

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО "Казахтелеком" (KZTK)

Потенциал роста: **-9%**

Целевая цена: **35 800 тенге**

Текущая цена: **39 315 тенге**

апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

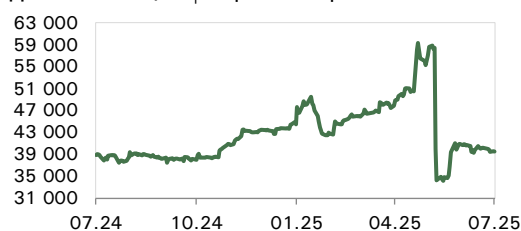
Казахтелеком: итоги 1-го квартала 2025 года



Выручка, 3М '25 (млрд KZT)	138
EBIT, 3М '25 (млрд KZT)	158
Чист. прибыль, скорр., 3М '25 (млрд KZT)	9,6
Чистый долг, скорр., 3М '25 (млрд KZT)	114

P/E, скорр., 3М '25 (x)	15,3x
P/B, скорр., 3М '25 (x)	0,63x
EV/S, скорр., 3М '25 (x)	1,0x
EV/EBITDA, скорр., 3М '25 (x)	3,2x
ROA (%)	1,8%
ROIC (%)	5,9%
ROE (%)	3,2%
Маржа EBITDA (%)	35%

Капитализация (млрд KZT)	421
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	32,5-63,3
Текущая цена (KZT)	39 315
Целевая цена (KZT)	35 800
Потенциал роста (%)	-9%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-15%	-9%	15%
vs KASE	-26%	-16%	-4%

АО «Казахтелеком» отчиталось по итогам первого квартала 2025 года. Квартальная выручка показала небольшой рост, а операционная маржинальность немного снизилась по сравнению с 2024 годом. Этот отчёт оказался примечателен тем, что компания учла в нём недавнюю сделку по продаже дочерней Мобайл Телеком-Сервис (МТС, Алтел-Теле2). Благодаря этому чистая прибыль компании резко выросла. Однако на будущие дивиденды эта прибыль не повлияет, так как большая часть средств, полученных от сделки, уже была выплачена. Мы считаем, что цена одной акции должна находиться вблизи уровня до экс-дивидендной даты за вычетом размера дивидендов. В модели оценки мы обновили ключевые финансовые показатели и скорректировали чистый долг с учётом недавних дивидендов. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции «Казахтелеком» снизилась до 35 800 тенге с потенциалом роста от текущей цены на -9%. **Рекомендация — «Держать».**

(+) Квартальная выручка показала рост. Выручка компании с учётом госсубсидии и без учёта уже вышедшей «Алтел-Теле2» за 1-й квартал 2025 года выросла на 5,8% к/к и 16% г/г, составив 138 млрд тенге. Наибольшее влияние на рост оказали доходы от услуг по передаче данных — 70 млрд тенге. Значительный вклад также внесла статья «Прочее», увеличившись на 15% к/к и 31% г/г. Доходы от услуг проводной и беспроводной телефонной связи сохраняют стабильность на уровне 25–26 млрд тенге за квартал. Доходы от продажи мобильных устройств выросли на 18% г/г, но снизились на 6,4% к/к, вероятнее всего из-за сезонности.

(=) Маржинальность немного снизилась. Квартальная валовая маржа сократилась с 24% в 2022 году до 22,6%. Себестоимость выросла на 6% к/к и на 18% г/г, в основном за счёт увеличения прочих статей почти в три раза. Существенный вклад внесли также расходы на износ и амортизацию (+ 15% г/г), в то время как расходы на персонал остались примерно на прежнем уровне. Правда квартальное снижение составило лишь 3,8%, что вероятно указывает на рост зарплат, так как 4-й квартал обычно является сезонно высоким из-за премирования. В итоге скорректированная EBITDA-маржа за год снизилась с 36,4% до 35%. Отметим, что в первом квартале компания зафиксировала прибыль от продажи МТС в размере 162 млрд тенге, которая не учитывается в наших расчётах EBITDA и чистой прибыли. Благодаря этой продаже чистая прибыль достигла рекордных 107 млрд тенге, несмотря на обесценение кредитных убытков по прочим долгосрочным

