



ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ

Покупать

Целевой уровень 69 376 тг ↑ 91,5%

Монополист в сфере телекоммуникаций

Описание компании

АО «Казакхтелеком» - крупнейшая телекоммуникационная компания Казахстана, имеющая статус национального оператора связи. Основана в 1994 году.

Фундаментальный профиль

- Оценка Казакхтелекома сложилась на уровне 69376 тенге на акцию, что соответствует параметру EV/EBITDA 2020 на уровне 4,8. Несмотря на рейтинг «покупать», оценка получилась, скорее, консервативной, что вытекает из прогноза показателя ROC на ближайшие 5 лет.
- С 2019 года компания показывает растущие результаты деятельности из квартала в квартал, продемонстрировав особенно высокий рост в два последних квартала (см. таблицу 1).
- В отдельности следует упомянуть недавнюю продажу Казакхтелекомом части акций Кселла. 1 октября общий стейк в сотовом операторе составлял ровно 75%, но уже к 5 октября опустился до 51%. Компания продала акции Кселла примерно по 1150 тенге за штуку и привлекла ориентировочно 55 млрд. тенге. При этом вследствие продажи доли в Кселл КЗТК не досчитается примерно 1,9 млрд. тенге чистой прибыли в 2021 году и 7,5 млрд. тенге в полном 2022 году.
- В последние 3 года Казакхтелеком направлял на дивиденды лишь небольшую долю прибыли (в среднем 24%) при относительно небольших капитальных расходах, которые полностью покрывались амортизационным фондом (см. рисунок 1). Такое положение было связано с крупными покупками долей в сотовых операторах Кселл и Теле2 соответственно в 2018 и 2019 годах, которые привели к значительному увеличению долга организации. Но в настоящий момент ситуация с дивидендами меняется и, в первую очередь, из-за нормализации показателя долга.

Наша оценочная модель

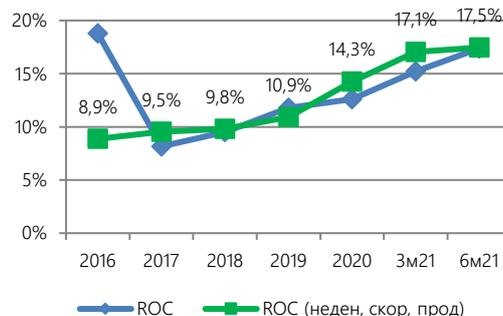
В оценке мы заложили следующие предположения (таб.2):

- Повышение показателя ROC Казакхтелекома до 15% к 2025 году, хотя за 1-е полугодие 2021 года ROC в годовом выражении составил 17,5%.
- Коэффициент реинвестирования операционной прибыли взят на уровне 0% в ближайшие 5 лет.
- Инвенторская доходность (COE) для 2021 года была оценена на уровне 17,2%.

Основные характеристики

| | |
|--------------------|------------------|
| Рын. капитализация | \$982,9 млн. |
| 52-нед. мин. | 24 801 тг |
| 52-нед. макс. | 36 599 тг |
| Количество акций | 11,0 млн. |
| Дивиденд (доходн.) | 1730,9 тг (4,8%) |
| P/E | 4,5 |
| P/BV | 0,8 |
| Маржа ЧП | 19,7% |

| Прибыльность | 2019 | 2020 | 6м21 |
|---------------|-------|-------|-------|
| ROC (фактич.) | 11,8% | 12,6% | 17,4% |
| ROC (нормал.) | 10,9% | 14,3% | 17,5% |



| Дивиденды | 2019 | 2020 | Изм |
|-------------------|--------|--------|--------|
| DPS, тг | 778,1 | 1730,9 | 122,4% |
| EPS, тг (фактич.) | 5183,5 | 5769,6 | 11,3% |
| EPS, тг (нормал.) | 4145,4 | 6076,1 | 46,6% |



