

## Финансовые и операционные результаты за 1 полугодие 2021г.

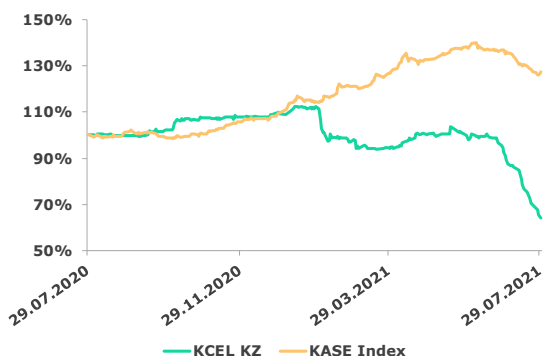
3 августа 2021 г.

Тикер	KCEL.KZ
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, KZT/акция	1 565
12М целевая цена, KZT/акция	1 810
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>16%</b>
Прогноз дивидендов (2021), KZT/акция	104.0
<b>Ожидаемая дивидендная доходность</b>	<b>6%</b>
Количество акций, млн	200
Ср. ежедн. объем торгов, 3М (KZT млн)	49
Рыночная капитализация, KZT млн	313 000
<b>Основные акционеры:</b>	
АО "Казахтелеком"	75%
АО Райффайзенбанк	12%

Финансовые показатели (млн KZT)	2020	2021П	2022П
Выручка	174 684	191 401	204 045
EBITDA	56 988	74 931	72 276
Чистая прибыль	17 577	29 722	31 575
EPS (KZT)	88	149	158
Собственный капитал	82 083	99 501	110 270
Чистый долг	50 264	45 165	41 252

Мультипликаторы	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.1	5.4	5.6
Чистый долг/EBITDA	0.9	0.6	0.6
Чистый долг/Капитал	0.6	0.5	0.4
P/E	17.8	10.5	9.9
P/B	3.8	3.1	2.8
ROE	21%	30%	29%

Динамика изменения цен KCEL.KZ	KASE индекс
1М	-33%
3М	-36%
12М	-36%
Максимум за 52 недели	2 840
Минимум за 52 недели	1 623



Источник: Данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

По результатам 1 полугодия 2021 г. выручка Kcell увеличилась на 15% г/г, а чистая прибыль выросла на 83% г/г, что в целом соответствуют нашим ожиданиям. Учитывая прогнозируемый рост административных расходов и капитальных затрат на 2021 и 2022 гг., мы скорректировали нашу ЦЦ с 2190 до 1 810 тг/акцию. С учетом падения цены на 33% с момента публикации нашей последней рекомендации ([«Делистинг ГДР и финансовые результаты за 2020 г.»](#) от 11 марта, рекомендация **Продавать**), мы повышаем нашу рекомендацию с **Продавать** до **Покупать**.

**Рост основных показателей в рамках наших ожиданий.** По результатам 1 полугодия 2021 г. абонентская база Kcell выросла на 2.1% г/г до 8.03 млн. пользователей. Показатель ARPU увеличился на 9.7% г/г до 1533 тенге., MOU (minutes of use) снизился на 8.8% г/г до 209 мин/месяц.

По итогам 1 полугодия 2021 г. общая выручка компании выросла на 15% г/г до 90 млрд тенге. Рост был обусловлен увеличением абонентской базы, а также увеличением показателя ARPU. В разрезе статей доход от услуг голосовой связи вырос на 2.7% г/г и составил 37.4 млрд тенге (41.4% от общей выручки). Доход от услуг передачи данных увеличился на 17.9% г/г до 32.4 млрд тенге (36% от общей выручки). Реализация мобильных устройств принесла компании 16 млрд тенге, продемонстрировав рост на 40.6% г/г (17.8% от общего дохода).

Себестоимость выросла до 29.5 млрд тенге, увеличившись на 7.4% г/г. Рост в основном был вызван увеличением себестоимости мобильных устройств.