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

финансовым активам на 22,7 млрд тенге. Вероятно, это связано с тем, что не вся сумма от сделки поступила на счета компании, и остаток выплаты зависит от определенных условий. Процентные расходы составили 13 млрд тенге (+50% к/к и +38% г/г). Также резко выросли убытки от курсовой разницы: с -1,1 до -19,2 млрд тенге за год. Это произошло потому, что средства от сделки поступили в долларах, а укрепление тенге в первом квартале привело к убыткам от курсовой разницы. По нашим расчетам, скорректированная чистая прибыль, относящаяся к акционерам, с учетом гипотетически сниженных налогов на прибыль и убытков от курсовой разницы, но без учета прибыли от продажи МТС и аномальных расходов на обесценение финансовых активов, составила 9,6 млрд тенге (-45% к/к и +5,5% г/г).

(-) Ухудшение свободного денежного потока. Свободный денежный поток в первом квартале 2025 года составил -38,9 млрд тенге, что на 17% хуже результата 4-го квартала и на 88% хуже показателя прошлого года. Основным фактором этого стало выделение МТС и увеличение уплаченного подоходного налога из-за увеличенной прибыли от сделки. Отметим снижение капитальных затрат лишь на 12,5% г/г в сравнении с прошлым годом, когда учитывались денежные потоки МТС. Также заметим, что переплата по корпоративному подоходному налогу в размере 76 млрд тенге осталась на балансе — она образовалась после большой переплаты в четвертом квартале из-за выделения МТС. Компания также получила 371 млрд тенге в рамках сделки, а остальные средства сели в долгосрочных финансовых активах. В итоге, с учетом этого, денежные средства на конец марта 2024 года составили 501 млрд тенге. Однако дивидендная дата уже прошла, и с учетом этого денежные средства составляют 207 млрд тенге, а чистый долг достиг 114 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Этот отчет стал по-настоящему первым после выделения дочерней МТС. Выручка продолжает показывать рост, но в то же время операционная маржинальность компании немного снизилась относительно прошлого года. Отметим, что высокая чистая прибыль не должна вводить в заблуждение, так как дивиденды в рамках первой части полученной суммы от сделки уже были выплачены. Тем самым скорректированный показатель будет более показательным для расчета будущих дивидендов. Мы считаем, что оценка компании без довольно крупной дочерней МТС после недавних больших дивидендов должна быть ближе к разнице между ценой до дивидендов и самими дивидендами. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, но главным изменением стало увеличение чистого долга ввиду недавней дивидендной выплаты. Тем самым денежные средства на счетах компании снизились, что привело к падению её справедливой стоимости. Мы также предположили, что остальные денежные средства от сделки поступят в полном объеме. Мы увеличили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) из-за корректировки стоимости долга. С другой стороны, были пересмотрены прогнозы по капитальным затратам. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции АО «Казакхтелеком» составила **35 800 тенге с потенциалом роста в -9% от текущей цены**. Рекомендация – **«Держать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	22.04.2025	16.07.2025		
WACC, %	14,3%	15,4%	+ 110 б.п.	Увеличение стоимости долга согласно последнему отчету компании
Чистый долг, млрд тенге	-241	114	-	Корректировка чистого долга после дивидендной даты
Капитальные затраты, 2026, млрд тенге	129	110	-15%	Более низкие капитальные затраты относительно наших ожиданий

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держать», S-«продавать»)

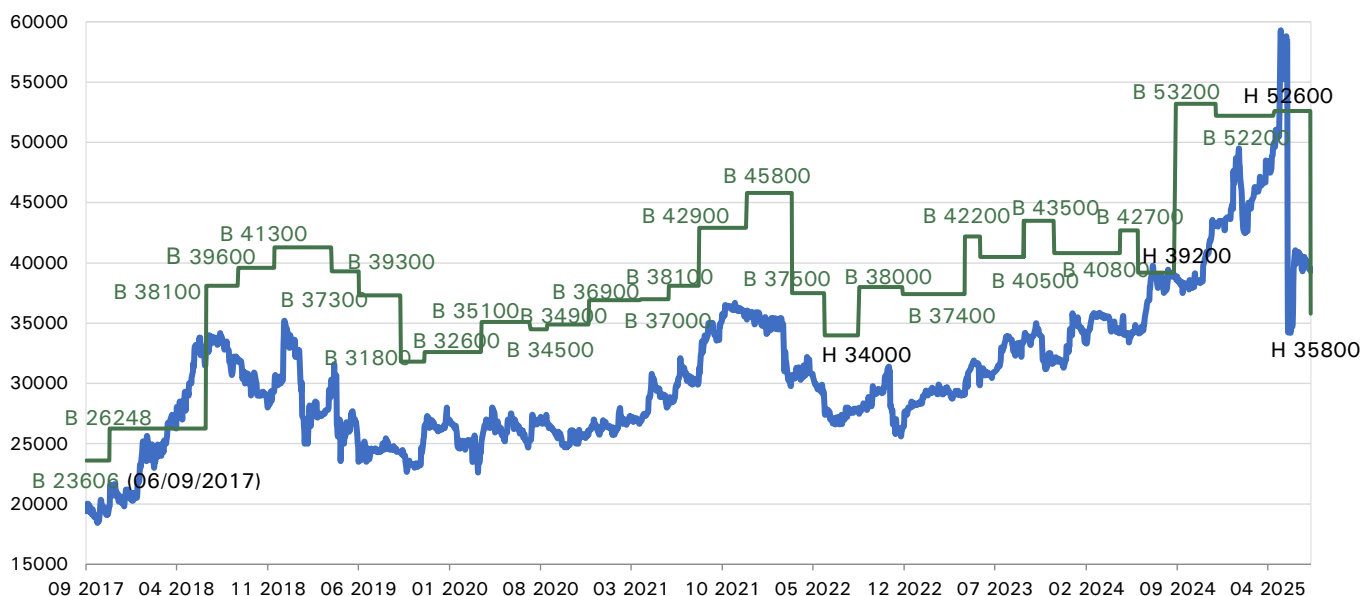


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

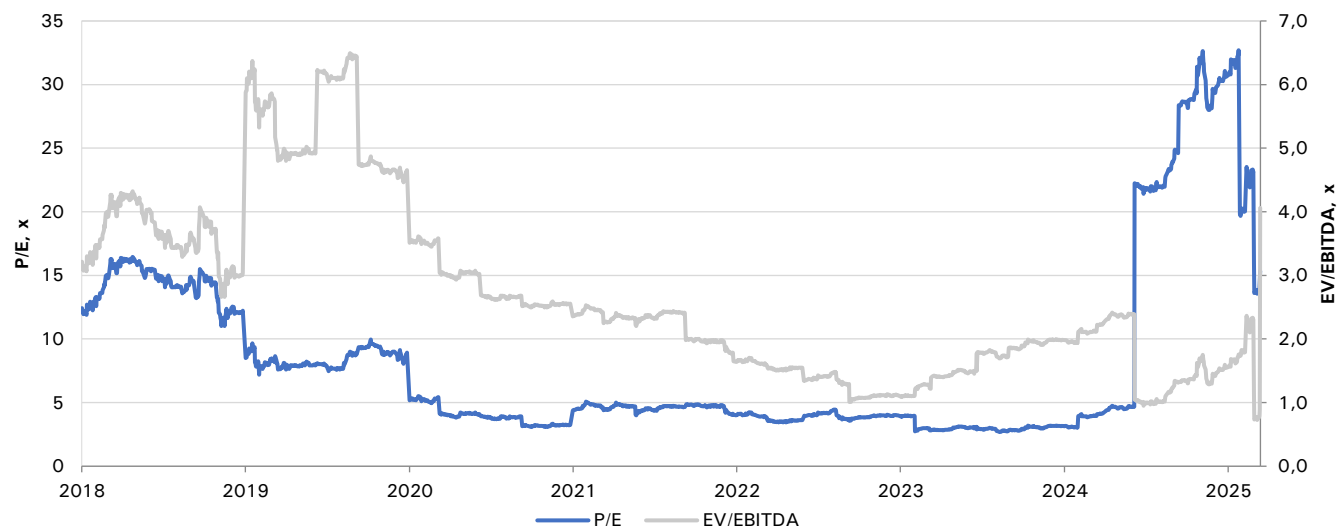


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %	
Buy	7	70%	
Hold	2	20%	
Sell	1	10%	

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSА-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев