

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО "Казхтелеком" (KZTK)**Потенциал роста: **30%**Целевая цена: **45 800 тенге**Текущая цена: **35 300 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

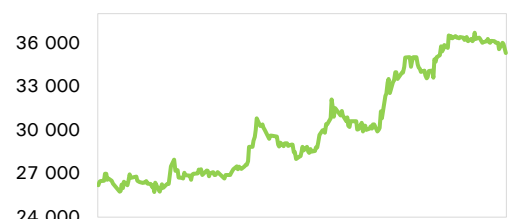
флэшнуот/апдейт

**Казхтелеком: отчет за 3-й квартал 2021 года**

Выручка, 9М '21 (млрд KZT)	433
ЕБИТ, скорр. 9М '21 (млрд KZT)	143
Чистая прибыль, скорр. 9М '21 (млрд KZT)	79
Чистый долг, 9М '21 (млрд KZT)	157

P/E, 9М '21 (x)	4,7x
P/B, 9М '21 (x)	0,6x
EV/S, 9М '21 (x)	1,0x
EV/ЕБИТDA, 9М '21 (x)	2,0x
ROA (%)	6,9%
ROIC (%)	16%
ROE (%)	15%
Маржа ЕБИТDA (%)	51%

Капитализация (млрд KZT)	382
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	7,8%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	25,7-36,7
Текущая цена (KZT)	35 300
Целевая цена (KZT)	45 800
Потенциал роста (%)	30%

Динамика акций | биржа/тикер **KASE/kztk**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	1%	24%	35%
vs KASE	-14%	15%	-6%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | [orazbayev@ffin.kz](mailto:orazbayev@ffin.kz)

АО «Казхтелеком» отчиталось по итогам трех кварталов 2021 года. В целом отчет можно назвать нейтральным. Компания продолжает наращивать выручку при небольшом снижении маржинальности. Тем не менее компания значительно опережает собственные прогнозы на 2021 год по выручке и ЕБИТDA марже, которые были озвучены на мероприятии «День эмитента» в апреле. Также компания отразила в отчете сделку по продаже 24% доли в АО «Кселл», получив за нее 55,3 млрд тенге. На фоне дальнейшего сохранения повышенной маржинальности и снижения чистого долга мы повышаем целевую цену одной акции Казхтелекома до 45 800 тенге с потенциалом роста от текущей цены в 30%. Рекомендация «покупать».

**(=) Рост выручки и небольшое снижение прибыльности.**

Выручка компании за третий квартал достигла 150 млрд тенге (+3% к/к и +8% г/г), что является новым рекордом компании. В сегментном плане, наблюдается квартальный рост всех основных сегментов выручки. Тем не менее, квартальная валовая маржа упала на 0,3 п.п. в течение квартала, достигнув 39,6%, а относительно прошлого года снижение составило 1 п.п. Также снизилась скорректированная ЕБИТDA маржа, которая теперь составляет 49,6% против 51,7% в предыдущем квартале и 51,5% в прошлом году. В итоге чистая прибыль по итогам трех кварталов составила 87 млрд тенге или 7 494,72 тенге на акцию, показав рост в 36% г/г.

**(+) Денежный поток остается высоким.** Свободный денежный поток в третьем квартале 2021 года составил -4.7 млрд тенге против 53,5 млрд тенге в предыдущем квартале и 20,6 млрд тенге в прошлом году. Однако, отрицательный денежный поток сложился из-за того, что к моменту выхода отчета оплата за продажу 24% доли в Кселл была еще не получена Казхтелекомом. Без учета этой задолженности свободный денежный поток в третьем квартале составил 50,6 млрд тенге, что относительно предыдущих кварталов является хорошим результатом. На этом фоне чистый долг Казхтелекома на конец сентября снизился до 157 млрд тенге против 279 млрд тенге в конце июня и 328 млрд тенге на начало 2021 года. Основное снижение произошло за счет продажи доли в АО «Кселл». Без этой сделки чистый долг составил бы 212 млрд тенге.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Основным изменением в модели оценки стало снижение чистого долга в следствие продажи 24% доли в Кселл. Также отметим небольшое восстановление рыночной оценки неконтролируемой доли в АО

«Кселл», что несколько снизило оценку и небольшое улучшение прогнозной валовой маржинальности на фоне сохранения высоких уровней в течение 2021 года. Основной же интригой ближайшего времени является то, на что будут потрачены деньги, вырученные от продажи доли. Учитывая, что компания в свое время покупала долю в Кселл в основном за заемные средства, то логичнее всего было бы погасить часть долгов, снизив долговую нагрузку. Тем не менее, средняя фиксированная процентная ставка всех займов составляет примерно 11,4%. В условиях роста базовой ставки и инфляции вряд ли компании удастся привлечь долг с аналогичным сроком с более низкой ставкой. Например, 5-летние облигации Минфина были недавно размещены с доходностью в 10,5%. Отсюда можно сделать вывод, что вероятность погашения большей части долгов этими деньгами невысока. Возможно, компания погасит часть долгов по займу от Народного Банка, ставка по которому составляет 12,2%. Также имеется вероятность, что эти деньги будут инвестированы на покупку другого предприятия. В этом случае очень сложно оценить эффект на стоимость компании, так как необходимы вводные данные. Ну и еще одним очень вероятным вариантом является выплата увеличенных дивидендов. Напомним, что ранее после полного выхода из АО «Кселл» в 2012 году, Казахтелеком заплатил акционерам специальные дивиденды в размере 18559 тенге на одну акцию. Учитывая, что прибыль компании вероятнее всего сложится на уровне в 9,3 тыс. тенге, дивиденды на фоне роста прибыли могут вырасти как минимум до 3 тыс. тенге на одну акцию, что дает доходность в 8% от текущей цены. Также итоговые дивиденды могут оказаться еще выше, если часть вырученной суммы будет направлена на эти цели. В случае если вся сумма будет направлена на дивиденды, то они составят примерно 8 тыс. тенге, что, несомненно, повлечет за собой рост цены. Тем не менее вероятность именно такого сценария небольшая. Мы считаем, что компания частично погасит долг, и частично направит деньги на дивиденды. В итоге после всех изменений в модели оценки мы оценили одну акцию АО «Казахтелеком» в **45 800 тенге** с потенциалом роста в 30% от текущей цены. Рекомендация **«покупать»**.

## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	16.08.2021	03.12.2021		
Валовая маржа, 2022, %	37,1%	37,2%	0,1 п.п.	Сохранение увеличенной маржи в третьем квартале
Чистый долг, млрд тенге	279	157	-44%	Снижение чистого долга за счет увеличения денежных средств после окончания сделки по продаже 24% доли в Кселл
Неконтролируемая доля, млрд тенге	149	156	4,7%	Небольшой рост рыночной цены Кселл на 4,7% в течение квартала

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держат», S-«продавать»)

