

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **21%**Целевая цена: **1 760 KZT**Текущая цена: **1 453 KZT**

флэшнот/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ**DCF**

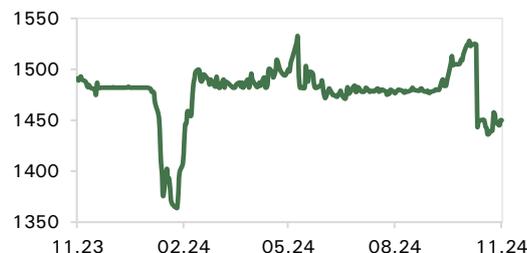
Казахстан | Электроэнергетика

KEGOC: результаты 3-го квартала 2024 года

Выручка, 9М '24 (млрд KZT)	232
ЕБИТДА, 9М '24 (млрд KZT)	97
Чистая прибыль, 9М '24 (млрд KZT)	47
Чистый долг, скорр. 9М '24 (млрд KZT)	79

P/E, 9М '24 (x)	6,5x
P/BV, 9М '24 (x)	0,56x
P/S, 9М '24 (x)	1,3x
EV/ЕБИТДА, 9М '24 (x)	3,7x
ROA (%)	6,1%
ROE (%)	8,9%
Маржа ЕБИТ (%)	26%
Маржа ЕБИТДА (%)	42%

Капитализация (млрд KZT)	399
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 361–1 534
Текущая цена (KZT)	1 453
Целевая цена (KZT)	1 760
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	-2%	-3%	-3%
vs KASE	-5%	-11%	-36%

АО «KEGOC» умеренно позитивно отчиталось по итогам 3-го квартала 2024 года. Компания продолжает показывать рост выручки после реформ в сфере электроэнергетики и увеличения тарифов. При этом квартальная валовая маржа выросла, но ЕБИТДА маржа показала небольшое снижение. Тем не менее, увеличение выручки привело к росту прибыли в денежном выражении. Чистая прибыль также продолжает показывать рост, в том числе на фоне снижения финансовых расходов. Все это позволяет как минимум рассчитывать на сохранение текущих уровней дивидендов. В модели оценки мы повысили прогнозы по выручке за счет увеличения объемов рынка и отдельных услуг компании, которые показывают стабильные результаты несколько кварталов подряд. Также был повышен прогноз по себестоимости и скорректирован чистый долг с учётом недавних дивидендов. В итоге мы повысили целевую цену одной акции KEGOC до 1 760 тенге с потенциалом роста в 21%. **Рекомендация – «Покупать».**

(+) Продолжение сильного роста выручки. Выручка компании за 3-й квартал 2024 года выросла на 26% г/г и на 1,1% к/к. Отметим сезонный фактор бизнеса компании, поэтому квартальное сравнение может давать искаженную картину. Доходы продолжают расти за счёт появления новых статей после изменений модели оптового рынка электроэнергии. Доходы от услуг по передаче электроэнергии выросли на 44% г/г, а новая статья доходов от услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) увеличилась на 24% г/г. В совокупности квартальные доходы от этих двух услуг выросли на 29% г/г. Доходы от диспетчеризации и балансирования электроэнергии увеличились на 9,4% и 5,3% г/г соответственно. Средние фактические тарифы на обе эти услуги выросли примерно на 6% г/г. Также зафиксирован рост новой статьи доходов от продажи балансирующей электроэнергии на 47% г/г.

(=) Небольшое снижение ЕБИТДА маржи и рост чистой прибыли. Квартальная валовая маржа компании выросла с 19,1% в 2023 году до 21,7% в этом году за счёт более существенного роста выручки относительно себестоимости. Себестоимость услуг выросла на 22% г/г, главным драйвером остаётся технологический расход электроэнергии (+38% г/г). Также на 20% выросли расходы на персонал. Из-за этого и сохранения уровня износа и амортизации квартальная ЕБИТДА-маржа снизилась с 36,9% в прошлом году до 35,7%. Тем не менее, это снижение было менее значительным, чем во втором квартале, когда оно составило 7,2 п.п. Отметим, что квартальный свободный денежный поток компании за год вырос с -12,9 до 11,5

млрд тенге во многом благодаря росту операционных денежных потоков. Также капитальные затраты снизились на 8,1% по сравнению с 2023 годом. На фоне улучшения валовой маржи, снижения финансовых расходов на 27% г/г и роста финансовых доходов на 73% г/г квартальная чистая маржа KEGOC увеличилась с 10% в прошлом году до 16%. Чистая прибыль составила 11,9 млрд тенге, или 43,1 тенге на акцию, что на 112% выше уровня 2023 года. Такой уровень чистой прибыли стал самым высоким для третьего квартала как минимум с 2017 года.

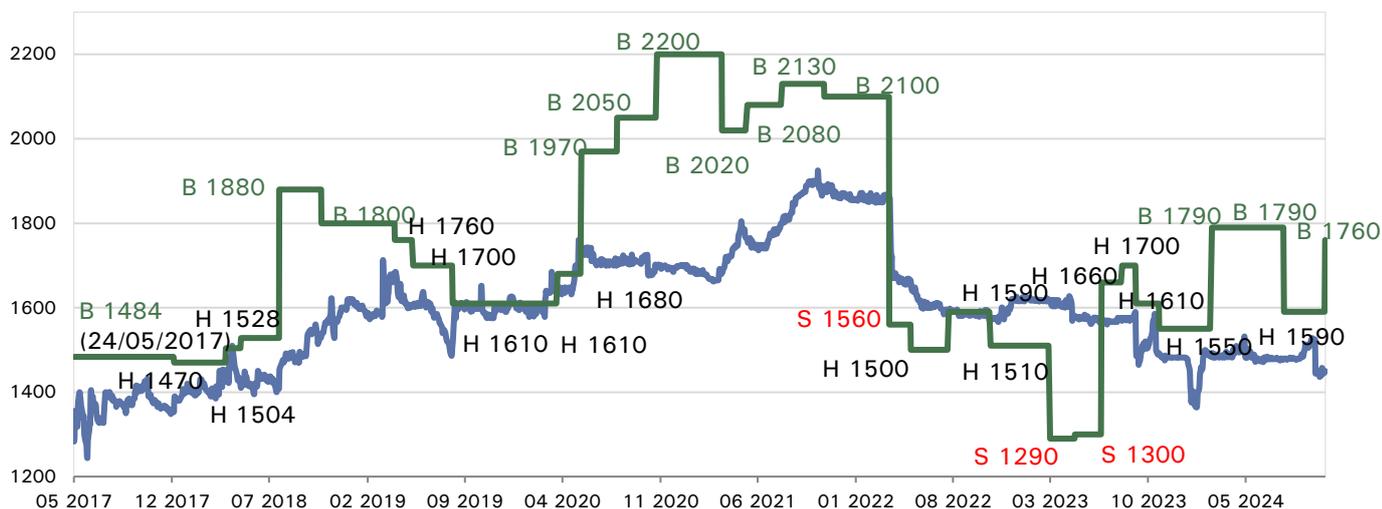
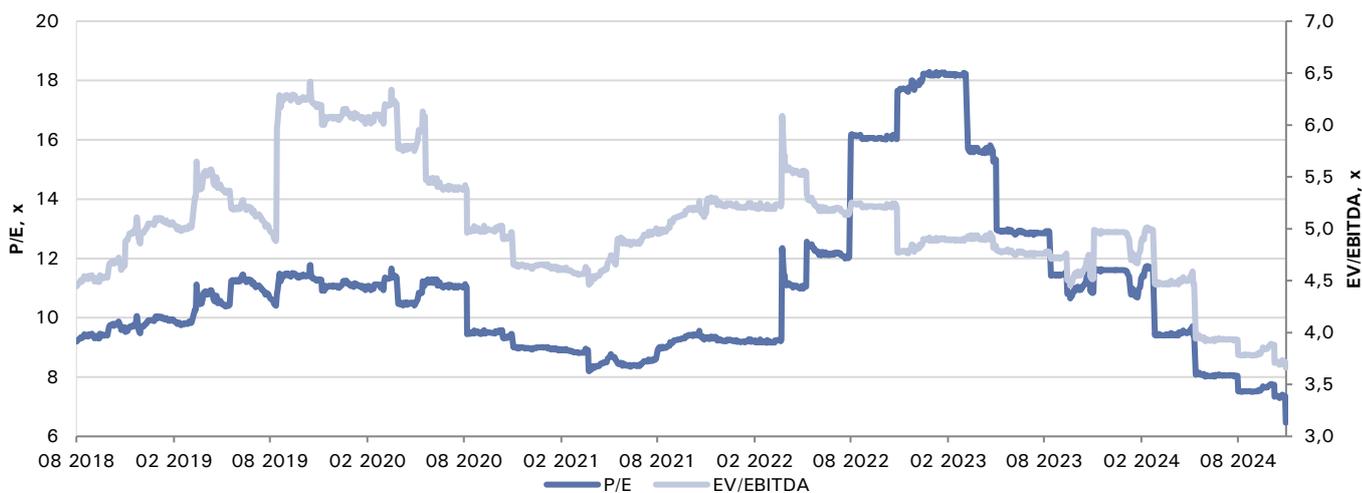
Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом, финансовый отчет KEGOC оценивается как умеренно позитивный. Продолжается ожидаемый рост всех основных финансовых показателей после прошлогодних тарифных реформ. Следующий квартал станет важным для оценки дальнейшей траектории роста, так как сравнительная база будет полностью состоять из новых статей доходов. Отмечаем небольшое снижение EBITDA маржи в третьем квартале после резкого падения во втором. Вкупе с ростом выручки это даёт значительное увеличение прибыли в денежном выражении. Генерация денежных средств от операционной деятельности остаётся на хорошем уровне. Чистая прибыль, которая определяет уровень дивидендов, значительно выросла. В обновленной модели оценки мы увеличили прогноз выручки за счёт роста объемов передачи и пользования НЭС после нескольких кварталов стабильных результатов. Также мы повысили прогнозные объемы потребления электроэнергии, учитывая более высокие фактические значения относительно прежних ожиданий. В то же время был увеличен прогноз по технологическому расходу электроэнергии, так как его относительные значения показали стабильность. Проведена также корректировка чистого долга в связи с фиксацией реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов, поскольку это еще не отразилось на балансе компании. В итоге все это привело к увеличению целевой цены одной акции АО «KEGOC» до **1 760 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
	20.08.2024	15.11.2024		
Себестоимость, 2024, млрд тенге	215	221	+ 2,8%	Более высокий уровень расходов на технологический расход электроэнергии в сравнении с ожиданиями в модели
Выручка, 2025, млрд тенге	324	336	+ 3,7%	Увеличение прогнозных объемов новых услуг ввиду их стабильных относительных результатов в последние кварталы
Объем потребления ЭЭ, 2030, млрд кВтч	140	143	+ 2,1%	Увеличение прогнозных объемов потребления на фоне более высоких фактических значений относительно наших ожиданий

Расчеты Freedom Broker

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

Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	8	80%
Hold	1	10%
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
-