

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО "Казактелеком" (KZTK)**Потенциал роста: **24%**Целевая цена: **34 000 тенге**Текущая цена: **27 400 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

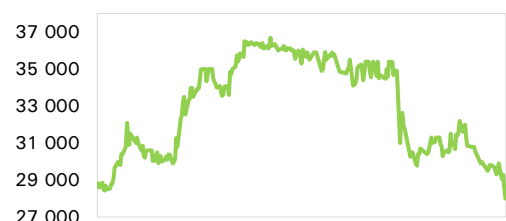
флэшнуот/апдейт

Казактелеком: итоги 1-го квартала 2021 года

Выручка, 3М '22 (млрд KZT)	143
ЕБИТ, скорр. 3М '22 (млрд KZT)	38
Чистая прибыль, скорр. 3М '22 (млрд KZT)	29
Чистый долг, 3М '22 (млрд KZT)	138

P/E, 3М '22 (x)	3,2x
P/B, 3М '22 (x)	0,43x
EV/S, 3М '22 (x)	0,8x
EV/ЕБИТDA, 3М '22 (x)	1,7x
ROA (%)	7,6%
ROIC (%)	16%
ROE (%)	14%
Маржа ЕБИТDA (%)	47%

Капитализация (млрд KZT)	292
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	7,8%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	27,4-36,7
Текущая цена (KZT)	27 400
Целевая цена (KZT)	34 000
Потенциал роста (%)	21%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-12%	-22%	-3%
vs KASE	5%	6%	19%

АО «Казактелеком» отчиталось по итогам первого квартала 2022 года. В целом отчет можно назвать умеренно негативным из-за увеличения капитальных затрат выше наших ожиданий. Выручка компании несколько замедлилась, а прибыльность снизилась, однако, эти изменения пока что находятся в рамках прогнозов руководства на 2022 года. Также на оценку повлияло дальнейшее повышение базовой ставки НБРК. Кроме того, вероятность демополизации компании путем продажи одного из сотовых операторов, а также неопределенности с крупным акционером и дивидендами снизили нашу рекомендацию. В итоге мы снизили целевую цену одной акции Казактелекома до 34 000 тенге с потенциалом роста от текущей цены в 24%. Рекомендация «держаться».

(-) Небольшой рост выручки и снижение маржи. Выручка компании за первый квартал 2022 года достигла 143 млрд тенге (-7,8% к/к и +3,5% г/г). В сегментном плане, основной годовой рост пришелся на продажу оборудования и мобильных устройств, а также на доходы от услуг межсетевых соединений. Отметим небольшое снижение в 0,4% г/г по доходам от услуг проводной и беспроводной телефонной связи. При всем при этом значительно снизилась маржинальность на фоне роста расходов на персонал на 18% г/г. Валовая маржа снизилась с 38% до 35,7%, а ЕБИТDA маржа упала с 52% до 47,4%. Тем не менее чистая прибыль выросла на 17% г/г и достигла 2364,27 тенге на акцию, но основной рост произошел благодаря доходам от курсовой разницы в размере 7,3 млрд тенге. Вероятнее всего резкое укрепление тенге уменьшит чистую прибыль во втором квартале.

(-) Снижение денежного потока. Свободный денежный поток в первом квартале 2022 года составил минус 6,9 млрд тенге против 11,5 млрд тенге в прошлом году. Снижение денежного потока произошло как из-за снижения денежных потоков от операционной деятельности, так и из-за увеличения капитальных затрат на 47% г/г. И все же чистый долг Казактелекома снизился со 141 млрд тенге в конце 2021 года до 138 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. На ГОСА представители мажоритарного акционера проголосовали против выплаты дивидендов. Подобный отказ может быть вызван тем, что крупный акционер в лице Sky Investment Company все еще не передал долю государству. На этом фоне формальная передача почти 25% доли может стать катализатором роста цены, так как дивиденды могут быть распределены после этого события. С

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

другой стороны, возможная демонополизация Казахтелекома в отрасли сотовой связи может стать негативным фактором для стоимости компании, так как снизится выручка и, следовательно, прибыль Казахтелекома вместе с потенциальными дивидендами для акционеров. Поэтому ключевым вопросом здесь является цена продажи, так как вырученная сумма может пойти на дивиденды или погашение долга. Однако, мы считаем, что цена возможной продажи будет с некоторым дисконтом. Во-первых, основным инициатором этой потенциальной сделки является продающая сторона. Во-вторых, отдельный третий игрок на рынке увеличивает конкуренцию и себестоимость услуг сотовой компании, так как исчезнет синергия расходов за счет нахождения в структуре Казахтелекома. На этом фоне потенциальная будущая прибыль отдельного сотового оператора будет ниже, что, следовательно, будет давить на цену продажу. Небольшой рост выручки и снижение прибыльности Казахтелекома в первом квартале оказались в рамках мартовских прогнозов руководства компании. Однако, рост капитальных затрат оказался более значительным относительно прогнозов и наших ожиданий. В модели оценки мы несколько увеличили капитальные затраты по итогам года, что снизило оценку. Также нашу оценку снизил небольшой рост WACC на фоне увеличения базовой ставки. С другой стороны, снижение оценочной стоимости АО «Кселл» понизило оценку неконтролирующей доли участия в размере 49%, что в некоторой степени повысило оценку АО «Казахтелеком». В итоге после всех изменений в модели оценки мы оценили одну акцию АО «Казахтелеком» в **34 000 тенге** с потенциалом роста в 24% от текущей цены. Несмотря на наличие такого потенциала роста мы снижаем рекомендацию с «покупать» на **«держать»** на фоне неопределенностей с крупным акционером, дивидендами и возможной демонополизацией компании.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	24.03.2022	06.06.2022		
WACC, %	14,3%	14,5%	20 б.п.	Увеличение базовой ставки НБРК до 14%
Капитальные затраты, млрд тенге	150	173	15%	Увеличение капитальных затрат в первом квартале до 30,2% от выручки

расчеты Фридом Финанс

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

