

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **4%**Целевая цена: **1 550 KZT**Текущая цена: **1 490 KZT****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнуот/апдейт

KEGOC: результаты 3-го квартала 2023 года

Выручка, 9М '23 (млрд KZT)	173
EBITDA, 9М '23 (млрд KZT)	77
Чистая прибыль, 9М '23 (млрд KZT)	29
Чистый долг, скорр. 9М '23 (млрд KZT)	96

P/E, 9М '23 (x)	11,8x
P/BV, 9М '23 (x)	0,63x
P/S, 9М '23 (x)	1,7x
EV/EBITDA, 9М '23 (x)	5,2x
ROA (%)	3,5%
ROE (%)	5,2%
Маржа EBIT (%)	22%
Маржа EBITDA (%)	45%

Капитализация (млрд KZT)	410
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 464–1 627
Текущая цена (KZT)	1 490
Целевая цена (KZT)	1 550
Потенциал роста (%)	4%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально



АО «KEGOC» отчиталось по итогам 3-го квартала 2023 года. Компания продолжает показывать умеренный годовой рост выручки даже после изменения ее структуры на фоне реформ в сфере электроэнергетики. Тем не менее, отмечаем заметное падение квартальной валовой маржи на фоне роста технологического расхода электроэнергии более чем в два с половиной раза. Также резко снизился свободный денежный поток относительно прошлого года, что привело к увеличению чистого долга. В итоге в нашей модели оценки мы отразили эти два важных изменения. Однако пока что мы не полностью отразили снижение валовой маржи и будем смотреть на дальнейшую динамику. В итоге, с учетом всех изменений и предположений в модели оценки, наша новая целевая цена одной акции KEGOC составляет 1 550 тенге с потенциалом роста в 4%. Рекомендация – «Держать».

(+) Продолжение умеренного роста выручки. Выручка компании за 3-й квартал 2023 года выросла на 13% г/г за счет появления новых статей доходов после изменений модели оптового рынка электроэнергии. Доходы от услуг по передаче электроэнергии снизились на 72% г/г, которые были компенсированы доходами от услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) в размере 27,7 млрд тенге. В совокупности квартальные доходы от этих услуг выросли на 4,7%. Доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 6,5% и упали на 43% г/г соответственно. Тариф на диспетчеризацию вырос на 4,6%, а по балансированию упал на 42% г/г согласно новой тарифной сетке. Тем не менее появилась еще одна новая статья доходов от продажи балансирующей электроэнергии в размере 7,4 млрд тенге.

(-) Заметное снижение маржинальности. Квартальная валовая маржа компании упала с 23,7% в 2022 году до 19,1% в 2023 году во многом из-за роста технологического расхода электроэнергии на 155% г/г. На фоне этого также отметим и резкое падение EBITDA маржи с 49% в 2022 году до 37%. Также на это указывает и значительное снижение свободного денежного потока в третьем квартале с 10,8 млрд тенге в 2022 году до -12,9 млрд тенге в 2023 году. Снижение произошло из-за роста капитальных затрат с 7,8 до 16,3 млрд тенге и снижения операционных денежных потоков с 18,6 до 3,4 млрд тенге. Тем не менее, чистая маржа KEGOC упала не так значительно: с 13% до 10%, за счет снижения чистых неоперационных расходов и налога на прибыль. В итоге, компания за квартал получила чистую прибыль в размере 5,6 млрд тенге, или 20,4 KZT на акцию, что на

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

19% меньше результата в 2022 году.

