

Повышение таргета в ожидании дальнейшего роста доходов

23 июля 2020 г.

Тикер	KZTK.KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, KZT/акция	27 000
12M целевая цена, KZT/акция	34 567
Ожидаемый потенциал роста	28%

Кол-во простых акций, млн	10.9
Сред. дневной объем торгов за 3 мес., млн KZT	7.1
Текущая рыночная капитализация, млн KZT	294 918

Основные акционеры	
Самрук-Казына	46%
Skyline Investment	22%

Фин.показатели, млн KZT	2019Ф	2020П	2021П
Выручка	480 000	486 331	490 988
ЕБИТДА	217 003	216 971	219 799
Чистая прибыль	60 345	88 181	82 059
Собственный капитал	462 866	534 646	600 294
Чистый долг	295 058	320 240	284 813
EPS (KZT)	5 525	8 073	7 513

Мультипликаторы	2019Ф	2020П	2021П
EV/Выручка	1.38	1.36	1.35
EV/ЕБИТДА	3.06	3.06	3.02
Чистый долг/ЕБИТДА	1.36	1.48	1.30
Чистый долг/Капитал	0.64	0.60	0.47
P/E	4.89	3.34	3.59
P/B	0.64	0.55	0.49
ROE	13.0%	16.5%	13.7%

Динамика стоимости акций	KZTK	KASE
1M	3%	4%
3M	5%	7%
12M	11%	7%
Максимум за 52 недели	28 000	2 438
Минимум за 52 недели	22 610	2 056



Источник: данные компании, KASE, расчеты Halyk Finance

Мы рекомендуем Покупать акции Казахтелеком с 12M таргетом 34 567 KZT/акцию. Консолидация активов Kcell и Теле2-Алтел позволила компании занять лидирующее положение в самых востребованных в данный момент сегментах рынка услуг связи. В текущей обстановке спрос на услуги связи, доступа в интернет и мобильной передачи данных значительно вырос, что должно положительно отразиться на финансовых результатах Казахтелекома. Учитывая значительный рост финансовых показателей, акции компании выглядят существенно недооцененными: исходя из ожидаемой прибыли за 2020г., показатель P/E составляет всего 3.3x, что намного ниже мультипликаторов аналогичных компаний, превышающих 11x.

Солидный рост финансовых результатов еще не отражен в стоимости акций. По итогам 1кв2020 г. компания показала увеличение выручки на 38% г/г до 121.8млрд тенге. Основной эффект оказал рост услуг проводной и беспроводной телефонной связи на 31.2млрд тенге до 54.3млрд тенге благодаря включению результатов Kcell. Стоит отметить также пятикратное увеличение выручки за передачу в аренду каналов связи до 3.9млрд тенге. Себестоимость реализации выросла на 21% г/г до 78.4млрд тенге в основном за счет роста расходов по износу и амортизации на 28% г/г до 25.5млрд тенге. В результате, операционная прибыль увеличилась на 16.1 млрд тенге, тем самым удвоив показатель 1кв2019 г., и составив 30.8млрд тенге. За 2019 год выручка практически удвоилась до 428 млрд тенге, а чистая прибыль выросла на 41% до 60 млрд тенге (Рис. 2).

Также стоит отметить, что Казахтелеком впервые предоставил прогноз отдельных финансовых показателей на будущий период. Так, в 2020 г. компания ожидает рост выручки до 480-500 млрд тенге в 2020 г. (+12-17% г/г), увеличение ЕБИТДА до 200-215 млрд.тг и капитальных затрат до 105-117 млрд.тг.

Отдельно стоит отметить, что существенное улучшение финансовых результатов еще не нашло отражения в стоимости акций и капитализации Казахтелекома. В 2019 г. чистая прибыль компании значительно выросла и показатель P/E на ее основе в данный момент составляет всего 4.9x. Исходя из ожидаемой прибыли за 2020г., P/E составляет всего 3.3x. Это в несколько раз ниже показателей аналогичных компаний, превышающих 11x.

Рост спроса на услуги в результате карантинных ограничений. Доминирующая рыночная позиция компании в сегментах фиксированной и мобильной связи, а также трансформация в поставщика широкого спектра услуг в области широкополосного интернета и платного телевидения более всего благоприятна в текущей эпидемиологической обстановке. В условиях карантина и социального дистанцирования спрос на услуги связи и доступа в интернет значительно вырос: по данным компании, объем физических подключений в марте текущего года по сравнению с докризисным февралем вырос в 1.5 раза, а в апреле – более чем в 2 раза (к февралю). В 2019 году наибольшей статьей дохода компании стали услуги по передаче данных (40%), на втором месте – услуги проводной и беспроводной телефонной связи (37%). Лидирующее положение на рынке услуг предоставления доступа к интернету и мобильной связи должно положительно отразиться на доходах компании, причем рост выручки может быть существенным.

Эффект синергии от приобретения активов еще не полностью отразился на финансовых показателях. В результате консолидации Kcell и Теле2-Алтел Казахтелеком занимает лидирующее положение почти во всех сегментах казахстанского информационного сектора. Так, доля рынка услуг фиксированного широкополосного доступа по числу абонентов составляет 76%, а в сфере мобильной связи Казахтелеком занимает 61% рынка. В сегменте платного телевидения компания также удерживает первое место с 35%-й долей рынка, что обеспечивает незначительный отрыв от ближайшего конкурента АлмаТВ.

Объединение Kcell и Теле2-Алтел уже в данный момент существенно расширило спектр возможностей по оказанию инфокоммуникационных услуг за счет пакетных предложений. Однако все это еще не полностью отражено в финансовых результатах компании: с учетом результатов всех приобретенных компаний за целый год выручка в 2019 г. могла бы составить не 428 млрд тенге, а 480 млрд тенге, а основной синергетический эффект от приобретения операторов сотовой связи ожидается Казахтелекомом начиная с 2021 г.

По нашему мнению, синергетический эффект будет происходить от общего снижения операционных и инвестиционных расходов за счёт исключения дублирующих затрат и оптимизации портфеля базовых станций, экономии на регулярные капитальные затраты и снижения инвестиций в сети 4G и 5G.

Долговая нагрузка на контролируемом уровне, валютный риск отсутствует. В связи с приобретением активов долговая нагрузка за 2019 г. выросла более чем в 2 раза до 438 млрд тенге (с учетом обязательств по финансовой аренде), а показатель долг/капитал увеличился с 0.5x до 0.9x (Рис.5). Тем не менее, несмотря на такой значительный рост, уровень долга находится под контролем, исходя из значений долг/ЕВITDA на уровне 2.5x, причем данный показатель продемонстрировал снижение с уровня 2.7x, зафиксированного годом ранее. При этом все долговые обязательства компании номинированы в тенге, что позволит не допустить убытки в связи с ослаблением национальной валюты.

Рис 1. Финансовые результаты Казахтелеком

млн.тг	2019Ф	% г/г	1кв2020	% г/г
Выручка	428 081	92%	121 842	38%
Себестоимость реализации	- 292 480	90%	- 78 365	21%
Валовая прибыль	135 601	97%	43 478	83%
Общие и административные расходы	- 37 912	63%	- 8 132	14%
Убытки от обесценения активов	- 2 553	-35%	- 1 453	68%
Расходы по реализации	- 12 771	191%	- 3 109	181%
Операционная прибыль	82 365	122%	30 784	111%
Финансовые доходы/расходы нетто	- 38 179	791%	- 11 880	94%
Неоперационные доходы/расходы	19 561	47%	9 638	2498%
Доля в прибыли зависимых организаций	6 027	-23%	212	-93%
Прибыль до налогообложения	69 774	29%	28 755	139%
Расходы по подоходному налогу	- 9 429	-15%	- 7 525	152%
Прибыль за год	60 345	41%	21 230	134%