Расходы на реализацию составили 793 млн тенге, уменьшившись на 25.3% г/г. Сокращение связано с сезонностью маркетинговых активностей от квартала к кварталу и уменьшением маркетинговых затрат в 1 полугодии 2021 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако данные расходы увеличатся во 2-м полугодии 2021 г. в связи с запуском новых маркетинговых проектов.

Общие и административные расходы выросли на 47.7% г/г до 6.9 млрд тенге, главным образом за счет увеличения расходов на персонал.

Показатель EBITDA, без учета единовременных расходов, вырос на 19.9% г/г, составив 38.8 млрд тенге, при этом рентабельность по EBITDA сложилась на уровне 43.0% (41.1% годом ранее).

Чистые финансовые расходы уменьшились до 4.2 млрд тенге, показав снижение на 13.2% г/г в результате снижения объема займов на 17% за полугодие до 61 млрд тенге.

Чистая прибыль увеличилась на 83% г/г до 15.6 млрд тенге. Практически двукратный рост чистой прибыли был обеспечен более значительным увеличением выручки (+15% г/г) по сравнению с ростом себестоимости (+7% г/г), сокращением расходов на реализацию (-25% г/г), а также снижением финансовых расходов (-13.3% г/г).

**Коррекция стоимости акций предоставляет привлекательную возможность для входа.** Финансовые результаты за 1 полугодие 2021 г. в целом соответствуют нашим прогнозным ожиданиям. По итогам 2021 г. мы прогнозируем общую выручку компании на уровне 191.4 млрд тенге (+9.6%

г/г). Это в целом соответствует прогнозам руководства компании, которое ожидают рост на 8-9%.

Небольших корректировок потребовали лишь отдельные статьи, а именно повышение прогноза чистых операционных доходов, которые за 1 полугодие составили 792 млн тенге по сравнению с убытками в 1.2 млрд тенге за аналогичный период прошлого года. Также мы повысили прогнозы по сумме общих и административных расходов, которые увеличились на 47.7% г/г.

Помимо этого, был повышен наш прогноз капитальных затрат на 2021 и 2022 гг. По планам компании, в 2021 г. капитальные затраты составят 22% от выручки, или порядка 42 млрд тенге, увеличившись на 57% г/г. Данные капитальные затраты будут направлены на интеграцию базовых станций совместно с Казахтелеком и Теле2, которую планируется завершить к концу 1 полугодия 2022 г. После объединения сетей расходы на обслуживание станций должны сократиться почти в 2 раза, что также отражено в наших прогнозах.

Чистая прибыль, согласно нашим прогнозам, составит порядка 33 млрд тенге, показав рост почти в 2 раза по сравнению с предыдущим годом. Главным образом такой рост будет обусловлен увеличением выручки в случае отсутствия единоразовых расходов, таких как резервы по судебным претензиям (4.4 млрд тенге) и обесценение активов (5.2 млрд тенге), имевших место в 2020 г.

Мы отмечаем, что после делистинга ГДР компании с фондовых бирж LSE и AIX произошло падение цены акций, с середины июня до текущего момента, на 36%.

Ранее мы неоднократно отмечали переоцененность акций компании и рекомендовали их продажу. Учитывая значительное падение из стоимости ниже нашей ЦЦ, мы считаем текущий момент привлекательным для приобретения акций компании и повышаем нашу рекомендацию по акциям Kcell с Продавать до Покупать.

**Ожидаем увеличения дивидендов на 18.4% г/г.** По итогам 2020 г. Kcell выплатил дивиденды в размере 17.6 млн тенге или 87.89 тенге/акцию, что почти в 2 раза больше по сравнению с предыдущим годом. При этом выплаты составили 100% от консолидированной чистой прибыли за 2020 г.

Согласно данным компании, по итогам 2021 г. дивиденды на уровне 100% от чистой прибыли маловероятны. Однако, принимая во внимание ожидаемый значительный рост чистой прибыли в 2021 г. и исторический уровень выплаты дивидендов на уровне 70% от чистой прибыли, дивиденды, по нашим прогнозам, составят 104.0 тенге/акцию, увеличившись на 18.4% г/г. При этом дивидендная доходность составит около 6%.

Рис 1. Финансовые результаты Kcell

В млн тенге	1П2021	1П2020	г/г	2020	2019	г/г
<b>Выручка</b>	<b>90 163</b>	<b>78 688</b>	15%	<b>174 684</b>	<b>156 657</b>	12%
Себестоимость	-59 179	-55 085	7%	-119 133	-108 928	9%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>30 984</b>	<b>23 603</b>	31%	<b>55 551</b>	<b>47 729</b>	16%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>		<i>32%</i>	<i>30%</i>	
Общие и админ расходы	-6 929	-4 690	48%	-10 426	-8 925	17%
Расходы по реализации	-793	-1 061	-25%	-1 965	-2 887	-32%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	791	-1 232	н/п	-10 334	-12 836	-19%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>24 053</b>	<b>16 620</b>	45%	<b>32 826</b>	<b>23 081</b>	42%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>27%</i>	<i>21%</i>		<i>19%</i>	<i>15%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-4 183	-4 817	-13%	-9 453	-10 479	-10%
Прочие доходы/расходы, нетто	326	729	-55%	1 248	140	н/п
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>20 196</b>	<b>12 532</b>	61%	<b>24 621</b>	<b>12 742</b>	93%
Корпоративный подоходный налог	-4 569	-3 994	14%	-7 044	-2 727	158%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>15 627</b>	<b>8 538</b>	83%	<b>17 577</b>	<b>10 015</b>	76%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>17%</i>	<i>11%</i>		<i>10%</i>	<i>6%</i>	
Прибыль на акцию (KZT), разводненная	78.1	42.7	83%	87.9	50.1	75%

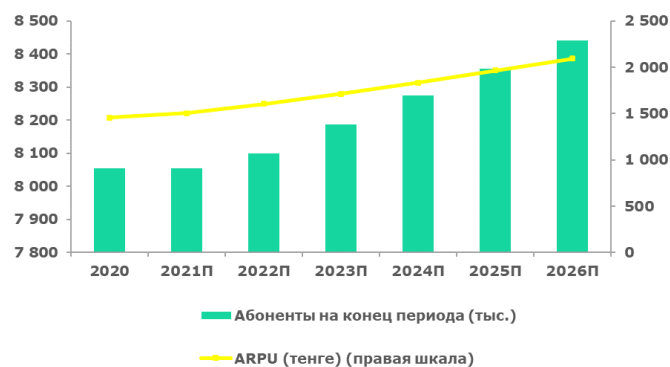
Источник: данные компании

Рис 2. Основные операционные показатели

	1П2021	1П2020	г/г
Абоненты на конец периода (тыс.)	8 028	7 863	2.1%
MOU (мин/месяц)	209	229	-8.7%
ARPU (тенге)	1 533	1 398	9.7%
Уровень оттока (%)	34.1%	35.8%	-1.7 пп

Источник: данные компании

Рис 3. Прогноз операционных показателей



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Фактическая и прогнозная динамика основных финансовых показателей



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 5. Динамика структуры выручки



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 6. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	191 401	204 045	217 960	233 167	249 929	266 346
ЕБИТ	51 392	47 425	57 900	66 833	73 702	80 299
+ Амортизация	23 539	24 851	26 300	27 899	29 657	31 593
- Налог на прибыль	-8 878	-7 894	-10 056	-12 089	-13 707	-15 037
- Капитальные инвестиции	-42 108	-32 145	-34 338	-36 733	-39 374	-41 960
- Изменения в оборотном капитале	2 105	-1 206	-2 185	-2 266	-2 351	-2 461
Свободные денежные потоки	26 049	31 031	37 621	43 644	47 927	52 433
WACC	14%					
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>27 287</b>	<b>29 090</b>	<b>29 675</b>	<b>28 656</b>	<b>27 567</b>	
Терминальная стоимость (PV)	264 839					
Enterprise value (PV)	407 114					
- Чистый долг (PV)	45 165					
Рыночная капитализация	361 949					
Количество акций, млн	200					
12М целевая цена (KZT/акция)	1 810					
Текущая цена (KZT/акция)	1 565					
Потенциал роста/(снижения)	16%					
Рекомендация	<b>Покупать</b>					

Источники: Данные компании, расчет Halyk Finance

## Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млн тенге, кроме значений на акцию

Отчет о прибыли и убытках	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	174 684	191 401	204 045	217 960	233 167	249 929	266 346
Себестоимость продаж	- 119 133	- 124 411	- 132 629	- 137 315	- 144 564	- 152 457	- 162 471
<b>Валовая прибыль</b>	<b>55 551</b>	<b>66 990</b>	<b>71 416</b>	<b>80 645</b>	<b>88 604</b>	<b>97 472</b>	<b>103 875</b>
Коммерческие и маркетинговые расходы	- 1 965	- 2 029	- 2 090	- 2 153	- 2 218	- 2 273	- 2 319
Общие и административные расходы	- 10 426	- 13 858	- 14 274	- 14 702	- 15 143	- 15 522	- 15 832
Прочие операционные доходы	827	882	2 508	1 406	1 599	1 838	1 614
Прочие операционные расходы	- 11 161	- 594	- 10 136	- 7 297	- 6 009	- 7 814	- 7 040
<b>Операционная прибыль</b>	<b>32 826</b>	<b>51 392</b>	<b>47 425</b>	<b>57 900</b>	<b>66 833</b>	<b>73 702</b>	<b>80 299</b>
Финансовые доходы	1 248	1 012	469	338	361	386	413
Финансовые расходы	- 9 453	- 13 803	- 8 426	- 7 955	- 6 747	- 5 552	- 5 526
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>24 621</b>	<b>38 601</b>	<b>39 468</b>	<b>50 282</b>	<b>60 447</b>	<b>68 537</b>	<b>75 186</b>
Расходы по налогу на прибыль	- 7 044	- 8 878	- 7 894	- 10 056	- 12 089	- 13 707	- 15 037
<b>Прибыль и общий совокупный доход за год</b>	<b>17 577</b>	<b>29 722</b>	<b>31 575</b>	<b>40 225</b>	<b>48 357</b>	<b>54 829</b>	<b>60 149</b>
Количество акций, млн	200	200	200	200	200	200	200
<b>Прибыль на акцию, KZT/акция</b>	<b>87.89</b>	<b>148.61</b>	<b>157.87</b>	<b>201.13</b>	<b>241.79</b>	<b>274.15</b>	<b>300.74</b>

