

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Hold****АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **8%**Целевая цена: **1 700 KZT**Текущая цена: **1 569 KZT****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

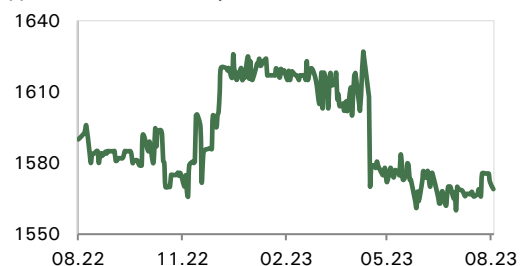
флэшнуот/апдейт

**KEGOC: результаты 2-го квартала 2023 года**

Выручка, 6М '23 (млрд KZT)	114
EBITDA, 6М '23 (млрд KZT)	56
Чистая прибыль, 6М '23 (млрд KZT)	23
Чистый долг, скорр. 6М '23 (млрд KZT)	89

P/E, 6М '23 (x)	11,4x
P/BV, 6М '23 (x)	0,61x
P/S, 6М '23 (x)	1,8x
EV/EBITDA, 6М '23 (x)	4,9x
ROA (%)	3,6%
ROE (%)	5,4%
Маржа EBIT (%)	26%
Маржа EBITDA (%)	49%

Капитализация (млрд KZT)	408
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 560–1 627
Текущая цена (KZT)	1 569
Целевая цена (KZT)	1 700
Потенциал роста (%)	8%

Динамика акций / биржа **KEGC/KASE**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	0%	-3%	-1%
vs KASE	-6%	-17%	-23%

АО «KEGOC» отчиталось по итогам 2-го квартала 2023 года. Компания продолжает показывать годовой рост выручки, по большей части за счет неплохого роста операционных показателей. Также некоторое увеличение тарифов внесло свою лепту. В то же время денежная маржинальность незначительно снизилась относительно прошлого года. Также можно заметить значительный рост чистой прибыли, что стало возможным благодаря снижению начисленного износа и амортизации. Однако, этот рост не должен вводить в заблуждение, так как свободный денежный поток относительно прошлого года немного снизился. В целом наша модель оценки изменилась незначительно: был немного снижен WACC, а также чуть улучшена выручка после обновления финансовых результатов. В итоге, с учетом всех изменений и предположений в модели оценки, наша новая целевая цена одной акции KEGOC составляет 1 700 тенге с потенциалом роста в 8%. Рекомендация – «Держать».

**(+) Продолжение умеренного роста выручки.** Выручка компании за 2-й квартал 2023 года выросла на 12% г/г за счет увеличения объемов электроэнергии и тарифов. Доходы от услуг по передаче электроэнергии выросли на 14% г/г на фоне роста объемов на 12% г/г и тарифа на 1,8% г/г. Также доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 8,1% и 6,5% г/г соответственно. По этим видам деятельности рост объемов оказался небольшим и составил 5,3% и 4,2% г/г соответственно. Тариф на диспетчеризацию вырос на 2,6% г/г, а тариф на балансирование электроэнергии вырос на 2,3% г/г. Отмечаем значительный рост оборота электроэнергии в Казахстане во втором квартале - аж на 15,6% г/г. Это стало возможным благодаря увеличению импорта с 0,4 до 3,6 млрд кВт.ч.

**(=) Небольшое снижение маржинальности.** Квартальная валовая маржа компании увеличилась с 22% в 2022 году до 30% в 2023 году, во многом благодаря снижению износа и амортизации на 22% г/г. Денежная валовая маржа (без учета износа) снизилась с 55% до 54%. Это также заметно по квартальной EBITDA марже, снизившейся с 52% в 2022 году до 50%. Кроме того, на это указывает свободный денежный поток, который незначительно упал с 12,5 до 12,2 млрд тенге за последний год. А вот чистая маржа компании выросла с 11% до 18%, опять же на фоне снижения износа и амортизации. В итоге, компания за квартал получила чистую прибыль в размере 9,5 млрд тенге, или 36,7 KZT на акцию, что на 74% больше, чем результат в 2022 году.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

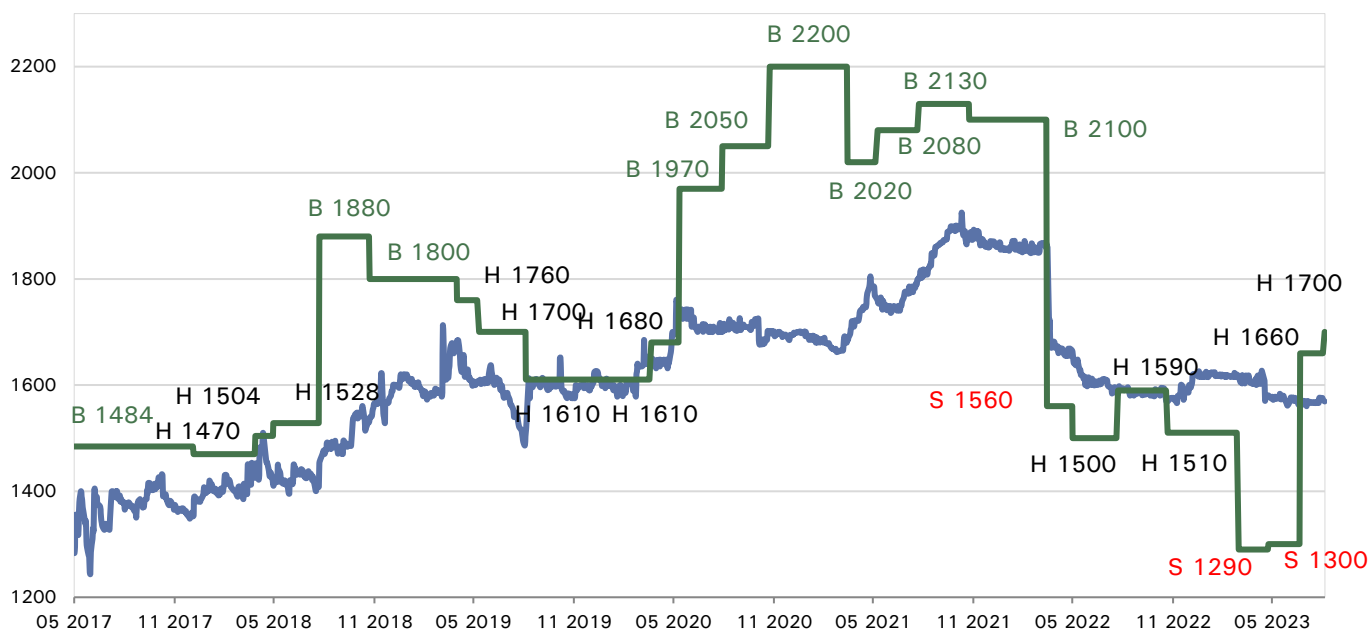
**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Компания умеренно позитивно отчиталась по итогам второго квартала 2023 года, несмотря на небольшое снижение операционной маржинальности. Доходы KEGOC за год неплохо выросли на фоне роста объемов оборота электроэнергии. Также во втором квартале этот показатель значительно вырос по всему Казахстану, а компания сохранила свободный денежный поток на прежнем уровне. Компания на мероприятии “День эмитента” представила собственные прогнозы на 2023 год. Несмотря на достаточно высокую чистую прибыль в размере 23 млрд тенге по итогам первого полугодия, за весь 2023 год ожидается чистая прибыль лишь в размере 31,5 млрд тенге. Тем не менее, недавние изменения в тарифной политике, а также отсутствие в будущем убытков от продажи электроэнергии в целях компенсации межгосударственного сальдо по перетоку электроэнергии, могут дать куда более высокие итоговые результаты. Также отмечаем, что компания внесла в повестку ближайшего внеочередного собрания акционеров вопрос “Об увеличении количества объявленных акций”, что может указывать на скорое рыночное размещение дополнительных акций. В модели оценки мы немного увеличили прогнозный уровень выручки, а также уменьшили WACC ввиду снижения премии за риск инвестиции в акции с 5,3% до 4,8%. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы немного повысили целевую цену одной акции АО KEGOC до **1 700 тенге**, что дает **потенциал роста в 8%**. **Рекомендация – «Держать».**

## Справочная информация

**Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки**

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	18.07.2023	29.08.2023		
Выручка, млрд тенге, 2023	228	231	+1,3%	Увеличение темпов роста выручки во втором квартале 2023 г.
WACC, %	14,5%	14,3%	-0,2 п.п.	Снижение риска инвестиции в акции с 5,3% до 4,8%.

Расчеты Freedom Broker

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


### Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» 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 адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

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