

Инвестиционная идея по облигациям

IT 3.75 10/01/30

24 сентября 2025 г.

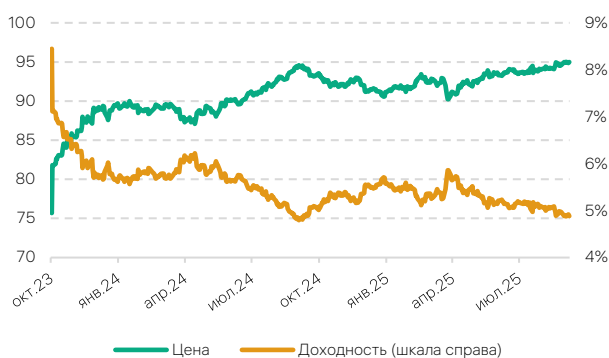
Курмет Жигер
zh.kurmet@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Gartner, Inc.
Тикер еврооблигаций	IT
Страна риска	США
Сектор	Информационные технологии
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Вaa3/BBB-/BBB
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	5.5%
Выпуск	IT 3.75 10/01/30
ISIN	USU33791AC52
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	3.75%
Доходность к погашению	4.9%
Доходность к худшему	4.9%
G-Spread	121 бп
Текущая цена	95.0%
Дата погашения	01.10.2030
Объем в обращении	\$800 млн
Минимальный лот	\$2 000

Финансовые показатели, \$млн	2023	2024	2кв2025 LTM
Выручка	5 907	6 267	6 420
Скорректированная EBITDA ²	1 483	1 556	1 586
Чистая прибыль	882	1 254	1 265
Активы	7 836	8 535	8 328
Обязательства	7 155	7 176	6 795
Капитал	681	1 359	1 533
CFO	1 156	1 485	1 623
CFI	54	(104)	(112)
CFF	(589)	(710)	(577)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем еврооблигации Gartner, Inc. («Gartner» или «Компания») с погашением в 2030 году. В последнее время инвесторы выражают обеспокоенность последствиями развития генеративного ИИ (Gen AI), способного трансформировать целые отрасли, аналогично тому, как это когда-то сделал интернет. Это отразилось и на акциях Gartner, которые с начала года снизились на 49% и на 28% после публикации финансовых результатов за 2 квартал. Хотя квартальные результаты по выручке, EBITDA и прибыли превзошли ожидания, снижение прогноза выручки на 2025 год инвесторы расценили как сигнал растущей конкуренции со стороны более доступных решений на базе ИИ. Сама компания объясняет замедление роста выручки инициативами Департамента по эффективности государственного управления США (DOGE), усложнившими процесс закупки её услуг, а также тарифной политикой, приведшей к удлинению цикла продаж. Тем не менее, ведущие инвестдома полагают, что опасения насчёт замещения исследований Gartner ИИ необоснованны, поскольку их уникальная аналитика не может быть воспроизведена LLM-моделями. Мы позитивно смотрим на облигации Gartner благодаря консервативному левериджу, высокой ликвидности, инвестиционному рейтингу и устойчивой бизнес-модели, опирающейся на уникальную экспертизу, ценность которой в эпоху ИИ только возрастёт. Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по IT 3.75 10/01/30 с ожидаемой доходностью за период держания 5.5%³ годовых.

О выпуске

Выпуск IT 3.75 10/01/30 является старшим необеспеченным долговым обязательством Gartner. Купонная ставка по данному выпуску составляет 3.75% с полугодовой выплатой. Модифицированная дюрация данного выпуска составляет 4.2, что относит его к среднесрочному диапазону.

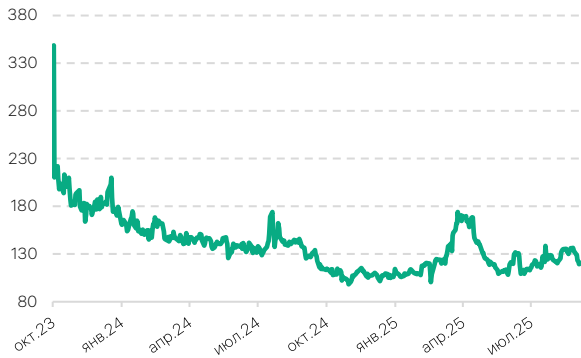
Облигационный выпуск включает встроенный американский колл-опцион со следующим графиком:

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

² Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

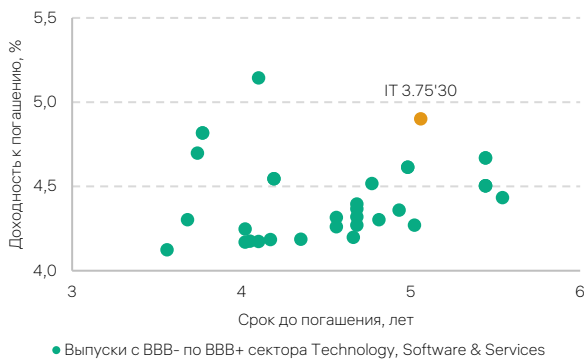
³ Доходность в годовом выражении при реинвестировании купонов и продаже бумаги в конце рекомендуемого 2-ух летнего периода держания по цене 98% от номинала. Прогнозируемая цена основана на следующих допущениях: (1) снижение доходности сопоставимого UST до 3.5% и (2) сужения G-spread до 100 бп

Рисунок 2. G-Spread облигации, бп



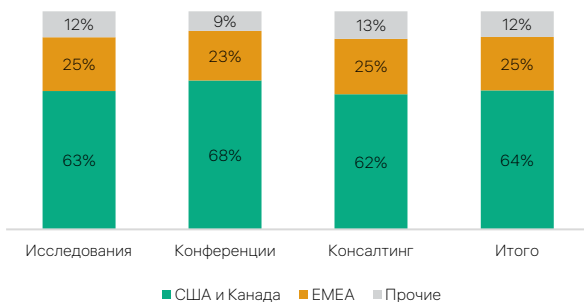
Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходности аналогичных облигаций, %



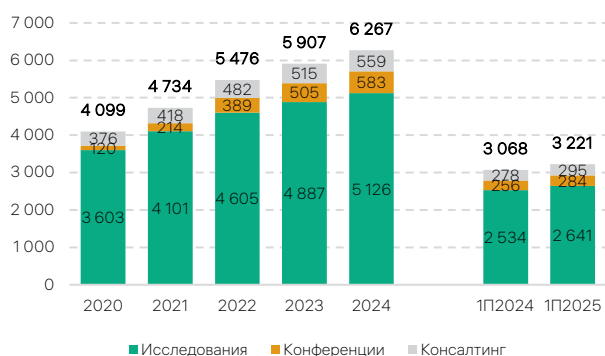
Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Распределение выручки Gartner по регионам за 1П 2025Г, %



Источник: Данные компании

Рисунок 5. Выручка Gartner по сервисным линиям, \$млн



Источник: Данные компании

- С 01.10.2025 по 30.09.2026 цена выкупа составит 101.875% от номинала;
- С 01.10.2026 по 30.09.2027 - 101.250%;
- С 01.10.2027 по 30.09.2028 - 100.625%;
- С 01.10.2028 и далее – 100%.

Облигационный выпуск также содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 15 октября 2025 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, или (2) 101% от номинала.

Дополнительно, до 15 октября 2025 г. эмитент имеет право на досрочный выкуп до 40% первоначального номинального объема облигаций за счёт поступлений от размещения акций (equity clawback) по цене 103.75% от номинала.

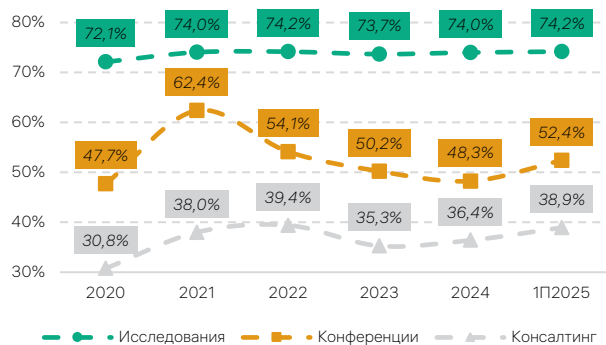
Учитывая заявления руководства об отсутствии планов по существенному погашению долга, а также стратегию распределения капитала с акцентом на обратный выкуп акций и M&A-сделки, мы не ожидаем, что компания будет использовать опционы досрочного выкупа или провизии досрочного погашения в пределах инвестиционного горизонта.

У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением положения, запрещающего предоставление обеспечения по новым обязательствам без аналогичных условий для действующих держателей облигаций.

О компании

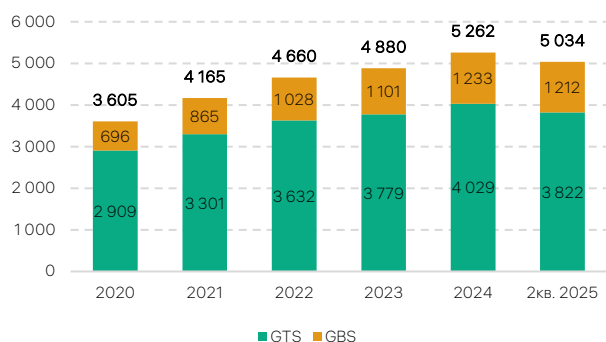
Gartner Inc. — американская консалтингово-исследовательская компания, специализирующаяся на рынке информационных технологий. Она известна введением термина «ERP» и разработкой таких аналитических инструментов, как «магический квадрант» и «цикл хайпа». Исследования Gartner регулярно цитируются в ведущих международных СМИ — Financial Times, The Wall Street Journal, The New York Times, Der Spiegel, а также в специализированных изданиях вроде The Register и ZDNet. Вместе с IDC и Forrester Research компания входит в «большую тройку» ключевых аналитических игроков в IT-сегменте. Отличительная особенность Gartner заключается в том, что её отчёты и рейтинги фактически задают отраслевые стандарты и нередко напрямую влияют на выбор технологий и поставщиков корпоративными и государственными заказчиками. Компания основана в 1979 году и сегодня

Рисунок 6. Маржинальность сервисных линий Gartner, %



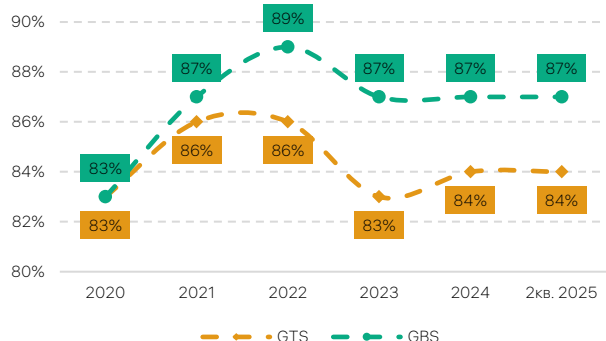
Источник: Данные компании

Рисунок 7. Стоимость договоров сегмента Исследований, \$млн



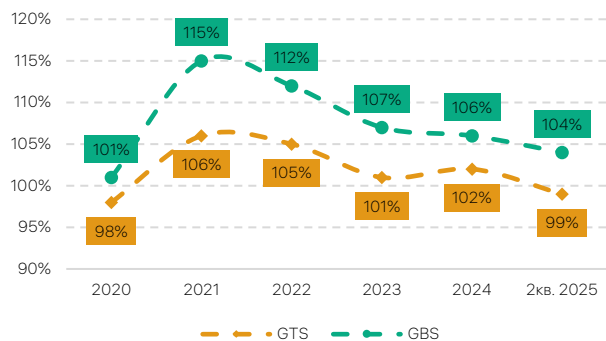
Источник: Данные компании

Рисунок 8. Удержание клиентов (client retention rate)



Источник: Данные компании

Рисунок 9. Удержание выручки от клиентов (wallet retention rate)



Источник: Данные компании

представлена более чем в 90 странах. Среди её клиентов — корпорации из списка Fortune 500, государственные учреждения, ИТ-компании, банки и промышленные холдинги. Основным рынком для Gartner являются США и Канада, на которые приходится около двух третей глобальной выручки; доля EMEA⁴ составляет около 25%, а прочие регионы дают около 12%.

Компания котируется на Нью-йоркской фондовой бирже (NYSE) под тикером IT, рыночная капитализация по состоянию на начало сентября 2025 года составляет \$19 млрд. Крупнейшими держателями акций компании являются институциональные инвесторы, в том числе фонды под управлением The Vanguard Group, Inc. (13%), BlackRock, Inc. (10%), Baron Capital Group, Inc. (5%) и State Street Global Advisors, Inc. (5%).

Сегменты компании

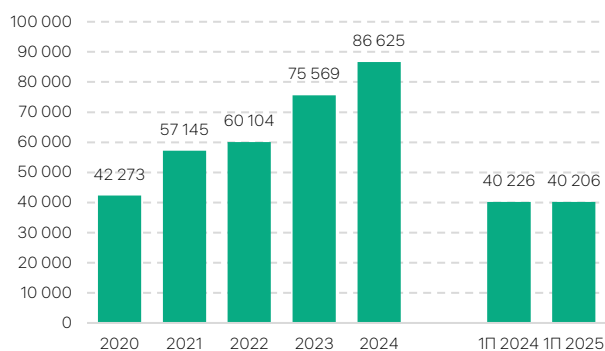
Исследования (Инсайты). Крупнейший и основной сегмент (82% от выручки за 2024 год). Gartner предоставляет аналитику через подписные сервисы, которые обеспечивают доступ по запросу к исследовательским материалам, данным и бенчмаркам, а также прямое взаимодействие с сетью из более чем 2 500 исследовательских экспертов по всему миру. Обычно клиенты заключают подписные контракты, предоставляющие доступ к исследовательскому контенту и консультационным услугам для отдельных пользователей на определённый срок. Минимальная длительность таких контрактов составляет 12 месяцев, при этом на 31 декабря 2024 года почти 75% договоров были заключены на срок более года.

В рамках сегмента Исследований подразделение Global Technology Sales (GTS) продаёт продукты и услуги пользователям и поставщикам технологий, а Global Business Sales (GBS) — руководителям других функций, таким как HR, логистика, финансы и маркетинг. На конец 2 кв. 2025 г. стоимость договоров по GTS и GBS составила \$3.8 млрд и \$1.2 млрд соответственно. Оба подразделения демонстрируют устойчивые метрики удержания клиентов (client retention rate >80%) и удержания выручки от клиентов (wallet retention rate ~100%).

Конференции. Вспомогательный сегмент, обеспечивший 9% выручки в 2024 году и способствующий укреплению клиентской базы основного сегмента Исследований. Включает доходы от регистрационных сборов и спонсорских контрактов при проведении глобальных саммитов для ИТ- и бизнес-лидеров. В 2024 году Gartner провела 51 конференцию с участием более 86 тыс. человек.

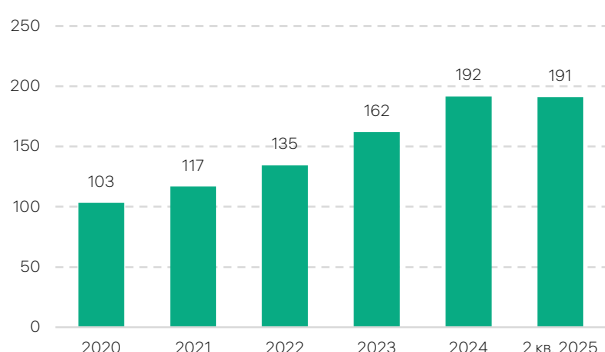
⁴ Европа, Ближний Восток и Африка

Рисунок 10. Число участников выездных конференций, проводимых Gartner



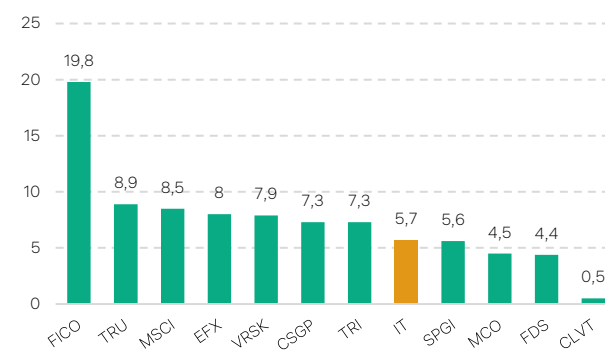
Источник: Данные компании

Рисунок 11. Бэклог по договорам консультационных услуг, \$млн



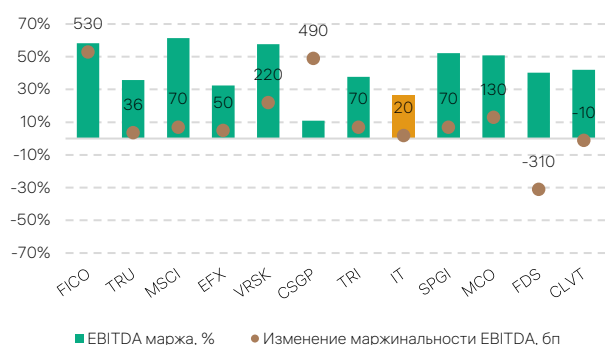
Источник: Данные компании

Рисунок 12. Рост органической выручки г/г за 2 кв. 2025 г. компаний поставщиков информационных услуг



Источник: Данные компаний, Goldman Sachs

Рисунок 13. Маржинальность EBITDA за 2 кв. 2025 г. компаний поставщиков информационных услуг



Источник: Данные компаний, Goldman Sachs

Консультационные услуги. Проектные услуги и консультации, помогающие клиентам внедрять рекомендации и аналитику Gartner на практике; на их долю пришлось 9% общей выручки в 2024 году. Будучи менее маржинальным и более трудоёмким, этот сегмент дополняет направление Исследований и играет важную роль в углублении клиентских отношений. По состоянию на конец 2 кв. 2025 г. бэклог консультационных договоров составил \$191 млн, а среднесписочная численность консультантов — 949 человек.

Негативный сентимент вокруг поставщиков информационных услуг обусловлен опасениями из-за Gen AI

- Gen AI как фактор дивергенции: для одних компаний он открывает новые возможности, для других несёт риски вытеснения и давления на маржинальность.
- Gartner благодаря наличию собственных данных, генерируемых внутри компании, сохраняет устойчивое конкурентное преимущество и меньшую уязвимость перед рисками со стороны Gen AI;
- Макро и тарифы: компании с защитными характеристиками показали устойчивые результаты, в то время как циклические игроки превысили ожидания.

Во 2 кв. компании сектора информационных услуг показали смешанные результаты. Многие отмечали риски, связанные с AI, и сохраняющуюся макроэкономическую неопределённость. Согласно Goldman Sachs, в отчетностях компаний сектора наиболее часто отражались следующие темы:

Разнонаправленное влияние Gen AI на сектор информационных услуг

Замедление роста стоимости договоров у Gartner во 2 кв. и слабые результаты стали триггером для более широкой дискуссии в секторе бизнес-услуг о том, какие компании окажутся в выигрыше, а какие в проигрыше от внедрения Gen AI. Многие инвесторы опасаются, что исследования и аналитика Gartner могут быть заменены LLM-моделями. Эти опасения перекинулись и на другие компании сектора, включая CoStar Group Inc (CSGP) и Factset Research Systems Inc (FDS). Goldman Sachs считают, что наличие собственных данных, генерируемых внутри компании, является одним из ключевых и устойчивых конкурентных преимуществ для поставщиков информационных услуг в условиях возможной конкуренции со стороны Gen AI.

S&P Global (SPGI), Moody's Corp (MCO), Thomson Reuters Corp (TRI) и Verisk Analytics Inc. (VRSK), по мнению Goldman Sachs, получают выгоды от Gen AI, поскольку агентские рабочие процессы способны автоматизировать многошаговые задачи (например,

Рисунок 14. Фактическая и прогнозная выручка и прибыль на акцию поставщиков информационных услуг за 2 кв. 2025 г.

