

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **25%**Целевая цена: **1 840 KZT**Текущая цена: **1 469 KZT**

флэшнгут/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ**DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

KEGOC: результаты 4-го квартала 2024 года

Выручка, '24 (млрд KZT)	320
EBITDA, '24 (млрд KZT)	130
Чистая прибыль, '24 (млрд KZT)	60
Чистый долг, '24 (млрд KZT)	64

P/E, '24 (x)	6,8x
P/BV, '24 (x)	0,53x
P/S, '24 (x)	1,3x
EV/EBITDA, '24 (x)	3,6x
ROA (%)	5,4%
ROE (%)	8,4%
Маржа EBIT (%)	22%
Маржа EBITDA (%)	41%

Капитализация (млрд KZT)	404
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 425–1 534
Текущая цена (KZT)	1 469
Целевая цена (KZT)	1 840
Потенциал роста (%)	25%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-1%	0%	0%
vs KASE	-1%	-8%	-13%

АО «KEGOC» опубликовало нейтральные финансовые результаты за 4-й квартал 2024 года. Компания продолжает демонстрировать рост выручки на фоне увеличения потребления электроэнергии в стране. Однако квартальные показатели маржинальности снизились по сравнению с прошлым годом. На чистую прибыль негативное влияние оказало неденежное обесценение основных средств вследствие переоценки. Кроме того, EBITDA маржа также сократилась, хотя и не так значительно, как чистая маржа. Тем не менее, в части генерации денежных средств компания показывает положительную динамику, а уровень чистого долга достиг минимального значения за более чем три года. Это позволяет ожидать дивиденды как минимум на уровне 80 тенге на акцию по итогам второго полугодия, что соответствует дивидендной доходности 11%. Также стоит отметить недавнюю заявку компании на повышение двух основных тарифов на 26% с текущего года. Учитывая этот фактор, а также рост энергопотребления, мы внесли соответствующие изменения в модель оценки. С другой стороны, повышение базовой ставки привело к росту WACC. В результате целевая цена одной акции KEGOC была повышена до 1 840 тенге, что подразумевает потенциал роста на 25%. Рекомендация – «Покупать».

(+) Продолжение роста выручки. Выручка компании за 4-й квартал 2024 года выросла на 10% г/г и на 18% к/к. Следует учитывать сезонный фактор, так как четвертый квартал традиционно сильнее третьего за счет увеличения потребления электроэнергии. Основным драйвером роста стало увеличение объема передачи электроэнергии на 19% г/г, в результате чего доходы от передачи выросли на 23% г/г. Доходы от услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) и балансирования электроэнергии увеличились на 8% г/г, а доходы от диспетчеризации – на 9,3% г/г. Рост доходов по балансированию был обусловлен повышением тарифов, тогда как по остальным видам услуг фактический рост тарифов составил всего 3–3,5%, что указывает на основное влияние роста объемов.

(–) Снижение показателей маржинальности. Квартальная валовая маржа компании снизилась с 30,9% в 2023 году до 26,9% в 2024 году из-за более значительного роста себестоимости по сравнению с выручкой. Себестоимость услуг увеличилась на 17% г/г, при этом главным фактором стал рост технологических потерь электроэнергии (+24% г/г). Почти все остальные статьи себестоимости также показали рост по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Квартальная

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

EBITDA маржа сократилась с 42% в 2023 году до 37,1%. Операционная маржа снизилась еще сильнее из-за чистого убытка в размере 7 млрд тенге, возникшего в 4-м квартале вследствие переоценки активов НЭС. Тем не менее, квартальный свободный денежный поток увеличился на 14% г/г, что в основном связано с ростом денежных средств, генерируемых операционной деятельностью. Капитальные затраты снизились на 1,9% по сравнению с четвертым кварталом 2023 года. В итоге на фоне обесценения основных средств квартальная чистая прибыль компании снизилась в годовом выражении на 16%, составив 12,5 млрд тенге, или 45,3 тенге на акцию. Чистая маржа KEGOC упала с 19% в прошлом году до 14%. И все же за второе полугодие 2024 года прибыль на акцию достигла 88,4 тенге, что на 19,5% выше показатель аналогичного периода 2023 года.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом, финансовый отчет KEGOC оценивается нами как нейтральный. Доходы компании продолжают расти на фоне увеличения потребления электроэнергии. Неденежное обесценение основных средств оказало давление на чистую прибыль, но в части генерации денежных средств компания демонстрирует положительную динамику. Снижение маржинальности связано с ростом цен на электроэнергию, что увеличивает финансовые затраты на технологические потери при передаче. Однако недавно KEGOC подала заявку в антимонопольный регулятор (КРЕМ) на повышение двух ключевых тарифов на 26% с апреля, что, вероятно, приведет к восстановлению маржинальности в ближайшей перспективе. В модели оценки мы частично учли это резкое повышение тарифов, а также скорректировали прогноз потребления электроэнергии в Казахстане с учетом фактических данных. Это привело к существенному увеличению ожидаемой выручки. В то же время недавнее повышение базовой ставки Нацбанка увеличило доходность государственных облигаций и безрисковую ставку, что, в свою очередь, повысило ставку дисконтирования в модели оценки. Также отметим, что мы ожидаем дивиденды по итогам второго полугодия как минимум на уровне 80 тенге на акцию, учитывая самый низкий уровень чистого долга с сентября 2021 года. Тем самым общие дивиденды по итогам 2024 года в таком случае составят 162 тенге с доходностью в 11% к текущей цене. Все вышеупомянутые изменения в модели оценки привели к увеличению целевой цены одной акции АО «KEGOC» до **1 840 тенге**, что дает **потенциал роста в 25%**. **Рекомендация – «Покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	15.11.2024	17.03.2025		
WACC, %	14,2%	15,6%	+ 1,4 п.п.	Недавнее увеличение базовой ставки НБРК
Выручка, 2030, млрд тенге	441	526	+ 19%	Более высокие прогнозные темпы роста тарифов на фоне последнего обсуждения в КРЕМ
Объем потребления ЭЭ, 2026, млрд кВтч	122	126	+ 3,3%	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 – «держат», S – «продавать»)

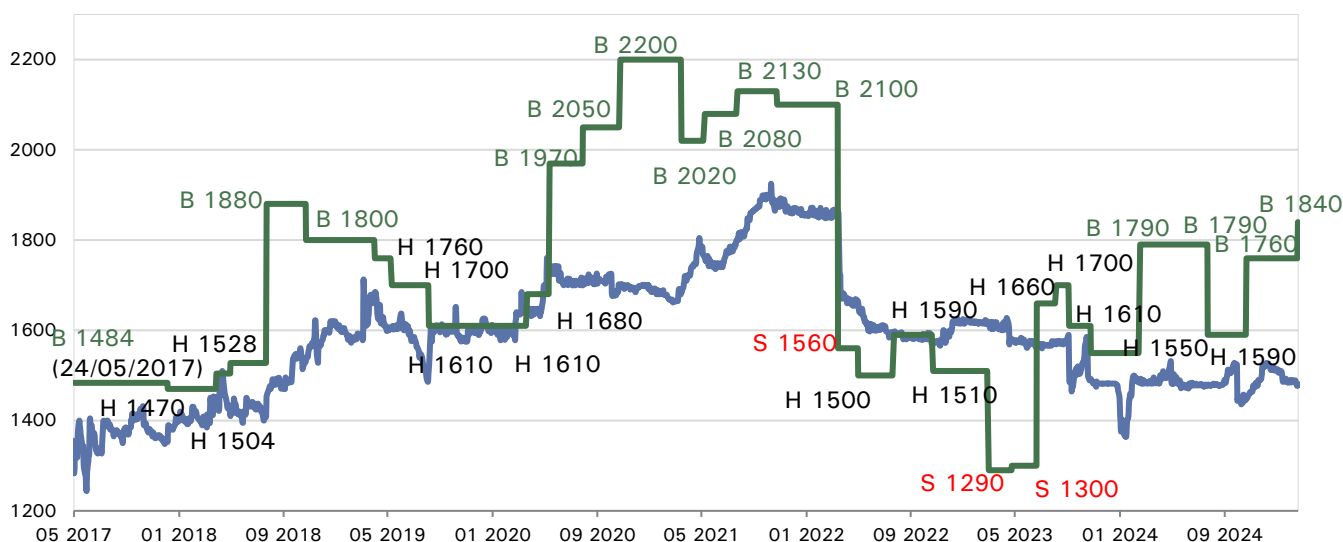


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

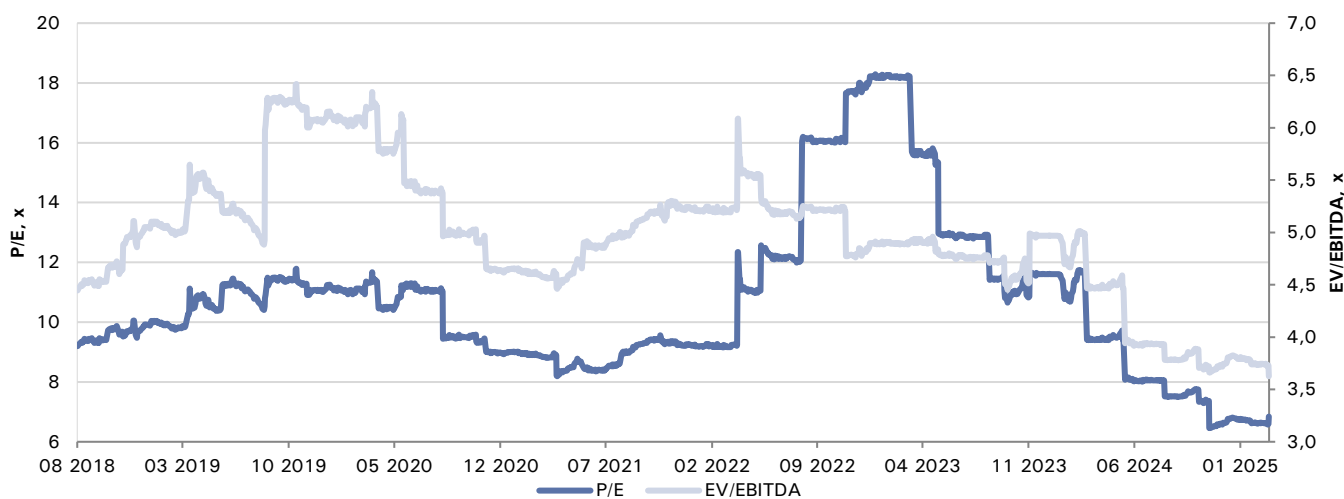


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

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
-