

Обратный выкуп акций в преддверии крупных капитальных затрат

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

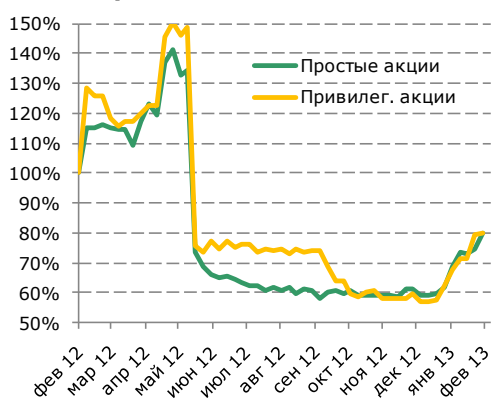
6 февраля 2013 г.

Простые акции: Держать	
Справедливая цена	T 17 003
12М целевая цена	T 18 848
Последняя цена (05/02/13)	T 17 300
Потенциал роста	9%
Ожидаем. дивиденд	T 525
Ожид. дивид. дох-сть	3.0%
Совокуп. потенциал роста	12.0%
Доля акций в своб. обращ.	22.5%
Кол-во акций в обращ., млн	10.875
Макс за 52-нед	T 31 200
Мин за 52-нед	T 9 999
Тикер	KZTK KZ

Привилег. акции: Держать	
Справедливая цена	T 13 603
12М целевая цена	T 14 965
Последняя цена (05/02/13)	T 13 501
Потенциал роста	11%
Ожидаем. дивиденд	T 525
Ожид. дивид. дох-сть	3.9%
Совокуп. потенциал роста	14.7%
Доля акций в своб. обращ.	100.0%
Кол-во акций в обращ., млн	0.390
Макс за 52-нед	T 27 500
Мин за 52-нед	T 7 800
Тикер	KZTKр KZ

Источник: Bloomberg, KASE, оценка ХФ

Рисунок 1. Динамика цен акций



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Оценка при выкупе

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	18 958	33.3%
Модель DDM	13 782	33.3%
Сравн. по P/E	15 540	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	25 595	16.7%

Комбинированная оценка 17 769

25 января оператор Казакхтелеком объявил о возможном обратном выкупе (и продаже) своих акций с целью привести рыночную цену в соответствие со справедливой ценой. За последние шесть недель акции КЗТК поднялись на более чем 30%. Однако пресс-релиз компании не оправдал всех ожиданий. Для нас в нем прослеживается недостаток уверенности в необходимости выкупа, поэтому мы ожидаем, что размер выкупа не оправдает последнего роста цены.

Исходя из неполных неаудированных финансовых результатов за 2012 г., компания заработала T20млрд прибыли, на 17% больше, чем T17млрд в 2011 г., и на 11% выше озвученного ранее прогноза. Казакхтелеком также предоставила прогнозы по капитальным вложениям на следующие три года, которые оказались ниже наших предположений.

В отсутствие деталей возможного выкупа мы не включаем вероятность выкупа в наш базовый сценарий. После пересмотра данных за 2012 г. и прогнозов по капитальным вложениям мы устанавливаем 12-месячную целевую цену для простых и привилегированных акций на уровне T18,850 и T14,965, соответственно, и пересматриваем нашу рекомендацию на 'Держать' для обоих инструментов.

• **Обратный выкуп акций.** Обратите внимание на данную цитату:

«В связи с этим Советом директоров АО "Казакхтелеком" принято решение о возможности выкупа и в последующем реализации выкупленных акций Общества методом открытых торгов на организованном рынке ценных бумаг. Указанным решением одобрен период возможного выкупа и последующей реализации - в течение 3 (трех) лет.»

По нашему мнению, подчеркнутая формулировка свидетельствует об ограниченной уверенности компании в необходимости программы выкупа, а также ее относительно небольшом масштабе и временном характере. Бросается в глаза отсутствие каких-либо деталей о размере программы. Для нас не понятно, как компания может направить большой объем денег на программу выкупа, учитывая планы по капитальным вложениям.

Мы считаем, что, несмотря на большие запасы наличности, эффект от программы выкупа будет ограниченным, предполагая отсутствие дополнительного долгового финансирования, учитывая большой объем капитальных вложений в 2013 и 2014 гг., которые пересекаются с программой выкупа. По нашим оценкам баланс наличных средств снизится до T36млрд к концу 2013 г., или 19,6% от прогнозируемого объема продаж. Исторически, в 2005-2010 гг., баланс денежных средств в среднем составлял 15-16% от объема продаж. Если применить более низкий коэффициент, мы получим T9,4млрд наличных средств, которые могут быть направлены на обратный выкуп. На данную сумму компания могла бы купить 540 тысяч акций, 4,8% от общего числа в обращении или 25,6% от числа в свободном

Рисунок 3. Оценка без выкупа

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	18 036	33.3%
Модель DDM	13 387	33.3%
Сравн. по P/E	14 799	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	24 374	16.7%
Комбинированная оценка	17 003	

Рисунок 4. Оценка на базе DCF-модели

В млн тенге, кроме цен за акции

Средневзвешенная ставка капитала	
- в период быстрого роста	13.0%
- в период стабильного роста	11.5%
Рост выручки после 2019 г.	0.0%

NPV свободных денежных потоков	Т 91 463
Остаточная стоимость	245 882
Приведённая остаточная стоимость	97 147

Стоимость компании	Т 188 610
Чистый долг	(15 671)

Стоимость акцион. капитала	Т 204 281
Количество акций в обращении, тыс.	11 326
Справедл. цена простой акции	Т 18 036

Источник: Оценка ХФ

Рисунок 5. Оценка на базе DDM-модели

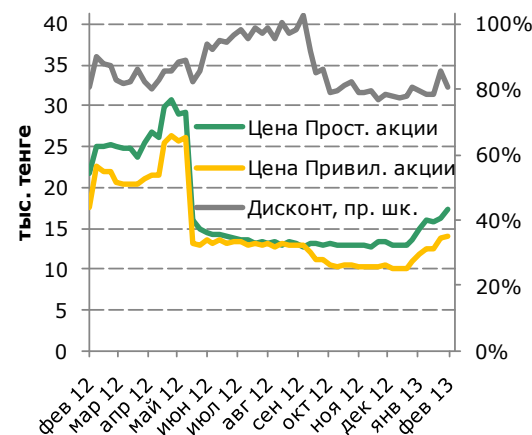
В млн тенге, кроме цен за акции

Стоимость акц. капитала	
- в период быстрого роста	14.2%
- в период стабильного роста	12.8%
Рост дивидендов после 2021 г.	0.0%

NPV дивидендов	Т 77 115
Остаточная стоимость	233 048
Приведённая остаточная стоимость	74 506

Стоимость акцион. капитала	Т 151 620
Количество акций в обращении, тыс.	11 326
Справедл. цена простой акции	Т 13 387

Источник: Оценка ХФ

Рисунок 6. Дисконт цены


Источник: Bloomberg

обращении. Комбинированная оценка справедливой стоимости после выкупа составляет 17769 тенге за простую акцию и 14215 тенге за привилегированную. Ввиду отсутствия деталей программы выкупа, мы не включаем ее вероятность в наш базовый сценарий и придерживаемся рекомендации 'Держать'.

- **Маржа прибыли выросла, маржа EBITDA не изменилась.** Согласно опубликованному два дня назад пресс-релизу, компания заработала T20млрд прибыли в 2012 г., на 17% выше, чем T17млрд годом ранее. Данный рост мог стать результатом единовременной статьи, так как маржа EBITDA существенно не изменилась – 39,4% в 2012 г. и 39,3% в прошлом году, а доходы выросли намного меньше.

- **Крупные капитальные затраты в 2013-2014 гг.** В следующие два года компания планирует крупные инвестиции на расширение оптоволоконной сети и развертывание сети GSM/LTE. Руководство собирается потратить T68млрд в следующие два года на проект оптоволоконной сети (FTTH) и T86млрд в следующие десять лет на проект GSM/LTE. По оценкам компании капитальные затраты в 2013 г. вырастут до T85млрд, снизятся в 2014 г. до T75млрд и упадут до T20млрд в 2015 г. В результате крупных капитальных затрат в следующие два года свободные денежные потоки и темпы роста прибыли будут отрицательными. Кроме того возникает давление на коэффициент выплаты дивидендов, несмотря на большие запасы наличности и низкую доходность на капитал.

Внебалансовое обязательство. В своей финансовой отчетности Казахмыс сообщил о гарантийном обязательстве, которое выпустил Казахтелеком Банку Развития Китая для покрытия займа в \$300млн, выданный контролирующему акционеру Казахтелеком и Казахмыс, фонду Самрук-Казына. Фонд в свою очередь выпустил кросс-гарантию Казахтелекому для покрытия исходного гарантийного обязательства. Мы не считаем, что внебалансовое обязательство Казахтелеком несет серьезный риск для компании, предполагая крайне низкую вероятность дефолта Самрук-Казына. Однако тот факт, что Казахтелеком не раскрыла данное обязательство в своей финансовой отчетности отражает сохраняющиеся недостатки в корпоративном управлении и объясняет высокую стоимость риска, которую использует рынок для оценки стоимости акций компании.

