FREEDOM BROKER

12 марта, 2024

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

Потенциал роста: **21%**
Целевая цена: **1 790 KZT**
Текущая цена: **1 483 KZT**

флэшноут/апдейт

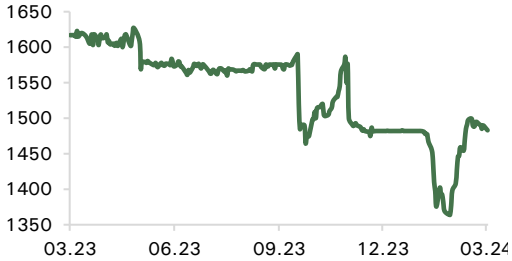
KEGOC: результаты 4-го квартала 2023 года

KEGOC

Выручка, '23 (млрд KZT)	**252**
EBITDA, '23 (млрд KZT)	**111**
Чистая прибыль, '23 (млрд KZT)	**43**
Чистый долг, скорр. '23 (млрд KZT)	**85**

P/E, '23 (x)	**9,4x**
P/BV, '23 (x)	**0,61x**
P/S, '23 (x)	**1,6x**
EV/EBITDA, '23 (x)	**4,5x**
ROA (%)	**4,4%**
ROE (%)	**6,6%**
Маржа EBIT (%):	**23%**
Маржа EBITDA (%):	**44%**
Капитализация (млрд KZT)	**408**
Акций выпущено (млн штук)	**275,3**
Свободное обращение (%)	**15%**
52-нед. макс/мин (KZT)	**1 361–1 627**
Текущая цена (KZT)	**1 483**
Целевая цена (KZT)	**1 790**
Потенциал роста (%)	**21%**
Инвестиционный горизонт	**6-12 мес.**
Планируемая частота обновления цены	**ежеквартально**

Динамика акций / биржа **KEGC/KASE**



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	0%	-6%	-8%
vs KASE	-19%	-34%	-60%

Оразбаев Данияр
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

АО «KEGOC» умеренно позитивно отчиталось по итогам 4-го квартала 2023 года. Компания продолжает показывать заметный рост выручки на фоне реформ в сфере электроэнергетики и роста тарифов. В отличие от предыдущего квартала отмечаем улучшение квартальной маржинальности на фоне более быстрого роста выручки относительно себестоимости. Кроме того, в 4-м квартале заметно улучшился свободный денежный поток, что привело к снижению чистого долга на 11%. В итоге в нашей модели оценки вместе со снижением чистого долга мы немного улучшили ожидания по маржинальности, а также снизили средневзвешенную стоимость капитала, что привело к увеличению нашей оценки. В итоге наша новая целевая цена одной акции KEGOC составляет 1 790 тенге с потенциалом роста в 21%. Рекомендация – «Покупать».

(+) Продолжение роста выручки. Выручка компании за 4-й квартал 2023 года выросла на 27% г/г и 35% к/к во многом благодаря появлению новых статей доходов после изменений модели оптового рынка электроэнергии. Доходы от услуг по передаче электроэнергии снизились на 65% г/г, которые были компенсированы доходами от услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) в размере 37,3 млрд тенге. В совокупности квартальные доходы от этих двух услуг выросли на 20% г/г в сравнении с доходами от передачи ЭЭ в 2022 году. Доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 6,8% и упали на 42% г/г соответственно. Тариф на диспетчеризацию вырос на 8%, а по балансированию упал на 41% г/г согласно обновленной тарифной сетке. Тем не менее, вторая новая статья доходов от продажи балансирующей электроэнергии в размере 11,7 млрд тенге компенсировала это снижение выручки.

(+) Улучшение маржинальности и свободного денежного потока. Квартальная валовая маржа компании выросла с 23% в 2022 году до 31% в 2023 году во многом благодаря существенному увеличению выручки. Рост себестоимости составил лишь 14%, в основном из-за роста технологического расхода ЭЭ. На фоне этого квартальная EBITDA маржа также показала рост с 39% в 2022 году до 42%. Отметим значительное улучшение операционной маржи с 11,5% до 22% во многом за счет снижения совокупных неденежных убытков от переоценки. Тем не менее, по итогам года свободный денежный поток компании снизился с 31 до 12 млрд тенге из-за снижения операционных денежных потоков с 81 до 67 млрд тенге. Причинами этого стало увеличение уплаченного купонного

вознаграждения на 69% и увеличение дебиторской задолженности на 16 млрд тенге. Однако, отдельно 4-й квартал оказался позитивным в плане генерации денежных потоков. Так, за квартал свободный денежный поток составил 12,6 млрд тенге, что на 73% выше, чем в 2022 году, и более чем на 25 млрд тенге больше, чем в убыточном третьем квартале. Квартальная чистая маржа KEGOC в итоге выросла с прошлогодних 10% до 19% и стала вторым лучшим результатом за последние 14 кварталов. В итоге за 2023 год, компания получила чистую прибыль в размере 43,4 млрд тенге, или 165,5 тенге на акцию, что на 61% больше результата в 2022 году.