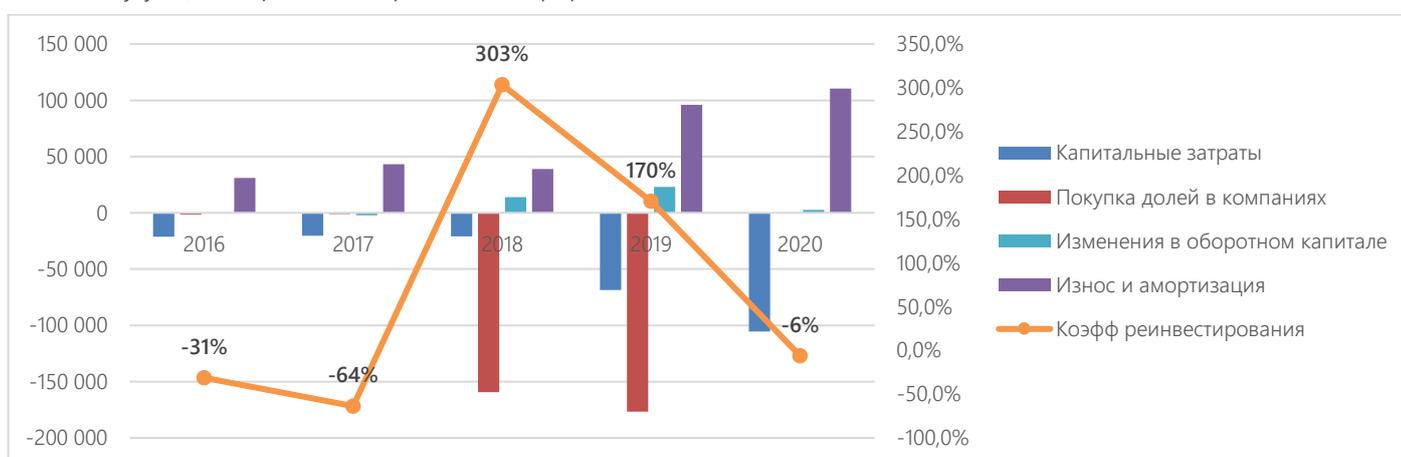
* Заявление об ответственности АО «Jusan Invest» является неотъемлемой частью отчета и расположено на официальном сайте.

Приложение

Таб.1. Аналитический отчет о прибыли Казахтелекома за 1-е полугодие 2021 года (млн. тенге)

| | 3м. 2020 | 6м.2020 | 9м.2020 | 2020 | 3м. 2021 | 6м.2021 | 6м21/6м20 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| Объем реализации | 121 842 | 244 904 | 383 739 | 527 330 | 136 953 | 282 529 | 15,4% |
| Операционные расходы, втч: | -90 023 | -178 875 | -272 356 | -389 104 | -96 062 | -198 845 | 11,2% |
| - Амортизационные расходы | -26 939 | -55 011 | -81 433 | -110 364 | -29 081 | -58 544 | 6,4% |
| Операционная прибыль | 31 819 | 66 029 | 111 383 | 138 226 | 40 891 | 83 684 | 26,7% |
| Затраты по финансированию | -12 836 | -24 832 | -37 682 | -50 420 | -11 577 | -22 528 | -9,3% |
| Доходы по курсовым разницам | 8 588 | 883 | 6 705 | 4 161 | 672 | 1 312 | 48,5% |
| Доходы от совм. и завис. комп. | 212 | 149 | 380 | 235 | 344 | 625 | 320,1% |
| Доход от денежных средств | 870 | 1 928 | 3 270 | 3 157 | 747 | 1 762 | -8,6% |
| Прочие доходы (расходы) | 78 | -1 118 | -2 165 | -8 434 | 1 206 | 12 684 | - |
| Прибыль до налогообложения | 28 731 | 43 039 | 81 890 | 86 925 | 32 283 | 77 539 | 80,2% |
| Расходы по налогу на прибыль | -7 521 | -12 247 | -18 755 | -21 662 | -7 333 | -19 414 | 58,5% |
| Чистая прибыль | 21 211 | 30 792 | 63 135 | 65 263 | 24 950 | 58 125 | 88,8% |
| - акционеров компании | 20 528 | 29 965 | 60 688 | 63 493 | 23 819 | 55 530 | 85,3% |

Рис.1. Коэффициент реинвестирования оперприбыли Казахтелекома (млн. тенге)



Таб.2. Фундаментальная оценка Казахтелкома (млн. тенге)

Стадия высокого роста

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Темпы роста EBIT*(1-T) | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBIT*(1-T) | 112 648 | 113 816 | 114 985 | 116 153 | 117 322 |
| Коэффициент реинвестирования | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| FCFF | 112 648 | 113 816 | 114 985 | 116 153 | 117 322 |
| WACC | 14,2% | 14,2% | 13,5% | 13,5% | 13,5% |
| Коэффициент дисконтирования | 0,8760 | 0,7674 | 0,6761 | 0,5956 | 0,5247 |
| Приведенная стоимость FCFF | 98 683 | 87 346 | 77 736 | 69 177 | 61 553 |

Период зрелого роста (терминальный)

| | |
|---|----------------|
| Темпы роста EBIT*(1-T) | 3,0% |
| EBIT*(1-T) (6-й год) | 120 841 |
| ROC | 12,0% |
| Коэффициент реинвестирования | 25,0% |
| WACC | 10,5% |
| Заключительная стоимость | 1 207 896 |
| Привед. заключительная стоимость | 633 727 |

Суммирующая информация

| | |
|--|-------------------|
| Стоимость собственного капитала | 763 467 |
| + Расчетная стоимость по потокам | 1 028 223 |
| - MV долга | 433 307 |
| + Денежные средства и их эквиваленты | 168 552 |
| Общее количество акций, шт | 11 004 809 |
| Стоимость на акцию, тг | 69 376 |
| P/E справедливый | 11,4 |
| P/BV справедливый | 1,6 |