

ҰСЫНЫМ

Hold**"Қазақтелеком" АҚ
(KZTK)**Өсу әлеуеті: **-5%**Нысаналы бағасы: **38,100 теңге**Ағымдағы бағасы: **40,300 теңге****АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ**

Капиталды бағалау | DCF

Қазақстан | Телекоммуникациялар

**ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ**

АПДЕЙТ

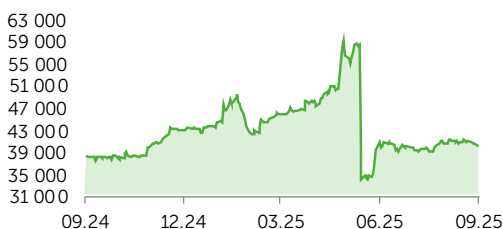
Қазақтелеком: 2025 жылғы 2-тоқсан қорытындылары

Түсім, 6М '25 (млрд KZT)	269
ЕБИТ, 6М '25 (млрд KZT)	47
Таза пайда, түзет., 6М '25 (млрд KZT)	25
Таза қарыз, түзет., 6М '25 (млрд KZT)	115

P/E, түзет., 6М '25 (x)	10,4x
P/B, түзет., 6М '25 (x)	0,63x
EV/S, түзет., 6М '25 (x)	1,0x
EV/ЕБИТДА, түзет., 6М '25 (x)	2,9x
ROA (%)	3,2%
ROIC (%)	6,7%
ROE (%)	4,3%
Маржа ЕБИТДА (%)	38%

Капиталдандыру (млрд KZT)	435
Акциялар шығарылды (млн дана)	10,7
Еркін айналыс (%)	9,4%
52-апта мин/макс (мың KZT)	32,5-63,3
Ағымдағы баға (KZT)	40 300
Нысаналы баға (KZT)	38 100
Өсу әлеуеті (%)	-5%
Инвестициялық көкжиек	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланған жиілігі	тоқсан сайын

Акциялар серпіні | биржа/тикер KASE/KZTK



Табыстылық (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	-2%	-12%	5%
vs KASE	-27%	-38%	-32%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестициялық талдаушы

(7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

«Қазақтелеком» АҚ 2025 жылдың екінші тоқсанының қорытындылары бойынша есеп берді. Тоқсандық кіріс аздап өсті, ал операциялық маржиналдық шығыстардың кейбір түрлерін және басқа да операциялық кірістерді азайту есебінен едәуір жақсарды. Оның үстіне кейбір операциялық емес көрсеткіштердің жақсаруы арқасында таза пайданың күшті өсуін атап өтпекпіз. Нәтижесінде ЕБИТДА және тоқсандық таза пайда айтарлықтай өсімді көрсетті, бұл баға мультипликаторларының айтарлықтай жақсаруына әкелді. Бағалау моделінде біз негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңарттық, таза қарызды түзеттік, сондай-ақ нарықтық кірістіліктің өсуі аясында капитал құнын ұлғайттық. Нәтижесінде біздің бір «Қазақтелеком» акциясының жаңартылған мақсатты бағасы 38 100 теңгені құрады. Ұсыным - «Ұстау».

(=) Тоқсандық түсім аздап өсуін көрсетеді. 2025 жылдың 2-ші тоқсанында мемлекеттік субсидияны есептегенде компанияның кірісі т/т 0,9% -ға және ж/ж 13% -ға өсіп, 139 млрд теңгені құрады. Өсімге деректерді беру бойынша қызметтерден түскен кірістер неғұрлым көп әсер етті, олар екінші тоқсанда ж/ж 18%-ға ұлғайып, 71 млрд теңгеге жетті. Сондай-ақ өсімге «Өзгелер» бабы елеулі үлес қосты, ол ж/ж 19%-ға өсті. Сымды және сымсыз телефон байланысы қызметінен түскен кіріс 25-26 млрд теңге деңгейінде тұрақтылықты сақтауда. Мобильді құрылғыларды сатудан түскен кіріс ж/ж 8% -ға төмендеді, бірақ тоқсандық көрсеткіште 9,6 млрд теңгені құрап, бұрынғы деңгейде қалды.

(+) Маржиналдық едәуір жақсарды. Тоқсандық жалпы маржа 2024 жылғы 22,5% -дан 23,4% -ға дейін сәл жақсарды. Қызметтердің өзіндік құны т/т 0,2% -ға төмендеп, негізінен тозу мен амортизацияның еселенген өсуіне байланысты ж/ж 16% -ға өсті. Сондай-ақ «Өзгелер» бабы елеулі үлес қосты, ол ж/ж 16%-ға ұлғайды. Дегенмен, тозу мен амортизацияның күшті өсуі есебінен түзетілген тоқсандық ЕБИТДА маржасы бір жылда 23,5% -дан 40,4% -ға дейін жақсарды. Айта кетейік, өткен жылы бірнеше біржолғы факторға байланысты маржа өте төмен болды. Дегенмен, 2025 жылдың бірінші тоқсанына қатысты ЕБИТДА маржасы 35% -ға жақсарды. Жалпы және әкімшілік шығыстар ж/ж 13% -ға қысқарды, бұл да маржиналдылықты жақсартуға көмектесті. Пайыздық шығыстар 9 млрд теңгені құрады (т/т -30% және ж/ж -20%). Сондай-ақ, бағамдық айырмашылықтан түскен табыстың айтарлықтай дәрежеде, бірінші тоқсандағы -19,2 млрд теңгеден екінші тоқсанда 9,2 млрд теңгеге дейін жақсарғанын атап өтпекпіз. Өткен жылмен салыстырғанда бұл көрсеткіш б есеге жуық өсті. Нәтижесінде операциялық маржаның өсуі және операциялық емес қаржылық көрсеткіштердің жақсаруы есебінен таза пайда едәуір өсті. Біздің есептеулеріміз бойынша акционерлерге қатысты түзетілген тоқсандық таза пайда 14,9 млрд теңгені құрады (т/т + 54% г және + ж/ж 2060%).

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

Иллюстрация 1. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Ескерту
	16.07.2025	10.09.2025		
WACC, %	15,4%	16,3%	+90 б.п.	Мемлекеттік облигация кірістілігінің өсуі аясында тәуекелсіз мөлшерлеменің ұлғаюы
Таза қарыз, млрд теңге	-49	-69	+41%	Ұзақ мерзімді қаржы активтерін ескере отырып, таза борыштың біршама жақсаруы

Иллюстрация 2. Freedom Broker бағдарламасының алдыңғы ұсыныстары мен нысаналы бағалары. (B-«сатып алу», H-«ұстау», S-«сату»)

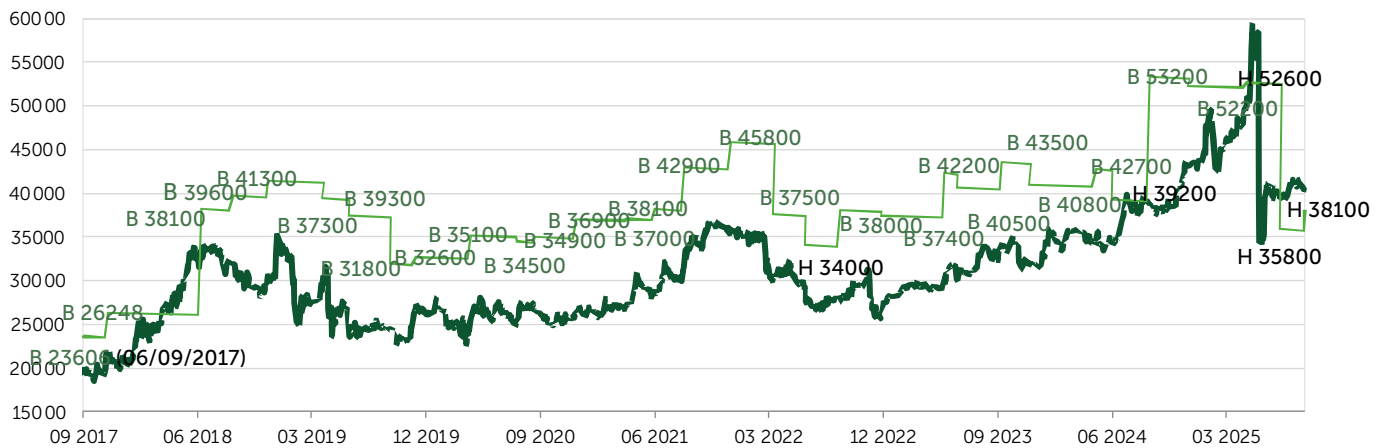


Иллюстрация 3. Freedom Broker есептеулері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары



Иллюстрация 4. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-бен алғандағы үлесі
Buy	7	70%
Hold	2	20%
Sell	1	10%

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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі - Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтаған кезде Компания № AFSA-A-LA-2020- -0019 Лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар бойынша консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне жолданған, жеке инвестициялық ұсыным емес және/немесе түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау ұсыным емес.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі - Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек сауда клиенттеріне жіберіледі. Осы құжатта жазылған ақпарат жалпыға бірдей қолжетімді көздерден алынды және автор(лар) сенімді деп есептеледі, алайда автор(лар) оның дәлдігіне немесе толықтығына қатысты айқын немесе түсінікті ешқандай кепілдік немесе растау бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдерді қабылдауы үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсынымды білдірмейді, сондай-ақ қандай да бір бағалы қағазды сатып алуға немесе сатуға ұсыныс немесе шақыру болып табылмайды. Бағалы қағаздарды және басқа да қаржы құралдарын иелену әрқашан тәуекелдермен ұштасады, бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарының құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткендегі инвестициялау нәтижелері болашақта кірістерге кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания болашақта салымдардың кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты ашу

- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің бағалы қағаздарына қаржылық мүддесі жоқ
- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығыстарының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі оларды сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарының жеткілікті санына ие емес.
- Авторды(ларды) бағыну тәртібі және оның (олардың) сыйақылары мүдделер қақтығысына әкеп соқпайды
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1% -ын немесе одан да көбін иеленбейді
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі үлесі жоқ
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында жазылған және мына сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 20 пайыздан астам өсуі күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгеруі күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 10 пайыздан астам төмендеуі күтілетін акция

(=) Еркін ақша ағыны жақсы болды, бірақ әлі күнге дейін теріс болып отыр. 2025 жылдың екінші тоқсанында еркін ақша ағыны -3,2 млрд теңгені құрады, бұл бірінші тоқсаннан 92% -ға артық, бірақ өткен жылдың екінші тоқсанына қарағанда 9 млрд теңгеге аз. Операциялық қызметтен ақша қаражатын генерациялауды ұлғайту жақсартудың негізгі факторы болды. Бұл негізінен активтердегі корпоративтік табыс салығы бойынша алдын ала төлемнің күрт төмендеуінің арқасында болды, ол төртінші тоқсанда МТС-тің шығып қалуына байланысты салықтың көп артық төленуінен кейін пайда болды. Жалпы алғанда, жарты жылда еркін ақша ағыны -42,1 млрд теңгеге жетті, бұл 2024 жылғы көрсеткіштен үш есеге артық. Дегенмен, мұндай үлкен айырмашылық еншілес Мобайл Телеком-Сервистің (Алтел-Теле2) сатылуымен түсіндіріледі, өйткені ақша ағыны бойынша пайда мен шығындар туралы есептен айырмашылығы қайта есептеу жүргізілмейді. Нәтижесінде, 2025 жылдың маусым айының соңында ақша қаражаты МТС сатылғаннан кейін құрылған ұзақ мерзімді қаржы активтерін есептемегенде 106 млрд теңгені құрады. Компанияның таза қарызы 115 млрд теңгені құрап, іс жүзінде өзгерген жоқ.

Біздің пікіріміз бен бағалау моделіндегі өзгерістер. Қазақтелекомның осы есебін орташа жағымды деп атауға болады. Алтел-Теле2-сіз түсімнің шамалы өсуіне қарамастан, екінші тоқсанда маржиналдық едәуір жақсы болды. Оның үстіне валюта нарығындағы жағдай компания үшін қолайлы болды, бұл оған неғұрлым жоғары таза пайда көрсетуге мүмкіндік берді. Бағалау моделінде біз негізгі қаржылық көрсеткіштерді жаңарттық, бірақ негізгі өзгеріс есепте ұзақ мерзімді қаржы активтеріне жатқызылған қарыздарды және мәміледен әлі түспеген ақша қаражатын ескере отырып, ақша қаражатының таза теңгерімінің жақсаруы болды. Сондай-ақ, біз Қазақстанның 10 жылдық мемлекеттік облигацияларының кірістілігінің өсуіне байланысты капиталдың (WACC) орташа өлшемді құнын ұлғайттық. Қалған жағдайда модель шамалы өзгерді. Нәтижесінде біздің бір «Қазақтелеком» АҚ акциясының ағымдағы бағасы **5%-ға** қайта бағаланумен мақсатты бағасы **38 100 теңгені** құрады. Ұсыным - **«Ұстау»**.