

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **11%**Целевая цена: **1 890 тенге**Текущая цена: **1 701 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнрут / апдейт

Кселл: итоги за 2021 год

Выручка, 2021 (млрд KZT)	196
ЕБИТДА, скорр. 2021 (млрд KZT)	80
Чистая прибыль, 2021 (млрд KZT)	32,5
Чистый долг, 2021 (млрд KZT)	8,6

P/E, 2021 (x)	10,5x
ROA, 2021 (%)	15%
ROIC, 2021 (%)	22%
ROE, 2021 (%)	39%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%)	41%

Капитализация (млрд KZT)	340
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 203-2 620
Текущая цена (KZT)	1 701
Целевая цена (KZT)	1 890
Потенциал роста (%)	11%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	7%	41%	-31%
vs KASE	14%	29%	-47%

Абдикаримов ЕрланДиректор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz**Оразбаев Данияр**Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

АО «Кселл» отчиталось по четвертому кварталу 2021 года. Компания получила рекордную квартальную выручку, а также увеличила валовую маржу до 39%, что является самым высоким показателем с 2017 года. Тем не менее, в то же время Кселл понесла некоторые дополнительные расходы, которые негативно сказались на чистой прибыли, оказавшаяся немного ниже наших предыдущих ожиданий. Также отметим, что руководство компании предложило дивиденды в размере 107,5 тенге на одну акцию. Мы сохраняем рекомендацию «держат» по Кселл с целевой ценой в 1890 тенге и потенциалом роста в 11%.

(+) Выручка Кселл достигла новых рекордов. В 4-м квартале 2021 года квартальная выручка компании выросла на 13% г/г и 11% к/к, и составила рекордные 55,8 млрд тенге. В квартальном выражении основной рост пришелся на сегмент «реализация мобильных телефонов», который вырос на 34% к/к, а также по доходам от услуг по передаче данных, которые выросли на 4% к/к и 14% г/г на фоне роста трафика данных. Этот показатель в четвертом квартале составил 165 петабайтов, показав рост на 7,1% к/к и 20% г/г. Также компания признала доходы на 2,1 млрд тенге за счет госсубсидии по предоставлению радиочастот. Доходы от голосовых услуг выросли на 6,7% г/г и упали на 0,5% к/к. Абонентская база на конец 2021 года составила 7,96 млн единиц, с ростом в 0,1% к/к. Доля рынка снизилась на 20 б.п. относительно конца сентября, составив 32,7%. Показатель ARPU Кселл вырос третий квартал подряд и составил 1 698 тенге в четвертом квартале (+0,4% к/к и +11% г/г).

(=) Неоднозначные показатели рентабельности. В 4-м квартале рост выручки положительно сказался на валовую маржу, которая выросла с 35% в 3-м квартале, до 39% (32,1% в 2020 году). Однако, ЕБИТДА маржа снизилась на фоне роста коммерческих расходов и увеличения прочих операционных расходов в виде обесценения финансовых активов и убытков от выбытия основных средств. Скорректированная ЕБИТДА маржа составила 37,2% против 41,1% в предыдущем квартале и прошлогодней 39,2%. На этом фоне квартальная чистая прибыль компании составила 7,56 млрд тенге (+116% г/г и -19% к/к).

Изменения в модели оценки и наше мнение. Чистая прибыль компании на одну акцию по итогам всего 2021 года составила 162,53 тенге. Данный показатель оказался чуть ниже наших предыдущих ожиданий в 164-170 тенге. На этом фоне дивиденды в 107,5 тенге также немного не оправдали наши ожидания, которые составляли как минимум 120 тенге. И все же, в 2021 году финансовые показатели компании продолжили свое

улучшение и восстановление. Недавнее резкое ослабление тенге также не окажет краткосрочного негативного влияния на отчетность компании. Кселл на конец 2021 года имел 16,7 млрд тенге валютной наличности, которые дают прибыль от курсовой разницы в 2,5 млрд тенге. К тому же компания не имеет валютных займов. Ближайшее погашение долга приходится на 20 августа 2022 года на сумму в 13,1 млрд тенге. Даже несмотря на рост базовой ставки вряд ли рефинансирование этого долга сильно увеличит процентные расходы компании, так как сам долг небольшой относительно денежных средств на балансе и может быть просто погашен. Кроме того, компания может получить заем у своего акционера Jusan Bank на более приемлемых условиях. В среднесрочной перспективе ослабление тенге наверняка скажется на некотором росте операционных расходов и на капитальных затратах на оборудование. В модели оценки мы увеличили прогнозный ARPU и WACC после того, как базовая ставка была поднята до 13,5%. Рост WACC в некоторой степени уменьшило позитивный эффект финрезультатов на оценку компанию. В итоге после всех изменений целевая цена одной акции АО «Kcell» составила **1 890 тенге**, с потенциалом роста в 11% от текущей цены. Рекомендация «**держать**».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	10.11.2021	01.03.2022		
ARPU, 2026, тенге	2 041	2 071	1,5%	Увеличение ARPU в третьем квартале на 3,5% к/к
WACC, 2022, %	15,2%	17,1%	1,9 п.п.	Резкое увеличение базовой ставки НБРК с 10,25% до 13,5%

расчеты Фридом Финанс

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

