

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **-29%**Целевая цена: **1 410 тенге**Текущая цена: **1 996 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

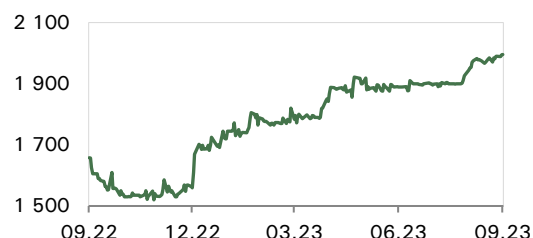
флэшнуут / апдейт

Кселл: результаты за 2-й квартал 2023 года

Выручка, 6М '23 (млрд KZT)	108
ЕБИТДА, 6М '23 (млрд KZT)	44
Чистая прибыль, 6М '23 (млрд KZT)	19
Чистый долг, 6М '23 (млрд KZT)	54

P/E, 6М '23 (x)	10,3x
P/B, 6М '23 (x)	2,6x
EV/ЕБИТДА, 6М '23 (x)	5,1x
ROA, 6М '23 (%)	16%
ROIC, 6М '23 (%)	17%
ROE, 6М '23 (%)	40%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%)	40%

Капитализация (млрд KZT)	399
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 520-1 996
Текущая цена (KZT)	1 996
Целевая цена (KZT)	1 410
Потенциал роста (%)	-29%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	6%	12%	20%
vs KASE	-4%	-7%	-2%

АО «Кселл» отчиталось по итогам 2-го квартала 2023 года. Компания показала заметное снижение выручки и маржинальности. Отмечаем падение доходов от основных статей. К тому же капитальные затраты продолжили рост на фоне внедрения 5G, тем самым денежные средства на балансе компании значительно снизились. В итоге мы сохраняем прогноз невыплаты дивидендов по итогам 2023 года. В модели оценки мы значительно снизили маржинальность, а также вновь повысили прогнозные капитальные затраты. Несмотря на снижение средневзвешенной стоимости капитала, новая целевая цена акции "Кселл" снизилась до 1 410 тенге, что подразумевает переоцененность рыночной цены на 29%. **Рекомендация – «Продавать».**

(-) Снижение квартальной выручки. Во 2-м квартале 2023 года квартальная выручка компании снизилась на 10% г/г и 12% к/к и достигла 51 млрд тенге с учетом государственных субсидий. Основным фактором падения стали доходы от голосовых услуг и передачи данных на 37% г/г и 42% к/к. Вероятной причиной столь резкого падения выручки является изменение в методике разбивки выручки, учитывая, что доходы от дополнительных услуг выросли в более чем 8 раз. Также отметим снижение квартальных доходов от реализации мобильных устройств на 42% г/г, что наблюдается несколько кварталов подряд.

(-) Резкое падение маржинальности. Себестоимость за квартал выросла на 1,4% г/г. Тем самым валовая маржа упала с 41% в предыдущем квартале и 37% в прошлом году до 28%. К тому же расходы на реализацию выросли в 2,5 раза, а прочие расходы на 69% г/г, что привело к снижению ЕБИТДА маржи с 41% в прошлом году до 35%. В итоге квартальная чистая прибыль упала на 41% г/г и на 54% г/г, достигнув 5,9 млрд тенге.

Изменения в модели оценки и наше мнение. На фоне внедрения стандарта 5G капитальные затраты продолжают расти и составили 69 млрд тенге, что на 68% больше результата 1-го квартала 2023 года. Из-за этого свободный денежный поток снизился до минус 64 млрд тенге, а компания получила заем на 13 млрд тенге. Поэтому вряд ли стоит рассчитывать на дивиденды по итогам 2023 года. В модели оценки несмотря на снижение стоимости капитала мы снизили прогнозную валовую маржу из-за падения фактических цифр, а также повысили капитальные затраты по итогам 2023 года, которые за первые полгода превысили ожидания на весь год. В итоге, после всех изменений, мы оцениваем одну акцию АО "Кселл" в **1 410 тенге**, с переоценённостью на 29% от текущей рыночной цены. **Рекомендация «Продавать».**

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

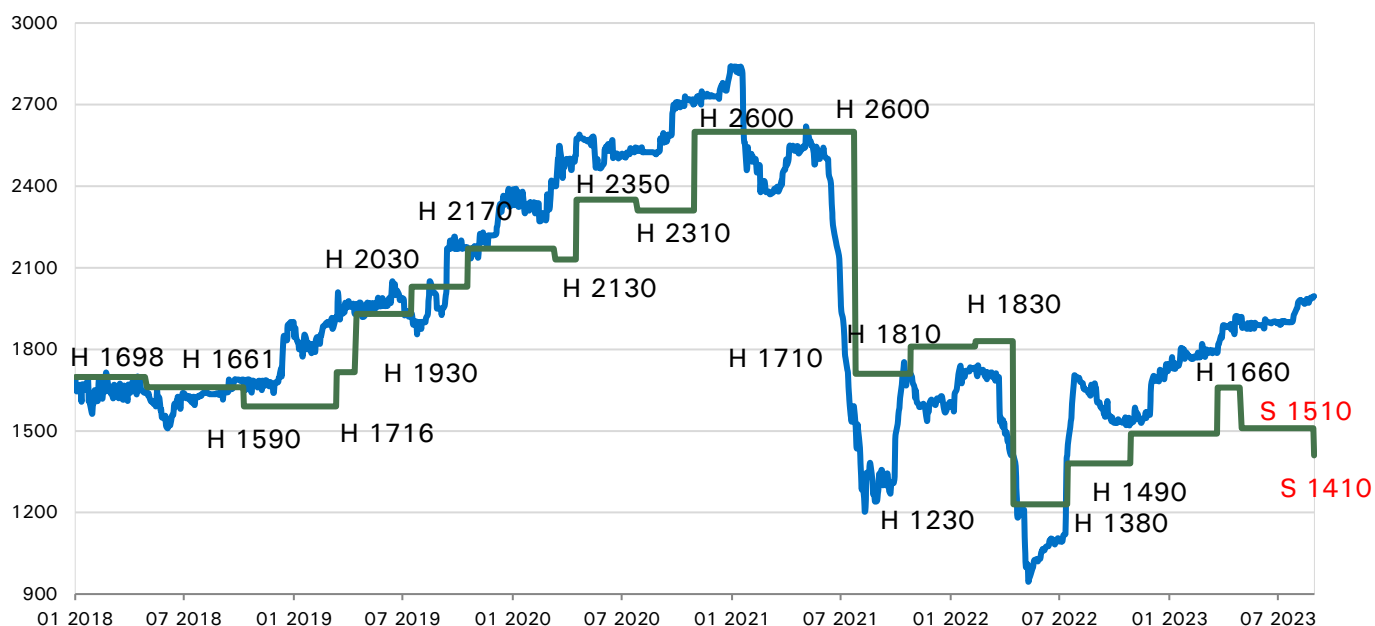
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	16.05.2023	14.09.2023		
Валовая маржа, 2023, %	40,4%	35%	-5,4 п.п.	Снижение валовой маржи во втором квартале 2023 года
Капзатраты, 2023, млрд тенге	79	135	+71%	Дальнейшее увеличение капзатрат во втором квартале 2023 года
WACC, %	18%	16,9%	-1,1 п.п.	Снижение безрисковой ставки и премии за риск инвестиции в акции

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (В-«покупать», Н-«держать», 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