

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО "Кселл" (KCEL)**Потенциал роста: **-24%**Целевая цена: **1 490 тенге**Текущая цена: **1 950 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуот / апдейт

Кселл: результаты за 3-й квартал 2023 года

Выручка, 9М '23 (млрд KZT)	165
ЕБИТДА, 9М '23 (млрд KZT)	67
Чистая прибыль, 9М '23 (млрд KZT)	24
Чистый долг, 9М '23 (млрд KZT)	93

P/E, 9М '23 (x)	12,4x
P/B, 9М '23 (x)	2,4x
EV/ЕБИТДА, 9М '23 (x)	4,8x
ROA, 9М '23 (%)	12%
ROIC, 9М '23 (%)	18%
ROE, 9М '23 (%)	32%
Маржа ЕБИТДА, скорр. (%):	43%

Капитализация (млрд KZT)	390
Акции выпущено (млн штук)	200
Свободное обращение (%)	8,2%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 530-2 000
Текущая цена (KZT)	1 944
Целевая цена (KZT)	1 490
Потенциал роста (%)	-24%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-2%	4%	27%
vs KASE	-12%	-15%	-10%

АО «Кселл» отчиталось по итогам 3-го квартала 2023 года. Компания показала заметное восстановление операционной маржинальности в лице ЕБИТДА. Также отметим, что странности в сегментах выручки второго квартала были нормализованы. Теперь доходы от голосовых услуг, как обычно, принесли большую часть выручки компании. Капитальные затраты оказались чуть выше ожиданий, а компания увеличила объем долга и тем самым сохраняется прогноз невыплаты дивидендов по итогам 2023 года. В модели оценки мы повысили маржинальность и прогнозные капитальные затраты. Также немного снизилась стоимость капитала, а новая целевая цена акции "Кселл" повысилась до 1 490 тенге, что подразумевает переоцененность рыночной цены на 24%. **Рекомендация – «Продавать».**

(=) Нормализация выручки. В 3-м квартале 2023 года квартальная выручка компании снизилась на 3,7% г/г и выросла на 9,7% к/к, достигнув 56 млрд тенге с учетом государственных субсидий. На этот раз доходы от голосовых услуг вернулись к средним значениям, составив 49 млрд тенге (+12% г/г и +86% к/к), также, как и доходы от дополнительных услуг (+25% г/г и -87% к/к). Отмечаем продолжение снижения квартальных доходов от реализации мобильных устройств (-59% г/г и -38% к/к), что наблюдается пятый квартал подряд.

(+) Восстановление маржи. Себестоимость выросла на 19% г/г и 14% к/к. Тем самым валовая маржа упала с 40% в 2022 году и 28% во втором квартале до 26%. С другой стороны, одной из причин этого является увеличение износа и амортизации. Квартальная ЕБИТДА маржа упала с 46% в прошлом году до 44%, что тем не менее выше слабого второго квартала с результатом в 38%. Квартальная чистая прибыль упала на 57% г/г и выросла на 12% к/к, достигнув 5,7 млрд тенге или 28,45 тенге на акцию.

Изменения в модели оценки и наше мнение. Капитальные затраты Кселл в третьем квартале составили 31 млрд тенге, что меньше результата предыдущего квартала в 69 млрд тенге. Тем не менее свободный денежный поток продолжает оставаться отрицательным: -23 млрд тенге за третий квартал. Это привело к чистому увеличению займов на 22 млрд тенге. Тем самым акционеры вряд ли могут рассчитывать на дивиденды по итогам 2023 года. В модели оценки мы повысили прогнозную ЕБИТДА маржу, а также повысили капитальные затраты по итогам 2023 года. Также была немного снижена стоимость капитала, и слегка снижены прогнозы по выручке в 2024 и 2025 гг. В итоге, после всех изменений, мы оцениваем одну акцию АО "Кселл" в **1 490 тенге**, с переоценённостью на 24% 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
	14.09.2023	01.12.2023		
ЕБИТДА маржа, 2024, %	40%	42%	+ 2 п.п.	Восстановление ЕБИТДА маржи в третьем квартале 2023 года
Капзатраты, 2023, млрд тенге	135	152	+ 13%	Дальнейшее увеличение капзатрат в третьем квартале 2023 года
WACC, %	16,9%	16,5%	-0,4 п.п.	Увеличение доли долгового капитала

расчеты Freedom Broker

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

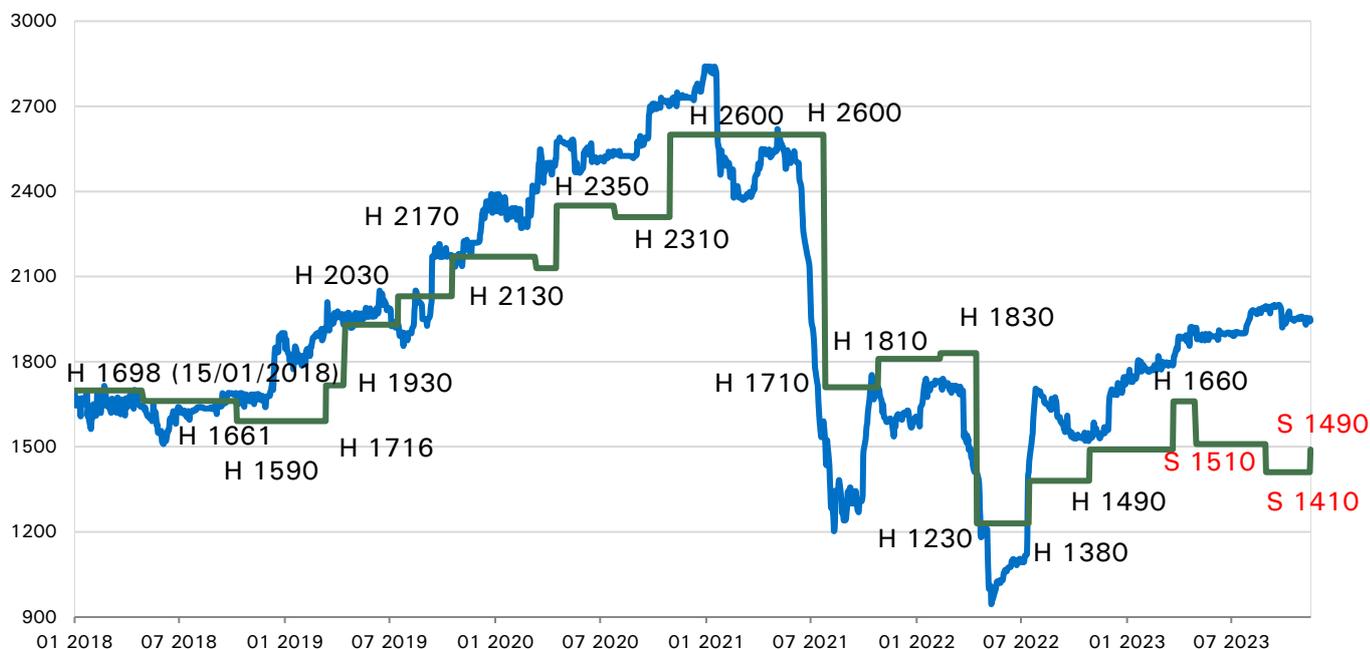


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	5	56%
Hold	3	33%
Sell	1	11%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) 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 Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

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.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
-