Балансовый отчет	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
<b>Активы</b>							
Основные средства	78 109	83 132	88 514	94 319	100 602	107 432	114 668
Нематериальные активы	39 730	41 321	43 233	45 465	48 018	50 903	54 035
Долгосрочная дебиторская задолженность	2 421	2 183	1 907	2 170	2 087	2 055	2 104
Денежные средства, ограниченные в использовании	185	75	88	116	93	99	102
Затраты на заключение договора	293	307	280	293	293	289	292
Прочие долгосрочные активы	22 741	23 710	23 710	23 387	23 602	23 566	23 519
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>143 479</b>	<b>150 728</b>	<b>157 732</b>	<b>165 751</b>	<b>174 694</b>	<b>184 345</b>	<b>194 720</b>
Товарно-материальные запасы	9 362	7 433	7 924	8 204	8 638	9 109	9 708
Дебиторская задолженность по основной деятельности	36 746	33 543	35 759	38 198	40 863	43 800	46 677
Предоплата по налогу на прибыль	3 876	1 302	1 736	2 305	1 781	1 941	2 009
Дебиторская задолженность связанных сторон	245	878	831	651	787	757	732
Краткосрочные инвестиции	-	7 851	5 700	7 580	6 576	15 244	24 086
Денежные средства и их эквиваленты	23 023	3 828	2 040	2 180	2 332	2 499	2 663
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>73 252</b>	<b>54 835</b>	<b>53 991</b>	<b>59 118</b>	<b>60 976</b>	<b>73 350</b>	<b>85 874</b>
<b>Итого активы</b>	<b>216 731</b>	<b>205 563</b>	<b>211 723</b>	<b>224 869</b>	<b>235 670</b>	<b>257 694</b>	<b>280 594</b>
<b>Капитал и обязательства</b>							
Уставный капитал	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800	33 800
Нераспределенная прибыль	48 283	65 701	76 470	94 594	114 793	135 772	157 540
<b>Итого капитал</b>	<b>82 083</b>	<b>99 501</b>	<b>110 270</b>	<b>128 394</b>	<b>148 593</b>	<b>169 572</b>	<b>191 340</b>
Долгосрочные займы	49 933	48 993	43 292	37 087	27 183	27 183	27 183
Отложенные налоговые обязательства	-	917	722	546	728	666	647
Прочие долгосрочные обязательства	24 017	23 804	23 804	23 875	23 827	23 835	23 846
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>73 950</b>	<b>73 714</b>	<b>67 817</b>	<b>61 508</b>	<b>51 739</b>	<b>51 684</b>	<b>51 675</b>
Краткосрочные займы	23 354	-	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность по основной деятельности	30 546	24 882	27 067	28 023	28 346	29 603	30 655
Задолженность перед связанными сторонами	1 978	947	1 038	1 321	1 102	1 153	1 192
Доходы будущих периодов	4 219	5 222	4 530	4 657	4 803	4 663	4 708
Налог на прибыль к уплате	601	601	601	601	601	601	601
Налоги к уплате	-	696	399	365	487	417	423
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>60 698</b>	<b>32 348</b>	<b>33 635</b>	<b>34 967</b>	<b>35 338</b>	<b>36 438</b>	<b>37 579</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>134 648</b>	<b>106 062</b>	<b>101 452</b>	<b>96 476</b>	<b>87 077</b>	<b>88 122</b>	<b>89 254</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>216 731</b>	<b>205 563</b>	<b>211 723</b>	<b>224 869</b>	<b>235 670</b>	<b>257 694</b>	<b>280 594</b>

Отчет о движении денежных средств	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные средства от операционной деятельности	28 315	54 887	55 890	61 776	55 482	35 285	42 429
Денежные средства от инвестиционной деятельности	- 26 842	- 42 108	- 32 145	- 34 338	- 36 733	- 39 374	- 41 960
Денежные средства от финансовой деятельности	4 274	- 36 598	- 26 507	- 28 307	- 38 062	- 33 850	- 38 381
<b>Уменьшение/увеличение денежных средств</b>	<b>5 747</b>	<b>- 23 819</b>	<b>- 2 762</b>	<b>- 869</b>	<b>- 19 313</b>	<b>- 37 939</b>	<b>- 37 911</b>
Влияние изменений курса иностранной валюты	-	-	-	-	-	-	-
Денежные средства на начало года	8 825	23 023	3 828	2 040	2 180	2 332	2 499
<b>Изменение денежных средств, нетто</b>	<b>23 023</b>	<b>3 828</b>	<b>2 040</b>	<b>2 180</b>	<b>2 332</b>	<b>2 499</b>	<b>2 663</b>

Источники: Данные Компании, расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2021 г., все права защищены.

#### Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Владислав Бенберин	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Алмас Альмаганбетов	Долевые инструменты

#### E-mail

[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[d.sheikin@halykfinance.kz](mailto:d.sheikin@halykfinance.kz)  
[v.benberin@halykfinance.kz](mailto:v.benberin@halykfinance.kz)  
[m.meterkulova@halykfinance.kz](mailto:m.meterkulova@halykfinance.kz)  
[a.almaganbetov@halykfinance.kz](mailto:a.almaganbetov@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

**HLFN**  
**Thomson Reuters**  
Halyk Finance  
**Factset**  
Halyk Finance  
**Capital IQ**  
Halyk Finance