Наше мнение и изменения в модели оценки. По нашему мнению, финансовый отчет KEGOC оказался умеренно позитивным. Если продолжение роста выручки было ожидаемым, то вот улучшение маржинальности превзошло наши прогнозы, особенно на фоне слабого третьего квартала. В модели оценки мы немного улучшили маржинальность в прогнозном периоде и сохраняем ожидания по увеличению выручки в 2024 году ввиду полного эффекта от реформ рынка электроэнергии и продолжения роста тарифов. Также большое позитивное влияние на оценку оказало снижение средневзвешенной стоимости капитала на фоне падения доходностей гособлигаций и премии за риск инвестиции в акции. Кроме того, заметно снизился чистый долг в четвертом квартале, что увеличивает нашу оценку. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы увеличили целевую цену одной акции АО KEGOC до **1 790 тенге**, что дает **потенциал роста в 21%. Рекомендация – «Покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	20.11.2023	12.03.2024		
Чистый долг, млрд тенге	96	85	-11%	Снижение чистого долга за счет увеличения свободного денежного потока
Валовая маржа, 2024, %	29%	32%	+3 п.п.	Заметное улучшение валовой маржи в четвертом квартале 2023 г.
WACC, %	14,3%	13,5%	-0,8 п.п.	Снижение доходностей гособлигаций и премии за риск инвестиции в акции

Расчеты Freedom Broker

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

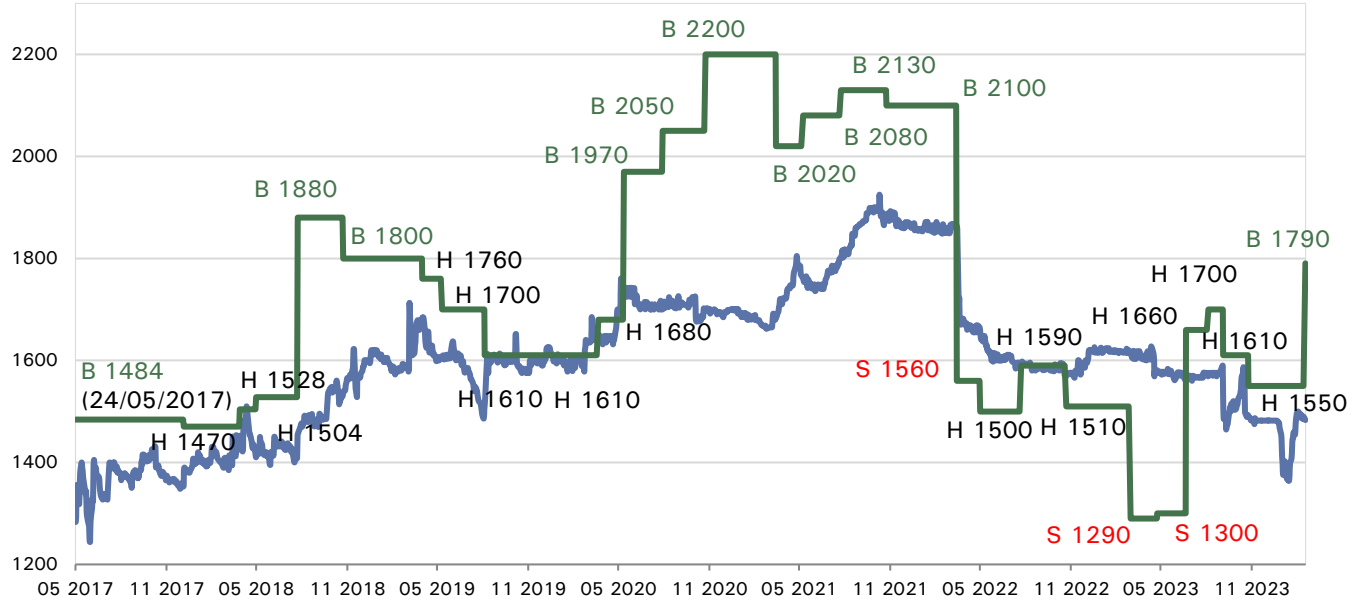


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	6	67%
Hold	2	22%
Sell	1	11%

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