

Фокус на услугах по передаче данных

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

22 декабря 2012 г.

Простые акции: Продавать

12М целевая цена	T 13 873
Справедливая цена	T 12 148
Последняя цена (20.12.12)	T 13 000
Потенциал роста	7%
Ожид. дивид. дох-сть	3.7%
Совокуп. потенциал роста	10.4%
Доля акций в своб. обращ.	19.4%
Кол-во акций в обращ., млн	10.923
Макс за 52-нед	T 33 000
Мин за 52-нед	T 9 999
Тикер	KZTK

Привилег. акции: Продавать

12М целевая цена	T 9 572
Справедливая цена	T 8 382
Последняя цена (20.12.12)	T 10 300
Потенциал роста	-7.1%
Ожид. дивид. дох-сть	4.6%
Совокуп. потенциал роста	-2.4%
Доля акций в своб. обращ.	100%
Кол-во акций в обращ., млн	1.214
Макс за 52-нед	T 27 500
Мин за 52-нед	T 7 798
Тикер	KZTKp

Источник: Bloomberg, KASE, оценка ХФ

- 20 декабря руководство Казакхтелеком провело конференц-звонок для обсуждения финансовых результатов за первые девять месяцев 2012 г. и обсуждения дальнейших планов компании.
- Компания рассчитывает получить **в 4кв2012 около Т4млрд прибыли** от продолжающейся деятельности (с вычетом прибыли от продажи KCell). Таким образом прибыль по итогам 2012 года должна составить около Т18млрд или 1600 тенге на акцию. Казакхтелеком ожидает, что **в 2013-2014 гг. прибыль снизится**, а восстановление начнется только в 2015 г. Выручка, по прогнозам компании, в 2013-2014 гг. должна остаться на неизменном уровне.
- Оператор объявил о планах по постепенному **отказу от стандарта CDMA** и переходу к стандарту GSM. Для этого Казакхтелеком планирует разворачивать собственную GSM-сеть. Кроме того, по мнению компании, возможно сотрудничество с уже существующими GSM-операторами по принципу виртуального оператора (MVNO), но от себя добавим, что законодательство, предусматривающее работу MVNO на рынке, пока не принято. Министерство Транспорта и Коммуникаций намерено начать рассмотрение данного вопроса только в следующем году.
- Таким образом, пока Казакхтелеком не развернет свою GSM-сеть, **услуги LTE будут предоставляться без голосовой связи**. Как мы и предполагали [в предыдущем отчете](#), LTE-услуги будут востребованы только у пользователей планшетов и USB-модемов, но не владельцев смартфонов. Компания планирует запустить сеть LTE к концу года в Алматы и Астане, развернув 300 базовых станций. Всего на развертывание сети GSM и LTE Казакхтелеком планирует затратить около \$570млн (Т85,5млрд) в течение следующих 10 лет. Даже если компания сможет быстро развернуть необходимое число базовых станций, используя собственную разветвленную оптоволоконную сеть, мы сомневаемся, что Казакхтелеком сможет резко увеличить свою долю рынка, учитывая не самый лучший прошлый опыт государственного оператора на рынке мобильной связи.
- Вторым крупным инвестиционным проектом компании является дальнейшее **построение оптоволоконной сети (FTTH)**, на который оператор закладывает \$450млн (Т67,5млрд) на срок около 4 лет.
- В соответствии с дивидендной политикой, принятой в марте 2012 г., Казакхтелеком планирует выплатить 30% прибыли 2012 года в качестве дивидендов. Основываясь на озвученном выше прогнозе о прибыли в Т18млрд, можно рассчитывать на **дивиденд в 480 тенге на акцию**. Таким образом, дивидендная доходность составит 3,7% для простых акций, исходя из последней цены закрытия 13 000 тенге за акцию, и

4,6% для привилегированных акций (цена закрытия – 10 300 тенге за акцию).

- Руководство планирует **направить часть накопленной наличности на снижение долговой нагрузки компании и на возможное приобретение активов**, как в пределах страны, так и за рубежом. Напомним, что денежные средства составляют четверть баланса компании или T101млрд. Использование излишней ликвидности для выплаты дополнительных дивидендов возможно, но не гарантировано.
- Мы **снижаем наши прогнозы по росту доходов** (Рис 1.) в связи с запланированным ростом расходов на развитие LTE/GSM-сети и одновременным сворачиванием сети CDMA. Последнее должно привести к резкому падению выручки в 2013-2014 гг. от мобильных голосовых услуг (6,1% от общей выручки компании). Восстановление доходов от мобильных голосовых услуг станет возможным через 2-3 года, когда оператор сможет развернуть необходимую сеть базовых станций стандарта GSM. Кроме того, по ожиданиям Казахтелеком, общая выручка в следующие два года останется на неизменном уровне.

Рисунок 1. Прогноз общих доходов Казахтелеком:

в млн тенге	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR 2011-16
Новый прогноз	T 174 515	T 172 837	T 175 698	T 183 734	T 195 951	2.5%
Предыдущий прогноз	T 173 612	T 181 487	T 191 386	T 203 444	T 217 812	4.7%

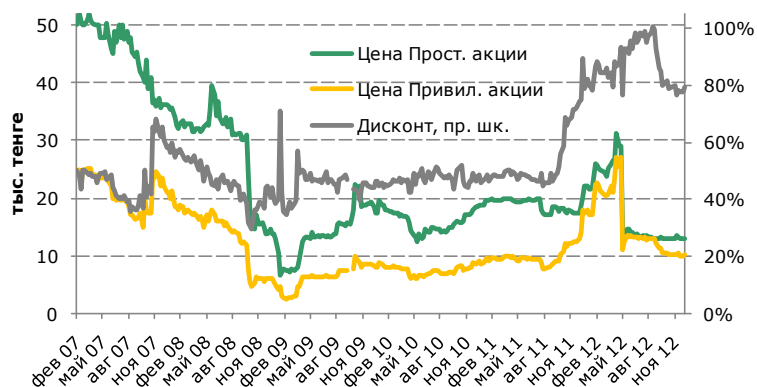
- В результате снижения оценки на базе моделей DCF и DDM, комбинированная оценка справедливой цены простых акций падает до T12,1тыс., а 12-месячная целевая цена – до T13,9тыс. В итоге **потенциал роста с учетом последней цены закрытия составляет всего 7%**.

Рисунок 2. Оценка справедливой цены простой акции

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	9 224	33.3%
Модель DDM	11 029	33.3%
Сравн. по P/E	12 280	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	20 088	16.7%
Комбинированная оценка	12 146	

- Для оценки привилегированных акций мы применили средний за последние два года дисконт в 31% по отношению к простым акциям (Рис. 1), что в результате дало нам справедливую цену в 8,4тыс. тенге и 12-месячную целевую цену в 9,6тыс. тенге за одну привилегированную акцию.

Рисунок 3. Дисконт цены привилег. акции к цене простой акции



- В ближайшей перспективе мы **не видим катализаторов для роста цен акций**. Компания не ожидает получения дополнительной выплаты от TeliaSonera за проданную долю в Kcell¹ после размещения последней на IPO. Пока тяжело судить о том, будет ли компания выплачивать выше заявленных 30% прибыли в качестве дивидендов в обстоятельствах ухудшения рентабельности. В свою очередь снижение прибыли, в 2013-2014 гг. может оказать давление на котировки Казахтелеком.
- В итоге **мы рекомендуем продавать простые и привилегированные акции** компании за отсутствием в ближайшей перспективе катализаторов роста их рыночной стоимости и в виду относительно невысокой дивидендной доходности.

¹ Halyk Finance выступил в качестве совместного менеджера Международного предложения.

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