

Давление конкуренции на доходность усиливается

Бакай Мадыбаев
bakaim@halykbank.kz
+7(727)330-0153

10 декабря 2012 г.

Простые акции: Покупать

12М целевая цена	Т 18 033
Справедливая цена	Т 15 791
Последняя цена (07/12)	Т 12 850
Потенциал роста	40%
Доля акций в своб. обращ.	19.4%
Кол-во акций в обращ., млн	10.923
Макс за 52-нед	Т 33 000
Мин за 52-нед	Т 9 999
Тикер	KZTK

Привилег. акции: Покупать

12М целевая цена	Т 16 230
Справедливая цена	Т 14 212
Последняя цена (10/12)	Т 10 000
Потенциал роста	62%
Доля акций в своб. обращ.	100%
Кол-во акций в обращ., млн	1.214
Макс за 52-нед	Т 27 500
Мин за 52-нед	Т 7 798
Тикер	KZTKр

Источник: Bloomberg, KASE, оценка ХФ

- Усиление конкуренции в разных сегментах телекоммуникационной отрасли сказалось на снижении темпов роста общей выручки Казактелеком по итогам финансовых результатов за девять месяцев 2012 г. Снизились доходы от голосовой связи, как фиксированной, так и мобильной, а также замедлился рост доходов от услуг передачи данных.
- После пересмотра прогнозов выручки, а также применения дополнительных методов оценки стоимости компании мы снижаем оценку справедливой цены простых и привилегированных акций Казактелеком до 15,8 тыс. и 14,2 тыс. тенге, соответственно, а 12-месячные целевые цены – до 18 тыс. и 16,2 тыс. тенге, соответственно, но оставляем в силе рекомендацию «Покупать».
- В ближайшей перспективе катализатором роста цен акций Казактелеком может стать рост котировок Kcell после ее выхода на IPO. Если средняя цена акций Kcell за 90 дней торгов превысит цену, определенную по цене продажи доли Казактелеком, то государственный оператор получит разницу за 24% акций Kcell¹, оставшихся у TeliaSonera.
- В средне- и долгосрочной перспективе, принимая во внимание низкую ликвидность данных акций, мы считаем, что инвесторам придется рассчитывать на дивидендную доходность, нежели на рост цен акций.
- По нашим прогнозам, дивиденд, выплаченный в середине 2013 г. составит как минимум 470 тенге, что подразумевает дивидендную доходность в 3,7% и 4,7% для простых и привилегированных акций, соответственно. Однако мы отмечаем большие запасы нераспределенной прибыли на балансе компании, а также низкую доходность на капитал компании - около 8%. Следуя интересам акционеров, компания, по нашему мнению, должна либо найти новые источники прибыли, либо сократить свой балансовый капитал, в частности через выплату дивидендов. На конец сентября 2012 г. денежные средства компании составляли четверть активов Казактелеком или 101 млрд. тенге.

Прогноз финансовых показателей:

в млн тенге	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	Т 173 612	Т 181 487	Т 191 386	Т 203 444	Т 217 812
Прибыль на акцию	Т 1 570	Т 1 701	Т 1 837	Т 2 020	Т 2 225
Дивиденд на акцию	471	680	919	1,212	1,557
Денежные потоки от опер. деят-ти	57,686	63,459	67,289	71,730	76,230
Капвложения	55,052	56,909	60,085	62,601	62,694

¹ Halyk Finance выступает в качестве совместного менеджера Международного предложения.

Снижение темпов роста доходов

Согласно консолидированной финансовой отчетности, опубликованной Казахтелеком неделю назад, выручка (включая компенсацию за предоставление универсальных услуг связи) и EBITDA компании за 3кв2012 выросли по сравнению с аналогичными показателями прошлого года всего на 3,1% и 3,3%, соответственно, а прибыль от продолжающейся деятельности снизилась на 3,6%.

