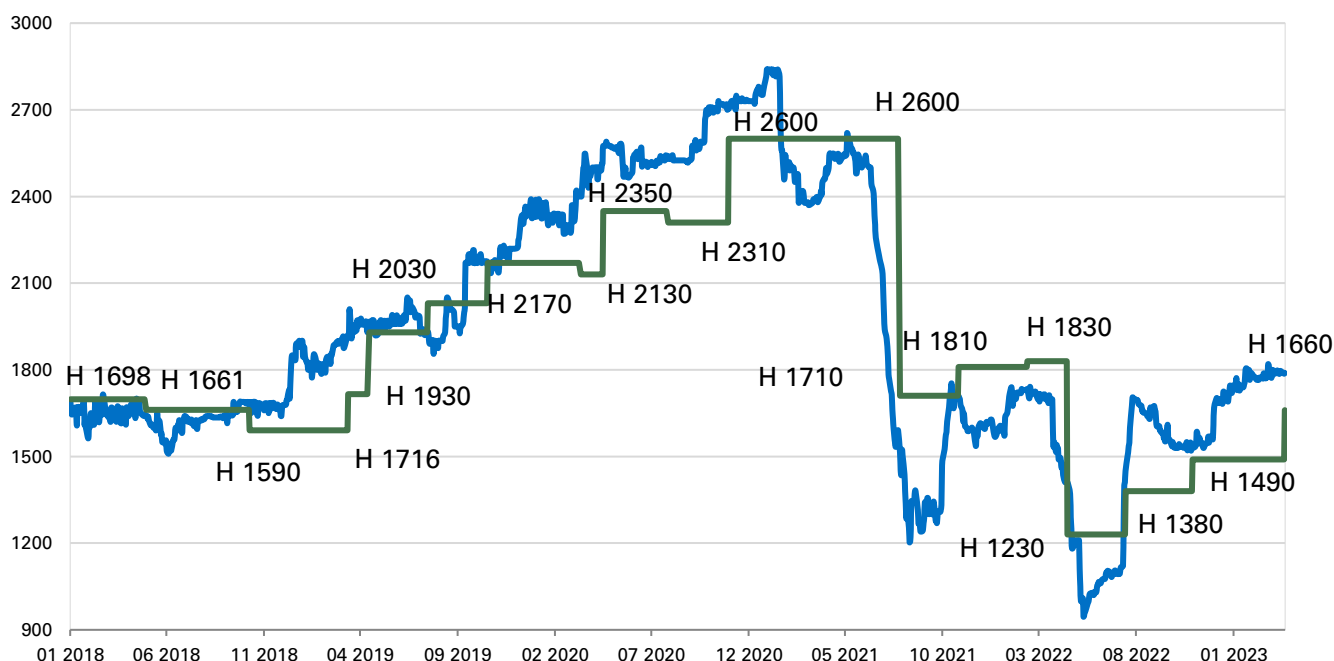
## Анықтамалық ақпарат

### 1 суретті қосымша. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы негізгі өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Түсініктемелер
	14.11.2022	06.04.2023		
ЕБИТ маржасы, 2025, %	27%	28%	9%	2022 жылдың 4 тоқсанында жалпы маржаның өсуі
WACC, 2025, %	17,82%	17,63%	-19 б.п.	2022 жылы бетаның және ҚР ҰБ базалық мөлшерлемесінің болжалды деңгейінің біршама төмендеуі

Freedom Broker-дің есептері

### 2 суретті қосымша. Фридом Финанстың алдыңғы ұсынымдары мен мақсатты бағалары. (В-«сатып алыңыз», Н-«ұстап отырыңыз», S-«сатыңыз»)



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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы Қазақстан Республикасында «Астана» Халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнаманың талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтау кезінде компанияға No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензияға сай мынадай реттелетін қызметтер түрін көрсетуге уәкілеттік берілген: инвестициялармен принципа ретінде мәмілелер, инвестициялармен агент ретінде мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар жөнінде консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалар анықтама-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыным емес және түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау туралы ұсыныс емес.

**Бағалы қағаздар мен өзге қаржы инструменттерін иелену әркез тәуекелдермен байланысты: бағалы қағаздар мен өзге қаржы инструменттерінің құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткен кезеңдегі инвестициялау нәтижелері келешектегі табыстарға кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания келешекте салымдардың табысты болатынына кепілдік пен уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал табыстар көлемінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.**