

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО "Казахтелеком" (KZTK)**Потенциал роста: **25%**Целевая цена: **42 700 тенге**Текущая цена: **34 260 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

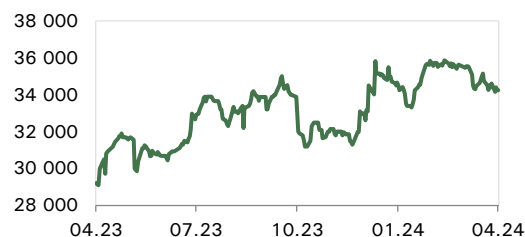
флэшнуот/апдейт

Казахтелеком: итоги 4-го квартала 2023 года

Выручка, '23 (млрд KZT)	688
ЕБИТ, '23 (млрд KZT)	161
Чистая прибыль, '23 (млрд KZT)	93
Чистый долг, '23 (млрд KZT)	289

P/E, '23 (x)	3,9x
P/B, '23 (x)	0,46x
EV/S, '23 (x)	1,0x
EV/ЕБИТDA, '23 (x)	2,2x
ROA (%)	6,3%
ROIC (%)	13%
ROE (%)	13%
Маржа ЕБИТDA (%)	45%

Капитализация (млрд KZT)	366
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	29-36,5
Текущая цена (KZT)	34 260
Целевая цена (KZT)	42 700
Потенциал роста (%)	25%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-1%	1%	17%
vs KASE	-16%	-21%	-22%

АО «Казахтелеком» отчиталось по итогам четвертого квартала 2023 года. В целом отчет можно назвать нейтральным, так как несмотря на рост выручки наблюдается небольшое снижение маржинальности. С другой стороны, в четвертом квартале компания показала положительный свободный денежный поток за счет самых низких квартальных капзатрат в 2023 году. Также отметим, что квартальная выручка достигла новых рекордов. В модели оценки мы увеличили показатель чистого долга, а также рыночную стоимость неконтролируемой доли ввиду увеличения цены акции Кселл. С другой стороны, отметим увеличение прогнозов по выручке на следующие года, а также снижение средневзвешенной стоимости капитала на фоне падения доходностей гособлигаций на рынке капитала. В итоге мы повышаем целевую цену одной акции Казахтелекома до 42 700 тенге с потенциалом роста от текущей цены на 25%. **Рекомендация – «Покупать».**

(+) Продолжение роста выручки. Выручка компании с учетом госсубсидии за четвертый квартал 2023 года выросла на 5,3% к/к и 15% г/г и составила 183 млрд тенге. Доходы от услуг по передаче данных продолжили рост (+10% к/к и 17% г/г) и достигли рекордных 101 млрд тенге. В то же время доходы от услуг проводной и беспроводной телефонной связи остались на близком к средним квартальным значениям последних 3 лет. Этот сегмент упал на 3,7% к/к, но показал рост в 3,3% в годовом выражении. Также значительный рост показали доходы от продажи оборудования и мобильных устройств: +162% к/к и 53% г/г. Отметим значительное снижение доходов от прочих услуг, доля в выручке которых снизилась с 12% до 7,7%.

(=) Небольшое снижение маржинальности. Маржинальность в четвертом квартале оказалась заметно ниже предыдущих кварталов. Основное снижение произошло по валовой марже, которая упала с 32% в предыдущем году до 28%. Квартальная себестоимость выросла на 22% г/г во многом из-за роста износа и расходов на персонал на 41%. Несмотря на рост износа ЕБИТDA маржа все равно показала небольшое снижение за последний год. Квартальная маржа упала с 39,5% до 37,8%. Причиной этого стало снижение операционной прибыли ввиду роста общих и административных расходов на 31% г/г. В итоге квартальная чистая прибыль упала на 58% к/к и 70% г/г, составив 12 млрд тенге или 1 094 тенге на одну акцию.

(+) Улучшение свободного денежного потока. Свободный

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

денежный поток в четвертом квартале 2023 года составил 30,5 млрд тенге, что на 43,7 млрд тенге выше результата предыдущего квартала. После трех кварталов с высокими показателями капитальных затрат, четвертый квартал оказался исключением. Компания резко снизила общие квартальные капзатраты с 87 до 32 млрд тенге. При этом операционные денежные потоки составили 63 млрд тенге, что на 15% меньше, чем в третьем квартале, но заметно выше, чем в первых двух кварталах 2023 года. В итоге денежные средства вместе с финансовыми активами на конец 2023 года составили 117 млрд тенге, что на 4,3 млрд тенге выше, чем в конце сентября. Столь слабый рост объясняется дивидендами, которые были выплачены в четвертом квартале на сумму в 33,4 млрд тенге. Консолидированный чистый долг Казахтелекома за квартал вырос с 256 млрд тенге до 289 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Результаты четвертого квартала можно назвать нейтральными. Квартальная выручка достигла новых рекордов, однако маржинальность немного снизилась. Тем не менее, генерация свободного денежного потока в четвертом квартале оказалась на высоком уровне, и мы ожидаем, что период очень высоких капзатрат тем самым завершился, что даст компании в будущем больше гибкости для выплаты дивидендов и дальнейших реинвестиций в расширение сети 5G без увеличения долга. Компания скоро проведет ГОСА, на котором на обсуждение выставлена вероятная сделка по продаже дочерней ТОО «Мобайл Телеком-Сервис» (Теле2-Алтел). Учитывая поступающие за последние несколько месяцев сообщения вероятность продажи довольно высока. Поэтому есть вероятность специальных дивидендов за счет полученных от сделки денег, что может в краткосрочном периоде значительно увеличить стоимость компании. В модели оценки основными изменениями является увеличение чистого долга и рыночной стоимости неконтролируемой доли в Кселл. Также мы увеличили прогнозы по выручке на фоне ее увеличения в четвертом квартале. Кроме того, была снижена средневзвешенная стоимость капитала (WACC) на фоне падения доходностей гособлигаций и премии за риск инвестиций в акции. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции АО «Казахтелеком» составила **42 700 тенге с потенциалом роста в 25%** от текущей цены. Рекомендация – **«Покупать»**.

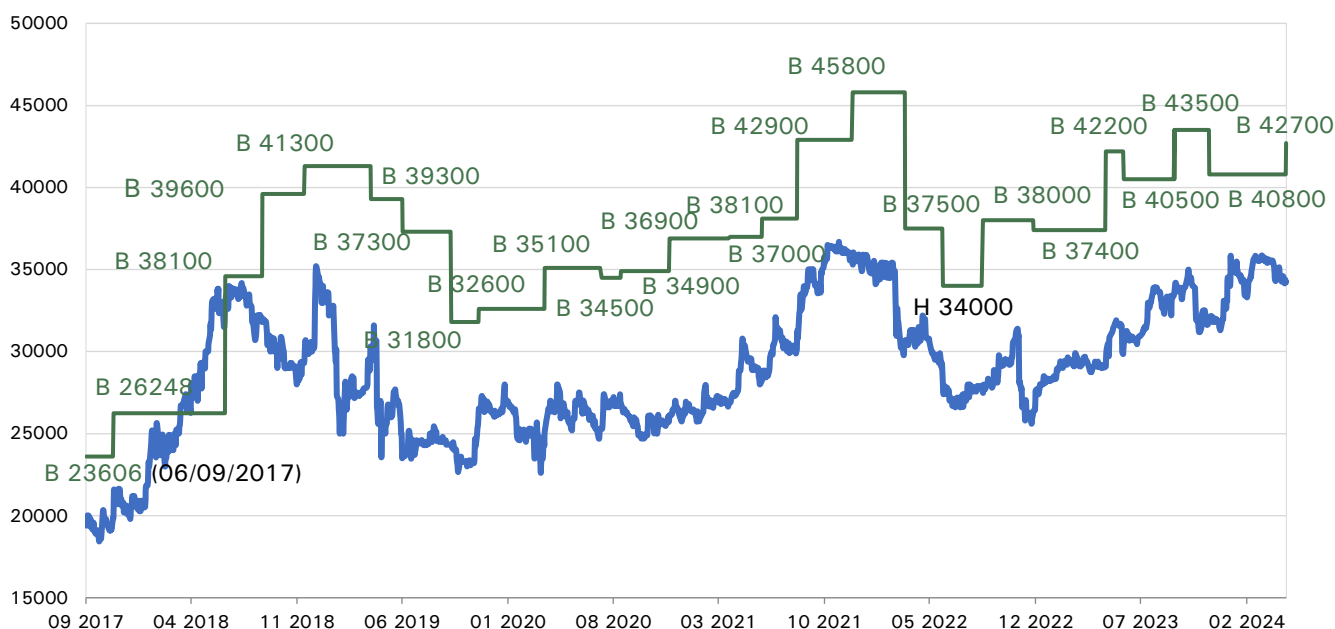
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	24.11.2023	26.04.2024		
Чистый долг, млрд тенге	256	289	+13%	Увеличение валового долга, что вместе с недавней выплатой дивидендов привело к росту чистого долга
Выручка, 2024, млрд тенге	693	736	+6,2%	Увеличение выручки в четвертом квартале выше ожиданий вместе с увеличением ожидаемых темпов роста доходов по услуге передачи данных
WACC, %	13,56%	12,7%	-86 б.п.	Снижение безрисковой ставки на фоне падения доходностей гособлигаций, а также снижение премии за риск инвестиции в акции

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker. (В-«покупать», Н-«держат», S-«продавать»)



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. Размещенная 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.

Размещенные 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