

Еще один очень специальный дивиденд

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

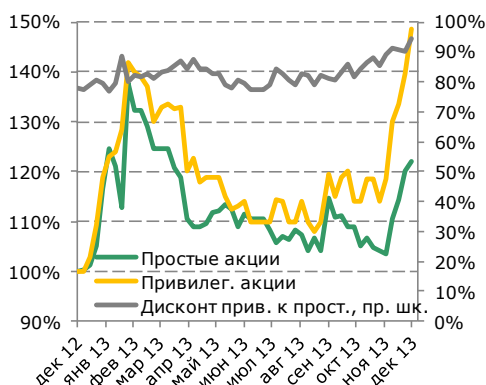
10 декабря 2013 г.

Простые акции: Держать	
Справедливая цена	T 17 577
12М целевая цена	T 17 128
Последняя цена (9/12/13)	T 15 850
Потенциал роста	8%
Ожидаем. дивиденд	T 2 604
Ожид. дивид. дох-сть	16.4%
Совокуп. потенц. дох-сть	24.5%
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: Продавать	
Справедливая цена	T 14 062
12М целевая цена	T 12 905
Последняя цена (9/12/13)	T 15 184
Потенциал роста	-15%
Ожидаем. дивиденд	T 2 604
Ожид. дивид. дох-сть	17.1%
Совокуп. потенц. дох-сть	2.1%
Кол-во акций в обрац., млн	0.326
Макс за 52-нед	T 15 184
Мин за 52-нед	T 10 000
Тикер	KZTKp 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	17 329	33.3%
Модель DDM	17 665	33.3%
Сравн. по P/E	13 536	16.7%
Сравн. по EV/EBITDA	21 938	16.7%
Комбиниров. оценка	17 577	

- Вчера Казакхтелеком предложил акционерам выплатить в качестве дивидендов всю прибыль за первое полугодие этого года в размере T10,7млрд и T18,1млрд нераспределенной прибыли прошлых лет. В расчете на одну акцию, простую и привилегированную, выплата составит 2603,9 тенге, или 16,4% и 17,1% от стоимости простой и привилегированной акции, соответственно. Если собрание акционеров 19 декабря одобрит это предложение, то датой фиксации реестра станет 29 декабря, а выплата дивиденда начнется с 30 декабря.
- Мы считаем, что решение о выплате специального дивиденда продиктовано инвестиционной целесообразностью. При низкой доходности на капитал компании (6,5-8% в среднем на инвестированный собственный капитал и, очевидно, намного ниже для маржинальных инвестиций), избыточной ликвидности и низкой долговой нагрузке, возврат капитала акционерам и привлечение дешевого долга представляется наиболее соответствующим интересам акционеров решением.
- Предложенный дивиденд оказался значительно выше нашего прогноза в 480 тенге на акцию. Возможно, мы недооценили качество корпоративного управления в компании. Дивиденды, превышающие прибыль, давно стали нормой для телекоммуникационной отрасли, но для казахстанских государственных компаний являются скорее исключением из правил. Мы полагали, что компания будет финансировать капитальные инвестиции с помощью собственных средств, и недооценили намерение компании использовать торговое финансирование для покупки импортного оборудования для развертывания сетей FTTH и LTE/GSM.
- Финансирование капитальных инвестиций за счет долга, на наш взгляд, повысит эффективность структуры капитала, учитывая низкий уровень долга. После выкупа облигаций на T31,2млрд в 3кв2013, соотношение чистого долга к EBITDA составило всего 0,04x, а после выплаты предложенного дивиденда – повыситься до 0,45x, достаточно низкий уровень по меркам любой отрасли.
- На конец сентября запас денежных средств Казакхтелекома составлял T51,5млрд, но после выплаты дивиденда снизится до T22,7млрд. При этом Казакхтелеком сохраняет планы по капитальным инвестициям (в сети FTTH и GSM/LTE) в размере T87млрд в 2013 и T75млрд в 2014 году, планируя привлечь торговое кредитование.
- После учета специального дивиденда оценка справедливой цены акции на базе модели дисконтирования дивидендов (DDM) повысилась до 17,7 тыс. тенге. Оценка на базе модели дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) значительно не изменилась и составила 17,3 тыс. тенге. В итоге, наша комбинированная оценка справедливой стоимости акций повысилась до 17,6 тыс. тенге за простую и 14,1тыс. тенге за привилегированную акцию.
- В ожидании специального дивиденда привилегированные акции выросли в цене намного быстрее, чем простые (Рис. 1.), и, судя по

прошлomu опыту, после выплаты дивиденда должны упасть в цене сильнее, чем простые. В последние годы разница в цене между простыми и привилегированными акциями равнялась приблизительно 20% (Рис. 1), значительно больше 4%, зафиксированных вчера.

- Мы рекомендуем продавать привилегированные акции до даты фиксации реестра и держать простые акции. После выплаты специального дивиденда в ближайшем будущем мы не видим существенных катализаторов для роста цены акций. Денежных средств на обратный выкуп уже не остается. Прибыль Казахтелеком в 2013 и 2014 годах будет снижаться, по ожиданиям руководства самой компании, а отдача от крупных инвестиций ожидается только через несколько лет.

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%
ЕБИТ	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%
Собственный капитал									
Баланс на начало	276 747	264 097	276 162	286 181	294 209	301 214	306 840	310 783	312 817
Чистая прибыль	17 422	17 236	20 038	26 760	29 188	31 258	32 858	33 889	34 282
Дивиденды	30 073	5 171	10 019	18 732	22 183	25 632	28 915	31 855	29 830
Баланс на конец	264 097	276 162	286 181	294 209	301 214	306 840	310 783	312 817	317 268
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*	1.08	1.23	1.40	1.60	1.82	2.07	2.34	2.63	2.97
Приведенная стоимость дивидендов	Т 29 761	Т 4 205	Т 7 135	Т 11 682	Т 12 173	Т 12 409	Т 12 379	Т 12 090	Т 10 037

* 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%
Оценка денежных потоков									
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
ЕБИТ	28 339	24 544	27 534	34 216	35 718	36 876	37 649	38 005	37 495
ЕБИТ 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
Потоки своб. денежных средств	(Т 20 433)	(Т 16 008)	Т 46 698	Т 25 216	Т 27 974	Т 28 993	Т 29 720	Т 30 128	Т 29 996
Остаточная стоимость (в 2021)									Т 260 552
Стоимость капитала									
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	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	20.9%	20.6%	20.3%	20.0%	20.0%
Ставка долгового фин-я после уплат	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
Соотношение долга	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	20.9%	20.6%	20.3%	20.0%	20.0%
Стоимость капитала	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.1%	11.9%	11.7%	11.5%	11.5%
Дисконт**	100.4%	113.0%	127.2%	143.1%	160.5%	179.7%	200.8%	223.9%	249.7%
Приведенная стоимость FCF	(Т 1 227)	(Т 14 171)	Т 36 725	Т 17 618	Т 17 427	Т 16 135	Т 14 803	Т 13 456	Т 12 014

* 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 2013	P/E 2013
Развивающиеся рынки						
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	20.9	26.3	5.0	9.0
MegaFon	MFON RU	Россия	21.0	24.1	6.0	13.3
Vimpelcom	VIP US	Россия	21.2	43.7	4.5	10.9
Rostelecom	RKMD LI	Россия	8.7	15.1	4.3	10.7
Kcell	KCEL LI	Казахстан	3.5	3.8	5.7	8.7
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	220.1	151.7	3.6	10.5
Maxis Berhad	MAXIS MK	Малайзия	16.7	18.5	13.2	25.3
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	17.4	22.0	4.8	10.4
Turkcell	TCELL TI	Турция	13.0	10.7	6.2	11.4
Total Access	DTAC TB	Тайланд	7.5	7.8	8.5	20.1
National Mobile	NMTC KK	Кувейт	3.2	3.5	3.2	9.7
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					5.9	12.7
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>					5.0	10.7
Развитые рынки						
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	184.0	224.2	11.2	14.9
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	71.8	147.5	5.6	11.7
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	70.3	136.1	5.8	17.9
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	34.1	44.0	8.2	12.2
Telecom Italia	TIT IM	Италия	16.7	62.7	4.3	6.7
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	26.4	35.7	7.4	14.4
Belgacom	BELG BB	Бельгия	9.4	12.1	5.2	10.5
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	5.2	6.5	7.0	21.7
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					6.8	13.8
<i>Медиана по развитым рынкам</i>					6.4	13.3
Оцениваемый диапазон мультипликатора						
<i>Дисконт к мультипликатору</i>					20%	20%
<i>Минимум</i>					3.8	8.1
<i>Максимум</i>					4.2	9.1
EBITDA, млн. KZT					68 838	
Чистая прибыль, млн. KZT						17 422
Стоимость компании (EV), млн. KZT						
<i>Минимум</i>					260 125	
<i>Максимум</i>					287 660	
Чистый долг, млн. KZT					31 537	
Стоимость акц. капитала, млн. KZT						
<i>Минимум</i>					228 588	140 829
<i>Максимум</i>					256 123	158 251
Количество акций в обращении, тыс.					11 047	11 047
Диапазон оценки акций, KZT						
<i>Минимум</i>					20 692	12 748
<i>Максимум</i>					23 184	14 325

Источник: Bloomberg, оценка XФ

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.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

ArdakN@halykbank.kz

Для институциональных инвесторов:

Анель Акиянова, +7 (727) 259-6202

AkiyanovaA@halykbank.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

AselI@halykbank.kz

Для розничных инвесторов:

Альмир Токтабулатов, +7 (727) 244-6089

AlmirT@halykbank.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

SabinaM@halykbank.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

Sabitkh@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157

Nurfatimad@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986

ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968

SabinaA@halykbank.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

MariyamZh1@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

BakaiM@halykbank.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

ErkinA@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

Bloomberg

HLFN