



Дата рекомендации	29.08.2024
Последняя цена, тг.	1 483
Целевая цена, тг.	1 882
Потенциал роста, %	27%

млрд тг.	1 пол. 2023	1 пол. 2024
Выручка	114,4	158,4
Операционная прибыль	30,2	45,6
EBITDA	60,3	75,6
Чистая прибыль	23,0	35,2

	31 июня 2024 г.
Активы, млрд тг.	1 002,9
Обязательства, млрд тг.	303,9
Общий долг, млрд тг.	160,6
Капитал, млрд тг.	698,9

ROA, %	3,5%
ROE, %	5,1%
EBITDA маржа, %	47,7%
P/E	11,6
EV/EBITDA	6,7

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Структура выручки г/г, млрд. тенге



Анализ полугодовой отчетности 2024 года АО «KEGOC» показал увеличение выручки на 38,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года при росте операционных расходов на 34%. В результате чистая прибыль компании выросла на 52,8% год к году, а чистая маржа увеличилась незначительно – с 20,1% до 22,2%.

Основным драйвером роста выручки остается ввод с 1 июля 2023 года трех ключевых услуг в рамках новой модели «Единого закупщика электрической энергии»:

- Передача электрической энергии (э/э) по национальной электрической сети (НЭС) и пользование НЭС;
- Техническая диспетчеризация отпуска в сеть и потребления э/э;
- Организация балансирования производства-потребления э/э.

Выручка от этих трех услуг составила более 126 млрд тенге за первое полугодие 2024 года. Общая выручка за этот период превысила наши прогнозы на 2,5%, что позволило нам пересмотреть в сторону повышения долгосрочные прогнозы в модели оценки. Мы незначительно повысили прогноз по выручке до конца 2029 года до 380,8 млрд тенге в год, а также увеличили статью затрат на технологический расход э/э до 50,3 млрд тенге в среднем в год в связи с увеличением общего объема передачи э/э.

В итоге **целевая цена повышена до 1 882 тенге за акцию с потенциалом роста в 27% к последней цене закрытия торгов на KASE. Рекомендация прежняя - «Покупать».**

Внушительный рост доходности за 1 полугодие 2024 г.

Общая выручка за полугодие выросла на 38,5% г/г до 158 млрд тенге за счет прошлогоднего ввода услуги по пользованию НЭС, что составило более 46% от общей полугодовой выручки Компании.

В частности, совокупный доход от предоставления услуги по пользованию НЭС, передачи э/э и от продажи балансирующей э/э составил 126 млрд тенге за полугодие, что почти в 1,6 раза превысило доход от передачи электроэнергии, составлявший более 70% от основной выручки Компании за 1 полугодие 2023 года.

Сопутствующий рост себестоимости

Итоговая себестоимость предоставленных услуг за 1 полугодие сложилась на уровне 106 млрд тенге, что на 34% г/г выше прошлогоднего результата.

Рост произошел за счет почти двухзначного роста статьи технологического расхода э/э (до 27 млрд тенге), а также за счет незначительного роста расходов по закупке э/э с целью компенсации почасовых объемов отклонений межгосударственного сальдо перетоков э/э на +11,2% г/г до 16 млрд тенге за полугодие.

Мы предполагаем, что увеличение технических потерь э/э, носит переменный характер и обусловлено увеличением нагрузки на сети за счет почти двухкратного роста общего объема передачи э/э.

В итоге валовая маржа показала незначительный рост до 32,9% против прошлогоднего результата в 30,6%.

Прогноз расходной и доходной статей, млрд тенге



Прогноз финансовых показателей

млрд тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	309,2	316,2	337,5	369,4	405,0	443,9	485,1
Себестоимость услуг	218,2	212,9	222,0	233,1	248,3	263,0	273,7
Валовая прибыль	91,0	103,2	115,4	136,4	156,7	180,9	211,4
Рентабельность	29,4%	32,7%	34,2%	36,9%	38,7%	40,8%	43,6%
ОАР	(10,6)	(10,6)	(11,1)	(12,2)	(12,9)	(13,5)	(14,2)
Расходы по реализации	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Операционная прибыль	79,4	91,5	103,2	122,9	142,5	166,1	195,8
ЕБИТДА	162,5	176,6	190,0	212,9	238,6	268,0	300,8
Рентабельность	52,6%	55,9%	56,3%	57,6%	58,9%	60,4%	62,0%
Износ и амортизация	(60,9)	(62,8)	(63,5)	(64,3)	(69,0)	(73,6)	(75,3)
ЕБИТ	101,6	113,8	126,5	148,6	169,5	194,4	225,5
Рентабельность	32,9%	36,0%	37,5%	40,2%	41,9%	43,8%	46,5%
Финансовые доходы	9,1	12,6	13,3	13,9	14,6	15,3	16,1
Финансовые расходы	(23,1)	(28,5)	(28,6)	(30,3)	(47,0)	(54,2)	(51,0)
	9,1	12,6	13,3	13,9	14,6	15,3	16,1
ЕВТ	87,6	98,0	111,2	132,2	137,1	155,5	190,7
Рентабельность	28,3%	31,0%	32,9%	35,8%	33,9%	35,0%	39,3%
Налог на прибыль	17,5	19,6	22,2	26,4	27,4	31,1	38,1
Чистая прибыль	70,1	78,4	88,9	105,7	109,7	124,4	152,5
Рентабельность	22,7%	24,8%	26,4%	28,6%	27,1%	28,0%	31,4%
Капитальные затраты	36,6	58,2	116,8	135,9	43,0	50,5	67,3
Чистый денежный поток	72,7	99,6	51,0	51,0	168,2	186,7	197,2

Увеличились финансовые доходы в 1,6х раз до 2,5 млрд тенге, за счет роста дохода от успешного размещения свободной ликвидности в операции обратного РЕПО под залог государственных ценных бумаг.

Чистая прибыль выросла на +52,8% г/г до 35 млрд тенге, маржа чистой прибыли составила 22,2%, что незначительно выше показателя прошлого года в 20,1%.

Существенный рост показателя ЕБИТДА за полугодие на +25,4% до 75,6 млрд тенге произошел за счет высокого показателя операционной прибыли Компании. При этом маржа ЕБИТДА незначительно снизилась с 52,7% до 47,7% из-за роста расходов нивелировавших рост доходности Компании за полугодие.

Эффективное управление долговой нагрузкой

Благодаря увеличению денежных средств с 45,5 до 61,8 млрд тенге отмечается последовательное снижение показателя чистой долговой нагрузки на -17% г/г до 98,7 млрд тенге. В итоге соотношение чистого долга к ЕБИТДА снизилось с 1,9х до 1,3х, что значительно ниже среднеиндустриального уровня более 8х у аналогичных компаний.

Структура долга Компании представлена преимущественно облигациями (на 96%), при этом большую часть облигаций составляют долгосрочные облигации (60,1%) со сроком погашения свыше 5 лет, что делает компанию более уязвимой к изменениям процентных ставок.

Оценка

Наш прогноз по выручке был незначительно повышен, поскольку фактическая выручка за 1 полугодие этого года превзошла наш предыдущий прогноз на 2024 год на +2,5% (154,5 млрд тенге). Дополнительно, мы учли улучшение индекса деловой активности (ИДА) в Казахстане, который впервые с 2020 года достиг уровня 51,4 в июне текущего года. Этот рост индекса в значительной степени обусловлен увеличением активности в строительной и горнодобывающей отраслях, являющихся ключевыми потребителями электроэнергии в стране. В итоге среднегодовое значение выручки до конца 2030 года прогнозируется на уровне 380,8 млрд тенге.

Себестоимость также была незначительно повышена до 238,8 млрд тенге в среднем за год, что связано с увеличением технологического расхода электроэнергии вследствие роста общего объема её передачи Компанией. С учетом займа, полученного в июле текущего года от Азиатского Банка Развития в размере 58,2 млрд тенге для финансирования проекта «Усиление электрической сети Южной зоны ЕЭС Казахстана», среднегодовой объем финансовых расходов возрастет до 37,5 млрд тенге в год. В результате среднегодовое значение ЕБИТДА составит 221,3 млрд тенге, а чистая прибыль – 104,3 млрд тенге, с маржой на уровне 27,0%.

Таким образом, целевая цена за акцию составляет 1 882 тенге с горизонтом в 12 месяцев. Рекомендация «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.