Наше мнение и изменения в модели оценки. По нашему мнению, KEGOC умеренно негативно отчиталась по итогам третьего квартала 2023 года, несмотря на продолжение роста выручки. Основной причиной этого является заметное падение валовой маржи из-за резкого роста технологического расхода электроэнергии. На фоне всего этого снизилась квартальная EBITDA и чистая прибыль. К тому же компания получила значительный убыток по свободному денежному потоку, что привело к резкому сокращению объема денежных средств на балансе компании. Даже если учитывать поступления от SPO и финансовые активы, чистый долг компании вырос с 87 до 96 млрд тенге. Отметим, что мы также корректируем объем денежных средств на еще не выплаченные на момент отчета дивиденды. Изменение структуры выручки пока что вносит некоторую неопределенность в модель оценки по части прогноза выручки и оценки фактической деятельности компании. В модели оценки мы немного отразили фактическое падение валовой маржи, а также повысили чистый долг. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы немного снизили целевую цену одной акции АО KEGOC до **1 550 тенге**, что дает **потенциал роста в 4%**.
Рекомендация – «Держать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.09.2023	20.11.2023		
Чистый долг, млрд тенге	87	96	+10%	Увеличение долга и снижение объема денежных средств в третьем квартале 2023 года. Учтены денежные поступления от SPO, а также объявленные дивиденды, которые еще не были выплачены на момент отчета
Валовая маржа, 2024, %	31%	29%	-2 п.п.	Заметное снижение валовой маржи в третьем квартале 2023 г.

Расчеты Freedom Broker

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

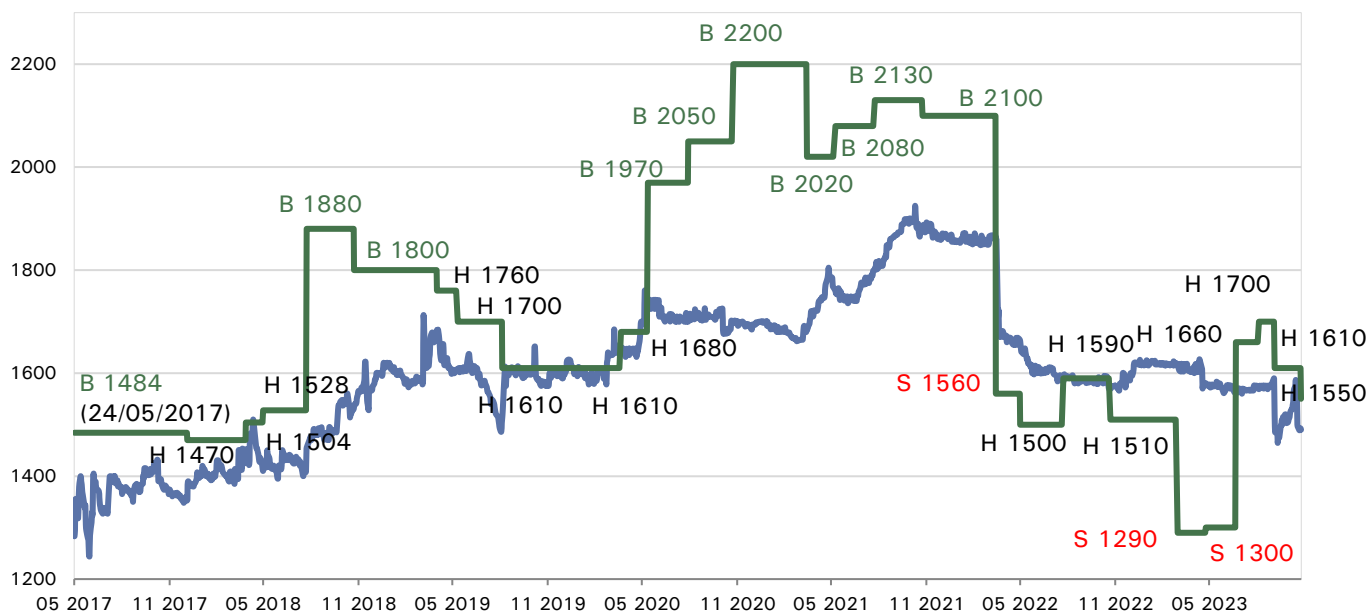


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	5	56%
Hold	3	33%
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
-