



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

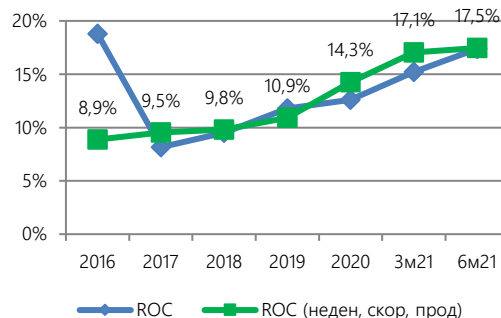
В оценке мы заложили следующие предположения (таб.2):

- 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%



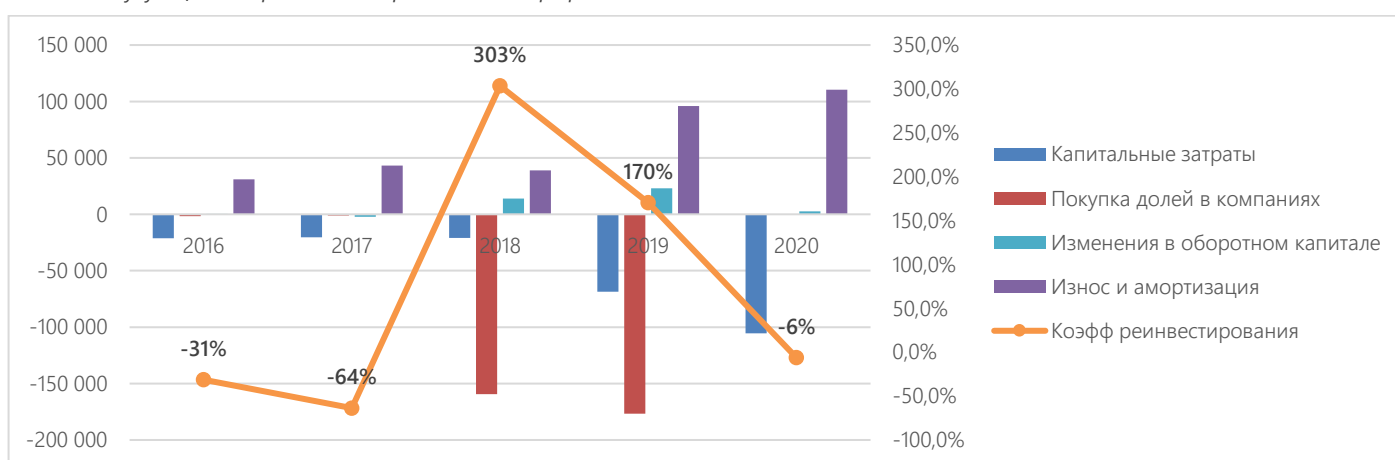
* Заявление об ответственности АО «Jusan Invest» является неотъемлемой частью отчета и расположено на официальном сайте.

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