

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Sell****АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **-21%**Целевая цена: **1 510 тенге**Текущая цена: **1 919 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуут / апдейт

**Кселл: результаты за 1-й квартал 2023 года**

Выручка, 3М '23 (млрд KZT)	58
ЕБИТДА, 3М '23 (млрд KZT)	27
Чистая прибыль, 3М '23 (млрд KZT)	13
Чистый долг, 3М '23 (млрд KZT)	14

P/E, 3М '23 (x)	8,7x
P/B, 3М '23 (x)	2,5x
EV/ЕБИТДА, 3М '23 (x)	4,1x
ROA, 3М '23 (%)	20%
ROIC, 3М '23 (%)	18%
ROE, 3М '23 (%)	54%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%)	47%

Капитализация (млрд KZT)	383
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	945-1 922
Текущая цена (KZT)	1 919
Целевая цена (KZT)	1 510
Потенциал роста (%)	-21%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	8%	25%	59%
vs KASE	1%	7%	27%

АО «Кселл» отчиталось по итогам 1-го квартала 2023 года. Компания показала неплохой рост выручки и маржинальности. Однако внедрение 5G значительно отразилось на денежных потоках компании. Капитальные затраты выросли на 79% г/г, свободный денежный поток достиг минус 24 млрд тенге, а кредиторская задолженность увеличилась на 40 млрд тенге. Учитывая все это, вряд ли стоит рассчитывать на дивиденды по итогам 2023 года. В модели оценки мы немного улучшили маржинальность, но также увеличили прогнозные капитальные затраты, что снизило оценочную стоимость одной акции "Кселл" до 1 510 тенге и подразумевает переоцененность рыночной цены на 21%. Рекомендация – «Продавать».

**(+) Рост квартальной выручки.** В 1-м квартале 2023 года квартальная выручка компании выросла на 14% г/г и достигла 58 млрд тенге с учетом государственных субсидий. Основным фактором роста стали доходы от голосовых услуг и передачи данных на 20% г/г. При этом продолжается снижение доходов от реализации мобильных устройств. После падения в прошлом квартале на 38% г/г, продажи этого сегмента упали еще на 9% г/г. Доходы от дополнительных услуг выросли на 24% г/г.

**(+) Рост маржинальности.** На фоне неплохого роста выручки, рост себестоимости оказался небольшим и составил лишь 5,5% г/г. Благодаря этому валовая маржа выросла с 36,4% до 41,1%, что является новым рекордом за последние 7 лет. И несмотря на сильный рост расходов на реализацию на 223% г/г и общих и административных расходов, ЕБИТ маржа выросла с 28,2% до 32,7%. На фоне всего этого ЕБИТДА маржа увеличилась с 42,6% в прошлом году до 46,6%. В итоге квартальная чистая прибыль выросла на 39% г/г и достигла 12,8 млрд тенге.

**Изменения в модели оценки и наше мнение.** Несмотря на рост выручки и маржинальности, компания показала сильный рост капитальных затрат в 1-м квартале 2023 года. Капитальные затраты составили 41 млрд тенге, что на 79% больше результата 1-го квартала 2022 года. Свободный денежный поток снизился до минус 24 млрд тенге, и это несмотря на увеличение кредиторской задолженности с 35 до 75 млрд тенге за квартал. При таких вводных, вряд ли можно рассчитывать на дивиденды по итогам 2023 года. В итоге фактические капзатраты оказались значительно выше наших предыдущих ожиданий, что и стало фактором снижения стоимости в модели оценки. Также мы увеличили валовую маржу, но также увеличили расходы на реализацию и адмрасходы. В итоге, после всех изменений, мы оцениваем одну акцию АО "Кселл" в **1 510 тенге**, с переоценённостью на 21% от текущей рыночной цены. Рекомендация «Продавать».

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

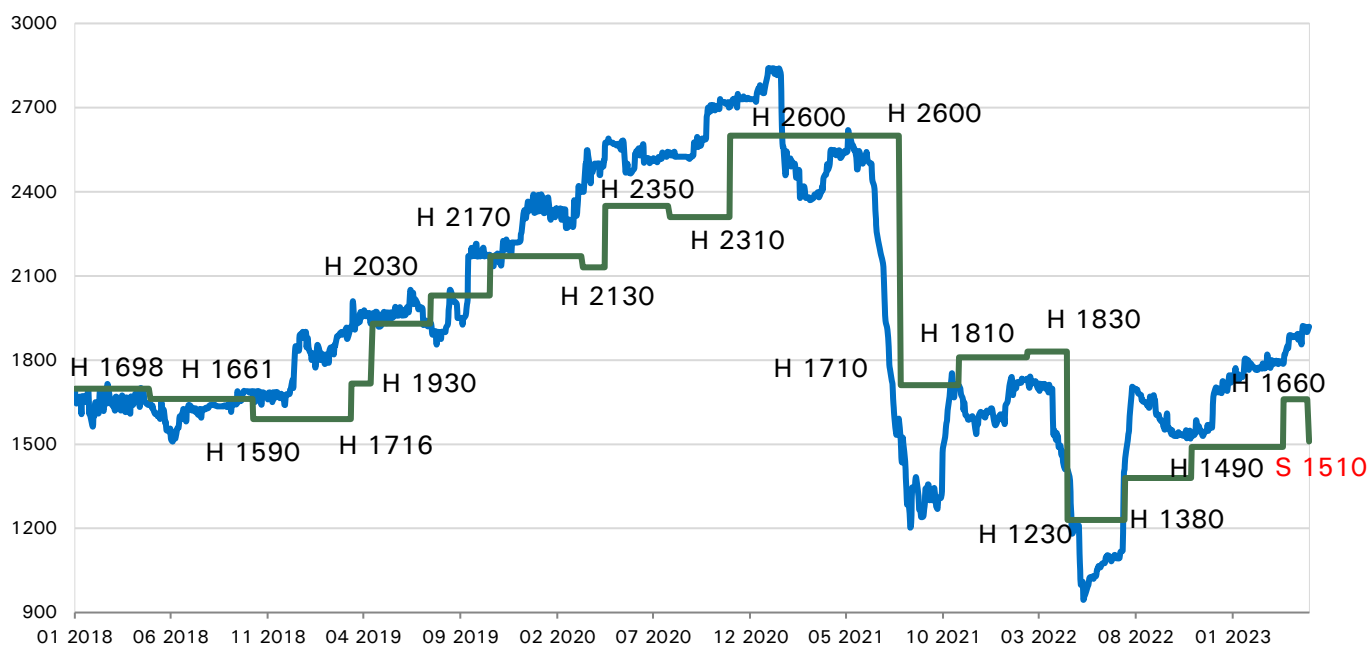
## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	06.04.2023	16.05.2023		
ЕБИТ маржа, 2025, %	28,0%	29,8%	+ 1,8 п.п.	Увеличение маржинальности в первом квартале 2023 года
Капзатраты, 2023, млрд тенге	47	79	+ 68%	Увеличение капзатрат на 79% г/г в первом квартале 2023 года

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