Тикер	Выручка, \$ млн		Прибыль на акцию, \$	
	Факт	Прогноз	Факт	Прогноз
FICO	536	515	8.57	7.71
TRU	1140	1097	1.08	0.99
MSCI	773	770	4.17	4.15
EFX	1537	1512	2.00	1.92
VRSK	773	769	1.88	1.78
CSGP	781	772	0.17	0.14
TRI	1785	1792	0.87	0.83
IT	1686	1674	3.53	3.30
SPGI	3755	3673	4.43	4.21
MCO	1898	1849	3.56	3.39
FDS	586	581	8.57	7.71
CLVT	621	589	0.18	0.17

Источник: Данные компаний, FactSet, Goldman Sachs

подготовку кредитных меморандумов и SWOT-анализ), сокращая сроки выполнения с нескольких дней до часов. Эти компании обладают собственными данными, интегрированы в существующие рабочие процессы клиентов и имеют сильные бренды, что формирует устойчивые конкурентные преимущества. Касательно Gartner, Goldman Sachs считает необоснованными опасения о вытеснении её исследований ИИ. По их мнению, аналитика, созданная с помощью ИИ, будет уступать по качеству исследованиям Gartner и может оказаться устаревшей или вводящей в заблуждение.

Продолжающийся акцент на макроэкономические риски. Компании с защитными характеристиками показали во 2 кв. стабильные и прогнозируемые результаты по выручке. Эти компании выигрывали за счёт ценовой власти, рекуррентных потоков дохода и/или присутствия в устойчивых сегментах рынка.

Компании с более циклической экспозицией — рейтинговые агентства, поставщики финансовых данных, бюро кредитных историй — показали более широкий диапазон результатов, который зависел от конкретного сегмента рынка. Циклические компании сектора в целом превысили консенсус прогнозы FactSet по выручке и прибыли во 2 кв. Большинство таких компаний также подтвердили или повысили прогноз на полный год.

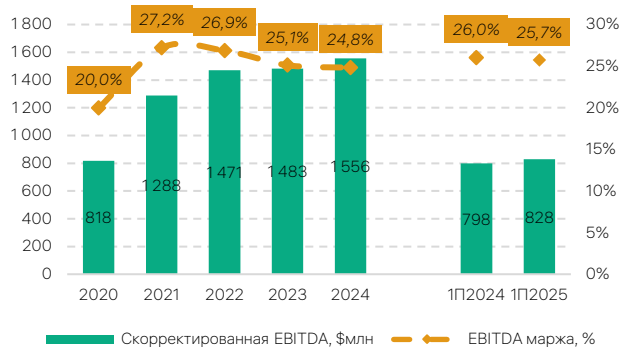
Ограниченное прямое влияние тарифов. Компании сектора информационных услуг в целом во 2 кв. практически не столкнулись с последствиями тарифов, так как продают данные, а не физические товары. Тем не менее, Gartner отметила негативные тенденции в отраслях, затронутых тарифами, которые составляют 35–40% её общей контрактной стоимости.

Финансовые результаты за 2 кв. 2025 г. выше ожиданий, годовой прогноз снижен

- Выручка, EBITDA и чистая прибыль за 2 кв. 2025 г. превзошли ожидания;
- Замедление темпов роста выручки и стоимости договоров связано с инициативами DOGE и тарифной политикой;
- Ожидается возврат к двузначному росту стоимости договоров в 2026 году за счёт продления федеральных контрактов, нормализации расходов в отраслях, ясности по тарифам, восстановления спроса со стороны техкомпаний и внутренних инициатив.

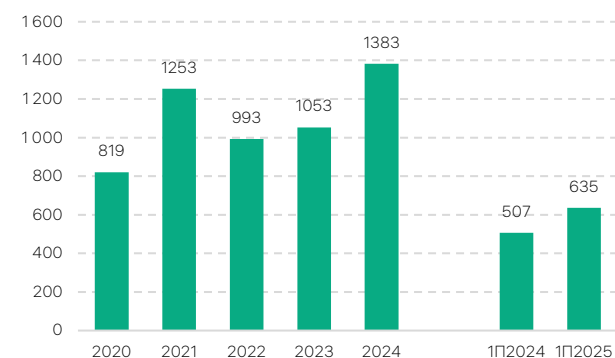
Выручка Gartner во 2 кв. 2025 г. выросла на 5.7% г/г до \$1.7 млрд. Сегмент Исследований увеличил выручку на 4.2% г/г. Стоимость договоров в сегменте Исследований выросла на 4.9% г/г без учёта валютных колебаний и достигла \$5 млрд. Подразделения GTS и GBS показали рост стоимости договоров на 3.6% и 9.2% г/г соответственно. Более скромные темпы роста выручки и стоимости договоров, по словам менеджмента, связаны с

Рисунок 15. Скорректированная EBITDA Gartner



Источник: Данные компании

Рисунок 16. Свободный денежный поток Gartner, \$млн



Источник: Данные компании

инициативами Департамента по эффективности государственного управления США (DOGE) и тарифной политикой. На 30 июня 2025 г. стоимость договоров Gartner с федеральным правительством США составила около \$200 млн против \$275 млн на начало года. В 1 полугодии 2025 г. было продлено свыше 60% федеральных договоров, при этом сохранено менее половины их стоимости. Кроме того, компания получила уведомления о досрочном расторжении от ряда госагентств США на сумму около \$20 млн по договорам, главным образом истекающим во 2 полугодии 2025 г. Тарифная политика повлияла на клиентов компании, усилив меры по сокращению затрат и удливив цикл продаж: решения о покупке, которые ранее принимались функциональными руководителями, теперь эскалируются на уровень CFO или даже CEO.

Себестоимость услуг во 2 кв. выросла на 3,6% г/г до \$532 млн, главным образом из-за увеличения расходов на персонал. Общеадминистративные расходы выросли на 9% г/г, что также было обусловлено ростом численности сотрудников.

В результате скорректированная EBITDA компании за 2 кв. выросла на 7% г/г и составила \$443 млн. Чистые процентные расходы составили \$11,8 млн, что на \$8 млн меньше, чем во 2 кв. 2024 г., главным образом благодаря более высоким процентным доходам по денежным остаткам. Чистая прибыль выросла на 4,9% г/г и составила \$241 млн.

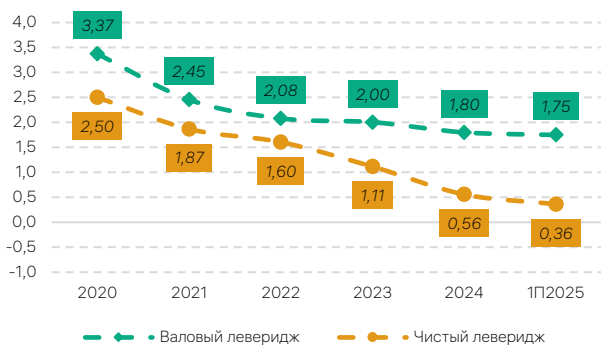
Операционный денежный поток за 2 кв. 2025 г. составил \$384 млн (+4% г/г). Капитальные затраты выросли на \$7 млн г/г до \$36 млн, главным образом за счёт расходов на недвижимость. В итоге свободный денежный поток во 2 кв. составил \$347 млн (+2% г/г).

Несмотря на положительные результаты за квартал, менеджмент снизил прогноз на полный 2025 г.: выручка ожидается на уровне \$6,455 млрд (-\$100 млн к предыдущему прогнозу), EBITDA — \$1,515 млрд (-\$25 млн), свободный денежный поток — \$1,145 млрд (без изменений). В качестве причин называются те же факторы, которые привели к замедлению роста в этом году: DOGE и неопределённость вокруг тарифов.

Тем не менее, Gartner прогнозирует возвращение к двузначному росту стоимости договоров за счёт следующих драйверов:

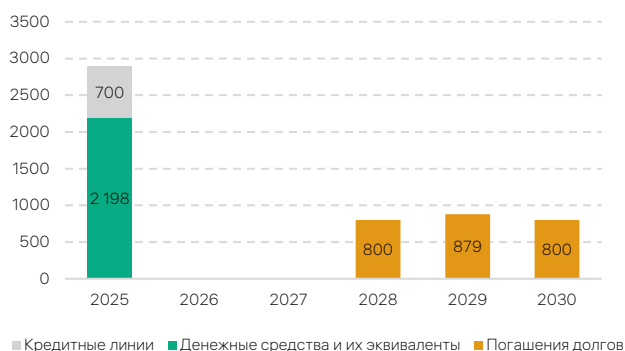
Во-первых, ожидается, что большинство федеральных контрактов США будут продлены в этом году, что добавит примерно 2% к росту стоимости договоров в 2026 году. Во-вторых, по мере того как компании и отрасли, затронутые тарифами, получают больше ясности по торговой политике, Gartner прогнозирует их возврат к обычному планированию и расходам, что добавит ещё около 1% к росту. В-третьих, расходы со стороны технологических клиентов возвращаются к прежней траектории роста, что потенциально может добавить 1–2% к росту стоимости договоров. Наконец, по оценкам менеджмента, внутренние инициативы — включая

Рисунок 17. Лаверидж Gartner



Источник: Данные компании

Рисунок 18. График погашения обязательств и ликвидность, \$ млн



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

оптимизацию расходов, запуск AI-инструмента AskGartner и совершенствование программ продаж — также могут внести дополнительный вклад на уровне 1–2%.

Комфортные кредитные метрики и высокая ликвидность

- Валовый долг на конец 2 кв. 2025 г. — \$2.8 млрд; денежные средства — \$2.2 млрд; чистый долг — \$576 млн;
- Ликвидность дополнительно обеспечена револьверной линией с доступным лимитом \$700 млн;
- Валовый лаверидж — 1.1x при ковенанте $\leq 4.0x$;
- Несмотря на высокий объём обратного выкупа акций, компания намерена сохранять инвестиционный рейтинг.

По состоянию на конец 2 кв. 2025 г. валовый долг Gartner составлял \$2.8 млрд, из которых \$311 млн приходилось на обязательства по операционному лизингу. Денежные средства на балансе составляли \$2.2 млрд, что привело к формированию чистого долга на уровне \$576 млн. Помимо денежных средств, ликвидность Gartner поддерживается револьверной кредитной линией с оставшимся лимитом \$700 млн. За исключением этой линии, все долговые обязательства компании имеют фиксированные ставки, что снижает волатильность процентных расходов.

Ковенанты по револьверной кредитной линии ограничивают валовый лаверидж (валовый долг/EBITDA за последние 12 месяцев) по методологии Gartner (без учёта обязательств по операционному лизингу) на уровне 4.0x. По состоянию на 30 июня 2025 г. фактический показатель составил 1.1x. Чистый лаверидж с учётом обязательств по операционному лизингу снизился до 1.75x против 1.80x на начало года.

Учитывая низкую капиталоемкость бизнеса, Gartner направляет значительную часть свободного денежного потока на обратный выкуп акций. В 1П2025 г. при свободном денежном потоке в \$635 млн на обратный выкуп было потрачено \$437 млн. При этом компания придерживается целевого уровня валового лавериджа 2.0x–2.5x и стремится сохранить инвестиционный рейтинг.

Рейтинговые агентства о GCC

Moody's

Рейтинг Baa3 (прогноз: «стабильный»). В апреле 2024 года Moody's повысило рейтинг старших необеспеченных облигаций Gartner до «Baa3» с «Ba1». Повышение рейтинга до инвестиционного уровня отражает рефинансирование старшего обеспеченного банковского кредитного соглашения в полностью необеспеченную долговую структуру и ожидания

Moody's, что Gartner сохранит сильный бизнес-профиль и консервативные кредитные метрики в различных бизнес-циклах. Moody's прогнозирует, что в течение ближайших 12–18 месяцев Gartner будет обеспечивать органический рост выручки на уровне 4–6%, дополнительно поддерживаемый небольшими стратегическими приобретениями. По мнению Moody's, рентабельность компании может снизиться на 200–300 бп в течение 12–18 месяцев из-за инвестиций в продажи и новые продукты, однако ожидается сохранение устойчивой EBITDA-маржи в диапазоне около 20%, сильная конверсия в денежный поток с прогнозируемым годовым свободным денежным потоком (FCF) более \$1 млрд и высокая ликвидность. Повышение рейтинга также отражает ожидания Moody's, что Gartner сохранит приверженность инвестиционному уровню, удерживая валовый леверидж по методологии агентства ниже 3.0x и финансируя возврат капитала акционерам и стратегические приобретения за счёт свободного денежного потока.

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). В декабре 2024 года S&P подтвердило кредитный рейтинг Gartner на уровне «BBB-» со стабильным прогнозом. Стабильный прогноз отражает ожидания S&P, что Gartner сохранит умеренный леверидж, балансируя между инвестициями в рост и возвратом капитала акционерам. Ожидается, что компания продолжит демонстрировать сильные операционные результаты, в особенности в сегменте исследований, параллельно осуществляя выкуп акций и точечные поглощения. S&P прогнозирует, что рост Gartner будет существенно опережать рост ВВП США благодаря её сильным позициям на рынке исследований и консалтинга. Компания увеличила стоимость договоров примерно на 7% г/г в третьем квартале 2024 года, что поддерживает прогноз S&P по росту выручки на 6–8% в 2025 году, несмотря на макроэкономические и геополитические риски. Агентство отмечает приверженность Gartner целевому диапазону валового левериджа (валовый долг/EBITDA) 2.0x–2.5x: по расчётам компании, показатель на 30 сентября 2024 года составлял 1.6x (2.0x по методологии S&P). Ожидается, что со временем компания увеличит валовый леверидж до 2x за счёт выкупа акций и точечных поглощений, при этом чистый леверидж (чистый долг/EBITDA) останется ниже 2x. S&P также прогнозирует рост расходов на выкуп акций до \$1.0–1.5 млрд в 2024–2025 годах с относительно низкого уровня 2023 года. Существенный объём денежных средств и высокая генерация операционного денежного потока обеспечивают компании значительную финансовую гибкость.

Fitch

Рейтинг BBB (прогноз: «стабильный»). В октябре 2024 года Fitch Ratings подтвердило кредитный рейтинг Gartner на уровне «BBB» со стабильным прогнозом.

Рейтинг компании поддерживается стабильной базой рекуррентных доходов и высоким уровнем удержания клиентов, что обеспечивает устойчивость и предсказуемость выручки в краткосрочной перспективе. Агентство отмечает лидирующие позиции Gartner на рынке консультационных услуг и ожидает сохранения лидерства в ближайшей перспективе, поскольку конкурентам крайне сложно воспроизвести её отлаженные процессы исследований и экспертный потенциал. По мнению Fitch, снижение маржинальности EBITDA в 2023 году не связано со структурными изменениями бизнес-модели. Консервативный прогноз Fitch предполагает маржинальность EBITDA на уровне 23–24% в ближайшие годы, что ниже показателя 26% в 2022 году, но существенно выше уровня 2021 года. Ожидается, что компания сохранит данный уровень рентабельности, что поддержит сильный FCF и обеспечит гибкость в распределении капитала. Агентство подчёркивает, что Gartner обозначила целевой уровень валового левериджа в диапазоне 2.5х–2.0х, при этом на момент подтверждения рейтинга показатель находился ниже 2.0х. Fitch считает, что компания обладает гибкостью для сделок по приобретению компаний, однако при отсутствии подходящих возможностей направляет большую часть FCF на выплаты акционерам.

Риски

- Ослабление клиентского спроса из-за макроэкономических трудностей, урезания корпоративных бюджетов и сокращения федеральных расходов;
- Снижение маржинальности при расширении продаж на фоне роста расходов на найм;
- Рост левериджа вследствие изменения финансовой политики компании, включая финансирование обратного выкупа акций или дивидендных выплат за счёт долга.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	1П2024	1П2025
Выручка	4 099	4 734	5 476	5 907	6 267	3 068	3 221
Рост выручки (г/г)	-3.4%	15.5%	15.7%	7.9%	6.1%	5.4%	5.0%
EBITDA	818	1 288	1 471	1 483	1 556	798	828
Рост EBITDA (г/г)	19.6%	57.5%	14.2%	0.8%	4.9%	4.6%	3.8%
EBITDA маржа, %	20.0%	27.2%	26.9%	25.1%	24.8%	26.0%	25.7%
Процентные доходы (расходы), нетто	(114)	(117)	(121)	(94)	(69)	(39)	(25)
Рост процентных доходов (расходов) (г/г)	13.8%	2.7%	4.0%	-22.3%	-26.3%	-43.6%	-35.7%
Чистая прибыль	267	794	808	882	1 254	440	452
Рост чистой прибыли (г/г)	-14.3%	-197.5%	-1.8%	9.2%	42.1%	-10.9%	2.6%
Маржа чистой прибыли, %	6.5%	16.8%	14.8%	14.9%	20.0%	14.3%	14.0%
Операционный денежный поток (OCF)	903	1 312	1 101	1 156	1 485	559	697
Капитальные затраты	(84)	(60)	(108)	(103)	(102)	(52)	(62)
Свободный денежный поток (FCF)	819	1 253	993	1 053	1 383	507	635
Маржа FCF, %	20.0%	26.5%	18.1%	17.8%	22.1%	16.5%	19.7%
Выкуп собственных акций	(176)	(1 656)	(1 044)	(606)	(735)	(565)	(437)

Операционные показатели

Исследования

Выручка, \$млн	3 603	4 101	4 605	4 887	5 126	2 534	2 641
Валовый маржинальный доход, \$млн	2 598	3 037	3 415	3 600	3 793	1 878	1 959
Маржинальность, %	72.1%	74.0%	74.2%	73.7%	74.0%	74.1%	74.2%
Стоимость договоров, \$млн	3 663	4 247	4 491	4 839	5 262	4 799	5 034

Конференции

Выручка, \$млн	120	214	389	505	583	256	284
Валовый маржинальный доход, \$млн	57	134	211	254	281	131	149
Маржинальность, %	47.7%	62.4%	54.1%	50.2%	48.3%	51.3%	52.4%
Количество выездных конференций	20	39	41	47	51	28	29
Количество участников выездных конференций	42 273	57 145	60 104	75 569	86 625	40 226	40 206

Консультационные услуги

Выручка, \$млн	376	418	482	515	559	278	295
Валовый маржинальный доход, \$млн	116	159	190	182	203	108	115
Маржинальность, %	30.8%	38.0%	39.4%	35.3%	36.4%	38.9%	38.9%
Бэклог, \$млн	103	117	135	162	192	195	191
Численность консультантов	768	749	827	934	956	953	949
Утилизация консультантов	61.0%	68.0%	70.0%	65.0%	65.0%	67.0%	65.0%

Долговая нагрузка

Валовый долг	2 759	3 161	3 059	2 972	2 800	2 929	2 773
Рост валового долга, (г/г)	-8.5%	14.6%	-3.2%	-2.8%	-5.8%	-2.8%	-5.3%
Денежные средства и их эквиваленты	713	756	698	1 319	1 933	1 236	2 198
Чистый долг	2 046	2 404	2 361	1 653	867	1 694	576
Рост чистого долга (г/г)	-25.2%	17.5%	-1.8%	-30.0%	-47.6%	-8.1%	-66.0%
Собственный капитал	1 090	371	228	681	1 359	647	1 533

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	7.20	11.04	12.12	15.74	22.39	20.35	32.84
Валовый долг / EBITDA TTM (x)	3.37	2.45	2.08	2.00	1.80	1.93	1.75
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	2.50	1.87	1.60	1.11	0.56	1.12	0.36

График погашения долга и запас ликвидности

Погашение долга, \$ млн	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Запас ликвидности, \$ млн	2 898					
Кредитные линии, \$ млн	700					
Денежные средства, \$ млн	2 198					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance