

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО "Казахтелеком" (KZTK)**Потенциал роста: **37%**Целевая цена: **53 200 тенге**Текущая цена: **38 804 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Телекоммуникации

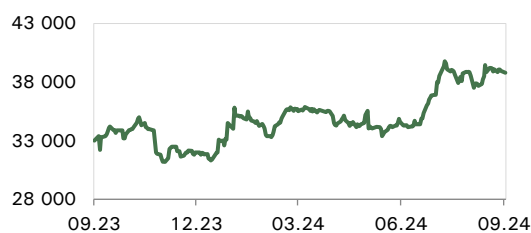
флэшнуот/апдейт

Казахтелеком: итоги 2-го квартала 2024 года

Выручка, 6М '24 (млрд KZT)	241
ЕБИТ, 6М '24 (млрд KZT)	31
Чистая прибыль, 6М '24 (млрд KZT)	9,6
Чистый долг, 6М '24 (млрд KZT)	261

P/E, 6М '24 (x)	8,2x
P/B, 6М '24 (x)	0,5x
EV/S, 6М '24 (x)	1,1x
EV/ЕБИТDA, 6М '24 (x)	3,0x
ROA (%)	3%
ROIC (%)	8%
ROE (%)	6%
Маржа ЕБИТDA (%)	33%

Капитализация (млрд KZT)	415
Акции выпущено (млн штук)	10,7
Свободное обращение (%)	9,4%
52-нед. мин/макс (тыс KZT)	30-40
Текущая цена (KZT)	38 804
Целевая цена (KZT)	53 200
Потенциал роста (%)	14%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	13%	9%	18%
vs KASE	9%	0%	-20%

АО «Казахтелеком» отчиталось по итогам второго квартала 2024 года. Отчет оказался переломным в плане реклассификации показателей дочерней компании «Мобайл Телеком-Сервис» (Алтел-Теле2), которая была продана уже после отчетной даты. Тем самым без МТС все финансовые показатели в сравнении с предыдущими отчетами ожидаемо оказались ниже. И все же если оценивать отчет оставшейся части бизнеса, то его можно назвать умеренно негативным, так как несмотря на снижение маржинальности во втором квартале в годовом сравнении, выручка в то же время показала рост. На фоне сделки модель оценки была значительно изменена, так как финансовые показатели теперь учитывают только дальнейший бизнес компании. С другой стороны, в модели оценки мы учли денежные средства, которые компания получит в рамках сделки в размере \$1,1 млрд. Именно этот фактор оказал значительное позитивное влияние на итоговую оценку, так как эти деньги потенциально могут быть направлены на специальные дивиденды и/или погашение долгов. В итоге мы увеличили целевую цену одной акции «Казахтелеком» до 53 200 тенге с потенциалом роста от текущей цены на 37%. Рекомендация – «Покупать».

(+) Квартальная выручка показывает годовой и квартальный рост. Выручка компании с учетом госсубсидии за второй квартал 2024 года выросла на 12% г/г и 3,7% к/к, составив 123 млрд тенге. Доходы от услуг по передаче данных продолжили рост (+14% г/г и -6,3% к/к) и достигли 60 млрд тенге. В то же время доходы от услуг проводной и беспроводной телефонной связи также выросли на 27% г/г и 2% к/к. Значительный годовой рост в 113% показали продажи оборудования и мобильных устройств. А наиболее высокий квартальный рост произошел по доходам межсетевых соединений (+117% к/к). В целом объемы выручки в абсолютных значениях ожидаемо снизились в связи с продажей ТОО «Мобайл Телеком-Сервис» (далее — МТС). Тем не менее основной бизнес материнской компании «Казахтелеком» и АО «Кселл» вместе показали рост квартальной выручки.

(-) Маржинальность заметно упала. Маржинальность вместе с продажей МТС также упала в сравнении с предыдущими кварталами. Если же сравнивать маржу оставшейся части компании, то она заметно снизилась в сравнении с прошлым годом. Квартальная валовая маржа упала с 28,2% в 2023 году до 25,3%. Квартальная себестоимость выросла на 16% г/г во

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

многим из-за увеличения расходов на персонал на 17% и многих других, более мелких видов расходов. В итоге EBITDA маржа снизилась с 28,6% до 23,4%, а квартальная чистая прибыль упала на 24% г/г, составив 5,2 млрд тенге или 476 тенге на одну акцию. Тем не менее, в сравнении с 1-м кварталом чистая прибыль выросла на 19% во многом за счет квартального снижения себестоимости.

(+) Улучшение свободного денежного потока. Свободный денежный поток во втором квартале 2024 года составил 5,8 млрд тенге, что на 26,5 млрд тенге выше результата предыдущего квартала. Тем не менее, данный показатель учитывает денежные потоки от МТС, что не дает точно понять текущий уровень денежных потоков. Рост по большей части произошел благодаря операционным денежным потокам (+50% к/к), тогда как уровень капитальных затрат во втором квартале немного снизился на 7,4% к/к. В сравнении с прошлым годом, когда компания тратила большие ресурсы на покупку частот 5G, свободный денежный поток значительно улучшился. В итоге денежные средства вместе с финансовыми активами на конец июня 2024 года составили 50 млрд тенге, что на 48% меньше, чем это было в конце марта, из-за реклассификации активов МТС. То есть на конец июня продажа еще не была завершена, поэтому деньги от продажи еще не учитываются на балансе Казахтелекома. И все же консолидированный чистый долг Казахтелекома за квартал упал с 313 млрд тенге до 261 млрд тенге, в том числе за счет реклассификации долгов МТС. С учетом озвученной цены продажи в \$1,1 млрд, общие денежные средства компании превышают ее долг на 245 млрд тенге, что дает большое пространство для увеличенных дивидендов.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Сделка по продаже МТС существенно изменила финансовые показатели и модель оценки компании. Продажа хоть и негативно повлияла на выручку, прибыль и денежные потоки, но принесла значительные денежные средства, которые в моменте дают высокий уровень оценки. Тем не менее, пока неизвестно, каким образом эти денежные средства будут использованы. Однако, если даже компания не заплатит дивиденды, а просто погасит все долги, то эффект с точки зрения оценки останется таким же. В случае же выплаты специальных дивидендов, временная оценка окажется достаточно высокой, с дальнейшим снижением цены до новых минимальных уровней. Сам же второй квартал для Казахтелекома без МТС оказался неплохим в плане роста выручки, но снижение маржинальности в сравнении с 2023 годом оценивается нами негативно. В модели оценки мы перестроили модель с учетом новых финансовых показателей без МТС. Все это привело к снижению оценочной стоимости. Также немного была увеличена средневзвешенная стоимость капитала (WACC) после роста доходностей гособлигаций. Тем не менее, с учетом \$1,1 млрд от продажи МТС, оценка значительно выросла. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции АО «Казахтелеком» составила **53 200 тенге с потенциалом роста в 37%** от текущей цены. Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	07.06.2024	03.09.2024		
Чистый долг, млрд тенге	313	-245	-178%	Снижение уровня займов на балансе без учета МТС. Корректировка денежных средств за счет сделки по продаже МТС на \$1,1 млрд
WACC, %	12,96%	13,24%	+ 28 б.п.	Увеличение доходностей гособлигации с момента последней оценки
Выручка, 2024, млрд тенге	720	494	-31%	Структурное изменение прогнозной выручки из-за продажи МТС

расчеты Freedom Broker

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

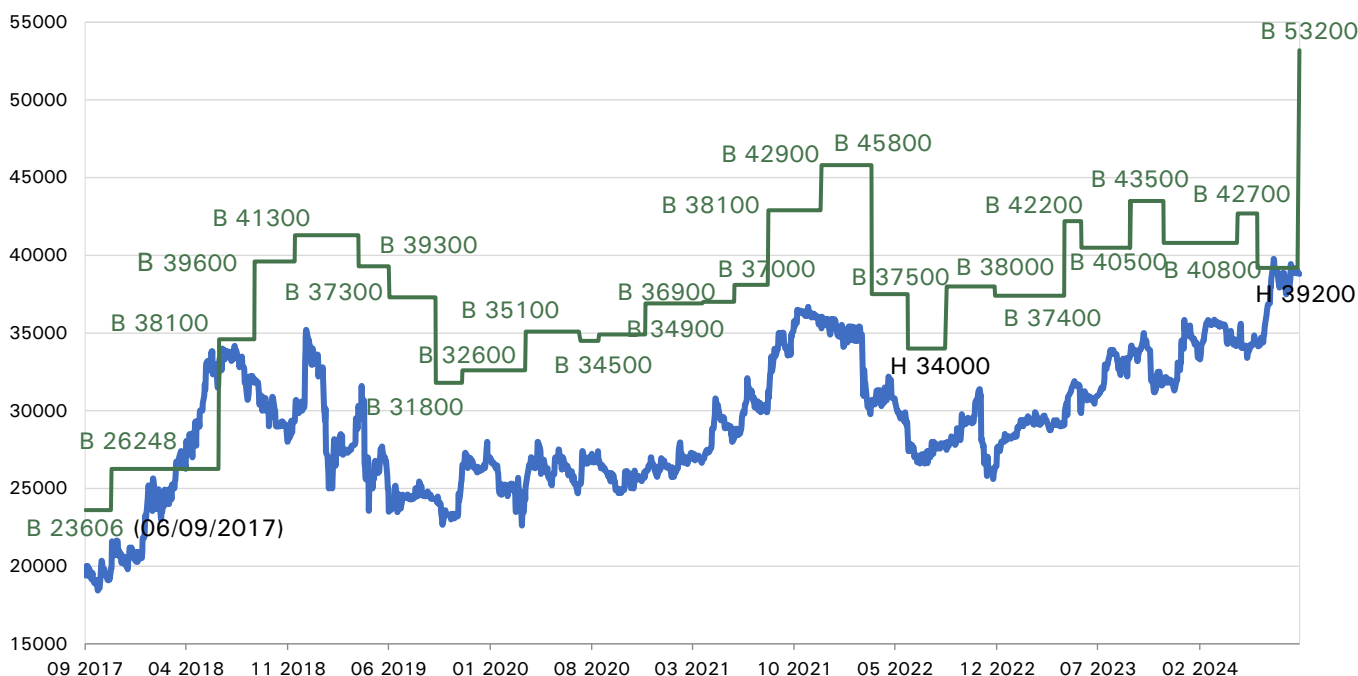


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	6	60%
Hold	3	30%
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
-