

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО "Казахтелеком" (KZTK)

Потенциал роста: **5%**

Целевая цена: **52 600 тенге**

Текущая цена: **49 999 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

флэшнуут/апдейт

Казахтелеком: итоги 4-го квартала 2024 года

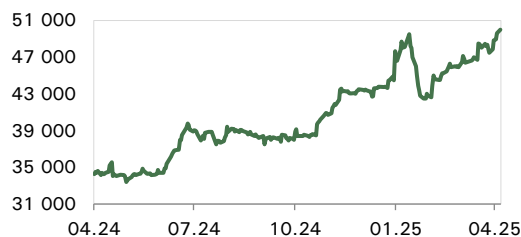


Выручка, '24 (млрд KZT)	495
EBIT, '24 (млрд KZT)	60
Чистая прибыль, '24 (млрд KZT)	21
Чистый долг, '24 (млрд KZT)	-245

P/E, скорр., '24 (x)	25,1x
P/B, '24 (x)	0,63x
EV/S, '24 (x)	0,59x
EV/EBITDA, '24 (x)	1,8x
ROA (%)	1,3%
ROIC (%)	4,8%
ROE (%)	3%
Маржа EBITDA (%)	33%

Капитализация (млрд KZT)	535
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	32,5-50,7
Текущая цена (KZT)	49 999
Целевая цена (KZT)	52 600
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	3%	30%	45%
vs KASE	5%	24%	31%

АО «Казахтелеком» нейтрально отчиталось по итогам четвертого квартала 2024 года. Квартальная выручка показала небольшой рост, а денежная операционная маржинальность осталась на прежнем уровне по сравнению с аналогичным кварталом 2023 года. Продолжаем отмечать, что оценка по большей части состоит из денежных средств, которые компания получила от сделки по продаже дочерней Мобайл Телеком-Сервис (МТС, Алтел-Теле2). На ГОСА был вынесен вопрос специальных дивидендов от сделки. Дальнейшая динамика цены будет сильно зависеть от того какая сумма будет выплачена акционерам. Причем заметное снижение цены после информации о дивидендах может случиться и до отсечки, если дивиденды окажутся небольшими, а компания решит направить свободные средства на развитие. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, а также увеличили WACC из-за роста базовой ставки. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции «Казахтелеком» выросла до 52 600 тенге с потенциалом роста от текущей цены на 5%. Рекомендация – «Держать».

(=) Квартальная выручка продолжает незначительно расти. Выручка компании с учётом госсубсидии за четвертый квартал 2024 года выросла на 5,8% к/к и 3,7% г/г, составив 130 млрд тенге. Доходы от услуг по передаче данных показали сильный годовой рост на фоне аномально низкого показателя четвертого квартала 2023 года. Тем не менее, в квартальном выражении доходы от этой статьи снизились на 0,5%, составив 63 млрд тенге, что является стабильным квартальным показателем в 2024 году, если не учитывать МТС. В то же время квартальные доходы от услуг проводной и беспроводной телефонной связи также показывают стабильность с показателем в районе 25–26 млрд тенге. Значительный годовой рост показала статья «прочее», которая выросла на 52% г/г и осталась примерно на уровне третьего квартала.

(=) Маржинальность снизилась, но EBITDA немного выросла. Квартальная валовая маржа упала с 25% в 2023 году до 22,7%. Себестоимость в квартальном выражении выросла лишь на 1,8% к/к, а в годовом — на 6,9%, и это несмотря на снижение расходов на персонал на 17% г/г. Рост себестоимости во многом происходит из-за износа и амортизации (+ 17% г/г) и стоимости реализации мобильных устройств и SIM-карт (+ 19% г/г). В итоге, несмотря на падение валовой маржи, EBITDA маржа за год

выросла с 31% до 31,5% из-за увеличения расходов на износ и амортизацию. Отметим, что позитивно на маржу также повлиял положительный уровень прочих операционных расходов в четвертом квартале. Процентные расходы в четвертом квартале достигли 8,5 млрд тенге (-21% к/к и +101% г/г). И всё же положительная и значительная курсовая разница в четвертом квартале привела к росту квартальной чистой прибыли на 24% г/г. При этом скорректированная чистая прибыль, относящаяся к акционерам, выросла на 75% г/г и составила 1 017 тенге на одну акцию.

(-) Ухудшение свободного денежного потока. Свободный денежный поток в четвертом квартале 2024 года составил -33,3 млрд тенге, что на 63,5 млрд тенге меньше результата предыдущего года и на 65,9 млрд тенге меньше показателя третьего квартала. Эти показатели всё ещё учитывают денежные потоки от МТС, что не даёт точно понять объёмы оставшейся части бизнеса. Квартальное снижение по большей части произошло из-за существенного падения уровня генерации операционных денежных потоков. Компания уплатила в виде денег сразу 81,2 млрд тенге корпоративного подоходного налога в четвертом квартале во многом из-за выбывающей дочерней МТС. Тем самым компания сильно переплатила и получила налоговый актив в размере 76 млрд тенге, но не совсем понятно, будет ли выбытие этого актива вместе с выбытием МТС. В итоге денежные средства вместе с финансовыми активами и без учёта сделки на конец 2024 года составили 50,6 млрд тенге, что на 2,8% ниже кварталом ранее. Чистый долг с учётом сделки снизился на 0,7% к/к во многом за счёт позитивной переоценки тенговой стоимости полученной от продажи МТС долларовой суммы. В то же время долги компании увеличились на 22% к/к.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчёт за четвертый квартал можно назвать нейтральным. Выручка продолжает показывать медленный рост, в то же время денежная операционная маржинальность оставшейся части бизнеса демонстрирует небольшой прирост относительно прошлого года, хоть и качество этой маржи остаётся под вопросом. Большая часть оценки представляет собой сумму, полученную за продажу МТС, и в случае вывода этих средств через дивиденды, и оценка, и рыночная цена должны упасть на размер дивидендов. Учитывая, что на ГОСА вынесен вопрос специальных дивидендов, вероятнее всего они будут выплачены. Основным вопросом остаётся сумма этих специальных дивидендов. Если сумма окажется небольшой, то и наша оценка упадёт несильно. Тем не менее, рыночная цена в таком случае может снизиться куда значительно из-за высоких ожиданий инвесторов по дивидендам. В случае, если часть средств пойдёт на погашение займов, это не повлияет на оценку, но в долгосрочной перспективе может улучшить чистую прибыль и, соответственно, будущие дивиденды. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, а также увеличили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) на фоне роста базовой ставки. С другой стороны, были пересмотрены прогнозы по износу и амортизации и капитальным затратам в рамках оставшейся части бизнеса. Также укрепление доллара относительно тенге привело к росту тенговой суммы сделки. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции АО «Казахтелеком» составила **52 600 тенге с потенциалом роста в 5% от текущей цены. Рекомендация – «Держать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	06.12.2024	22.04.2025		
WACC, %	13,61%	14,33%	+ 72 б.п.	Увеличение базовой ставки и премии за риск инвестиции в акции
Денежные средства от сделки по продаже МТС, млрд тенге	506	567	+ 12%	Увеличение курса доллара, что привело к позитивной переоценке
Капитальные затраты, 2025, млрд тенге	160	122	-24%	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»)

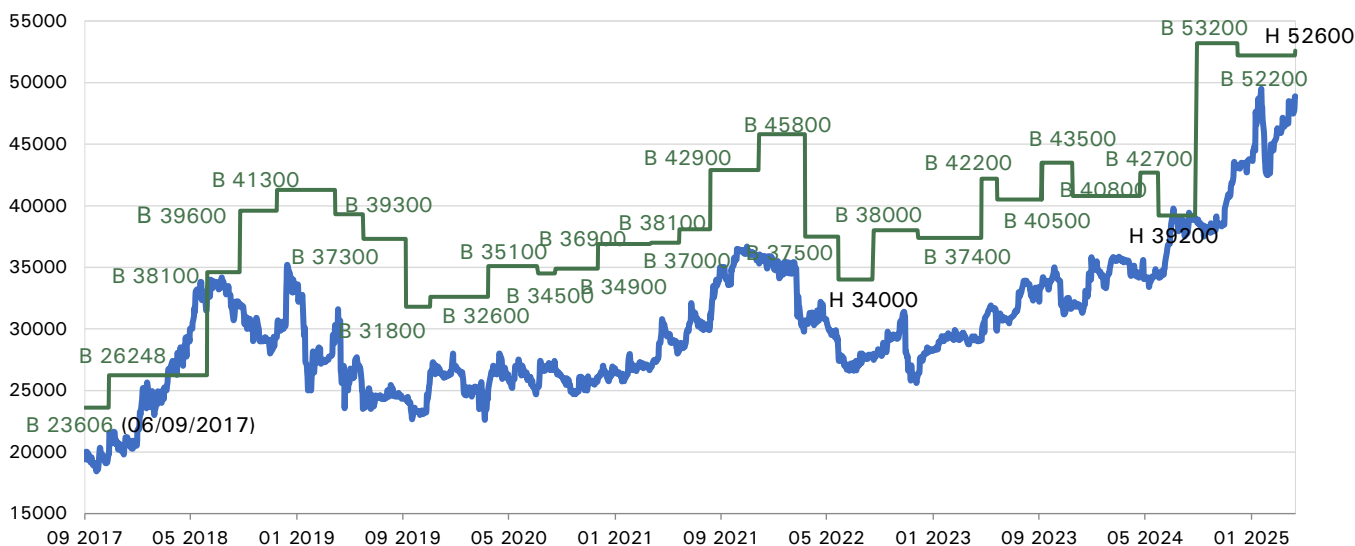


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

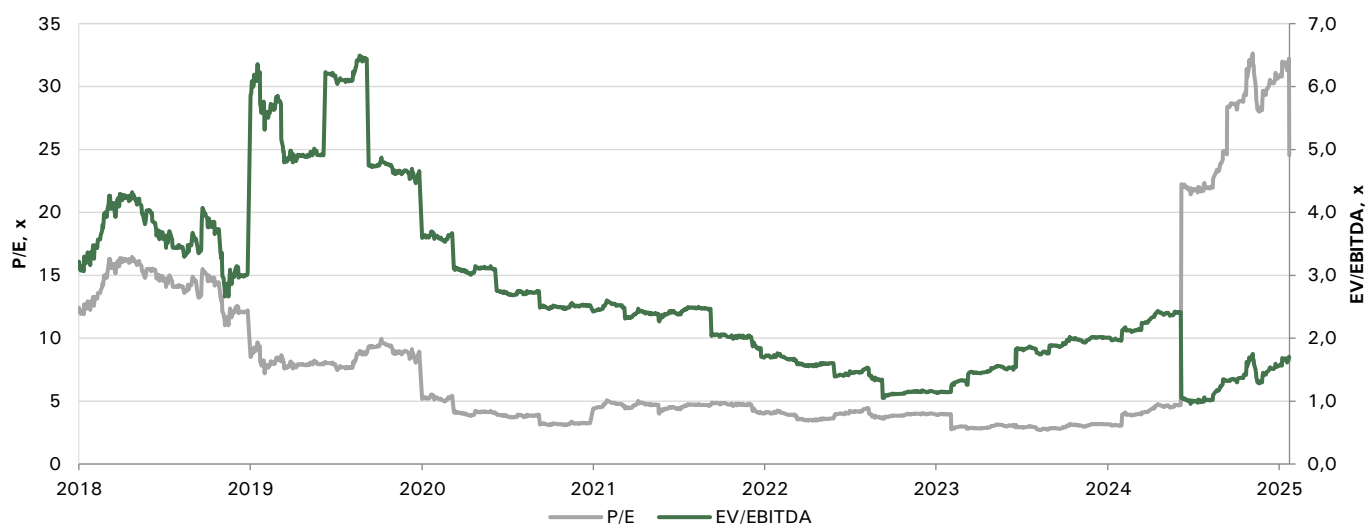


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

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. 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) 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