

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО "Казактелеком" (KZTK)**Потенциал роста: **29%**Целевая цена: **43 500 тенге**Текущая цена: **33 780 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

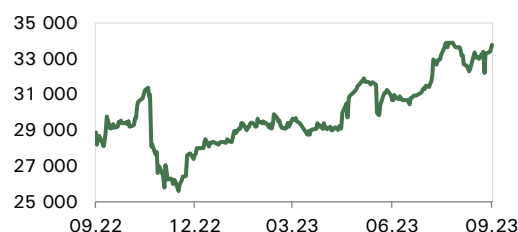
флэшнуот/апдейт

**Казактелеком: итоги 2-го квартала 2023 года**

Выручка, 6М '23 (млрд KZT)	330
ЕБИТ, 6М '23 (млрд KZT)	92
Чистая прибыль, 6М '23 (млрд KZT)	52
Чистый долг, 6М '23 (млрд KZT)	199

P/E, 6М '23 (x)	2,9x
P/B, 6М '23 (x)	0,46x
EV/S, 6М '23 (x)	0,8x
EV/ЕБИТDA, 6М '23 (x)	1,7x
ROA (%)	9,4%
ROIC (%)	17%
ROE (%)	16%
Маржа ЕБИТDA (%)	48%

Капитализация (млрд KZT)	362
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	25,6-33,9
Текущая цена (KZT)	33 780
Целевая цена (KZT)	43 500
Потенциал роста (%)	29%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	10%	14%	17%
vs KASE	0%	-5%	-6%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | [orazbayev@ffin.kz](mailto:orazbayev@ffin.kz)

АО «Казактелеком» отчиталось по итогам второго квартала 2023 года. В целом отчет можно назвать нейтральным из-за снижения маржинальности на фоне слабых результатов АО «Кселл». Тем не менее, относительно прошлого года снижение оказалось незначительным, а выручка показала годовой рост. Также ожидаемо продолжается рост капитальных затрат на фоне внедрения технологии мобильной связи 5G. Однако, объем денежных средств отдельно в материнской компании Казактелеком достаточно высок, так как основное бремя капитальных затрат ложится отдельно на мобильных операторов. На этом фоне мы считаем, что вероятность выплат дивидендов достаточно высока. К тому же еще одним фактором для этого является возможная продажа Кселл. В модели оценки мы значительно снизили стоимость капитала, но сохранили маржинальность на прежнем уровне, так как прогнозные показатели являлись чуть ниже фактических. В итоге мы повышаем целевую цену одной акции Казактелекома до 43 500 тенге с потенциалом роста от текущей цены на 29%. Рекомендация – «Покупать».

**(=) Торможение роста выручки.** Выручка компании за второй квартал 2023 года снизилась на -2,7% к/к, но в годовом выражении выросла на 3,1% и составила 163 млрд тенге. Отмечаем квартальное снижение выручки от услуг проводной и беспроводной телефонной связи на 4,8% и продажи оборудования и мобильных устройств на 18%. С другой стороны, доходы от статьи «прочее» выросли на 26% к/к. Похожую динамику мы также наблюдаем и в финансовой отчетности АО «Кселл», поэтому именно эта дочка стала фактором таких изменений. В годовом выражении доходы от передачи данных (главная статья выручки) выросли на 11%, тогда как доходы от услуг межсетевых соединений снизились на 67% г/г.

**(-) Некоторое снижение маржинальности.** В целом квартальная маржинальность незначительно снизилась относительно прошлого года, но достаточно заметно упала в сравнении с 1-м кварталом. Так, на фоне увеличения себестоимости валовая маржа упала с прошлогодних 37% до 36%, а в первом квартале составляла 40%. ЕБИТDA маржа за год снизилась с 46,5% до 45,7%, тогда как в предыдущем квартале составляла 50,6%. Основной причиной сильного квартального снижения является падение валовой прибыли и заметный рост расходов на реализацию, который частично был компенсирован падением общих и

административных расходов. В итоге квартальная чистая прибыль выросла на 48% г/г и упала на 15% к/к, достигнув 24 млрд тенге или 2 183,03 тенге на одну акцию.

**(=) Ожидаемое продолжение роста капзатрат.** Свободный денежный поток во втором квартале 2023 года составил минус 83,5 млрд тенге, что на 23% хуже результата предыдущего квартала. В целом, повышение капитальных затрат в виде приобретений нематериальных активов стало основной причиной дальнейшего снижения свободного денежного потока. Напомним, что мобильные операторы Казахтелекома должны заплатить в общей сложности 156 млрд тенге за частоты 5G. Судя по цифрам, можно сказать, что большая часть выплат уже состоялась, и лишь Кселл прибегнул к привлечению небольшого долга. В итоге консолидированные денежные средства составляют 102 млрд тенге на конец июня, а отдельно по материнской компании 85,9 млрд тенге. Консолидированный чистый долг Казахтелекома достиг 199 млрд тенге.

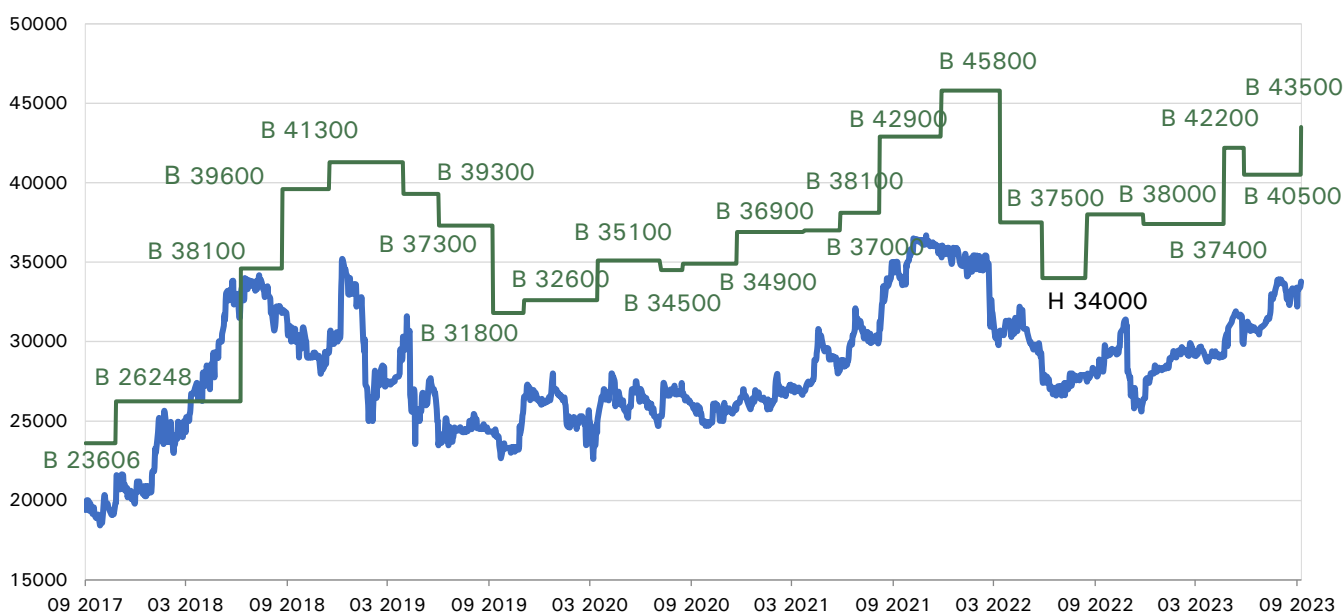
**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Квартальные результаты компании оказались несколько хуже отличного первого квартала, но относительно прошлого года снижение показателей оказалось незначительным. Основным драйвером снижения стал Кселл, финансовые результаты которого несколько ухудшились во втором квартале. С другой стороны, отдельно материнская компания имеет достаточно высокий объем денежных средств, а бремя капитальных затрат приходится на дочерние мобильные операторы. Учитывая возможную продажу 51% доли в Кселл, можно сделать вывод о высокой вероятности неплохих дивидендов как по итогам 2022, так и по итогам 2023 года. На последнем мероприятии «День эмитента» компания представила прогнозы на 2023 год по выручке, EBITDA маржа и капзатратам, которые не претерпели изменений в сравнении с майским прогнозом. В модели оценки основным изменением является снижение стоимости капитала с 16,2% до 14,3% за счет снижения безрисковой ставки и снижения премии за инвестиции в акции. К тому же снижение маржинальности не повлияло на модель, так как прогнозная маржа чуть ниже фактической. Также мы чуть подняли капитальные затраты на 2023 год. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции АО «Казахтелеком» составила **43 500 тенге с потенциалом роста в 29%** от текущей цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

## Справочная информация

**Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки**

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	05.06.2023	14.09.2023		
WACC, 2023, %	16,2%	14,3%	-1,9 п.п.	Снижение премии за риск инвестиции в акции и безрисковой ставки
Капзатраты, 2023, млрд тенге	344	354	+3%	Увеличение капзатрат во втором квартале чуть выше ожиданий

расчеты Freedom Broker

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

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» 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 адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

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.