Рис 2. Выручка и маржа чистой прибыли

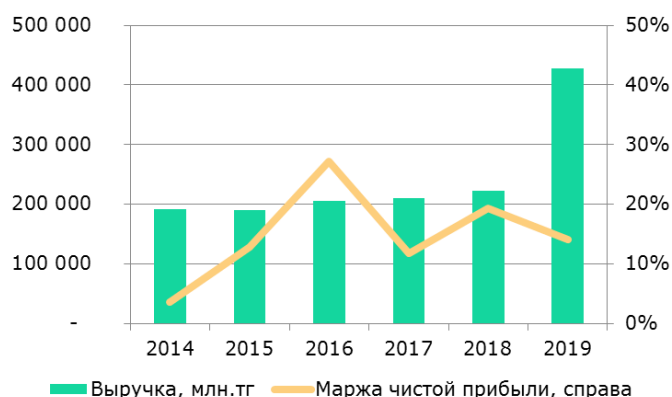


Рис 3. Основные операционные показатели

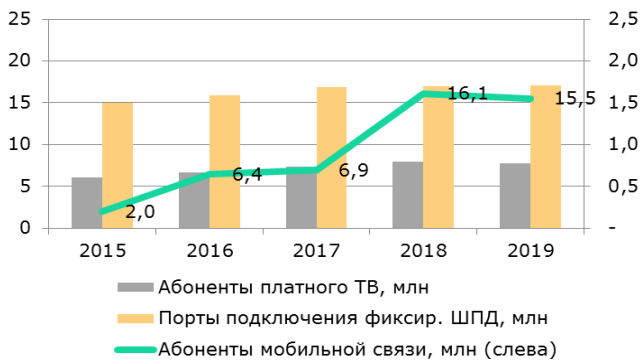


Рис 4. Трансформация сегментов выручки 2018→2019

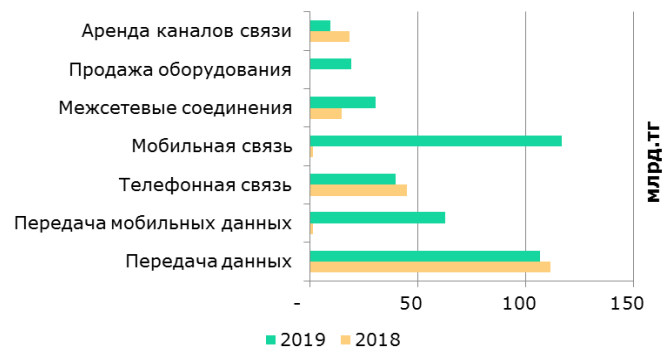


Рис 5. Параметры долговой нагрузки

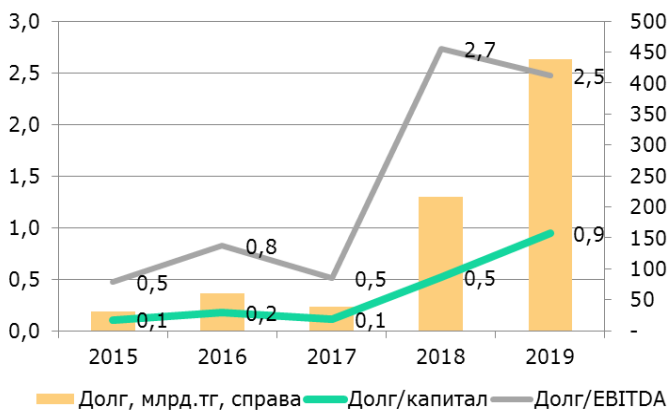


Рис 6. Капитальные затраты сохраняются на стабильно высоком уровне

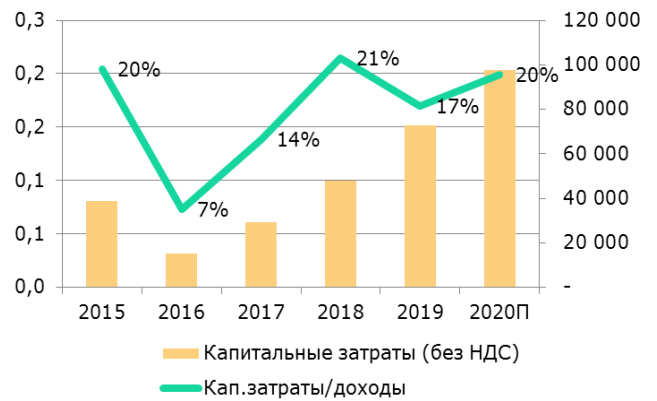


Рис 7. Расчет справедливой стоимости Казахтелеком (млрд.тг)

	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П
Выручка	480 000	486 331	490 988	495 358	499 741	503 390
ЕБИТ	126 303	116 945	111 108	114 149	117 278	113 779
+ Амортизация	90 701	100 026	108 691	112 088	116 556	120 460
- Налог на прибыль	26 943	25 838	25 498	26 740	27 479	27 069
- Капитальные инвестиции	107 051	108 265	109 158	109 996	119 946	120 712
- Изменения в оборотном капитале	57 009	-1 443	-709	1 250	1 274	-199
Свободные денежные потоки	26 001	84 311	85 852	88 250	85 136	86 657
WACC	12.3%					
Свободные денежные потоки (PV)	23 150	66 831	60 589	55 450	47 626	43 160
Терминальная стоимость (PV)	426 625					
Enterprise value (PV)	723 431					
- Чистый долг	295 058					
- Рыночная стоимость привилегир. акций	15 292					
- Неконтролирующие доли участия	35 508					
Справедливая стоимость Казахтелеком	377 573					
Количество акций, млн	10.923					
Цена за акцию, KZT	34 567					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей, млн.тг.

	2019Ф	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П
Балансовый отчёт							
Основные средства	437 316	470 216	495 638	513 940	530 339	552 463	572 087
Нематериальные активы	223 340	182 241	187 974	193 718	199 467	205 762	211 339
Инвестиции в зависимые организации	2 219	2 219	2 219	2 219	2 219	2 219	2 219
Прочие долгосрочные активы	267 639	267 639	267 639	267 639	267 639	267 639	267 639
Итого долгосрочные активы	930 514	922 315	953 470	977 516	999 664	1 028 083	1 053 283
Товарно-материальные запасы	10 565	16 685	17 413	17 862	17 805	17 744	18 006
Торговая дебиторская задолженность	37 256	112 439	113 922	115 013	116 037	117 064	117 918
Прочие краткосрочные финансовые активы	5 227	3 757	3 823	3 871	3 919	3 942	3 948
Прочие краткосрочные активы	24 166	24 166	24 166	24 166	24 166	24 166	24 166
Денежные средства и их эквиваленты	71 322	48 000	58 360	68 738	79 257	89 953	100 678
Итого краткосрочные активы	148 536	205 048	217 684	229 650	241 184	252 869	264 716
Итого активы	1 079 050	1 127 363	1 171 154	1 207 166	1 240 848	1 280 952	1 318 000
Выпущенные акции	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137
Собственные выкупленные акции	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066
Прочие резервы	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820
Нераспределенная прибыль	421 706	492 251	557 898	622 178	688 200	755 729	833 151
Неконтролирующая доля участия	35 508	35 508	35 508	35 508	35 508	35 508	35 508
Итого капитал	462 866	534 646	600 294	664 574	730 595	798 125	875 547
Займы: долгосрочная часть	339 138	309 213	262 256	210 354	189 610	208 867	158 124
Обязательства по финансовой аренде: долгосрочная часть	55 236	19 549	19 253	18 884	18 569	21 287	23 287
Отложенные налоговые обязательства	42 449	42 449	42 449	42 449	42 449	42 449	42 449
Прочие долгосрочные обязательства	30 886	30 886	30 886	30 886	30 886	30 886	30 886
Итого долгосрочные обязательства	467 709	402 096	354 844	302 572	281 515	303 489	254 745
Займы: краткосрочная часть	27 242	59 027	80 917	102 709	91 757	42 704	49 419
Обязательства по финансовой аренде	15 291	2 592	2 444	2 407	2 360	2 321	2 661
Торговая кредиторская задолженность	59 398	83 693	87 347	89 595	89 312	89 004	90 320
Прочие краткосрочные обязательства	45 309	45 309	45 309	45 309	45 309	45 309	45 309
Итого краткосрочные обязательства	147 240	190 620	216 016	240 020	228 739	179 338	187 708
Итого обязательства	616 185	592 716	570 860	542 592	510 253	482 827	442 453
Итого обязательства и капитал	1 079 050	1 127 363	1 171 154	1 207 166	1 240 848	1 280 952	1 318 000
Отчёт о прибыли и убытках							
Выручка	428 081	480 000	486 331	490 988	495 358	499 741	503 390
Себестоимость реализации	-292 480	-305 831	-319 184	-327 399	-326 366	-325 239	-330 047
Валовая прибыль	135 601	174 169	167 147	163 589	168 991	174 501	173 342
Общие и административные расходы	-50 546	-47 866	-50 202	-52 481	-54 842	-57 223	-59 564
Операционная прибыль	82 365	126 303	116 945	111 108	114 149	117 278	113 779
Финансовые доходы/расходы нетто	-35 182	-37 116	-35 443	-32 132	-32 248	-33 164	-22 155
Неоперационные доходы/расходы	19 078	19 609	19 750	19 895	20 040	20 084	24 145
Доля в прибыли/убытке зависимых организаций	6 027	6 329	6 645	6 977	7 326	7 692	8 077
Прибыль до налогообложения	72 288	115 124	107 897	105 848	109 267	111 891	123 846
Расходы по подоходному налогу	-9 429	-26 943	-25 838	-25 498	-26 740	-27 479	-27 069
Чистая прибыль	60 345	88 181	82 059	80 350	82 527	84 412	96 777
Прибыль на акцию	5 525	8 073	7 513	7 356	7 555	7 728	8 860
Отчёт о движении денежных средств							
Потоки денежных средств от операционной деятельности	149 671	211 477	205 420	210 212	182 309	269 598	250 479
Потоки денежных средств от инвестиционной деятельности	-252 293	-107 051	-108 265	-109 158	-109 996	-119 946	-120 712
Потоки денежных средств от финансовой деятельности	126 488	-84 858	-71 574	-84 043	-53 754	-22 949	-99 132
Чистое изменение денежных средств	23 866	19 568	25 581	17 011	18 559	126 703	30 635
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	45 350	21 404	48 000	58 360	68 738	79 257	89 953
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	21 404	48 000	58 360	68 738	79 257	89 953	100 678

Источник: 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».

© 2020 г., все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Жансая Кантаева	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Владислав Бенберин	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
zh.kantayeva@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance