

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **7%**Целевая цена: **1 590 KZT**Текущая цена: **1 479 KZT****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнуут/апдейт

KEGOC: результаты 2-го квартала 2024 года

Выручка, 6М '24 (млрд KZT)	158
EBITDA, 6М '24 (млрд KZT)	71
Чистая прибыль, 6М '24 (млрд KZT)	35
Чистый долг, скорр. 6М '24 (млрд KZT)	69

P/E, 6М '24 (x)	7,3x
P/BV, 6М '24 (x)	0,58x
P/S, 6М '24 (x)	1,4x
EV/EBITDA, 6М '24 (x)	3,8x
ROA (%)	5,5%
ROE (%)	7,9%
Маржа EBIT (%)	29%
Маржа EBITDA (%)	45%

Капитализация (млрд KZT)	407
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 361–1 601
Текущая цена (KZT)	1 479
Целевая цена (KZT)	1 590
Потенциал роста (%)	7%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций / биржа KEGC/KASE

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-2%	2%	-6%
vs KASE	-8%	-14%	-45%

АО «KEGOC» нейтрально отчиталось по итогам 2-го квартала 2024 года. Компания продолжает показывать рост выручки после реформ в сфере электроэнергетики и увеличения тарифов. Однако квартальная валовая маржа немного снизилась, а EBITDA маржа значительно сократилась, что привело к незначительному росту входящих денежных потоков во втором квартале. Тем не менее чистая прибыль продолжает показывать сильный рост, что наверняка, как минимум, позволит сохранить дивиденды на прежнем уровне. В итоге в модели оценки мы повысили прогнозы по себестоимости из-за более высокого роста отдельных компонентов. Кроме того, негативное влияние на оценку оказало увеличение доходности гособлигаций, что привело к росту WACC. В итоге мы снизили целевую цену одной акции KEGOC до 1 590 тенге с потенциалом роста в 7%. Рекомендация – «Держать».

(+) Продолжение роста выручки. Выручка компании за 2-й квартал 2024 года выросла на 36% г/г и сезонно снизилась на 14% к/к. Доходы продолжают расти за счет появления новых статей после изменений модели оптового рынка электроэнергии. Доходы от услуг по передаче электроэнергии снизились на 62% г/г, но это снижение было компенсировано доходами от услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) в размере 34,1 млрд тенге. В совокупности квартальные доходы от этих двух услуг выросли на 28% г/г по сравнению с доходами от передачи электроэнергии во втором квартале 2023 года. Доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 13% и упали на 38% г/г соответственно. Средний тариф на диспетчеризацию вырос на 8%, а по балансированию снизился на 40% г/г согласно последней тарифной сетке. Однако новая статья доходов от продажи балансирующей электроэнергии в размере 8,2 млрд тенге компенсировала это снижение выручки.

(-) Снижение EBITDA маржи. Квартальная валовая маржа компании немного снизилась с 30,4% в 2023 году до 29,7% в этом году за счет более существенного роста себестоимости относительно выручки. Себестоимость услуг выросла на 38% г/г, главным драйвером роста вновь стал технологический расход электроэнергии (+155% г/г). Из-за этого и сохранения абсолютного значения износа и амортизации квартальная EBITDA маржа снизилась с 49,8% в прошлом году до 42,6%. Тем не менее квартальный свободный денежный поток компании вырос с 7,9 до 14,5 млрд тенге во многом за счет низких капитальных затрат, тогда как денежные потоки от операционной деятельности выросли незначительно. Квартальная чистая маржа KEGOC увеличилась с прошлогодних 17,8% до 18,8%. В итоге

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

квартальная чистая прибыль составила 13,8 млрд тенге, или 52,9 тенге на акцию, что на 44% больше результата 2023 года.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом финансовый отчет KEGOC оцениваем как нейтральный. Все еще продолжается ожидаемый рост всех основных финансовых показателей после прошлогодних тарифных реформ. Однако денежная (ЕВITDA) маржинальность во втором квартале оказалась ниже, чем в прошлом году. ЕВITDA выросла не так значительно, как выручка, а операционные денежные потоки остались на прежнем уровне. В обновленной модели оценки мы незначительно увеличили прогноз выручки, но в то же время значительно увеличили себестоимость. Основной причиной этого является рост расходов на покупку балансирующей электроэнергии, которые составили 36% от доходов в первом полугодии, тогда как в первом квартале этот показатель составлял 21%, а во втором полугодии прошлого года — 25%. Также технологический расход электроэнергии оказался чуть выше ожиданий. В итоге это привело к некоторому снижению прогнозной ЕВITDA маржи, что уменьшило оценку. Кроме того, увеличение доходности гособлигаций Казахстана за последний квартал снизило оценочную стоимость. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы снизили целевую цену одной акции АО «KEGOC» до уровня **1 590 тенге**, что дает **потенциал роста в 7%**. **Рекомендация – «Держать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.05.2024	20.08.2024		
Себестоимость, 2024, млрд тенге	202	215	+ 6,4%	Более высокий уровень расходов на покупку балансирующей электроэнергии и технологический расход в сравнении с прежними ожиданиями в модели оценки
WACC, %	13,9%	14,3%	+ 40 б.п.	Увеличение доходности 10-летних гособлигаций с 12,7% до 13,4% и снижение 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»)

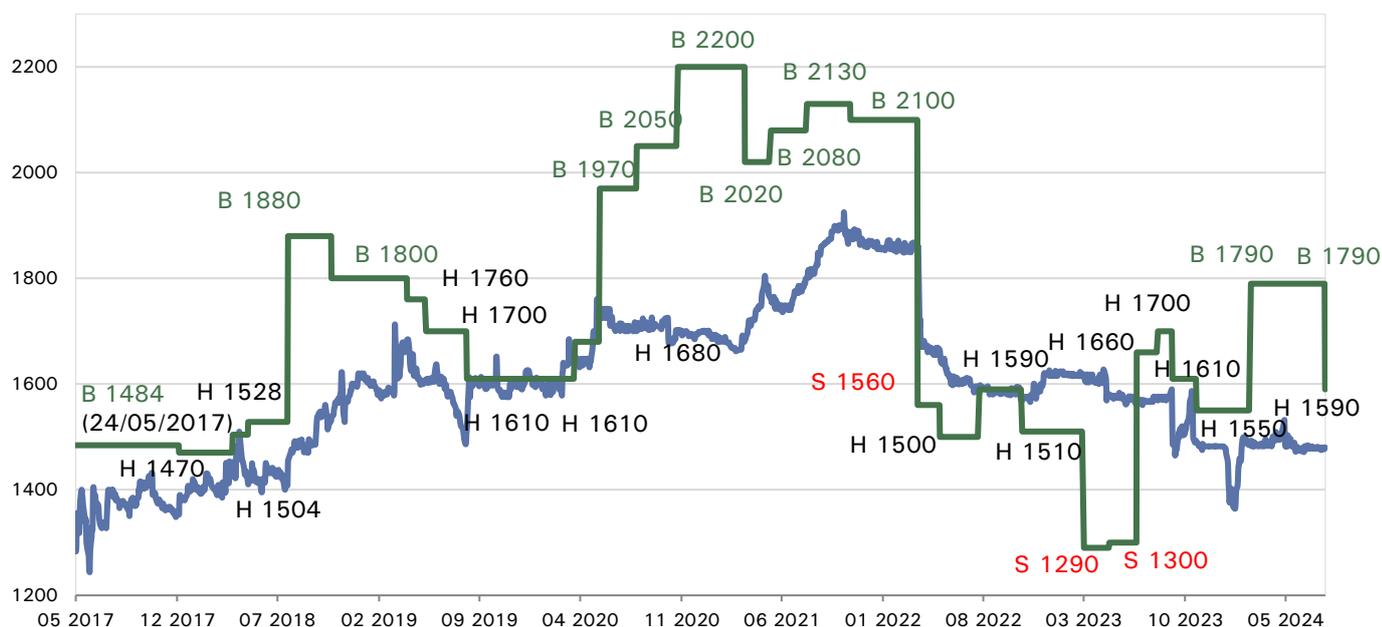


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	6	60%
Hold	3	30%
Sell	1	10%

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
-