

**Результаты за 9М2023 г.**

15 декабря 2023 г.

Тикер	KZTK.KZ		
Рекомендация	<b>Покупать</b>		
Текущая цена, KZT/акция	31 399		
12М целевая цена, KZT/акция	35 304		
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>11%</b>		
Количество акций (простых), шт.	10 706 024		
Ср. ежедн. объем торгов, 3М, шт.	188		
<b>Основные акционеры:</b>			
Самрук-Казына	79.2%		
First Heartland Jusan Bank	9.0%		
<b>Финансовые показатели (млн KZT)</b>	<b>2022</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>
Выручка	634 496	678 787	717 737
ЕБИТДА	292 908	306 859	319 104
Чистая прибыль	128 753	128 005	85 788
EPS (KZT)	12 026	11 956	8 013
Собственный капитал	730 608	825 170	885 357
Чистый долг	46 581	263 246	286 255
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2022</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>
EV/Выручка	1.1	1.1	1.0
EV/ЕБИТДА	2.5	2.4	2.3
Чистый долг/ЕБИТДА	0.2	0.9	0.9
Чистый долг/Капитал	0.1	0.3	0.3
P/E	2.9	3.0	4.4
P/B	0.5	0.4	0.4
ROE	18%	16%	10%
<b>Динамика цен</b>	<b>KZTK.KZ</b>	<b>KASE индекс</b>	
1М	-2%	2%	
3М	-8%	6%	
12М	12%	29%	
Максимум за 52 недели	34 999	4 233	
Минимум за 52 недели	27 998	3 203	



Источник: данные компании, Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Казахтелеком отчитался по результатам своей деятельности за 9М2023 г. По итогам девяти месяцев компания показала рост выручки на 4.5% г/г и незначительный рост чистой прибыли (+0.6% г/г). Наряду с этим, чистый долг компании продолжил расти, за счет привлечения заемных средств для покрытия капитальных затрат на развитие проекта 5G, а также из-за выплат дивидендов за 2022 г. В результате мы снизили целевую цену до 35 304 тенге за акцию и сохранили рекомендацию «Покупать» акции Казахтелеком.

**Финансовые результаты отражают увеличение выручки, но опережающий рост расходов на оплату труда давит на маржинальность.** По результатам 9М2023 г. выручка компании по договорам с покупателями возросла на 4.53% г/г до 491.9 млрд тенге, а общая выручка, включая компенсацию за оказание универсальных услуг в сельской местности и доход от государственной субсидии, увеличилась на 6.25% г/г до 504 млрд тенге. Доход от услуги по передаче данных увеличился на 16.4% г/г до 266.3 млрд тенге, а доход от услуг проводной и беспроводной телефонной связи увеличился на 8.1% г/г до 131.7 млрд тенге. Выручка от продажи оборудования и мобильных устройств и от услуг межсетевых соединений снизилась на 37.9% г/г и на 47.6% г/г до 22 млрд тенге и до 12.9 млрд тенге соответственно.

Себестоимость услуг компании возросла на 9.4% г/г до 317.9 млрд тенге. Расходы на персонал возросли на 13% г/г до 84.6 млрд тенге. При этом стоимость реализации сим-карт, скрэтч-карт, стартовых пакетов и мобильных устройств снизилась на 33% г/г и сложилась на уровне 21.1 млрд тенге. Показатель валовой маржи за год снизился с 39.1% до 37.9%. Общие и административные расходы снизились на 10.8% г/г до 29.4 млрд тенге. Расходы по реализации увеличились почти в 2 раза и сложились на уровне 16.9 млрд тенге. Операционная прибыль незначительно снизилась на 0.4% г/г до 136.8 млрд тенге, а показатель операционной маржи за год ухудшился с 29.2% до 27.8%. Несмотря на это маржинальность по ЕБИТДА почти не изменилась.

Чистые финансовые расходы компании увеличились на 1.44% г/г до 21.2 млрд тенге. Прибыль до налогообложения снизилась на 8% г/г и составила 115.5 млрд тенге. Однако чистая прибыль увеличилась на 0.6% г/г до 89.3 млрд тенге. Чистая маржа изменилась с 18.9% за 9М2022 г. до 18.2% за 9М2023 г.

**Чистый долг компании продолжает увеличиваться в связи с ростом капитальных затрат и выплатой дивидендов.**

Казахтелеком продолжил увеличивать капитальные затраты, и по результатам 9М2023 г. капитальные затраты составили 341.9 млрд или 68% от общей выручки компании. Несмотря на это, компания не отказалась выплатить дивиденды за 2022 г., которые составили 33.4 млрд тг. Стоит также обратить внимание, что долг компании вырос до 326 млрд (+28 млрд к/к), а чистый долг компании с учетом выплаченных дивидендов вырос до 247 млрд. По нашей оценке, ликвидность компании позволяет покрыть оставшиеся капитальные затраты за счет собственных средств, однако будущее увеличение капитальных затрат, погашение облигаций и потенциальные выплаты дивидендов в следующем

году потребуют новое финансирование, что может еще увеличить чистый долг компании.

**Изменения в модели.** Согласно нашей модели, мы ожидаем дальнейшее снижение маржинальности компании из-за увеличения расходов по износу и амортизации (в связи с ростом основных средств), в добавок, мы немного увеличили темпы роста себестоимости. Выплата дивидендов также отразилась в нашей модели в виде роста чистого долга. Стоит отметить, что мы уже учли рост выручки и увеличение капитальных затрат в прошлой оценке. В итоге всех изменений мы снижаем нашу 12М ЦЦ с 38 898 тенге до **35 304 тенге за акцию**, но сохраняем рекомендацию «Покупать» акции Казахтелеком.

**Продажа одного из мобильных операторов Казахтелекома позитивно отразится на рынке мобильной связи, но может негативно повлиять на стоимость компании.** Согласно заявлению министра цифрового развития Багдата Мусина, в течение следующего года одна из дочек (Kcell или Tele2) будет выведена из состава Казахтелеком. В данный момент обе компании проходят процедуру due diligence для определения стоимости компании. По словам менеджмента компании, окончательное решение по продаже еще не принято.

Продажа одного из мобильных операторов должно снизить доминирующее положение Казахтелекома на рынке мобильной связи и усилить конкуренцию, что положительно повлияет на рынок. Однако стоимость самого Казахтелекома может снизиться, т.к. компании придется конкурировать с уже независимым мобильным оператором, у которого уже будет своя развитая сеть 5G.

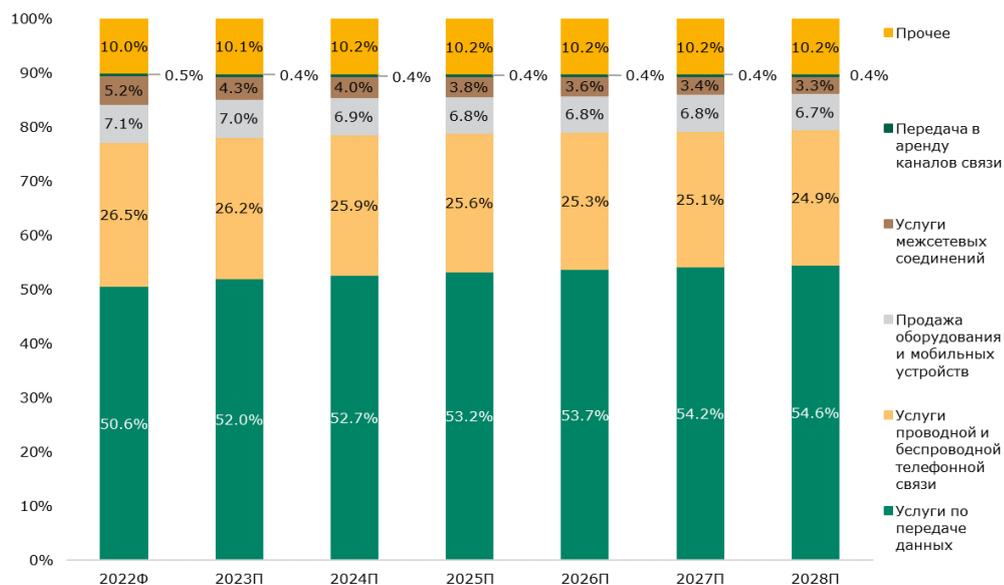
**Рейтинговое агентство S&P Global Ratings сохранило рейтинг АО Казахтелеком на уровне ВВ+ прогноз «Стабильный», отмечая стабильный рост выручки и приемлемую долговую нагрузку.** Агентство отмечает, что доминирующее положение на рынке в предоставлении интернет-услуг дают компании конкурентное преимущество, что положительно отразится на росте выручки. Также отмечается, что высокий денежный поток от операционной деятельности, поможет компании справиться с инвестициями в 5G без существенного привлечения внешнего финансирования.

Рис 1. Финансовые результаты Казахтелеком

В млн тенге	Экв 2023	Экв 2022		9М2023	9М2022	г/г	2022	2021	2020	г/г
<b>Выручка по договорам с покупателями</b>	<b>169 740</b>	<b>172 159</b>	-1.41%	<b>491 900</b>	<b>470 575</b>	4.53%	<b>621 838</b>	<b>581 495</b>	<b>520 917</b>	6.94%
Компенсация за оказание универсальных услуг в сельской местности	2 213			6 420			<b>6 327</b>	<b>6 413</b>	<b>6 414</b>	-1.34%
Доход от государственной субсидии	2 079	1 426	45.76%	6 154	4 209	46.20%	<b>6 332</b>	<b>6 285</b>	<b>0</b>	0.75%
Себестоимость	-112 937	-98 876	14.22%	-317 885	-290 560	9.40%	-399 170	-368 003	-336 970	8.47%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>61 095</b>	<b>74 709</b>	-18.22%	<b>186 590</b>	<b>184 224</b>	1.28%	<b>235 326</b>	<b>226 191</b>	<b>190 360</b>	4.04%
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>35.99%</i>	<i>43.40%</i>		<i>37.93%</i>	<i>39.15%</i>		<i>37.84%</i>	<i>38.90%</i>	<i>36.54%</i>	
Общие и админ расходы	-8 356	-9 304		-29 451	-33 033	-10.84%	-44 159	-48 922	-39 343	-9.74%
Расходы по реализации	-7 544	-4 796		-16 886	-8 887	90.00%	-16 909	-13 681	-12 790	23.59%
Прочие операционные доходы/расходы, нетто	-383	-2 498		-3 457	-4 923	-29.77%	6 400	3 391	-8 769	88.75%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>44 812</b>	<b>58 111</b>	-22.89%	<b>136 796</b>	<b>137 381</b>	-0.43%	<b>180 659</b>	<b>166 978</b>	<b>129 458</b>	8.19%
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>26.40%</i>	<i>33.75%</i>		<i>27.81%</i>	<i>29.19%</i>		<i>29.05%</i>	<i>28.72%</i>	<i>24.85%</i>	
Процентные доходы/расходы, нетто	-8 849	-6 199	42.76%	-21 170	-20 870	1.44%	-24 492	-40 593	-46 929	-39.67%
Прочие доходы/расходы, нетто	3 552	1 222		-152	8 967	-101.70%	8 282	2 346	4 396	253.02%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>39 515</b>	<b>53 134</b>	-25.63%	<b>115 474</b>	<b>125 477</b>	-7.97%	<b>164 449</b>	<b>128 730</b>	<b>86 925</b>	27.75%
<i>Рентабельность Прибыли до налогообложения</i>	<i>23.28%</i>	<i>30.86%</i>		<i>23.48%</i>	<i>26.66%</i>					
Корпоративный подоходный налог	-8 744	-14 935	-41.45%	-26 184	-36 744	-28.74%	-35 696	-31 287	-21 662	14.09%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>30 771</b>	<b>38 199</b>	-19.45%	<b>89 290</b>	<b>88 733</b>	0.63%	<b>128 753</b>	<b>97 444</b>	<b>65 263</b>	32.13%
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>18.13%</i>	<i>22.19%</i>		<i>18.15%</i>	<i>18.86%</i>		<i>20.71%</i>	<i>16.76%</i>	<i>12.53%</i>	

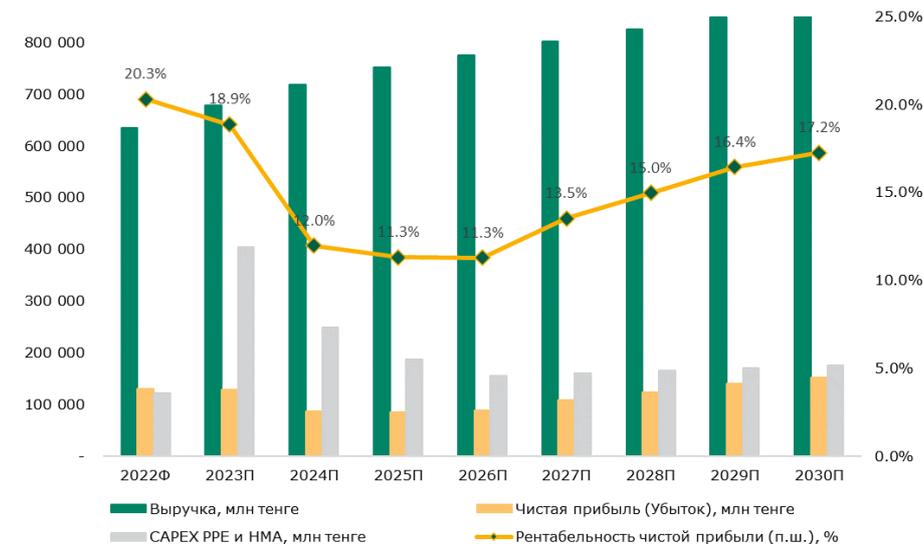
Источник: данные компании

Рис 2. Структура выручки по сегментам



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 3. Выручка, CAPEX и маржа чистой прибыли



Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance

Рис 4. Расчет 12М целевой цены, млн тенге

	3м 2023г.	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	678 787	717 737	750 887	774 968	801 997	825 104	848 736	872 892
ЕВІТ	46 726	151 535	147 462	148 816	160 814	170 169	178 467	185 872
+ Амортизация	28 773	162 705	176 952	178 470	174 594	172 251	171 057	170 841
- Налог на прибыль	10 129	27 153	26 822	27 661	34 304	39 080	44 144	47 645
- Капитальные инвестиции	100 872	249 000	186 145	154 994	160 399	165 021	169 747	174 578
- Изменения в оборотном капитале	1 852	3 099	2 630	2 407	2 140	1 832	1 873	1 913
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>-37 354</b>	<b>34 988</b>	<b>108 817</b>	<b>142 224</b>	<b>138 565</b>	<b>136 487</b>	<b>133 760</b>	<b>132 576</b>
WACC	16.08%							
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>-35 986</b>	<b>29 038</b>	<b>77 798</b>	<b>87 594</b>	<b>73 517</b>	<b>62 381</b>	<b>52 665</b>	<b>44 967</b>
Сумма денежных потоков (PV)	391 973							
Терминальная стоимость (PV)	331 054							
Enterprise value (PV)	723 027							
- Чистый долг	247 081							
- Неконтролирующие доли участия	90 692							
- Рыночная стоимость прив. акций	7 290							
Количество акций, млн	10 706 024.000							
<b>12М целевая цена (KZT/акция)</b>	<b>35 304</b>							
Текущая цена (KZT/акция)	31 803							
Потенциал роста/(снижения)	11%							
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>							

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млн тенге, кроме значений на акцию

Отчет о прибыли и убытках	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
<b>Выручка</b>	<b>634 496</b>	<b>678 787</b>	<b>717 737</b>	<b>750 887</b>	<b>774 968</b>	<b>801 997</b>	<b>825 104</b>	<b>848 736</b>	<b>872 892</b>
Себестоимость продаж	-399 170	-426 871	-497 021	-530 667	-550 084	-562 151	-573 365	-586 059	-600 069
<b>Валовая прибыль</b>	<b>235 326</b>	<b>251 916</b>	<b>220 716</b>	<b>220 220</b>	<b>224 884</b>	<b>239 846</b>	<b>251 740</b>	<b>262 676</b>	<b>272 822</b>
Общие и административные расходы	-44 159	-42 876	-46 033	-48 749	-51 271	-53 533	-55 473	-57 498	-59 612
Расходы по реализации	-16 909	-17 275	-18 285	-19 145	-19 934	-20 635	-21 235	-21 848	-22 475
Прочие операционные доходы (расходы), нетто	6 400	-4 863	-4 863	-4 863	-4 863	-4 863	-4 863	-4 863	-4 863
<b>Операционная прибыль</b>	<b>180 659</b>	<b>186 903</b>	<b>151 535</b>	<b>147 462</b>	<b>148 816</b>	<b>160 814</b>	<b>170 169</b>	<b>178 467</b>	<b>185 872</b>
Финансовые доходы (расходы), нетто	-24 492	-21 917	-42 129	-39 432	-37 296	-21 664	-11 156	1 612	8 769
Прочие доходы/расходы, нетто	8 282	3 535	3 535	3 535	3 535	3 535	3 535	3 535	3 535
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>164 449</b>	<b>168 521</b>	<b>112 941</b>	<b>111 565</b>	<b>115 055</b>	<b>142 685</b>	<b>162 548</b>	<b>183 614</b>	<b>198 175</b>
Расходы по налогу на прибыль	-35 696	-40 516	-27 153	-26 822	-27 661	-34 304	-39 080	-44 144	-47 645
<b>Прибыль и общий совокупный доход за год</b>	<b>128 753</b>	<b>128 005</b>	<b>85 788</b>	<b>84 742</b>	<b>87 393</b>	<b>108 381</b>	<b>123 468</b>	<b>139 470</b>	<b>150 530</b>
Количество акций, млн	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02	10 706.02
<b>Прибыль на акцию, KZT/акция</b>	<b>12.03</b>	<b>11.96</b>	<b>8.01</b>	<b>7.92</b>	<b>8.16</b>	<b>10.12</b>	<b>11.53</b>	<b>13.03</b>	<b>14.06</b>
Балансовый отчет	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
<b>Активы</b>									
Основные средства и нематериальные активы	697 133	985 527	1 071 822	1 081 014	1 057 538	1 043 343	1 036 114	1 034 804	1 038 541
Прочие внеоборотные активы	242 435	242 435	242 435	242 435	242 435	242 435	242 435	242 435	242 435
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>939 567</b>	<b>1 227 962</b>	<b>1 314 256</b>	<b>1 323 449</b>	<b>1 299 973</b>	<b>1 285 778</b>	<b>1 278 548</b>	<b>1 277 238</b>	<b>1 280 976</b>
Товарно-материальные запасы	13 857	10 823	11 606	12 279	12 901	13 454	13 925	14 407	14 901
Дебиторская задолженность по основной деятельности	45 305	48 503	51 340	53 756	55 970	57 939	59 622	61 344	63 104
Прочие оборотные активы	45 882	46 734	47 490	48 133	48 723	49 248	49 696	50 155	50 624
Денежные средства и их эквиваленты	242 122	170 703	180 590	189 005	196 719	203 580	209 446	215 444	314 298
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>347 166</b>	<b>276 763</b>	<b>291 026</b>	<b>303 173</b>	<b>314 312</b>	<b>324 221</b>	<b>332 689</b>	<b>341 350</b>	<b>442 927</b>
<b>Итого активы</b>	<b>1 286 734</b>	<b>1 504 725</b>	<b>1 605 283</b>	<b>1 626 622</b>	<b>1 614 285</b>	<b>1 609 999</b>	<b>1 611 237</b>	<b>1 618 589</b>	<b>1 723 903</b>
<b>Капитал и обязательства</b>									
Акционерный капитал и резервы	6 918	6 918	6 918	6 918	6 918	6 918	6 918	6 918	6 918
Неконтролирующие доли участия	82 453	82 453	82 453	82 453	82 453	82 453	82 453	82 453	82 453
Нераспределенная прибыль	641 237	735 799	795 986	859 281	921 252	1 003 415	1 094 369	1 196 798	1 305 487
<b>Итого капитал</b>	<b>730 608</b>	<b>825 170</b>	<b>885 357</b>	<b>948 652</b>	<b>1 010 623</b>	<b>1 092 786</b>	<b>1 183 740</b>	<b>1 286 169</b>	<b>1 394 858</b>
Долгосрочные займы	251 219	193 810	162 551	48 734	38 739	36 664	34 588	32 512	30 436
Прочие долгосрочные обязательства	83 864	83 864	83 864	83 864	83 864	83 864	83 864	83 864	83 864
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>335 083</b>	<b>277 674</b>	<b>246 414</b>	<b>132 598</b>	<b>122 603</b>	<b>120 527</b>	<b>118 452</b>	<b>116 376</b>	<b>114 300</b>
Краткосрочные займы	37 484	240 139	304 294	369 793	299 648	210 088	118 014	20 476	14 541
Торговая кредиторская задолженность	104 832	112 231	118 797	124 386	129 509	134 066	137 961	141 945	146 017
Прочие краткосрочные обязательства	78 727	79 751	80 660	81 433	82 142	82 772	83 311	83 863	84 426
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>221 043</b>	<b>432 121</b>	<b>503 751</b>	<b>575 612</b>	<b>511 299</b>	<b>426 926</b>	<b>339 286</b>	<b>246 284</b>	<b>244 985</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>556 126</b>	<b>709 795</b>	<b>750 166</b>	<b>708 210</b>	<b>633 902</b>	<b>547 453</b>	<b>457 738</b>	<b>362 660</b>	<b>359 285</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>1 286 734</b>	<b>1 534 965</b>	<b>1 635 523</b>	<b>1 656 862</b>	<b>1 644 525</b>	<b>1 640 239</b>	<b>1 641 478</b>	<b>1 648 829</b>	<b>1 754 143</b>
Отчет о движении денежных средств	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Денежные средства от операционной деятельности	264 972	250 505	251 592	264 324	268 270	285 115	297 551	312 399	323 284
Денежные средства от инвестиционной деятельности	-77 716	-403 487	-249 000	-186 145	-154 994	-160 399	-165 021	-169 747	-174 578
Денежные средства от финансовой деятельности	-119 945	81 563	7 295	-69 765	-105 562	-117 854	-126 664	-136 654	-49 852
<b>Уменьшение/увеличение денежных средств</b>	<b>67 312</b>	<b>-71 419</b>	<b>9 887</b>	<b>8 415</b>	<b>7 714</b>	<b>6 861</b>	<b>5 866</b>	<b>5 999</b>	<b>98 854</b>

Источники: Данные компании, расчеты Halyk Finance

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».

© 2023 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

**E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance