



Дата рекомендации	10.04.2024
Последняя цена, тг.	1 482
Целевая цена, тг.	1 764

Результаты за 2023 г.

Выручка, млрд тг.	252
Операционная прибыль, млрд тг.	58,7
EBITDA, млрд тг.	110,4
Чистая прибыль, млрд тг.	43,4

Активы, млрд тг.	1 001,8
Обязательства, млрд тг.	316,1
Общий долг, млрд тг.	163,5
Капитал, млрд тг.	685,7

ROA, %	6,5
ROE, %	4,4
EBITDA маржа, %	43,8
P/E	9,4x
EV/ EBITDA	5,2x

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Показатели доходности, млрд. тенге



АО «KEGOC» опубликовало финансовую отчетность за 2023 год. Как и ожидалось, на результатах 2023 года положительно сказались реформы в энергетической отрасли Казахстана, вступившие в силу в середине года. В результате выручка Компании за 2023 год показала двузначный рост в 16% по сравнению с показателем 2022 года, составив 252 млрд тенге и превысила наш прогноз в 234 млрд тенге. Рост чистой прибыли оказался еще более динамичным – показатель вырос более чем в полтора раза с 26,7 млрд до 43,4 млрд, что также выше нашего прогноза в 30,4 млрд.

Мы пересмотрели оценку Компании и скорректировали нашу целевую цену на одну акцию. На изменение стоимости повлияло повышение прогнозов по инвестиционным затратам Компании, снижение ставки дисконтирования и долгосрочного прогнозного роста Компании, основанного на ожиданиях по росту экономики Казахстана. В допущениях по росту экономики мы, помимо прогнозов НБРК, приняли во внимание более умеренные ожидания по Казахстану от Всемирного Банка. Помимо этого, мы скорректировали в расчетах количество акций, с учетом дополнительного выпуска в рамках SPO.

В результате, наша новая целевая цена по акциям KEGOC составляет 1 764 тенге, рекомендация «Покупать» с потенциалом роста к последней цене 19%. Несмотря на некоторое понижение, новая оценка продолжает отражать наш позитивный взгляд на Компанию и ее перспективы, но по более консервативному сценарию.

Обзор результатов за 2023 год

Рост выручки превышает рост расходной части

В связи со структурными изменениями по видам предоставляемых услуг в 2023 году Компания начала получать выручку по двум новым статьям - от реализации услуг по пользованию НЭС и от продажи балансирующей электроэнергии. При этом прежняя услуга по передаче электроэнергии также сохраняется – несмотря на то, что доходы по ней в 2023 году сократились на 46 млрд тенге (-30%), доходы от пользования НЭС в размере 65 млрд тенге перекрыли это снижение. От продажи балансирующей электроэнергии Компания получила дополнительные 19 млрд тенге. По итогам года Компания показала умеренный двузначный рост суммарной выручки на 16%, до 252 млрд тенге.

Основные затраты в структуре себестоимости пришлись на технологические расходы электроэнергии (+51% к 2022 году) и на новую статью - расходы на покупку балансирующей электроэнергии. Рост технологических расходов электроэнергии возможно связан с общим увеличением объема передаваемой электроэнергии.

Расходы на оплату труда выросли на 25% по сравнению с предыдущим годом до 30,1 млрд тенге, что могло быть связано с инфляционным давлением в 2023 году, а также ростом общего количества персонала Компании вследствие увеличения операционных мощностей.

Долговая нагрузка, млрд. тенге



Снижение расходов на износ и амортизацию на 16%, традиционно являющейся одной из крупнейших статей себестоимости, уменьшило давление на общую себестоимость в результате чего она выросла лишь на 9%. Сокращение расходов по износу и амортизации, вероятно, обусловлено снижением балансовой стоимости активов НЭС.

В результате, опережающий рост выручки по сравнению с расходами положительно отразился на показателях маржинальности – по итогам года валовая маржа Компании составила 28% (23% в 2022 году), маржа чистой прибыли 17% (12% в 2022 году).

Устойчивое финансовое положение

На конец 2023 года Компания значительно нарастила денежную позицию за счет высвобождения средств, с 2020 года размещенных в облигациях Фонда «Самрук-Казына» со сроком обращения до декабря 2023 года. Большая часть высвобожденных средств, в размере 20 млрд тенге, на конец года была размещена в инструментах обратного РЕПО. В результате, на конец 2023 года денежные средства и эквиваленты на балансе составили 45,5 млрд тенге – на 18 млрд больше (+65%), чем на конец 2022 года.

Обязательства по займам Компании показали незначительный рост в 5% до 163,5 млрд тенге. Основные изменения в структуре задолженности произошли за счет погашения займов перед банками развития на сумму около 10 млрд тенге. В том числе, Компания полностью погасила 15 летний кредит от ЕБРР в соответствии с графиком погашения. Снижение остатка задолженности по займам было перекрыто чуть большим объемом нового выпуска «зеленых» облигаций на сумму 16 млрд в марте 2023 года.

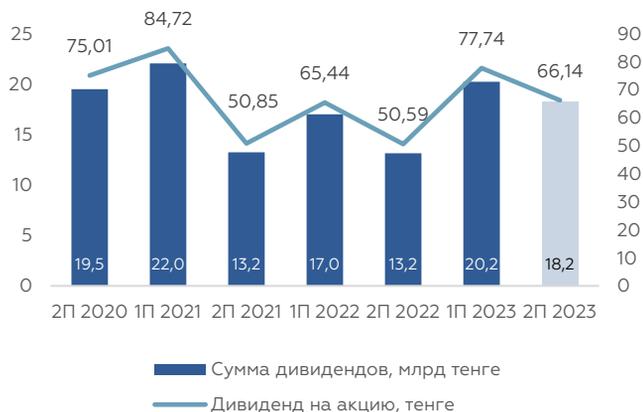
С учетом значительного увеличения денежной позиции и незначительного роста балансовой стоимости задолженности, показатель чистой долговой нагрузки Компании снизился с 129 млрд до 118 млрд тенге (-8%).

В целом, история привлечения инвестиций Компании свидетельствует о наличии доступа к достаточно разнообразным источникам финансирования. Компании также удавалось соблюдать соответствующие финансовые ковенанты перед основными кредиторами (ЕБРР и МБРР), что указывает на последовательную и успешную работу Компании.

Дивиденды

По обновленной политике, Компания направляет на выплату дивидендов не менее 60% от чистой прибыли. Компания уже выплатила дивиденды за первое полугодие 2023 года в сумме 20,2 млрд тенге (77,74 тенге за акцию/87,8% от чистой прибыли). Дивиденды за 2 полугодие будут выплачены во втором квартале 2024 года.

Динамика дивидендных выплат



Прогноз показателей доходности

млрд тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	275	284	296	315	337	359
Себестоимость услуг	189	196	207	224	207	218
Валовая прибыль	85	88	89	92	129	141
ОАР	12,8	13,7	14,0	16,0	15,9	16,6
Расходы по реализации	0,40	0,43	0,45	0,47	0,50	0,52
Операционная прибыль	61,4	62,6	62,2	62,4	99,2	110,0
Чистая прибыль	43,7	47,0	49,3	52,3	85,7	98,4
Износ и амортизация	54,4	57,1	61,9	67,6	43,8	45,9
ЕБИТДА	115,8	119,7	124,2	130,0	143,0	155,9
Капитальные затраты	36,6	58,2	116,8	135,9	43,0	50,5
Чистый денежный поток	65,6	49,1	- 5,8	- 18,4	80,8	84,2

По нашим ожиданиям, Компания может направить на выплату дивидендов за второе полугодие 90% чистой прибыли, или 18 млрд тенге (66,14 тенге за акцию). При включении в базу выплаты части нераспределенной прибыли прошлых периодов, коэффициент выплаты дивидендов за 2 полугодие может составить 100% и более. Таким образом, итоговая сумма дивидендов за 2023 год может составить 38,4 млрд. тенге (140 тенге на акцию).

Несмотря на то, что Компания обладает одной из самых щедрых на Казахстанском рынке дивидендных политик и, более того, в последние периоды значительно превышает минимально обозначенный порог выплат в 60%, более благоприятным фактором в долгосрочной перспективе, на наш взгляд, являлось бы перенаправление некоторой части прибыли, как заработанной, так и нераспределенной, на финансирование программы капиталовложений в рамках инвестиционных проектов.

Обновление модели оценки

В нашей обновленной модели целевая цена Компании была скорректирована в сторону понижения с 1 950 до 1 764 тенге за акцию (-9,5%). Таким образом согласно нашей текущей оценке Компания недооценена на 19%. Основные факторы, повлиявшие на снижение целевой цены:

- Незначительное снижение долгосрочного прогнозного роста Компании до 2029 года с 5,5% до 5%. Данный показатель изначально был основан на прогнозе по росту ВВП Казахстана от НБРК в диапазоне 5,5% - 6,5% на 2025. В этот раз, мы также учли прогнозы Всемирного Банка из последнего доклада об экономике Казахстана, где рост ВВП на 2025 год прогнозируется на уровне 4,5 – 5%.
- Увеличение капитальных вложений в рамках инвестиционной программы в период 2026-2027 до максимального уровня 135 млрд тенге.
- Пересмотр долгосрочных тарифов Компании на 2027-2029 годы, а также объемов передачи электроэнергии с учетом годового результата за 2023 год.
- Пересчет ставки дисконтирования с 15,71% до 15,05%, обусловленный снижением ставки вознаграждения НБРК по кредитам банков для экономики Казахстана в январе 2024 и понижением базовой ставки на 50 б.п. до 14,75% годовых на крайнем заседании Комитета по ДКП от февраля 2024 года.

Также, на изменение цены за акцию повлияло увеличение количества акций в обращении с 260-ти до 275 млн в результате SPO.

Таким образом, мы подтверждаем нашу рекомендацию «Покупать» акции АО «KEGOC» с новой целевой ценой 1764 тенге.

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.