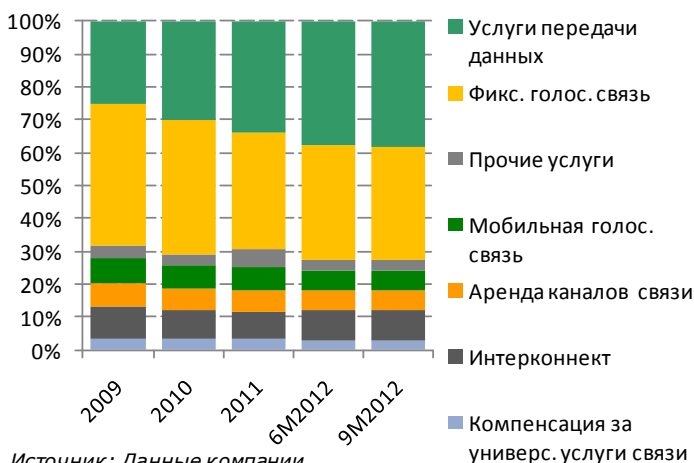
Снизилась выручка от голосовой связи. Причем доходы от мобильной голосовой связи, предоставляемой через дочернюю компанию Altel, снижаются стремительнее, чем от фиксированной голосовой связи (Рис. 1). Конкуренция на рынке мобильной связи продолжает усиливаться. Tele2 резко расширяет свою абонентскую базу за счет чувствительных к цене абонентов, на которых также ориентирован Altel. В ответ начали снижать тарифы и более крупные игроки, Kcell и Beeline. Единственным возможным, да и то скорее временным, преимуществом Altel над конкурентами может стать внедрение LTE, технологии высокоскоростной передачи данных поколения 4G, перспективы которой мы обсудим ниже.

Рисунок 1. Рост доходов г/г

	Рост г/г			
	2010	2011	6М2012	9М2012
Фикс. голос. связь	1.7%	-1.5%	-19.4%	-3.1%
Мобильная голос. связь	-11.9%	10.9%	-13.0%	-13.4%
Услуги передачи данных	26.5%	27.5%	13.7%	14.1%
Интерконнект	-6.8%	12.5%	20.2%	16.1%
Аренда каналов связи	-1.1%	10.4%	-10.5%	-12.3%
Прочие услуги	-10.8%	92.9%	-6.9%	-0.1%
Компенсация за универс. услуги связи	1.7%	6.7%	-6.0%	-3.9%

Услуги передачи данных продолжают замещать голосовую связь в структуре доходов компании (Рис. 2), но рост замедлился из-за усиления конкуренции. Вследствие того, что проникновение мобильной голосовой связи начинает приближаться к точке насыщения, мобильные операторы все активнее смещают фокус на услуги передачи данных. По мере повышения скоростей передачи данных по мобильным сетям и снижения цен, некоторые абоненты, не потребляющие большие объемы трафика, предпочитают USB-модемы от мобильных операторов фиксированным линиям от Казахтелеком.

Рисунок 2. Структура доходов



Доходы от услуг сдачи в аренду каналов связи также снижаются. Казахтелеком заключил долгосрочный контракт со своим самым

крупным арендатором каналов связи, Kcell, согласно которому Казахтелеком получает фиксированный ежегодный платеж в размере 4-5 млрд. тенге в 2012-2022 гг. при многократном росте пропускной способности канала связи². Кроме того, для снижения зависимости Kcell от Казахтелеком, компания TeliaSonera приобрела долю в 20% с правом приобрести еще 60% в альтернативном магистральном операторе, компании Казтранском.

В итоге, исходя из данных за девять месяцев, доходность на капитал компании по итогам 2012 г. должна составить всего лишь около 8%.

Внедрение LTE

Технология высокоскоростной передачи данных LTE, позиционирующаяся в мире как технология поколения 4G, уже тестируется всеми казахстанскими сотовыми операторами в пробном режиме. Лицензией на LTE пока владеет только Казахтелеком, но опять же только для целей тестирования. Компания планирует запустить LTE в 2013 году через Altel. При коммерческом запуске за лицензию Казахтелеком должен будет выплатить 15 млрд Министерству Транспорта и Коммуникаций (МТК).

Мы не ожидаем от других сотовых операторов коммерческого запуска LTE до 2015 г. С одной стороны сегодня отсутствуют свободные радиочастоты, необходимые для коммерческого запуска LTE несколькими сотовыми операторами. Дело в том, что подходящие для LTE частоты используются для аналогового телевидения и аэронавигационных систем, сообщило МТК. С другой стороны, уровень спроса на мобильный широкополосный доступ в Интернет (ШПД), по нашему мнению, не достаточно высок для сотовых операторов, чтобы оправдать дорогостоящие инвестиции в LTE.

Несмотря на то, что Казахтелеком некоторое время будет единственным оператором технологии LTE, мы считаем, что использование данной технологии не предоставит компании значительного преимущества над другими сотовыми операторами.

Во-первых, как мы уже сказали, низкий уровень спроса на мобильный ШПД будет сдерживать эффект от LTE в борьбе операторов за абонентов. Уровень проникновения смартфонов, основных потребителей мобильного ШПД, на рынке Казахстана остается невысоким. Большая часть пользователей мобильного интернета используют сервисы, не требующие высокой пропускной способности, а потому их спрос пока может быть удовлетворен технологиями поколений 3G и даже 2G.

Во-вторых, потенциал технологии поколения 3G (HSPA+), которая используется тремя сотовыми операторами стандарта GSM, в Казахстане еще не исчерпан. Текущие скорости ШПД по 3G еще не достигли максимально допустимых величин, и еще будут расти по мере повышения сотовыми операторами пропускной способности своих магистральных сетей.

В-третьих, так как Altel предоставляет связь стандарта CDMA, то услуга LTE от Казахтелеком, по нашему мнению, будет востребована у более узкого круга пользователей USB-модемов, но не у пользователей сотовых телефонов. Продуктовая линейка поддерживающих LTE устройств и тем более стандарта CDMA намного

² Источник: проспект выпуска акций Kcell, доступен на сайте KASE.

более ограничена, чем аналогичные устройства стандарта GSM с поддержкой HSPA+.

Премия от выхода KCell на IPO

В феврале 2012 г. Казахтелеком продал свою долю в 49% в Kcell компании TeliaSonera за \$1 519млн с условием последующего размещения 25% на фондовых биржах LSE и KASE. TeliaSonera обязалась выплатить Казахтелеком разницу, если стоимость компании Kcell после выхода на IPO превысит стоимость, определенную при продаже доли Казахтелеком. По размещенным на рынке 25% акций разница определяется по итогам даты размещения. По оставшимся 24% акций, разница рассчитывается из средней цены по итогам 90 дней торгов.

Судя по тому, что установленный диапазон цены KCell при размещении в \$2,1-2,6 млрд. находится ниже стоимости компании на базе февральской сделки (\$2,7 млрд., по нашим расчетам³), вероятность получения разницы компанией Казахтелеком по 25% акций является низкой. Мы не включаем в оценку стоимости Казахтелеком вероятность получения разницы по оставшимся 24% акций Kcell.

Оценка

Мы снижаем прогноз роста доходов на 2012 год с 8% до 3,4% исходя из данных за девять месяцев 2012 г., а также снижаем долгосрочные темпы роста доходов (Рис. 3). С деталями финансовых прогнозов компании можно ознакомиться в приложении 1.

Рисунок 3. Прогноз доходов

в млн тенге	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR 2011-16
Новый прогноз	Т 173 612	Т 181 487	Т 191 386	Т 203 444	Т 217 812	4.7%
Предыдущий прогноз	Т 180 638	Т 192 650	Т 205 296	Т 218 455	Т 231 976	6.0%

Для оценки стоимости акций Казахтелеком мы применили несколько методов оценки: модель дисконтирования дивидендов (DDM), модель дисконтирования денежных потоков (DCF), а также сравнительный метод с использованием двух основных мультипликаторов, P/E и EV/EBITDA.

При оценке с помощью DDM-модели мы использовали, как и в прошлом, стоимость риска в 5,8%, бэту в 1,2 и риск-премию в 7%, и получили в результате ставку капитала в 14,2%.

Мы подразумеваем, что коэффициент выплаты дивидендов будет расти с 30% до 70% в 2012-2016 гг. и достигнет 100% в 2021 г. Мы считаем, что зрелость компании, а также большие запасы накопленной прибыли при невысокой доходности на капитал позволяют компании выплачивать большую часть прибыли в виде дивидендов. В результате мы получаем оценку справедливой цены акции Казахтелеком на уровне 15,2 тыс. тенге (Рис. 4). С деталями оценки по модели DDM можно ознакомиться в приложении 2.

³ При расчетах учтены все дивиденды, объявленные компанией Kcell после продажи Казахтелеком своей доли и до IPO

Рисунок 4. Оценка методом DDM
В млн тенге, кроме цен за акции

Стоимость акц. капитала	
- в период быстрого роста	14.2%
- в период стабильного роста	12.8%
Рост дивидендов после 2021 г.	1.2%
NPV дивидендов	Т 86 074
Остаточная стоимость	275 691
Приведённая остаточная стоимость	86 251
Стоимость акцион. капитала	Т 172 326
Количество акций в обращении, тыс.	11 326
Справедл. цена простой акции	Т 15 215

Источник: Оценка ХФ

		Ставка капитала				
		12.2%	13.2%	14.2%	15.2%	16.2%
Рост после 2021	-1.8%	13 785	13 287	12 813	12 360	11 928
	-0.8%	14 525	13 998	13 496	13 017	12 559
	0.2%	15 383	14 822	14 287	13 777	13 290
	1.2%	16 389	15 788	15 215	14 669	14 147
	2.2%	17 583	16 935	16 317	15 728	15 166
	3.2%	19 026	18 320	17 648	17 007	16 395
	4.2%	20 803	20 027	19 288	18 583	17 910

Источник: оценка ХФ

Для оценки методом DCF мы применили ставку капитала в 14,2%, стоимость долга в 8,5% и долю долга в структуре финансирования компании около 20%. В результате мы получаем оценку справедливой цены акции Казахтелеком на уровне 16,126 тенге (Рис. 5). С деталями оценки по модели DCF можно ознакомиться в приложении 3.

Рисунок 5. Оценка методом DCF
В млн тенге, кроме цен за акции

Средневзвешенная ставка капитала	
- в период быстрого роста	12.6%
- в период стабильного роста	11.6%
Рост выручки после 2019 г.	1.2%
NPV свободных денежных потоков	Т 87 496
Остаточная стоимость	245 098
Приведённая остаточная стоимость	96 598
Стоимость компании	Т 184 094
Чистый долг	1 450
Стоимость акцион. капитала	Т 182 644
Количество акций в обращении, тыс.	11 326
Справедл. цена простой акции	Т 16 126

Источник: Оценка ХФ

		Средневзвеш. ставка капитала				
		10.6%	11.6%	12.6%	13.6%	14.6%
Рост после 2021	-1.8%	13 574	13 570	13 567	13 563	13 560
	-0.8%	14 283	14 279	14 275	14 272	14 268
	0.2%	15 123	15 119	15 115	15 112	15 108
	1.2%	16 134	16 130	16 126	16 122	16 118
	2.2%	17 371	17 367	17 362	17 358	17 353
	3.2%	18 915	18 910	18 905	18 900	18 895
	4.2%	20 891	20 885	20 880	20 874	20 869

Источник: Оценка ХФ

Для оценки сравнительным методом мы использовали два основных мультипликатора P/E и EV/EBITDA. В качестве сравнимых компаний выбраны телекоммуникационные компании, оперирующие в основном на развивающихся рынках (Приложение 4). Для учета низкой ликвидности акций Казахтелеком к медиане мультипликаторов применяется дисконт в 20%. В итоге мы получаем оценку простых акций Казахтелеком на уровне 12.1 тыс. тенге и 20 тыс. тенге, используя мультипликатор P/E в 7,7х и EV/EBITDA в 3,4х, соответственно (Рис. 6).

Рисунок 6. Сравнительный метод оценки

Сравнимые компании	EV/EBITDA		P/E	
	2012	2013	2012	2013
Оцениваемый диапазон мультипликатора				
Дисконт к мультипликатору	20%	20%	20%	20%
Минимум	3.2	3.1	7.2	6.3
Максимум	3.6	3.5	8.2	7.3
EBITDA, млн. KZT	68 072	71 037		
Чистая прибыль, млн. KZT			17 777	19 267
Стоимость компании (EV), млн. KZT				
Минимум	217 088	221 699		
Максимум	244 317	250 114		
Чистый долг, млн. KZT	4 514	5 671		
Стоимость акц. капитала, млн. KZT				
Минимум	212 574	216 027	128 071	121 079
Максимум	239 803	244 442	145 848	140 346
Количество акций в обращении, тыс.	11 326	11 326	11 326	11 326
Диапазон оценки акций, KZT				
Минимум	18 769	19 073	11 308	10 690
Максимум	21 173	21 582	12 877	12 391

Источник: Bloomberg, оценка ХФ

Комбинированная оценка справедливой цены простых акций Казахтелеком с применением веса в 33,3% к оценкам методами DCF и DDM, и веса в 17,7% к оценкам сравнительным методом с использованием двух мультипликаторов равняется 15,8 тыс. тенге (Рис. 7). Применив ставку капитала в 14,2%, мы получаем двенадцатимесячную целевую цену простых акций в 18 тыс. тенге.

Рисунок 7. Комбинированная оценка справедливой цены простых акций

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	16 126	33.3%
Модель DDM	15 215	33.3%
Сравн. по P/E	12 092	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	19 971	16.7%
Комбинированная оценка	15 791	

Для оценки справедливой цены привилегированных акций мы применяем исторический средний дисконт в 10% к цене простых акций. В результате мы получаем справедливую цену на уровне 14,2 тыс. тенге, а 12-месячную целевую цену на уровне 16,2 тыс. тенге. В итоге мы оставляем в силе нашу рекомендацию «Покупать» по обоим инструментам.

В ближайшей перспективе катализатором роста цен акций Казахтелеком может стать рост котировок Kcell после выхода на IPO. Если средняя цена акций Kcell за 90 дней торгов превысит цену,

определенную по цене продажи доли Казахтелеком, то государственный оператор получит разницу за 24% акций Kcell, оставшихся у TeliaSonera. Мы не включаем в оценку вероятность получения разницы.

В средне- и долгосрочной перспективе, принимая во внимание низкую ликвидность данных акций, мы считаем, что инвесторам придется рассчитывать на дивидендную доходность, нежели на рост цен акций.

По нашим прогнозам, дивиденд, выплаченный в середине 2013 г. составит как минимум 470 тенге, что подразумевает дивидендную доходность в 3,7% и 4,7% для простых и привилегированных акций, соответственно. Однако мы отмечаем большие запасы нераспределенной прибыли на балансе компании, а также низкую доходность на капитал компании - около 8%. Следуя интересам акционеров, компания, по нашему мнению, должна либо найти новые источники прибыли, либо сократить свой балансовый капитал, в частности через выплату дивидендов. На конец сентября 2012 г. денежные средства компании составляли четверть активов Казахтелеком или 101 млрд. тенге.

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей

в млн тенге	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка итого	T 173 612	T 181 487	T 191 386	T 203 444	T 217 812
Голосовая связь (фикс. линии)	59 545	57 649	55 813	54 036	52 315
Мобильная связь (Алтел)	10 589	9 193	7 981	6 929	6 015
Услуги передачи данных	66 914	76 219	86 818	98 890	112 642
Интерконнект	17 528	20 676	24 182	28 042	32 237
Аренда каналов связи	9 494	8 414	7 457	6 609	5 857
Прочие	9 543	9 337	9 136	8 939	8 746
Компенс. за услуги связи в сельск.мест.	5 297	5 297	5 297	5 297	5 297
Операционная прибыль (ЕБИТ)	26 004	26 671	28 064	30 185	33 359
Чистая прибыль	17 777	19 267	20 808	22 879	25 195
Прибыль на акцию (EPS), тенге	T 1 570	T 1 701	T 1 837	T 2 020	T 2 225
Дивиденды, тенге на акцию	471	680	919	1 212	1 557
Денежные потоки от опер. деят-ти	57 686	63 459	67 289	71 730	76 230
Капвложения	55 052	56 909	60 085	62 601	62 694

Источник: данные компании, оценка ХФ

Приложение 2. Метод оценки по DDM

	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост прибыли	3.2%	8.4%	8.0%	10.0%	10.1%	8.3%	6.5%	4.7%	3.0%	1.2%
Коэффициент выплаты дивидендов	30.0%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%	76.0%	82.0%	88.0%	94.0%	100.0%
Собственный капитал										
Баланс на начало	T 224 513	T 236 957	T 248 517	T 258 921	T 268 072	T 275 631	T 282 182	T 287 416	T 291 071	T 292 952
Чистая прибыль	17 777	19 267	20 808	22 879	25 195	27 294	29 079	30 459	31 359	31 722
Дивиденды	5 333	7 707	10 404	13 727	17 637	20 744	23 845	26 804	29 477	31 722
Баланс на конец	T 236 957	T 248 517	T 258 921	T 268 072	T 275 631	T 282 182	T 287 416	T 291 071	T 292 952	T 292 952
Остаточная стоимость (в 2021 г.)										T 275 691
Ставка треб-й дох-ти акц. капитала	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	13.6%	13.4%	13.1%	12.8%	12.8%
Дисконт*	107.7%	123.0%	140.4%	160.4%	183.2%	208.1%	235.9%	266.8%	301.0%	339.5%
Приведенная стоимость дивидендов	T 4 953	T 6 267	T 7 408	T 8 559	T 9 629	T 9 966	T 10 106	T 10 046	T 9 795	T 9 344

* Дисконт включает накопленную стоимость капитала с дисконтированием дивидендов на середину следующего года

Приложение 3. Метод оценки по DCF

	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост доходов	3.2%	4.4%	5.3%	6.1%	6.9%	5.7%	4.6%	3.4%	2.3%	1.2%
Опер. издержки, % от доходов	88.1%	88.2%	88.1%	87.8%	87.1%	86.7%	86.3%	85.8%	85.4%	85.0%
Налоговая ставка	20.0%	20.0%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	115.0%
Доходность на капитал	8.6%	8.4%	8.6%	9.1%	9.7%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%
Оценка денежных потоков										
Доходы	T 173 612	T 181 487	T 191 386	T 203 444	T 217 812	T 230 311	T 240 891	T 249 200	T 254 943	T 257 900
Операционные издержки	152 905	160 113	168 619	178 556	189 750	199 663	207 816	213 929	217 781	219 215
ЕБИТ	20 707	21 374	22 767	24 888	28 062	30 647	33 075	35 270	37 162	38 685
ЕБИТ после уплаты налогов	20 803	21 337	23 153	25 657	28 355	26 050	28 114	29 980	31 588	32 882
+ Износ и амортизация	42 068	44 366	46 699	49 117	51 352	55 791	59 571	62 491	64 385	65 132
- Инвестиции в произв. капитал	55 052	56 909	60 085	62 601	62 694	64 696	66 697	68 699	70 701	72 703
- Изменения в оборотном капитале	2 159	174	219	266	317	253	214	168	116	60
Потоки своб. денежных средств	T 5 661	T 8 619	T 9 548	T 11 908	T 16 696	T 16 893	T 20 772	T 23 603	T 25 156	T 25 252
Остаточная стоимость (в 2020)										T 245 098
Стоимость капитала										
Ставка треб-й дох-ти акц. капитала	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	13.6%	13.4%	13.1%	12.8%	12.8%
Доля долга	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	20.7%	20.5%	20.2%	20.0%	20.0%
Ставка долгового фин-я после уплаты	6.8%	6.8%	7.0%	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.7%
Соотношение долга	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	20.7%	20.5%	20.2%	20.0%	20.0%
Стоимость капитала	12.6%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%	12.3%	12.1%	11.8%	11.6%	11.6%
Дисконт**	100.3%	106.9%	120.4%	135.7%	153.0%	171.8%	192.5%	215.2%	240.2%	268.0%
Приведенная стоимость FCF	T 325	T 8 066	T 7 930	T 8 774	T 10 913	T 9 834	T 10 792	T 10 966	T 10 473	T 9 422

* Операционные расходы включают себестоимость, адм. расходы, амортизацию и другие расходы

** Дисконт включает накопленную стоимость капитала с дисконтированием денежных потоков на середину года

Приложение. 4. Сравнительный метод оценки цены акций

Сравнимые компании	Тикер	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA		P/E	
					2012	2013	2012	2013
Развивающиеся рынки								
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	15.4	21.1	3.9	3.9	8.5	8.0
Vimpelcom	VIP US	Россия	17.7	41.2	4.3	4.2	9.6	8.2
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	224.8	167.8	4.2	4.1	10.9	10.6
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	16.4	18.3	12.5	12.0		
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	11.0	15.8	4.1	3.7	7.7	6.8
Turkcell	TCELL TI	Турция	13.4	11.5	6.6	6.1	11.5	10.9
Etihad Etisalat	EEC AB	Сауд.Аравия	13.9	15.6	7.0	6.4	8.2	7.8
Total Access Communication	DTAC TB	Тайланд	6.3	6.5	7.4	6.9	17.5	14.9
National Mobile Telecommunications	NMTC KK	Кувейт	3.8	4.1	3.8	3.4	9.6	8.8
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					6.0	5.6	10.5	9.5
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>					4.3	4.2	9.6	8.5
Развитые рынки								
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	131.9	175.7	7.6	7.9	10.8	10.3
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	58.1	141.5	5.2	5.2	7.9	7.7
Deutsche Telekom	DTE GR	Германия	46.8	105.3	4.6	4.6	13.8	13.0
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	28.2	39.9	7.4	7.3	10.3	10.1
Telecom Italia	TIT IM	Италия	16.0	63.9	4.1	4.2	5.5	5.4
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	20.9	30.3	6.3	6.4	11.4	11.4
Belgacom	BELG BB	Бельгия	9.6	12.0	5.2	5.3	10.9	11.2
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	7.4	9.9	5.8	5.3	9.5	8.5
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					5.8	5.8	10.0	9.7
<i>Медиана по развитым рынкам</i>					5.5	5.3	10.6	10.2
Оцениваемый диапазон мультипликатора								
<i>Дисконт к мультипликатору</i>					20%	20%	20%	20%
<i>Минимум</i>					3.2	3.1	7.2	6.3
<i>Максимум</i>					3.6	3.5	8.2	7.3
EBITDA, млн. KZT					68 072	71 037		
Чистая прибыль, млн. KZT							17 777	19 267
Стоимость компании (EV), млн. KZT								
<i>Минимум</i>					217 088	221 699		
<i>Максимум</i>					244 317	250 114		
Чистый долг, млн. KZT					4 514	5 671		
Стоимость акц. капитала, млн. KZT								
<i>Минимум</i>					212 574	216 027	128 071	121 079
<i>Максимум</i>					239 803	244 442	145 848	140 346
Количество акций в обращении, тыс.					11 326	11 326	11 326	11 326
Диапазон оценки акций, KZT								
<i>Минимум</i>					18 769	19 073	11 308	10 690
<i>Максимум</i>					21 173	21 582	12 877	12 391

Источник: Bloomberg, оценка ХФ

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

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 244-6984
MadinaK2@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
nurfatimad@halykbank.kz

Финансовый сектор, долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
SabinaA@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

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, +7 (727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN