

### Дивиденды объявлены. Что дальше?

11 мая 2012 г.

**Тимур Омоев**  
tomoev@halykbank.kz  
7(727)3300153

#### Простые акции: Покупать

Расчет. цена до 16/05/12	Т 36 680
Расчет. цена после 16/05/12	Т 16 690
12М целевая цена	Т 19 000
Последняя цена (11/05)	Т 28 940
Потенциал роста	112%
Доля акций в своб. обращ.	22,5%
Кол-во акций в обращ., млн	10,875
Макс за 52-нед	Т 31 200
Мин за 52-нед	Т 16 800
Тикер	KZTK

#### Привилег. акции: Покупать

Расчет. цена до 16/05/12	Т 35 000
Расчет. цена после 16/05/12	Т 15 000
12М целевая цена	Т 17 100
Последняя цена (11/05)	Т 26 980
Потенциал роста	135%
Доля акций в своб. обращ.	100,0%
Кол-во акций в обращ., млн	0,390
Макс за 52-нед	Т 27 300
Мин за 52-нед	Т 7 800
Тикер	KZTKp

Как и ожидалось, годовое общее собрание акционеров Казакхтелеком, одобрило дивиденды в размере почти 20 000 тенге на каждую простую и привилегированную акцию. Компания выплатит своим акционерам по состоянию на 16 мая 2012 года 30% чистой прибыли за 2011 год и почти всю чистую прибыль, полученную в первом квартале текущего года, которая включает в себя выручку от продажи 49%-го пакета акций GSM Казакхстан. Учитывая отличные результаты 2011 года, мы обновили нашу модель оценки компании и повысили расчетные цены простых и привилегированных акций Казакхтелеком до 36 680 и 35 000 тенге, соответственно.

#### Дивиденды составят \$1,5 млрд.

8 мая состоялось годовое собрание акционеров Казакхтелеком, на котором самым интересным пунктом повестки дня стал вопрос распределения доходов, полученных от продажи доли компании в GSM Казакхстан в начале этого года. Акционеры Казакхтелеком одобрили выплату дивидендов по итогам 2011 г. и первого квартала текущего года в соответствии с рекомендацией совета директоров, озвученной в конце апреля.

По решению акционеров компания выплатит 30% чистой прибыли, заработанной в прошлом году, что в пересчете на акцию составит 1 328,80 тенге. Ранее использовавшийся коэффициент выплаты дивидендов (17,5%) был повышен до 30% в соответствии с предложением Самрук-Казына, владеющего 51% простых акций Казакхтелеком.

В дополнение к дивидендам за 2011 год, владельцы простых и привилегированных акций Казакхтелеком получают по 18 559,27 тенге на акцию за счет выплаты почти всей (99,98%) чистой прибыли, полученной в январе-марте 2012 года. Основная часть этой суммы представляет собой средства, вырученные компанией в результате продажи 49%-й доли в GSM Казакхстан, крупнейшем мобильном операторе страны.

Общая сумма дивидендов, которую Казакхтелеком выплатит акционерам, составит 225 млрд. тенге (\$1,52 млрд.), что в пересчете на одну акцию равняется 19 988,27 тенге. Список акционеров, имеющих право на получение дивидендов, будет зафиксирован по состоянию на 00:00 часов 16 мая текущего года. Выплата дивидендов будет произведена по истечении двадцати дней после даты фиксации реестра акционеров.

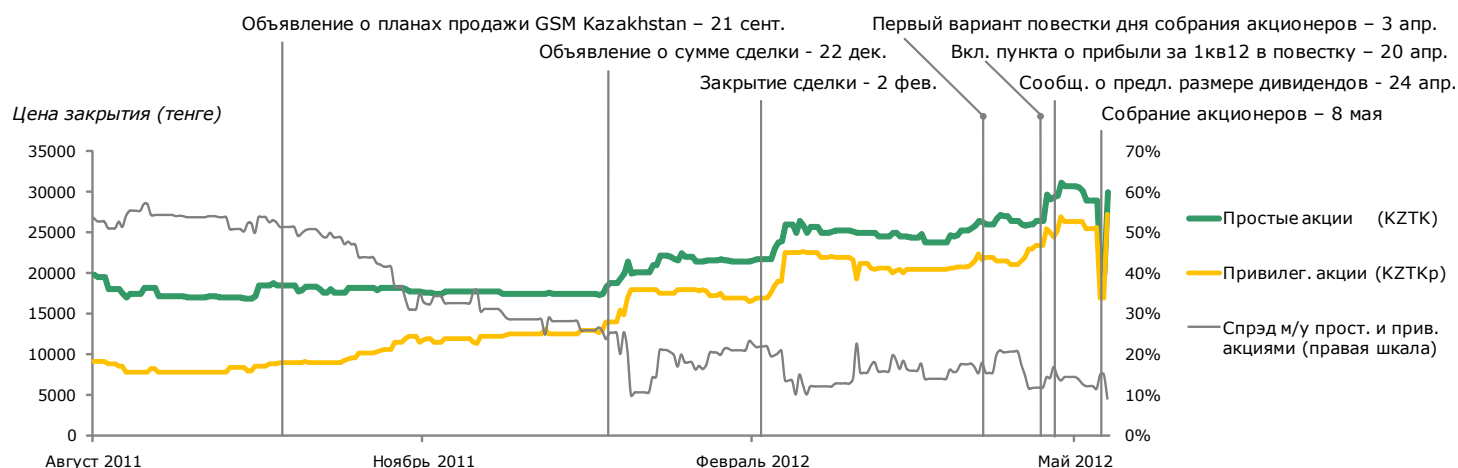
#### Рынок не всегда оперативен

Первый вариант повестки дня годового собрания акционеров, распространенный Казакхтелеком 3 апреля, упоминал лишь «распределение чистой прибыли за 2011 г.». Это подразумевало, что вопрос распределения дохода от продажи доли компании в GSM Казакхстан был бы отложен на неопределенное время, так как сделка

была завершена лишь 2 февраля 2012 г. Казахтелеком пересмотрел повестку дня через 17 дней, добавив в нее пункт о распределении чистой прибыли, заработанной в первом квартале 2012 года. Размер предлагавшихся дивидендов стал известен 24 апреля вместе с разосланными акционерам материалами собрания.

Зачастую с задержкой (см. Рис. 1), но рынок все же реагировал на постепенное снижение неопределенности относительно сделки по продаже GSM Казахстан и распределения доходов от нее ростом котировок акций Казахтелеком. Со времени объявления предстоящей сделки в сентябре 2011 г. до годового собрания акционеров, проведенного 8 мая, простые акции компании подорожали на 56%, а стоимость привилегированных почти утроилась.

**Рисунок 1. Динамика изменений рыночной стоимости акций Казахтелеком**



Источник: Халык Финанс

11 мая последняя сделка на Казахстанской фондовой бирже (KASE) с простыми акциями Казахтелеком прошла по цене 28 940 тенге, а с привилегированными – по 26 980 тенге. Рыночная капитализация компании составила 325,2 млрд. тенге (или около \$2,2 млрд.). Таким образом, на данный момент за вычетом предстоящих дивидендов рынок оценивает Казахтелеком примерно в 100 млрд. тенге (\$675 млн.).

Перед тем как выразить свое мнение о справедливости рыночной оценки Казахтелеком и дальнейшей динамике стоимости акций компании мы хотим поближе взглянуть на основной бизнес компании.

### **Отличные итоги 2011 года и хорошие виды на будущее**

В 2011 г. выручка компании выросла на 7% до 179,6 млрд. тенге. При этом рост по бизнес-сегментам распределялся неравномерно. В соответствии с нашими прогнозами основной точкой роста в прошлом году были услуги по передаче данных. Как и в предыдущем году, выручка от этого вида услуг увеличилась более чем на 25%. Рост пока еще главного источника доходов компании – услуг фиксированной голосовой связи – составил лишь около 1%. В 2012 г. мы ожидаем сохранение быстрых темпов роста услуг передачи данных (+15% г/г) и практически незаметное увеличение (2-3%) доходов от голосовой фиксированной и мобильной связи.

В прошлом году Казахтелеком заметно улучшил и показатели прибыльности. Валовая маржа выросла до 51,3% с 50,5% годом ранее, а маржа EBITDA увеличилась до 39,3% (в 2010 г. – 36,2%). Норма чистой прибыли от основного бизнеса подпрыгнула до 10,2%, вернувшись к среднему значению за предыдущие пять лет (9,9%).

На конец 2011 года совокупный долг компании, включая обязательства по финансовой аренде, составлял 90,1 млрд тенге (+8,8% г/г), что приблизительно равнялось сумме денежных средств и их эквивалентов компании (88,7 млрд. тенге; +51,8% г/г). По нашей оценке, к середине текущего года (уже после выплаты дивидендов) на счетах компании в виде наличных, денежных эквивалентов и финансовых активов будет находиться около 120 млрд. тенге.

