

### Повышение абонентской платы поддержало рост доходов

20 сентября 2013 г.

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

#### Простые акции: Покупать

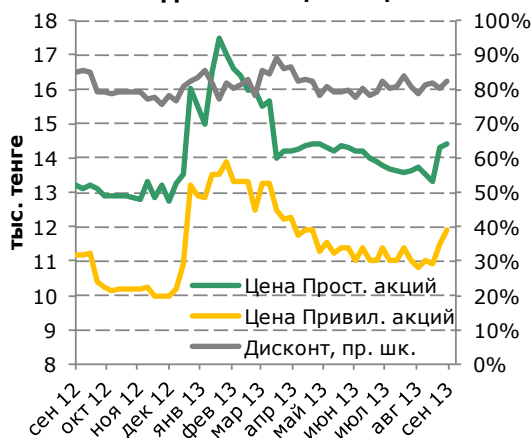
Справедливая цена	T 16 951
12M целевая цена	T 19 115
Последняя цена (19/09/13)	T 14 335
Потенциал роста	33%
Ожидаем. дивиденд	T 237
Ожид. дивид. дох-сть	1.7%
Совокуп. потенц. дох-сть	35.0%
Доля акций в своб. обрац.	22.5%
Кол-во акций в обрац., млн	10.721
Макс за 52-нед	T 17 800
Мин за 52-нед	T 12 505
Тикер	KZTK KZ

#### Привилег. акции: Покупать

Справедливая цена	T 13 561
12M целевая цена	T 15 178
Последняя цена (19/09/13)	T 11 900
Потенциал роста	28%
Ожидаем. дивиденд	T 300
Ожид. дивид. дох-сть	2.5%
Совокуп. потенц. дох-сть	30.1%
Кол-во акций в обрац., млн	0.326
Макс за 52-нед	T 14 445
Мин за 52-нед	T 10 000
Тикер	KZTKr KZ

Источник: Bloomberg, KASE, оценка ХФ

Рис. 1. Динамика цен акций



Источник: Bloomberg

Рис. 2. Оценка справедливой цены простой акции

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	17 406	33.3%
Модель DDM	14 717	33.3%
Сравн. по P/E	13 237	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	24 222	16.7%
<b>Комбиниров. оценка</b>	<b>16 951</b>	

- 4 сентября Казакхтелеком провел конференц-звонок для аналитиков по итогам результатов за первое полугодие 2013 года. В целом результаты можно охарактеризовать как умеренно позитивные.
- Снижение трафика междугородней и международной связи было компенсировано повышением абонентской платы для пользователей стационарных телефонов. В результате, доходы от фиксированной голосовой связи повысились на 4,4%, вместо ожидавшегося падения. Доходы от услуг передачи данных продолжают стремительно расти, и теперь превышают доходы от голосовой связи, как фиксированной, так и мобильной.
- Казакхтелеком планирует запустить сеть GSM к концу года в 6-7 основных городах страны, включая Алматы и Астану, что позволит заново выйти на рынок мобильной связи и расширить целевую аудиторию для предлагаемой услуги мобильной передачи данных LTE. Однако компания признает высокий уровень конкуренции на данном рынке и ставит консервативные планы охватить 14% рынка к 2016 году.
- Выполнение программы по капитальным инвестициям в инфраструктуру FTTH и GSM-LTE в первой половине года, судя по отчетности, отставало от планов, но компания объяснила это тем, что расходы выполненных работ еще не отразились в отчетности, так как выплаты подрядчикам будут произведены по окончании работ. При этом существует вероятность, что небольшая часть капитальных инвестиций по Altel может быть сдвинута на 2014 год.
- Компания планирует рефинансировать к концу года большую часть своего долга, что, по нашим подсчетам, может снизить на 17-18% процентные расходы и добавить около T1,6млрд прибыли в год.
- Руководство Казакхтелеком не поделилось новостями о программе выкупа, решение, о возможности запуска которой было принято в январе. По данным KASE, компания продолжала выкупать акции в первой половине года, но в мизерных объемах. Мы считаем, что компания будет выкупать акции скорее для поддержания цен на текущих уровнях. При этом мы не исключаем кратковременных скачков цен на слухах о выкупе.
- Мы повысили наш прогноз по доходам и прибыли на конец года на 4,8% и 17,5%, соответственно. В результате, наша оценка справедливой стоимости акций поднялась до 17тыс. тенге за простую и 13,6тыс. тенге за привилегированную акцию. По нашим прогнозам, компания должна выплатить дивиденды в размере около 235 тенге на простую акцию в июне 2014 года и 300 тенге на привилегированную акцию в декабре 2013 года. Мы рекомендуем покупать акции долгосрочным инвесторам, так как в ближайшие два года прибыль компании останется невысокой, но позже должна получить отдачу от крупных инвестиций в развитие инфраструктуры связи.

### Повышение тарифов поддержало рост доходов

Рост доходов компании ускорился в 1П2013 до 5,9% г/г с 1,3% в 2012 году, в основном благодаря небольшому росту доходов от фиксированной голосовой связи (Рис. 3). По словам компании, это было достигнуто за счет 20%-ного повышения абонентской платы для пользователей стационарных телефонов, что позволило компенсировать снижение междугороднего и международного трафика. В следующем году повышение абонентской платы компанией не планируется.

**Рис. 3. Рост доходов г/г**

	Рост г/г			
	2010	2011	2012	1П2013
Фикс. голос. связь	1.7%	-1.5%	-1.7%	4.4%
Мобильная голос. связь	-3.0%	10.9%	-15.9%	-22.1%
Услуги передачи данных	26.5%	27.5%	14.7%	22.7%
Интерконнект	-6.8%	12.5%	7.7%	-10.0%
Аренда каналов связи	-1.1%	10.4%	-9.7%	-35.1%
Прочие услуги	-10.8%	92.9%	-32.8%	6.3%
Компенсация за универс. услуги связи	1.7%	6.7%	-4.8%	-5.4%
Общие доходы	6.1%	13.5%	1.3%	5.9%

Темпы роста доходов от передачи данных также повысились до 22,7% с 14,7% благодаря росту количества клиентов как наземной, так и мобильной сети передачи данных (Рис. 4), а также благодаря стремительному росту с низкой базы доходов от кабельного телевидения ID TV (+145%), которые пока занимают всего 2% от общих доходов. Казахтелеком вышел на рынок кабельного ТВ сравнительно недавно – всего два года назад, и уже завоевал долю рынка в 11,2%. Компания рассматривает данный сегмент как одну из самых важных составляющих в предоставлении пакетированных услуг связи вместе с фиксированной и мобильной сетями передачи данных и голоса, что подтверждается приобретением компании Digital TV.

Доходы от мобильной голосовой связи продолжают стремительно сокращаться вследствие того, что компания постепенно переносит фокус с текущего стандарта CDMA на запланированный для запуска стандарт GSM.

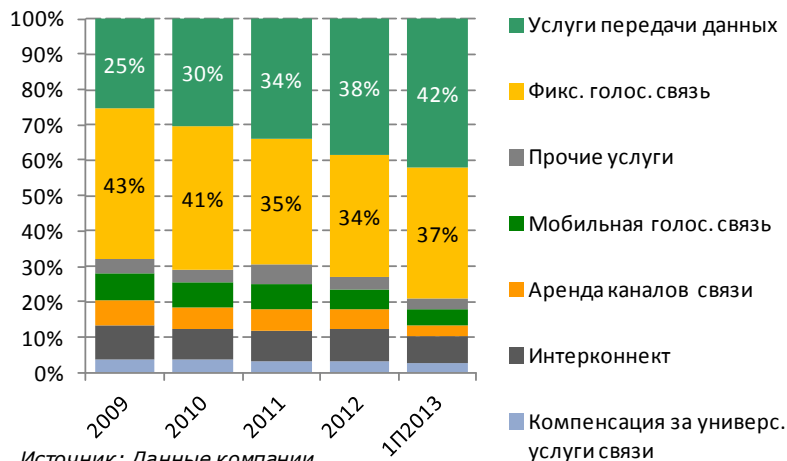
**Рис. 4. Абонентская база в разрезе услуг Казахтелеком**

тыс. чел.	1П2012	1П2013	Рост г/г	Доля рынка
Фикс. голос. связь	3,996	4,072	1.9%	92.1%
Мобильная голос. связь	1,280	732	-42.8%	6.0%
Услуги фикс.передачи данных	1,074	1,308	21.8%	73.4%
Услуги мобильной передачи данных	0	62	н/д	н/д
Кабельное телевидение	126	187	48.1%	11.2%

Источник: Данные компании

По итогам первых шести месяцев 2013 года в структуре доходов доля услуг по передаче данных увеличилась еще больше (до 43,8%) и теперь заметно превосходит долю не только фиксированной голосовой связи (34,3%), но и общую долю голосовой связи вместе с мобильной сетью (Рис. 5). Данная тенденция повторяет с запозданием в несколько лет ситуацию в развитых странах, где услуги голосовой связи предоставляются в качестве приложения к услугам передачи данных, а не наоборот, так как цены на услуги голосовой связи снижаются, а количество подключений к сети Интернет и потребление услуг по передаче данных растет.

**Рис. 5. Структура доходов**



Казахтелеком продолжает расширять свою высокоскоростную оптоволоконную сеть в рамках проекта FTTH (fiber-to-the-home или «оптика до каждого дома»), а также сеть мобильной передачи данных технологии LTE поколения 4G. Пока целевая аудитория LTE-услуг ограничена пользователями «планшетов», USB- и Mi-Fi-модемов, но это до тех пор, пока Казахтелеком не запустит свою сеть GSM, которая позволит предоставлять LTE-услуги растущему классу обладателей смартфонов. Запуск планируется в 6-7 основных городах страны, включая Алматы и Астану, к концу 2013 года. Однако, учитывая неоднозначный опыт Казахтелеком по развитию GSM-сети оператором NEO, выкупленным в итоге компанией Tele2, а также все еще невысокое проникновение смартфонов на рынке (около 10%, по данным Kcell), заметным конкурентом на мобильном рынке Казахтелеком станет только через несколько лет, что признается самой компанией. Казахтелеком планирует завоевать долю рынка мобильной голосовой связи в 14% только к 2016 году.

### Анализ финансовых показателей

Размер выручки оказался несколько выше нашего прогноза (Рис. 6) в основном вследствие повышения абонентской платы для пользователей стационарных телефонов. В результате, EBITDA также оказалась на 3,6% выше прогноза, а ее маржа слегка снизилась с 39,8% в 1P2012 до 39,2% в 1P2013. На конец года компания планирует, что доходы компании составят Т191,4млрд, на 7,6% выше, чем мы закладывали в нашей модели.

**Рис. 6. Сравнение фактических и прогнозных показателей**

	1P2012	1P2013		Отклонение прогноза
	Факт	Прогноз ХФ	Факт	
Выручка	86,151	87,148	91,201	(4.4%)
рост, %	3.0%	1.2%	5.9%	
EBITDA	34,323	34,419	35,713	(3.6%)
маржа, %	39.8%	39.5%	39.2%	

Себестоимость услуг без учета амортизации выросла на 8,6% г/г, а ее соотношение к размеру выручки слегка повысилось с 47,2% до 48,4% (Рис. 7) в основном из-за 10%-ного роста расходов на персонал. Административные расходы выросли всего на 1% г/г, а расходы по реализации – на 5% г/г. Общее соотношение данных расходов к выручке снизилось с 13% до 12,5%. Объем амортизации подскочил на 16% г/г или с 19,7% от доходов до 21,5% от доходов.

**Рис. 7. Структура расходов**



Так как распределение себестоимости и амортизации между полугодиями у Казахтелеком является неравномерным, и полугодовые данные по расходам не вызывают особого беспокойства, мы оставляем в силе на конец года прогнозы по размеру расходов относительно выручки.

### Рефинансирование обязательств

Крупнейшим обязательством на балансе компании остаются деноминированные в тенге облигации на сумму в Т47,6млрд с погашением в 2019 г. и купонной ставкой в 9% плюс 6-месячная ставка LIBOR, которая на данный момент равна 0,39%. Единственным держателем облигаций является Банк Развития Казахстана. Казахтелеком имеет кредитные рейтинги на уровне 'BB' со стабильным прогнозом от S&P и 'BB' с негативным прогнозом от Fitch.

Выплаты по данному выпуску индексируются с учетом изменения курса тенге к доллару США, что практически делает данные облигации долларовыми. Ставка в 9,4% для долларовых облигаций с рейтингом в 'BB' является, на наш взгляд, завышенной.

Руководство компании еще в декабре 2012 года озвучивало планы рефинансирования данных облигаций, а на последнем конференц-звонке сообщило, что попытается успеть к началу следующего года. По нашим предположениям, компания могла бы рефинансировать облигации за счет выпуска долларовых еврооблигаций по ставке в 6%. Тогда процентные выплаты компании снизились бы на 17-18%, что прибавило бы приблизительно Т1,6млрд прибыли в год.

### Капитальные вложения

Казахтелеком планирует масштабные капитальные вложения в объеме Т87млрд в 2013 и Т75млрд в 2014 годах для развертывания наземной оптоволоконной сети в рамках проекта FTTH и мобильной сети GSM/LTE. Однако по итогам первого полугодия 2013 года компанией было освоено всего Т11,6млрд. Отставание от графика руководство объяснило тем, что при проведении тендера были достигнуты договоренности о выплатах подрядчикам не по мере выполнения работ, а после окончательной сдачи. То есть работы по прокладке сетей ведутся, но оплата будет произведена во второй половине года, сообщило руководство Казахтелеком. Компания постарается выполнить план капитальных вложений на 2013 год, но

существует вероятность, что часть инвестиций в расширение инфраструктуры Алтел будет сдвинута на следующий год. Из заложенных Т87млрд на мобильного оператора было выделено Т26млрд.

Основная часть совершенных в первые шесть месяцев капитальных вложений пришлось на два поглощения. Казахтелеком приобрел оператора кабельного телевидения Digital TV за Т9,8млрд и WiMax-оператора MaxCom за Т0,7млрд. Основной целью покупок является абонентская база Digital TV и радиочастоты MaxCom, совместимые с LTE. Данные нематериальные активы компания оценила в Т7,6млрд и отразила в своем балансе. Приобретения входят в стратегию компании стать оператором комплексных услуг, включающих наземную, мобильную голосовую и Интернет-связь, а также цифровое кабельное телевидение.

### Текущая рыночная стоимость

**Рис. 8. Рыночная капитализация**

<i>Простые акции</i>	
Последняя цена, KZT	14,335
Количество в обращении*	10,721,204
Рыночная кап-ия, KZT млн.	153,688
<i>Привилегированные акции</i>	
Последняя цена, KZT	11,900
Количество в обращении*	326,144
Рыночная кап-ия, KZT млн.	3,881
<b>Общая рын. кап., KZT млн.</b>	<b>157,570</b>
Балансовый капитал	285,050
<b>Коэффициент P/B</b>	<b>0.55</b>

\*Источник: KASE

Исходя из последних цен закрытия простых и привилегированных акций Казахтелеком, рыночная капитализация компании оценивается в Т158млрд, что почти в два раза ниже балансовой стоимости капитала (Рис. 8). В чем же причина столь низкой оценки относительно балансовой стоимости? На наш взгляд, это объясняется тем, что доходность на собственный капитал генерируемая компанией ниже стоимости акционерного капитала компании. Для сравнения требуемая доходность на капитал телекоммуникационных компаний Turkcell (Турция) и Etihad Etisalat (ОАЭ), по данным Bloomberg, составляет 12% и 11,5%, соответственно. Мы используем для оценки акций Казахтелеком требуемую доходность на капитал в 14,2%. Фактическая доходность на капитал Казахтелеком за последние двенадцать месяцев на конец июня 2013 года составила всего 6,8%, в два раза ниже требуемой доходности.

Мы также считаем, что рынок не учитывает в полной мере солидный баланс денежных средств Казахтелеком - Т89,5млрд на конец июня 2013 года, или 57% от рыночной стоимости. Данный показатель намного выше, чем у схожих компаний. Из аналогичных компаний наивысшее соотношение имеют TurkCell (28%) и VimpelCom (23%). У Ростелеком данный показатель равен 3,4%, а у Kcell - 0,4%. Очевидно, что из-за низкой текущей доходности на капитал рынок сомневается в способностях компании распорядиться запасом денег так, чтобы это соответствовало интересам акционеров, а именно предоставило требуемую доходность на капитал.

Еще одним аргументом в пользу того, что оценка рынка сконцентрирована на прибыли компании, является то, что мультипликатор по прибыли, P/E, сравним с аналогичными компаниями, а мультипликатор по операционным денежным потокам, EV/EBITDA, находится намного ниже уровня аналогов. Если основываться на наших прогнозах чистой прибыли в Т17,4млрд и EBITDA в Т68,8млрд в 2013 году, то коэффициенты рыночной оценки P/E и EV/EBITDA составляют 9,2х и 2,6х, соответственно, что на 12% и 51% ниже медианных значений коэффициентов аналогичных телекоммуникационных компаний развивающихся стран (Рис. 9). С учетом корректировки на низкую ликвидность акций оценка Казахтелеком на основе P/E сильно не отличается от схожих компаний, но оценка акций на основе EV/EBITDA находится существенно ниже оценки аналогов. При этом основная разница

между прибылью и EBITDA складывается из амортизации, неденежных расходов. Несмотря на то, что по мультипликатору EV/EBITDA акции Казахтелеком явно недооценены, очевидно, что для инвесторов Казахтелеком сейчас главное значение, совершенно обоснованно, имеет размер прибыли.

**Рис. 9. Показатели аналогичных компаний**

Сравнимые компании	EV/EBITDA	P/E	Деньги / Рын. кап.	Чист. долг / Рын. кап.	Прибыль / EBITDA
	2013	2013			
<b>Развивающиеся рынки</b>					
Mobile Telesystems	5.3	10.5	8.6%	22.3%	40.0%
MegaFon	5.8	13.1	3.5%	10.6%	42.1%
Vimpelcom	4.4	9.5	23.1%	114.3%	21.0%
Rostelecom	3.8	10.5	3.5%	68.0%	25.2%
Kcell	5.3	8.0	0.4%	10.0%	60.4%
China Mobile Ltd	3.9	10.9	4.7%		49.6%
Maxis Berhad	12.6	24.5	1.0%	12.5%	47.4%
Sk Telecom, Co.	5.1	9.5	5.5%	32.0%	37.1%
Turkcell	6.1	11.5	28.2%		
Etihad Etisalat	8.6	10.1	2.7%	11.8%	69.4%
Total Access	10.2	21.8	3.6%	5.3%	41.1%
National Mobile	3.4	9.5	18.4%		33.1%
<i>Среднее</i>	<i>6.1</i>	<i>12.4</i>	<i>8.6%</i>	<i>31.9%</i>	<i>42.4%</i>
<i>Медиана</i>	<i>5.3</i>	<i>10.5</i>	<i>4.2%</i>	<i>12.5%</i>	<i>41.1%</i>
Казахтелеком	2.6	9.2	56.2%	13.4%	29.2%

Мы согласны с тем, что в ближайшей перспективе прибыль компании существенно не улучшится, так как на данный момент компания находится в переходном периоде с голосовых услуг на услуги по передаче данных. Однако крупные инвестиции в инфраструктуру, на наш взгляд, сохраняют потенциал для роста прибыли в будущем.

Так как в следующие два года Казахтелеком вряд ли сможет заметно увеличить прибыль, то единственным возможным драйвером роста акций в ближайшей перспективе остается обратный выкуп акций.

### Выкуп акций остается неопределенным

Руководство Казахтелеком пока не может поделиться какими-либо новостями о программе выкупа акций, решение о «возможности» запуска которой было принято еще в январе.

По данным биржи KASE, за первое полугодие 2013 года, Казахтелеком выкупил 15 тыс. простых и 1,7 тыс. привилегированных акций. Таким образом, число простых и привилегированных акций в обращении за первые шесть месяцев года уменьшилось на 0,14% и 0,51%, соответственно. В итоге, на конец июня эмитентом выкуплено из общего числа размещенных акций 1,8% простых и 73,1% привилегированных.

Напомним, что в 2012 году компания выкупила 1,7% простых и 22,9% привилегированных акций от общего числа в обращении на общую сумму в ТЗ,4млрд. Средняя цена выкупа, по нашим подсчетам, составила 13,8 тыс. тенге за простую акцию и 10,4 тыс. тенге за привилегированную. В конце прошлого года слухи о выкупе акций подняли цену простых акций до 17 тыс., а привилегированных – до 14,5 тыс. Когда масштабы выкупа оказались не такими большими, цена акций снова опустилась до уровня 13,5-14тыс. тенге. После последнего конференц-звонка простые акции подскочили до 14,7тыс тенге, очевидно, опять на слухах об обратном выкупе, но позже снова снизились до 14,3тыс тенге.

**Рис. 10. Оценка свободных средств**

	млн. тенге
Деньги и вклады в банках, 1П2013	89,539
EBITDA за 2П2013	33,125
Кап. вложения за 2П2013	70,344
EBITDA в 2014 г.	70,541
Кап. вложения в 2014 г.	80,000
Налоговые выплаты в 2013-2014 гг.	4,810
<b>Деньги и вклады в банках, 2014</b>	<b>38,051</b>
Доходы в 2014 г.	191,117
Минимальный баланс ден. средств	19,112
<b>Остаток свободных ден. средств</b>	<b>18,939</b>
Цена простой акции	14,250
Количество акций	1,329,076
<b>Процент от размещенных акций</b>	<b>12.4%</b>

\* прогноз

Мы пришли к выводу, что несмотря на предстоящие до конца 2014 года крупные инвестиции, компания могла бы направить достаточно весомую часть денежных средств на обратный выкуп акций. Если отталкиваться от имеющегося на конец июня запаса денежных средств, а также прогнозируемого объема капиталовложений и EBITDA (операционных денежных потоков) на вторую половину 2013 и 2014 год, то, по грубым подсчетам, у компании должно остаться около Т19млрд свободных средств, которые она могла бы направить на обратный выкуп (Рис. 10). На данную сумму можно было бы приобрести около 12% акций, находящихся в обращении. Однако, учитывая почти стагнирующую динамику цены акций после принятия решения о «возможности» обратного выкупа и нечеткую позицию компании по обратному выкупу, мы считаем, что Казахтелеком будет использовать данный инструмент скорее для того, чтобы поддержать цену акций на текущем уровне, чем для повышения цены.

