



Дата рекомендации	27.09.2023
Цена вторичного размещения, тг.	1 482
Целевая цена, тг.	1 950

Результаты за 1П 2023 г.

Выручка, млрд тг.	114,3
Операционная прибыль, млрд тг.	30,2
EBITDA, млрд тг.	54,4
Чистая прибыль, млрд тг.	23,0

Активы, млрд тг.	981,8
Обязательства, млрд тг.	318,4
Общий долг, млрд тг.	169,3
Капитал, млрд тг.	663,4

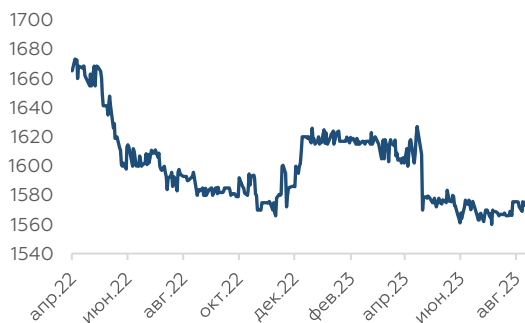
ROA, %	3,9
ROE, %	5,9
EBITDA маржа, %	47,6
P/E	11,5x
EV/ EBITDA	5,1x

Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» акции АО «KEGOC» (далее – Компания). Наша целевая цена остается прежней - на уровне **1950 тенге** (без учета SPO), что соответствует потенциалу роста в **32%** по сравнению с ценой вторичного размещения в **1482 тенге** в ноябре текущего года (в диапазоне 12 месяцев).

В конце сентября Компания объявила о проведении вторичного размещения акций (SPO) на биржах KASE и AIX. Размещение проводится путем допэмиссии с целью укрепления финансового положения и реализации новых инвестиционных проектов по модернизации и развитию энергетической инфраструктуры. Данное решение также соответствует стратегии улучшения прозрачности, эффективности и конкурентоспособности портфельных компаний Фонда АО «Самрук-Казына», доля которого в результате SPO уменьшится с 90% плюс одна акция до не менее чем 85% от общего количества акций Компании.

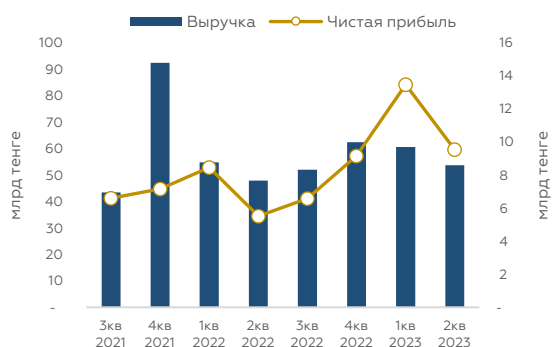
Напомним, что ранее наш прогноз по стоимости акции KEGOC был пересмотрен в сторону повышения с 1426 тенге, рекомендация «Держать» (25 апреля 2023 г.) до 1950 тенге, рекомендация «Покупать» (18 августа 2023 г.).

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Динамика выручки и прибыли, млрд тг.



Источник: KEGOC

Позитивным фактором пересмотра целевой стоимости стало изменение тарифной политики Компании. Так, с 1 июля 2023 года согласно изменениям в Законе РК «Об электроэнергетике» в части ввода механизма «Единого закупщика электрической энергии» услуга KEGOC по «Передаче электроэнергии» была разделена на две независимые услуги: «Передача электрической энергии по национальной электрической сети (НЭС)» и «Пользование национальной электрической сетью (НЭС)».

Кроме того, приказом КРЕМ МНЭ РК от 3 июля 2023 года утверждены новые тарифы на услуги по основным видам доходов Компании. Так, тариф на услугу по «Передаче электроэнергии» вырос почти на 10%, при этом тариф на услугу по «Организации балансирования производства-потребления электрической энергии» снизился примерно на 40% по сравнению с ранее утверждённой тарифной сеткой.

Также ввиду ведения механизма «Единого закупщика электрической энергии» мы прогнозируем значительное снижение расходов Компании благодаря уравниванию убытка компании Компании по покупке электроэнергии для компенсации межгосударственного сальдо перетоков электроэнергии с доходом по аналогичной услуге.

Прогнозы

млн тг.	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	233 726	284 212	303 149	318 599	352 785	381 040
Рост	7,58%	21,60%	6,66%	5,10%	10,73%	8,01%
Чистая прибыль	30 387	51 734	54 047	55 815	66 558	77 252
Рост	13,61%	70,25%	4,47%	3,27%	19,25%	16,07%
EPS	117	199	208	215	256	297
Рост	13,61%	70,25%	4,47%	3,27%	19,25%	16,07%

Источник: Прогнозы Skybridge Invest

Модель оценки

В нашей модели отражено введение Компанией новой услуги по «Пользованию НЭС» со средним годовым объемом передачи 75 млн Мвт/ч. В итоге данная услуга к 2024 году будет составлять более 55% от общей выручки Компании.

В целом, доходная часть Компании представлена 4 основными видами услуг: «по передаче электроэнергии», «по пользованию НЭС», «по технической диспетчеризации» и «по организации балансирования производства и потребления электроэнергии». Услуги по «продаже электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии», по «реализации услуг по регулированию мощности» и по «реализации покупной электроэнергии по ВИЭ» составили менее 5% выручки Компании.

При этом в расчетах мы допускаем, что согласно новой политике Компании, ранее существовавший доход от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии будет уравнен с убытком Компании по «Закупке электроэнергии с целью компенсации почасовых объемов отклонений межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии», занимавший исторически более чем 20% от общих расходов Компании. В итоге за счет снижения расходов Компании согласно нашей оценке чистая маржа выручки Компании повысится на 25% до 45% при ее историческом значении на уровне 20%.

Вместе с тем, мы полагаем, что рост стоимости компании будет сдержан планируемыми капитальными затратами до 2028 года, связанными с реализацией масштабных проектов - «Усиление электрической сети Южной зоны ЕЭС Казахстана» и «Объединение энергосистемы Западного Казахстана с ЕЭС Казахстана». Так, в текущей модели мы повысили капитальные затраты в среднем до 70 млрд тенге с 53 млрд тенге.

В итоге ввиду введения новой тарифной политики и запуска механизма «Единого закупщика электрической энергии» мы прогнозируем увеличение доходов и существенное сокращение расходов Компании, в результате чего наша целевая оценка составляет **1950 тенге** за акцию с рекомендацией **«Покупать»**.

Адрес:
Казахстан, 050060, г. Алматы,
ул. Абиш Кекилбайулы, 34
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

Электронная почта:
sales@sbinvest.kz

Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получают прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.