Согласно руководству компании ее ежегодные капитальные затраты в 2012 и последующих годах оцениваются примерно в 50-60 млрд. тенге. При этом Казахтелеком планирует финансировать половину этой суммы за счет долгового финансирования. Мы оцениваем, что в следующие пять лет денежные потоки от операционной деятельности Казахтелеком вырастут с 50 млрд. тенге в 2010-2011 годах до 60 млрд. в 2012 году и к 2016 году превысят 80 млрд. тенге. Поэтому мы считаем, что «подушка» наличности Казахтелеком в совокупности со значительными денежными потоками от операционной деятельности и возможностью привлечения дополнительного долга достаточна для финансирования текущих капзатрат, дальнейшего развития оптоволоконных сетей (iD Net), а также для вероятного развертывания мобильной сети стандарта LTE.

### Казахтелеком все еще торгуется с 50% дисконтом

Результаты 2011 г. положительно сказались на нашей оценке Казахтелеком. Сохраняющиеся высокие темпы роста продаж, особенно в области услуг по предоставлению широкополосного доступа в интернет, и улучшение показателей прибыльности привели к увеличению нашей оценки справедливой стоимости акционерного капитала компании по модели DCF с 181,5 млрд. до 210,8 млрд. тенге (или с 16 000 до 18 600 тенге за акцию)<sup>1</sup>.

**Рисунок 2. Финансовые прогнозы основного бизнеса Казахтелеком**

В МЛН ТЕНГЕ	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка итого	T 169 351	T 180 638	T 192 650	T 205 296	T 218 455	T 231 976
Голосовая связь (фикс. линии)	62 727	63 982	65 261	66 567	67 898	69 256
Мобильная связь (Алтел)	12 075	12 437	12 810	13 195	13 590	13 998
Услуги передачи данных	59 257	68 145	77 685	87 784	98 319	109 134
Интерконнект	13 173	13 173	13 173	13 173	13 173	13 173
Аренда каналов связи	11 163	11 721	12 307	12 923	13 569	14 247
Прочие	5 362	5 362	5 362	5 362	5 362	5 362
Компенс. за услуги связи в сельк.мест.	5 594	5 817	6 050	6 292	6 544	6 806
Чистая прибыль	17 160	20 011	23 417	26 704	30 233	33 251
Прибыль на акцию (EPS), тенге	T 1 515	T 1 767	T 2 068	T 2 358	T 2 669	T 2 936
Дивиденды, тенге на акцию	455	530	620	707	801	881
Денежные потоки от опер. деят-ти		59 658	66 974	72 175	77 681	82 493
Капвложения	50 733	52 825	54 143	56 735	58 696	58 377

Источник: данные компании, оценка ХФ

Сравнение Казахтелеком с операторами связи, работающими на развивающихся и развитых рынках, по мультипликатору P/E подтверждает вывод, что национальный оператор связи значительно недооценен. (См. Приложение 1.) Из-за низкой ликвидности акций Казахтелеком, мы применяем 20%-ый дисконт к диапазону мультипликатора P/E 2012 года схожих компаний. В результате стоимость Казахтелеком оценивается в 13 900 – 15 660 тенге за акцию<sup>1</sup>, что эквивалентно P/E 7,9-8,9.

Основанная на среднеарифметическом значении этих оценок, на период после 16 мая наша расчетная цена простых акций составляет 16 690 тенге. В случае привилегированных акций расчетная цена на 10% ниже (15 000 тенге), что отражает их более низкую ликвидность.

<sup>1</sup> Данная оценка произведена по состоянию на период после фиксации реестра акционеров, то есть не включает в себя сумму предстоящих дивидендов.

До фиксации реестра акционеров наши расчетные цены простых и привилегированных акций Казакхтелеком равняются 36 680 и 35 000 тенге, соответственно. По обоим типам акций рекомендация – «Покупать».

Касательно вопроса о рыночной стоимости акций Казакхтелеком, мы отмечаем, что на протяжении нескольких лет вплоть до сделки по продаже GSM Казахстан простые акции компании торговались примерно с 50%-м дисконтом к своей расчетной стоимости. В свою очередь, привилегированные акции стоили на 50% дешевле простых. В данный момент спрэд между ними снизился до 6,8% в номинальном выражении (28 940 против 26 980). Но размер этого сокращения несколько обманчив, так как после вычета из текущих рыночных котировок размера будущего дивиденда простые акции стоят 8 952 тенге, а привилегированные – 7 292 тенге, то есть дисконт по привилегированным акциям все же остался существенным – 18,5%.

«Переварив» сделку по продаже GSM Казахстан и выплату связанного с нею крупного дивиденда, рынок все еще значительно недооценивает стоимость основного бизнеса компании. Подразумеваемая рынком цена простых акций после выплаты дивидендов на 46% ниже нашей расчетной цены. В случае с привилегированными акциями дисконт составляет 56%.

Вывод о недооценке рынком Казакхтелеком подтверждается следующими наблюдениями. Во-первых, национальный оператор связи имеет стабильно растущие доходы, интересные перспективы роста в области предоставления проводного и беспроводного доступа в интернет, и низкую уязвимость к внешним факторам. Последний аспект выгодно отличает Казакхтелеком от РД КМГ, Казахмыс и ENRC, зависящих от международных товарных рынков и спроса мировой экономики на сырьевые товары. Во-вторых, нам нравится серия логичных и последовательных шагов, сделанных в ходе сделки по GSM Казахстан, начиная с самого решения о продаже и заканчивая возвратом акционерам большей части вырученных денежных средств.

Продажа GSM Казахстан повысила интерес инвесторов к Казакхтелеком и дала рынку возможность взглянуть на основной бизнес компании в его «чистом» виде. Помимо дальнейшего развития бизнеса и достижения положительных финансовых показателей, реализации потенциала рыночной стоимости компании способствовало бы создание механизма регулярной связи с инвесторами. (Удивительно, но факт: в Казакхтелеком до сих пор нет отдельного подразделения, отвечающего за работу в этом направлении.)

### **Что выбрать?**

Клиентам, имеющим длинный горизонт инвестиций и заинтересованным в получении высоких дивидендов, мы рекомендуем выбирать привилегированные акции. При текущей подразумеваемой цене этих бумаг (7 292 тенге) ожидаемая дивидендная доходность по итогам 2012 года составляет 7,3% (при минимальной гарантированной доходности на уровне 4,1%). Согласно нашим прогнозам к 2016 году дивидендная доходность по привилегированным акциям вырастет до 12,1%.

Простые акции представляются более привлекательными для инвесторов, предпочитающих большую ликвидность и большую вероятность получения дохода от роста стоимости акций.

**Приложение 1. Сравнение со схожими компаниями**

Схожие компании	Тикер	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	P/E				
					2011	2012	2013	2014	
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	14,8	21,8	-	6,6	4,9	4,4	
Vimpelcom	VIP US	Россия	15,4	39,7	9,6	7,6	6,6	6,0	
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	224,8	177,0	11,5	11,2	10,9	10,5	
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	15,0	16,6	20,3	19,7	19,2	18,9	
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	9,5	11,3	6,1	6,8	6,0	5,6	
Turkcell	TCELL TI	Турция	10,7	9,1	10,3	10,5	9,5	9,0	
Etihad Etisalat	EEC AB	Сауд.Аравия	12,3	14,2	9,5	8,4	7,9	7,5	
Total Access Communication	DTAC TB	Тайланд	5,8	6,2	15,7	16,0	14,8	1,6	
National Mobile Telecommunications	NMTC KK	Кувейт	4,3	4,7	12,9	10,9	10,1	9,5	
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>						10,7	10,8	10,0	8,1
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>						10,3	10,5	9,5	7,5
<b>Развитые рынки</b>									
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	135,3	181,9	10,5	10,7	10,3	10,0	
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	65,3	152,5	7,3	7,9	7,5	7,6	
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	49,6	109,4	13,0	13,7	13,1	12,2	
Teliasonera	TLSN SS	Швеция	28,6	40,8	10,6	10,6	10,1	9,9	
Telecom Italia	TIT IM	Италия	19,9	69,7	6,5	6,6	6,4	6,2	
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	20,1	29,1	9,6	10,4	10,5	10,5	
Belgacom	BELG BB	Бельгия	9,7	11,9	9,3	10,2	10,5	10,7	
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	7,3	9,3	10,3	10,2	9,1	8,2	
<i>Среднее по развитым рынкам</i>						9,6	10,0	9,7	9,4
<i>Медиана по развитым рынкам</i>						9,9	10,3	10,2	9,9
<b>Оцениваемый диапазон мультипликатора P/E Казахтелеком</b>									
<i>Минимум</i>						7,8	7,9	7,1	6,3
<i>Максимум</i>						8,8	8,9	8,1	7,3
Чистая прибыль(млн. тенге)						17 160	20 011	23 417	26 704
Диапазон оценки акций (тенге)									
<i>Минимум</i>						11 750	13 893	14 744	14 808
<i>Максимум</i>						13 266	15 660	16 812	17 166

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».

© 2012, все права защищены.

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, 7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

Финансовый сектор, долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, 7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Тимур Омоев**, 7 (727) 330-0153  
[Tomoev@halykbank.kz](mailto:Tomoev@halykbank.kz)

**Мариям Жумадил**, 7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Мирамгуль Маралова**, 7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, 7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

**Bloomberg**

HLFN