- **Рекомендация.** Мы изменяем прогноз по капитальным затратам в соответствии с предоставленными компанией цифрами для 2013-2015 гг. Для последующих лет мы устанавливаем объем капиталовложений на уровне амортизации, предполагая, что компания не будет иметь таких же крупных инвестиционных проектов, как ранее, после завершения развертывания оптоволоконной и сотовой сети. Данное изменение в прогнозах повышает оценку по модели DCF и, через более низкий объем амортизации, немного повышает оценку по модели DDM. Комбинированная оценка справедливой стоимости акций с добавлением результатов оценки сравнительным методом по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA мы приходим к комбинированной оценке справедливой стоимости акций на уровне 17003 тенге за простую акцию (Рис. 3). С деталями оценки можно ознакомиться на Рисунках 5-6, в Приложениях 2-4.

Для оценки привилегированных акций мы применили средний за последние шесть месяцев дисконт в 20% по отношению к простым акциям (Рис. 4), что в результате дало нам оценку справедливой цены в 13,603 тенге за одну привилегированную акцию.

Мы оцениваем 12-месячную целевую цену с учетом выплаты ожидаемого дивиденда на уровне 18,848 тенге за простую и 14,965 тыс. тенге за привилегированную акцию, и рекомендуем 'Держать' оба инструмента.

Приложение 1. Прогноз финансовых показателей

	2006 Ф	2007 Ф	2008 Ф	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Доходы	110,562	125,042	134,064	138,828	147,505	167,769	174,515	176,735	180,406	189,385	201,533
% рост	14.4%	12.2%	8.4%	4.0%	6.1%	13.5%	3.7%	1.1%	1.9%	4.7%	6.1%
Валовая прибыль	62,897	66,921	57,850	74,661	77,097	88,922	92,240	93,244	94,998	99,482	105,597
% маржа	55.2%	52.4%	41.8%	51.9%	50.5%	51.3%	51.3%	51.3%	51.3%	51.3%	51.3%
ЕБИТДА	44,951	45,083	34,105	56,353	53,442	66,015	68,413	69,113	70,366	73,624	78,081
% маржа	39.5%	35.3%	24.6%	39.1%	35.0%	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	37.9%
% рост	15.1%	0.3%	-24.4%	65.2%	-5.2%	23.5%	3.6%	1.0%	1.8%	4.6%	6.1%
ЕБИТ	29,013	25,945	13,447	31,814	17,205	25,874	25,666	21,183	17,140	21,344	28,706
% маржа	25.5%	20.3%	9.7%	22.1%	11.3%	14.9%	14.3%	11.7%	9.3%	11.0%	13.9%
% рост	4.7%	-10.6%	-48.2%	136.6%	-45.9%	50.4%	-0.8%	-17.5%	-19.1%	24.5%	34.5%
Прибыль	21,340	14,403	12,335	6,729	6,788	17,160	20,903	14,128	11,521	15,742	23,285
% маржа	18.7%	11.3%	8.9%	4.7%	4.4%	9.9%	11.6%	7.8%	6.2%	8.1%	11.3%
% рост	12.4%	-32.5%	-14.4%	-45.4%	0.9%	152.8%	21.8%	-32.4%	-18.4%	36.6%	47.9%

Приложение 2. Оценка с помощью DDM-модели

	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост прибыли	3.2%	(32.4%)	(18.4%)	36.6%	47.9%	9.1%	7.1%	5.1%	3.1%	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	224 513	274 071	282 548	288 309	294 605	301 591	307 686	312 582	316 013	317 782
Чистая прибыль	20 903	14 128	11 521	15 742	23 285	25 398	27 199	28 591	29 488	29 830
Дивиденды	6 271	5 651	5 761	9 445	16 300	19 302	22 303	25 160	27 719	29 830
Баланс на конец	274 071	282 548	288 309	294 605	301 591	307 686	312 582	316 013	317 782	317 782
Остаточная стоимость (в 2021 г.)										233 048
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*	1.05	1.20	1.37	1.57	1.79	2.04	2.31	2.61	2.95	3.32
Приведенная стоимость дивиденд	Т 5 951	Т 4 696	Т 4 192	Т 6 018	Т 9 094	Т 9 477	Т 9 660	Т 9 636	Т 9 412	Т 8 979

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

Приложение 3. Оценка с помощью DCF-модели

	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост доходов	3.7%	1.1%	1.9%	4.7%	6.1%	5.7%	4.6%	3.4%	2.3%	0.0%
Опер. издержки, % от доходов	88.3%	90.9%	93.2%	91.1%	87.9%	87.3%	86.7%	86.2%	85.6%	85.0%
Налоговая ставка	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	115.0%
Доходность на капитал	7.9%	5.9%	4.4%	6.1%	8.2%	8.6%	8.9%	9.3%	9.6%	10.0%
Оценка денежных потоков										
Доходы	Т 174 515	Т 176 735	Т 180 406	Т 189 385	Т 201 533	Т 213 098	Т 222 887	Т 230 575	Т 235 889	Т 235 889
Операционные издержки	154 147	160 586	168 049	172 586	177 146	186 076	193 331	198 663	201 874	200 506
ЕБИТ	20 369	16 149	12 357	16 799	24 387	27 022	29 556	31 912	34 016	35 383
ЕБИТ после уплаты налогов	20 533	16 946	13 712	17 075	22 965	21 618	23 645	25 530	27 212	28 307
+ Износ и амортизация	42 747	47 930	53 226	52 280	49 375	53 644	57 278	60 086	61 907	61 907
- Инвестиции в произв. капитал	63 270	85 000	75 000	20 000	49 375	53 644	57 278	60 086	61 907	61 907
- Изменения в оборотном капитале	9 055	(6 799)	108	224	292	239	202	159	110	0
Потоки своб. денежных средств	(Т 9 046)	(Т 13 325)	(Т 8 170)	Т 49 132	Т 22 673	Т 21 379	Т 23 443	Т 25 371	Т 27 103	Т 28 307
Остаточная стоимость (в 2020)										Т 245 882
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	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	17.3%	18.2%	19.1%	20.0%	20.0%
Ставка долгового фин-я после уплаты на	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
Соотношение долга	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	17.3%	18.2%	19.1%	20.0%	20.0%
Стоимость капитала	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.4%	12.1%	11.8%	11.5%	11.5%
Дисконт**	100.0%	105.7%	119.4%	135.0%	152.5%	171.5%	192.2%	214.9%	239.7%	267.3%
Приведенная стоимость FCF	Т 0	(Т 11 333)	(Т 6 842)	Т 36 405	Т 14 864	Т 12 469	Т 12 196	Т 11 805	Т 11 308	Т 10 591

* 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

Сравнимые компании	Тикер	Страна	EV/EBITDA	P/E
			2012	2012
Развивающиеся рынки				
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	4.7	5.8
MegaFon	MFON RU	Россия		
Vimpelcom	VIP US	Россия	4.7	10.8
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	4.0	10.9
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	12.1	
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	4.4	8.7
Turkcell	TCELL TI	Турция	6.6	10.8
Ethiad Etisalat	EEC AB	Сауд.Аравия	7.5	9.1
Total Access Communication	DTAC TB	Тайланд	8.1	17.2
National Mobile Telecommunications	NMTC KK	Кувейт	4.3	10.1
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>			6.3	10.4
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>			4.7	10.5
Развитые рынки				
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	7.6	11.6
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	5.3	8.6
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	4.7	13.4
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	7.3	10.6
Telecom Italia	TIT IM	Италия	4.2	5.8
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	6.8	12.3
Belgacom	BELG BB	Бельгия	5.3	10.7
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	6.1	10.3
<i>Среднее по развитым рынкам</i>			5.9	10.4
<i>Медиана по развитым рынкам</i>			5.7	10.6
Оцениваемый диапазон мультипликатора				
<i>Дисконт к мультипликатору</i>			20%	20%
<i>Минимум</i>			3.6	7.9
<i>Максимум</i>			4.0	8.9
EBITDA, млн. KZT			69 165	
Чистая прибыль, млн. KZT				20 046
Стоимость компании (EV), млн. KZT				
<i>Минимум</i>			246 563	
<i>Максимум</i>			274 229	
Чистый долг, млн. KZT			(15 671)	
Стоимость акц. капитала, млн. KZT				
<i>Минимум</i>			262 234	157 597
<i>Максимум</i>			289 900	177 643
Количество акций в обращении, тыс.			11 326	11 326
Диапазон оценки акций, KZT				
<i>Минимум</i>			23 153	13 915
<i>Максимум</i>			25 596	15 684

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