

РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Hold**

**АО "Казактелеком"  
(KZTK)**

Потенциал роста: **-5%**

Целевая цена: **38 100 тенге**

Текущая цена: **40 300 тенге**

**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации



**ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ**

ФЛЭШНУТ/АПДЕЙТ

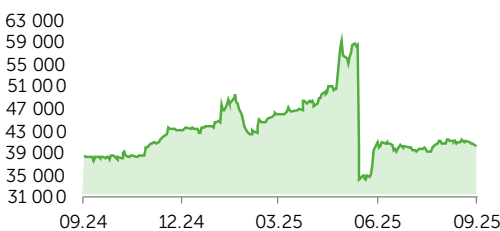
**Казактелеком: итоги 2-го квартала 2025 года**

Выручка, 6М '25 (млрд KZT)	269
ЕБИТ, 6М '25 (млрд KZT)	47
Чист. прибыль, скорр., 6М '25 (млрд KZT)	25
Чистый долг, скорр., 6М '25 (млрд KZT)	115

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

Капитализация (млрд KZT)	435
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	32,5-63,3
Текущая цена (KZT)	40 300
Целевая цена (KZT)	38 100
Потенциал роста (%)	-5%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-2%	-12%	5%
vs KASE	-27%	-38%	-32%

**Оразбаев Данияр, CFA**

Инвестиционный аналитик

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

АО «Казактелеком» отчиталось по итогам второго квартала 2025 года. Квартальная выручка показала небольшой рост, а операционная маржинальность значительно улучшилась за счет снижения некоторых видов расходов и прочих операционных доходов. К тому же отметим сильный рост чистой прибыли благодаря улучшению некоторых неоперационных показателей. В итоге ЕБИТDA и квартальная чистая прибыль показали значительный рост, что привело к заметному улучшению ценовых мультипликаторов. В модели оценки мы обновили ключевые финансовые показатели, скорректировали чистый долг, а также увеличили стоимость капитала на фоне роста рыночной доходности. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции «Казактелеком» составила 38 100 тенге с переоценённостью текущей цены на 5%. Рекомендация — «Держать».

**(=) Квартальная выручка показывает небольшой рост.** КВыручка компании с учётом госсубсидии за 2-й квартал 2025 года выросла на 0,9% к/к и 13% г/г, составив 139 млрд тенге. Наибольшее влияние на рост оказали доходы от услуг по передаче данных, которые во втором квартале достигли 71 млрд тенге, увеличившись на 18% г/г. Также заметный вклад в рост внесла статья «Прочее», которая выросла на 19% 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 упали на 8% г/г, но в квартальном выражении остались на прежнем уровне, составив 9,6 млрд тенге.

**(+) Маржинальность значительно улучшилась.** Квартальная валовая маржа немного улучшилась с 22,5% в 2024 году до 23,4%. Себестоимость услуг упала на 0,2% к/к и выросла на 16% г/г, в основном из-за кратного роста износа и амортизации. Существенный вклад внесла также статья «Прочее», которая увеличилась на 16% г/г. Тем не менее за счет сильного роста износа и амортизации скорректированная квартальная ЕБИТDA маржа за год улучшилась с 23,5% до 40,4%. Отметим, что в прошлом году была необычайно низкая маржа из-за нескольких одновременных факторов. И всё же даже относительно показателя первого квартала 2025 года в 35% ЕБИТDA маржа улучшилась. Общие и административные расходы сократились на 13% г/г, что также помогло улучшить маржинальность. Процентные расходы составили 9 млрд тенге (-30% к/к и -20% г/г). Также отметим значительное улучшение прибыли от курсовой разницы: с -19,2 млрд тенге в первом квартале до 9,2 млрд тенге во втором. В сравнении с прошлым годом данный показатель вырос почти в 6 раз. В итоге за счет роста операционной маржи и улучшения неоперационных финансовых показателей значительно выросла чистая прибыль. По нашим расчётам, скорректированная квартальная чистая прибыль, относящаяся к акционерам, составила 14,9 млрд тенге (+54% к/к и +2060% г/г).

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	16.07.2025	10.09.2025		
WACC, %	15,4%	16,3%	+90 б.п.	Увеличение безрисковой ставки на фоне роста доходности гособлигации
Чистый долг, млрд тенге	-49	-69	+41%	Некоторое улучшение чистого долга с учетом долгосрочных финактивов

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

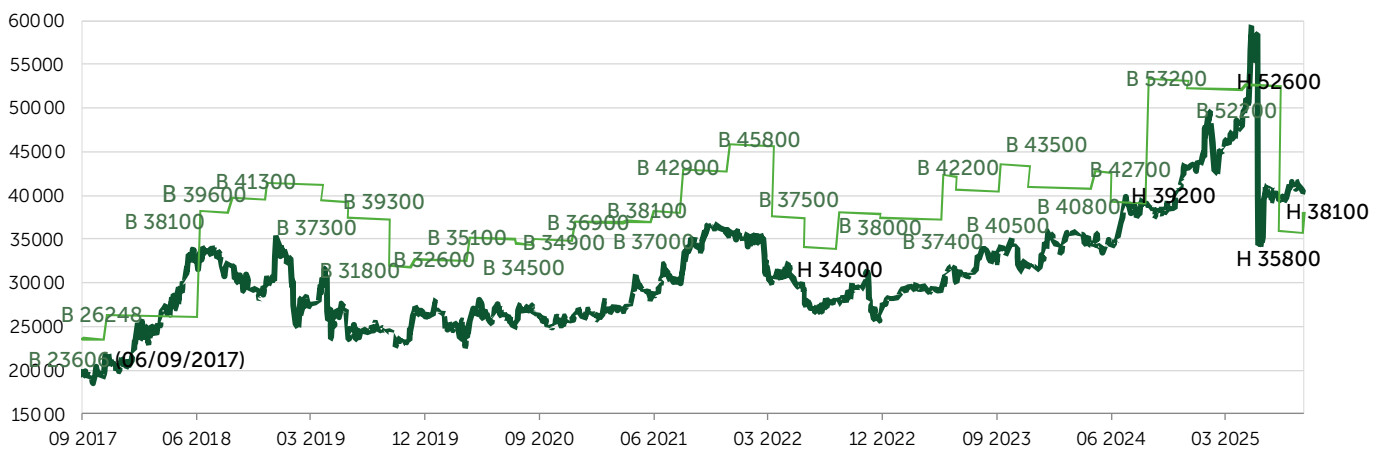


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker



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.

AFSA-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) надёжными, однако автор(ы) не даёт 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 даёт гарантии надёжности 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

**(=) Свободный денежный поток стал лучше, но до сих пор отрицательный.** Свободный денежный поток во втором квартале 2025 года составил -3,2 млрд тенге, что на 92% лучше результата 1-го квартала, но на 9 млрд тенге меньше, чем во втором квартале прошлого года. Основным фактором улучшения стало увеличение генерации денежных средств от операционной деятельности. Произошло это в основном благодаря резкому снижению предоплаты по корпоративному подоходному налогу в активах, которая образовалась после большой переплаты налога в четвертом квартале из-за выбытия МТС. В целом же за полгода свободный денежный поток достиг -42,1 млрд тенге, что почти в три раза больше показателя 2024 года. Тем не менее столь большая разница объясняется продажей дочерней Мобайл Телеком-Сервис (Алтел-Теле2), так как по денежному потоку не производится перерасчет в отличие от отчета о прибыли и убытках. В итоге, денежные средства на конец июня 2025 года составили 106 млрд тенге без учета долгосрочных финансовых активов, образованные после продажи МТС. Чистый долг компании за квартал практически не изменился, составив 115 млрд тенге.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Этот отчет Казахстана телекома можно назвать умеренно позитивным. Несмотря на относительно небольшой рост выручки, уже без Алтел-Теле2, маржинальность во втором квартале оказалась значительно лучше. К тому же ситуация на валютном рынке оказалась благоприятной для компании, что позволило ей показать более высокую чистую прибыль. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, но главным изменением стало улучшение чистого баланса денежных средств с учетом долгов и еще не поступивших денежных средств от сделки, которые в отчете отнесены к долгосрочным финансовым активам. Также мы увеличили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) из-за роста доходности 10-летних гособлигаций Казахстана. В остальном же модель изменилась незначительно. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции АО «Казахтелеком» составила **38 100 тенге** с переоцененностью текущей цены на **5%**. Рекомендация – **«Держать»**.