**Рис. 11. 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	<b>Т 82 647</b>
Остаточная стоимость	233 048
Приведённая остаточная стоимость	<b>80 684</b>
<b>Стоимость акцион. капитала</b>	<b>Т 163 331</b>
Количество акций в обращении, тыс.	11 047
<b>Справедл. цена простой акции</b>	<b>Т 14 785</b>

*Источник: Оценка ХФ*
**Рекомендация**

Мы внесли изменения в модель оценки в соответствии с фактическими финансовыми данными за первое полугодие 2013 года. В частности, мы повысили прогноз доходов до Т186,5млрд с учетом темпов роста в разрезе услуг, продемонстрированных в первой половине года, а также сдвинули Т5млрд капитальных вложений в инфраструктуру Altel (20% от запланированных Т26млрд) с 2013 на 2014 год по результатам первого полугодия. Мы заложили снижение процентных расходов с 2014 года, надеясь на то, что компании удастся рефинансировать свои облигации. Мы повысили наш прогноз по доходам и прибыли на конец года на 4,8% и 17,5%, соответственно.

В результате комбинированная оценка справедливой стоимости акций компании повысилась с 16,8 тыс. тенге до 17 тыс. тенге за простую акцию. Мы применяем дисконт в 20% к цене простой акции для определения справедливой цены привилегированной акции, которая составила 13,6 тыс. тенге. Мы оцениваем 12-месячную целевую цену на уровне 19,2 тыс. тенге за простую и 15,2 тыс. тенге за привилегированную акцию и оставляем нашу рекомендацию 'Покупать' для обоих инструментов, учитывая ожидаемую совокупную доходность на уровне 33% и 30% для простых и привилегированных акций, соответственно.

**Рис. 12. Оценка на базе DCF-модели**
*В млн тенге, кроме цен за акции*

Средневзвешенная ставка капитала	
- в период быстрого роста	12.8%
- в период стабильного роста	11.5%
Рост выручки после 2021 г.	0.0%
NPV свободных денежных потоков	<b>Т 105 541</b>
Остаточная стоимость	260 552
Приведённая остаточная стоимость	<b>107 680</b>
<b>Стоимость компании</b>	<b>Т 213 222</b>
Чистый долг	20 927
<b>Стоимость акцион. капитала</b>	<b>Т 192 294</b>
Количество акций в обращении, тыс.	11 047
<b>Справедл. цена простой акции</b>	<b>Т 17 406</b>

*Источник: Оценка ХФ*
**Рис. 13. Комбинированная оценка**

тенге	Оценка	Вес
Модель DCF	17 406	33.3%
Модель DDM	14 717	33.3%
Сравн. по P/E	13 237	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	24 222	16.7%
<b>Комбиниров. оценка</b>	<b>16 951</b>	

Однако еще раз подчеркиваем крайне низкую ликвидность данных акций, которая может существенно снизить вероятность того, что рыночная цена акций в ближайшей перспективе поднимется до уровня нашей оценки справедливой цены, а также отсутствие ближайшем будущем катализаторов для значительного повышения фундаментальной стоимости компании. Следовательно, мы рекомендуем покупать акции Казахтелеком долгосрочным инвесторам, так как невысокая в ближайшие два года прибыль

компании позже должна получить отдачу от крупных инвестиций в инфраструктуру связи.

### **Дивиденд**

Мы прогнозируем, что выплата дивиденда по простым акциям в июне 2014 г. составит 235 тенге на акцию или 1,7% к последней цене закрытия, подразумевая минимальный, согласно дивидендной политике, коэффициент выплаты дивиденда на уровне 15% от прибыли. При этом мы также ожидаем, что в декабре 2013 г. компания выплатит минимальный дивиденд по привилегированным акциям в размере 300 тенге на акцию или 2,5% к последней цене закрытия. Мы считаем, что в ближайшие годы компания будет ограничивать выплату дивидендов, учитывая беспрецедентную по размеру выплату в прошлом году и запланированные крупные капитальные затраты.



**Приложение 1. Прогноз финансовых показателей**

	2006 Ф	2007 Ф	2008 Ф	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Доходы	113,913	127,762	138,450	143,966	152,732	173,344	175,669	186,503	191,117	200,690	213,558
% рост	14.4%	12.2%	8.4%	4.0%	6.1%	13.5%	1.3%	6.2%	2.5%	5.0%	6.4%
Валовая прибыль	62,897	66,921	57,850	74,661	77,097	88,922	88,053	93,483	95,796	100,594	107,044
% маржа	55.2%	52.4%	41.8%	51.9%	50.5%	51.3%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
EBITDA	44,951	45,083	34,105	56,353	53,442	66,015	69,068	68,838	70,541	74,074	78,824
% маржа	39.5%	35.3%	24.6%	39.1%	35.0%	38.1%	39.3%	36.9%	36.9%	36.9%	36.9%
% рост	15.1%	0.3%	-24.4%	65.2%	-5.2%	23.5%	4.6%	-0.3%	2.5%	5.0%	6.4%
EBIT	29,013	25,945	13,447	31,814	17,205	25,874	32,034	28,339	24,544	27,534	34,216
% маржа	25.5%	20.3%	9.7%	22.1%	11.3%	14.9%	18.2%	15.2%	12.8%	13.7%	16.0%
% рост	4.7%	-10.6%	-48.2%	136.6%	-45.9%	50.4%	23.8%	-11.5%	-13.4%	12.2%	24.3%
Прибыль	21,340	14,403	12,335	6,729	6,788	17,160	20,147	17,427	17,236	20,038	26,760
% маржа	18.7%	11.3%	8.9%	4.7%	4.4%	9.9%	11.5%	9.3%	9.0%	10.0%	12.5%
% рост	12.4%	-32.5%	-14.4%	-45.4%	0.9%	152.8%	17.4%	-13.5%	-1.1%	16.3%	33.5%
Износ и амортизация	15,937	19,138	20,659	24,539	36,236	40,142	37,033	40,499	45,997	46,541	44,608
% от осн. средств	12.1%	11.1%	10.9%	11.7%	16.9%	18.1%	15.3%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
Капитальные инвестиции	40,658	63,395	58,688	44,381	42,153	50,733	73,103	82,000	80,000	20,000	44,608
% от EBITDA	35.7%	49.6%	42.4%	30.8%	27.6%	29.3%	41.6%	44.0%	41.9%	10.0%	20.9%

**Приложение 2. Оценка с помощью DDM-модели**

	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост прибыли	(92.2%)	(1.1%)	16.3%	33.5%	9.1%	7.1%	5.1%	3.1%	1.2%
Коэффициент выплаты дивидендов	15.0%	30.0%	50.0%	70.0%	76.0%	82.0%	88.0%	94.0%	100.0%
<b>Собственный капитал</b>									
Баланс на начало	276 747	291 561	303 626	313 645	321 673	328 678	334 305	338 247	340 281
Чистая прибыль	17 427	17 236	20 038	26 760	29 188	31 259	32 858	33 889	34 282
<b>Дивиденды</b>	<b>2 614</b>	<b>5 171</b>	<b>10 019</b>	<b>18 732</b>	<b>22 183</b>	<b>25 632</b>	<b>28 915</b>	<b>31 856</b>	<b>29 830</b>
Баланс на конец	291 561	303 626	313 645	321 673	328 678	334 305	338 247	340 281	344 733
Остаточная стоимость (в 2021 г.)									233 048
Ставка треб-й дох-ти акц. капитала	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	13.6%	13.4%	13.1%	12.8%	12.8%
Дисконт*	1.11	1.27	1.45	1.66	1.88	2.13	2.41	2.72	3.07
<b>Приведенная стоимость дивидендов</b>	<b>Т 2 352</b>	<b>Т 4 074</b>	<b>Т 6 913</b>	<b>Т 11 318</b>	<b>Т 11 794</b>	<b>Т 12 022</b>	<b>Т 11 993</b>	<b>Т 11 713</b>	<b>Т 9 724</b>

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

**Приложение 3. Оценка с помощью DCF-модели**

	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П	2018 П	2019 П	2020 П	2021 П
Рост доходов	6.2%	2.5%	5.0%	6.4%	5.7%	4.6%	3.4%	2.3%	0.0%
Опер. издержки, % от доходов	84.8%	87.2%	86.3%	84.0%	84.2%	84.4%	84.6%	84.8%	85.0%
Налоговая ставка	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	115.0%
Доходность на капитал	7.3%	5.6%	6.8%	8.4%	8.7%	9.0%	9.4%	9.7%	10.0%
<b>Оценка денежных потоков</b>									
Доходы	Т 186 503	Т 191 117	Т 200 690	Т 213 558	Т 225 813	Т 236 186	Т 244 333	Т 249 964	Т 249 964
Операционные издержки	158 164	166 573	173 156	179 342	190 095	199 310	206 684	211 958	212 469
EBIT	28 339	24 544	27 534	34 216	35 718	36 876	37 649	38 005	37 495
EBIT после уплаты налогов	22 671	19 635	22 027	27 373	28 574	29 501	30 119	30 404	29 996
+ Износ и амортизация	40 499	45 997	46 541	44 608	48 464	51 747	54 284	55 930	55 930
- Инвестиции в произв. капитал	82 000	80 000	20 000	44 608	48 464	51 747	54 284	55 930	55 930
- Изменения в оборотном капитале	1 603	1 640	1 870	2 156	600	508	399	276	0
<b>Потоки своб. денежных средств</b>	<b>(Т 20 433)</b>	<b>(Т 16 008)</b>	<b>Т 46 698</b>	<b>Т 25 216</b>	<b>Т 27 974</b>	<b>Т 28 993</b>	<b>Т 29 720</b>	<b>Т 30 128</b>	<b>Т 29 996</b>
Остаточная стоимость (в 2021)									Т 260 552
<b>Стоимость капитала</b>									
Ставка треб-й дох-ти акц. капитала	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	13.6%	13.4%	13.1%	12.8%	12.8%
Доля долга	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	19.0%	19.4%	19.7%	20.0%	20.0%
Ставка долгового фин-я после уплаты нал	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
Соотношение долга	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	19.0%	19.4%	19.7%	20.0%	20.0%
Стоимость капитала	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.3%	12.0%	11.8%	11.5%	11.5%
Дисконт**	101.8%	114.8%	129.6%	146.1%	164.1%	183.8%	205.5%	229.1%	255.5%
<b>Приведенная стоимость FCF</b>	<b>(Т 5 993)</b>	<b>(Т 13 939)</b>	<b>Т 36 046</b>	<b>Т 17 255</b>	<b>Т 17 048</b>	<b>Т 15 772</b>	<b>Т 14 464</b>	<b>Т 13 149</b>	<b>Т 11 739</b>

\* 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	Рыноч. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA	P/E
					2013	2013
<b>Развивающиеся рынки</b>						
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	22.6	27.7	5.3	10.5
Megafon	MFON RU	Россия	21.8	22.1	5.8	13.1
Vimpelcom	VIP US	Россия	19.7	42.7	4.4	9.5
Rostelecom	RKMD LI	Россия	9.8	15.3	3.8	10.5
Kcell	KCEL LI	Казахстан	3.2	3.6	5.3	8.0
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	227.9	159.4	3.9	10.9
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	16.1	18.1	12.6	24.5
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	15.8	20.3	5.1	9.5
Turkcell	TCELL TI	Турция	12.9	10.8	6.1	11.5
Etihad Etisalat	EEC AB	Сауд.Аравия	17.6	19.7	8.6	10.1
Total Access	DTAC TB	Тайланд	8.5	9.0	10.2	21.8
National Mobile	NMTC KK	Кувейт	3.4	3.7	3.4	9.5
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					6.1	12.4
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>					5.2	10.5
<b>Развитые рынки</b>						
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	164.9	209.8	10.5	13.8
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	68.6	145.9	5.6	11.0
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	59.0	124.1	5.4	15.7
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	32.2	43.0	8.0	11.7
Telecom Italia	TIT IM	Италия	14.6	60.0	4.2	5.6
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	24.2	33.5	7.4	13.9
Belgacom	BELG BB	Бельгия	8.6	11.5	5.1	10.0
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	5.7	7.1	7.5	19.7
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					6.7	12.7
<i>Медиана по развитым рынкам</i>					6.5	12.7
<b>Оцениваемый диапазон мультипликатора</b>						
<i>Дисконт к мультипликатору</i>					20%	20%
<i>Минимум</i>					4.0	7.9
<i>Максимум</i>					4.4	8.9
EBITDA, млн. KZT					68 838	
Чистая прибыль, млн. KZT						17 427
Стоимость компании (EV), млн. KZT						
<i>Минимум</i>					274 750	
<i>Максимум</i>					302 285	
Чистый долг, млн. KZT					20 927	
Стоимость акц. капитала, млн. KZT						
<i>Минимум</i>					253 823	137 525
<i>Максимум</i>					281 358	154 952
Количество акций в обращении, тыс.					11 047	11 047
Диапазон оценки акций, KZT						
<i>Минимум</i>					22 976	12 449
<i>Максимум</i>					25 468	14 026

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».

© 2013, все права защищены.

Макроэкономика

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

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[nurfatimad@halykbank.kz](mailto:nurfatimad@halykbank.kz)

Финансовый сектор, долговые инструменты

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

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

Долевые инструменты

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

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

**Bloomberg**

HLFN