

## Пересмотр рекомендации с Покупать до Держать

27 октября 2021 г.

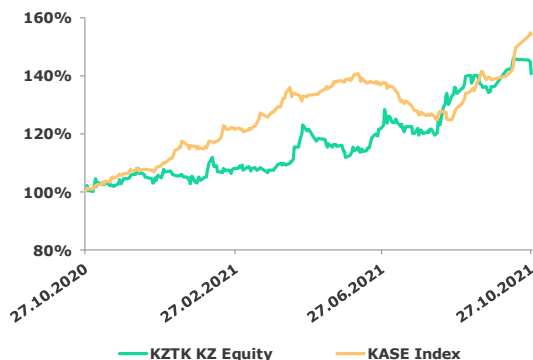
Тикер	KZTK.KZ
Рекомендация	<b>Держать</b>
Текущая цена, KZT/акция	35 200
12M целевая цена, KZT/акция	36 384
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>3%</b>
Ожидаемые дивиденды (2021), KZT/акция	3 281
<b>Ожидаемая дивидендная доходность</b>	<b>9%</b>
Кол-во простых акций, млн	10.7
Сред. дневной объем торгов за 3 мес., млн KZT	616.1
Текущая рыночная капитализация, млн KZT	376 852

Основные акционеры	
Самрук-Казына	51%
Skyline Investment	24%

Фин.показатели, млн KZT	2020	2021П	2022П
Выручка	527 330	565 057	576 358
EBITDA	235 050	290 944	288 102
Чистая прибыль	65 264	117 327	109 099
Собственный капитал	518 540	788 625	897 725
Чистый долг	267 973	210 371	171 992
EPS (KZT)	5 778	10 959	10 190

Мультипликаторы	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	1.49	1.39	1.37
EV/EBITDA	3.35	2.71	2.74
Чистый долг/EBITDA	1.14	0.72	0.60
Чистый долг/Капитал	0.52	0.27	0.19
P/E (stand alone)	6.65	3.67	4.03
P/B	0.73	0.48	0.42
ROE	12.6%	14.9%	12.2%

Динамика стоимости акций	KZTK	KASE
1M	5%	10%
3M	17%	20%
12M	41%	54%
Максимум за 52 недели	36 450	
Минимум за 52 недели	25 008	

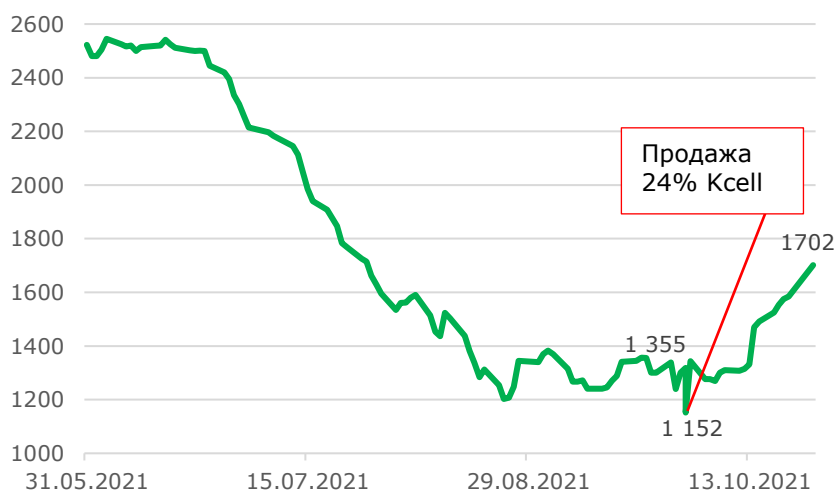


Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Мы считаем, что в результате продажи 24% акций Кселл, Казактелеком увеличит сумму дивидендных выплат по результатам 2021 г. Рост дивидендных выплат по итогам 2021 года может частично компенсировать для акционеров ухудшение долгосрочных перспектив развития компании, вызванных продажей доли в одном из основных генерирующих денежные потоки бизнесе. Вместе с тем, учитывая стоимость продажи доли и отражая риски совершения подобных сделок в будущем, мы внесли изменения в нашу модель и скорректировали целевую цену по простым акциям Казактелеком с 39 398 до 36 384 тенге/акцию. Принимая во внимание текущую рыночную стоимость акций компании, мы понижаем нашу рекомендацию с **Покупать до Держать** акции **Казактелеком**.

**Продажа доли в Кселл.** 30 сентября 2021 г. АО «Казактелеком» совершило продажу 24% акций АО «Кселл» на KASE. Весь пакет был продан в очень короткий промежуток времени по средневзвешенной цене 1152 тенге/акцию, что на 11% меньше цены закрытия днем ранее. К концу торгового дня цена вернулась на прежний уровень – около 1300 тенге/акцию. В настоящее время стоимость 1 акции Кселл превышает 1700 тг. Таким образом, сделка по продаже акций была совершена на уровне существенно ниже рыночных цен, зафиксированных до и после реализации 24% акций АО «Кселл».

Динамика изменения рыночной цены акций Кселл, тг/акция:



Источник: KASE

Нам непонятна необходимость в ускоренной продаже доли в Кселл по такой низкой стоимости, учитывая перспективы развития мобильного бизнеса. Стоит отметить, что стоимость продажи акций Кселл в рамках данной сделки на 36% ниже нашей оценочной (целевой) стоимости акций.

Напомним, что в декабре 2018 г. Казактелеком приобрел 75% акций Кселл по цене 1 102 тенге за акцию. Около 60% стоимости покупки было профинансировано за счет выпуска 6-летних облигаций и потребовало существенных дополнительных расходов для последующего обслуживания долга (ставка вознаграждения – 11.5%). Стоимость покупки акций Кселл с учетом расходов на обслуживание долга (без учета opportunity cost по собственным средствам) к концу сентября составила около 1 311 тенге (1 102

стоимость покупки + 209 тенге расходы на обслуживание долга). При этом с момента покупки Казахтелеком получил дивиденды по акциям АО «Кселл» на общую сумму 133 тенге на одну акцию. Таким образом, общая сумма средств, полученных по акциям АО «Кселл» (стоимость продажи + дивиденды), составила 1 285 тенге, что ниже стоимости покупки с учётом расходов на обслуживание долга (1 311 тенге).

**Снижение оценочной стоимости акций Казахтелеком.** Несмотря на продажу, Казахтелеком остается держателем контрольного пакета акций Кселл (51%) и продолжит консолидировать отчетность компании. Казахтелеком также сохраняет стратегию интеграции с Кселл по совместным направлениям бизнеса для получения взаимной синергии от оптимизации бизнес-процессов. С учетом этого, мы сохраняем наши прогнозы по выручке компании (см. отчет [«Казахтелеком: Финансовые результаты за 1 полугодие 2021 г.»](#) от 13 августа).

Мы скорректировали стоимость компании, увеличив долю денежных потоков, приходящихся на неконтролирующих участников. Также, учитывая условия продажи доли в Кселл и отражая риски совершения подобных сделок в будущем, мы повысили ставку дисконтирования с 14.4% до 15.0%. В результате, наша целевая цена уменьшилась на 7.7% с 39 398 до 36 384 тенге/акцию. Учитывая текущую стоимость акций Казахтелеком, мы понижаем нашу рекомендацию с **Покупать** до **Держать** акции Казахтелеком.

Рис 1. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	565 057	576 358	587 885	599 643	611 636	623 869
ЕВIT	177 216	159 894	160 896	162 841	163 556	165 692
+ Амортизация	113 728	128 208	136 689	144 514	151 693	158 417
- Налог на прибыль	-29 332	-27 275	-28 270	-29 375	-31 812	-32 499
- Капитальные инвестиции	-150 614	-153 326	-156 092	-158 914	-161 793	-164 728
- Изменения в оборотном капитале	-7 836	-8 124	-12 102	-19 504	-24 688	-26 559
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>103 163</b>	<b>99 376</b>	<b>101 120</b>	<b>99 561</b>	<b>96 956</b>	<b>100 323</b>
WACC	15.0%					
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>		<b>86 421</b>	<b>76 474</b>	<b>65 479</b>	<b>55 453</b>	<b>49 899</b>
Терминальная стоимость (PV)	409 490					
Enterprise value (PV)	743 217					
- Чистый долг	210 371					
- Рыночная стоимость привилегир. акций	6 093					
- Неконтролирующие доли участия	137 227					
Справедливая стоимость Казахтелеком	389 526					
Количество акций, млн	10.706					
Цена за акцию, KZT	36 384					
Текущая цена (KZT/акция)	35 200					
Потенциал роста/(снижения)	3%					
Рекомендация						<b>Держать</b>

Источники: Данные компании, расчеты Halyk Finance

## Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млн тенге

Балансовый отчёт	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Основные средства	463 047	522 184	570 529	614 149	653 767	690 006	723 396
Нематериальные активы	217 354	225 615	233 996	242 497	251 119	259 148	267 352
Инвестиции в зависимые организации	2 983	2 983	2 983	2 983	2 983	2 983	2 983
Прочие долгосрочные активы	246 006	246 006	246 006	246 006	246 006	246 006	246 006
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>929 390</b>	<b>996 787</b>	<b>1 053 513</b>	<b>1 105 634</b>	<b>1 153 875</b>	<b>1 198 142</b>	<b>1 239 737</b>
Товарно-материальные запасы	15 490	15 851	16 168	16 491	16 821	17 158	17 501
Торговая дебиторская задолженность	34 712	43 466	52 396	65 321	85 663	111 207	138 637
Прочие краткосрочные финансовые активы	3 626	10 533	10 665	10 798	10 861	10 878	10 895
Прочие краткосрочные активы	37 779	24 764	24 764	24 764	24 764	24 764	24 764
Денежные средства и их эквиваленты	94 429	94 143	96 026	97 947	99 906	101 904	103 942
<b>Итого краткосрочные активы</b>	<b>186 036</b>	<b>240 085</b>	<b>240 245</b>	<b>215 321</b>	<b>249 742</b>	<b>265 910</b>	<b>317 712</b>
<b>Итого активы</b>	<b>1 115 426</b>	<b>1 236 872</b>	<b>1 293 758</b>	<b>1 320 955</b>	<b>1 403 617</b>	<b>1 464 052</b>	<b>1 557 449</b>
Выпущенные акции	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137	12 137
Собственные выкупленные акции	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066	-7 066
Резерв по пересчету иностранной валюты	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17
Прочие резервы	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820	1 820
Нераспределенная прибыль	476 007	726 861	835 960	949 038	1 066 540	1 193 786	1 323 781
Неконтролирующая доля участия	35 659	54 891	54 891	54 891	54 891	54 891	54 891
<b>Итого капитал</b>	<b>518 540</b>	<b>788 625</b>	<b>897 725</b>	<b>1 010 803</b>	<b>1 128 304</b>	<b>1 255 551</b>	<b>1 385 546</b>
Займы: долгосрочная часть	316 291	268 018	231 521	123 820	112 715	21 393	10 287
Обязательства по финансовой аренде: долгосрочная часть	42 461	39 529	33 646	32 176	30 338	28 775	27 374
Отложенные налоговые обязательства	37 293	37 293	37 293	37 293	37 293	37 293	37 293
Прочие долгосрочные обязательства	31 364	31 364	31 364	31 364	31 364	31 364	31 364
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>427 409</b>	<b>376 203</b>	<b>333 825</b>	<b>224 653</b>	<b>211 709</b>	<b>118 825</b>	<b>106 318</b>
Займы: краткосрочная часть	46 111	36 496	36 496	107 702	11 105	91 322	11 105
Обязательства по финансовой аренде	16 649	15 898	4 941	4 206	4 022	3 792	3 597
Торговая кредиторская задолженность	54 866	56 145	57 268	58 413	59 581	60 773	61 989
Прочие краткосрочные обязательства	51 851	-	-	-	-	-	-
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>169 477</b>	<b>108 539</b>	<b>98 705</b>	<b>170 321</b>	<b>74 709</b>	<b>155 887</b>	<b>76 691</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>596 886</b>	<b>484 743</b>	<b>432 530</b>	<b>394 973</b>	<b>286 418</b>	<b>274 712</b>	<b>183 009</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>1 115 426</b>	<b>1 273 368</b>	<b>1 330 255</b>	<b>1 405 776</b>	<b>1 414 722</b>	<b>1 530 263</b>	<b>1 568 555</b>
<b>Отчёт о прибыли и убытках</b>	<b>2020</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>
Выручка	527 330	565 057	576 358	587 885	599 643	611 636	623 869
Себестоимость реализации	-336 970	-344 825	-351 721	-358 756	-365 931	-373 250	-380 715
<b>Валовая прибыль</b>	<b>190 360</b>	<b>220 232</b>	<b>224 637</b>	<b>229 130</b>	<b>233 712</b>	<b>238 386</b>	<b>243 154</b>
Общие и административные расходы	-52 133	-55 119	-58 399	-61 876	-65 548	-68 796	-71 534
Прочие операцион доходы/расходы нетто	-8 768	12 103	-6 344	-6 358	-5 324	-6 034	-5 928
<b>Операционная прибыль</b>	<b>129 459</b>	<b>177 216</b>	<b>159 894</b>	<b>160 896</b>	<b>162 841</b>	<b>163 556</b>	<b>165 692</b>
Финансовые доходы/расходы нетто	-46 929	-37 286	-27 972	-24 029	-20 475	-9 036	-7 763
Неоперационные доходы/расходы	4 161	4 182	4 203	4 224	4 245	4 266	4 287
Доход от реализации дочерних орг.	-	2 304	-	-	-	-	-
Доля в прибыли/убытке зависимых организаций	235	243	250	258	265	272	277
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>86 926</b>	<b>146 658</b>	<b>136 374</b>	<b>141 348</b>	<b>146 876</b>	<b>159 058</b>	<b>162 494</b>
Расходы по подоходному налогу	-21 662	-29 332	-27 275	-28 270	-29 375	-31 812	-32 499
<b>Чистая прибыль</b>	<b>65 264</b>	<b>117 327</b>	<b>109 099</b>	<b>113 078</b>	<b>117 501</b>	<b>127 247</b>	<b>129 995</b>
Прибыль на акцию	5 778	10 959	10 190	10 562	10 975	11 886	12 142
<b>Отчёт о движении денежных средств</b>	<b>2020</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>
Потоки денежных средств от операционной деятельности	170 971	229 670	251 365	153 325	378 697	334 078	336 570
Потоки денежных средств от инвестиционной деятельности	-119 519	-95 414	-153 326	-156 092	-158 914	-161 793	-164 728
Потоки денежных средств от финансовой деятельности	-32 109	-56 075	-71 627	-52 861	-124 663	-28 730	-110 409
<b>Чистое изменение денежных средств</b>	<b>19 343</b>	<b>78 181</b>	<b>26 412</b>	<b>-55 628</b>	<b>95 119</b>	<b>143 555</b>	<b>61 433</b>
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	71 637	94 709	56 506	57 636	58 789	59 964	61 164
Эффект от курсовой разницы	3 730	-	-	-	-	-	-
<b>Денежные средства и эквиваленты на конец периода</b>	<b>94 709</b>	<b>56 506</b>	<b>57 636</b>	<b>58 789</b>	<b>59 964</b>	<b>61 164</b>	<b>62 387</b>

Источник: данные Компании, расчеты Halyk Finance

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».

© 2021 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance