



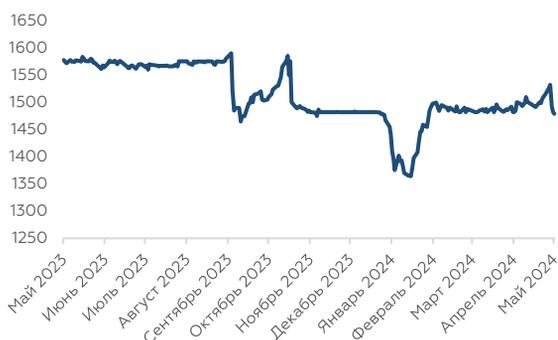
Дата рекомендации	06.06.2024
Последняя цена, тг.	1 482
Целевая цена, тг.	1 803
Потенциал роста, %	22%

млрд тг.	1 кв. 2023	1 кв. 2024
Выручка	60,6	85,1
Операционная прибыль	16,1	27,1
EBITDA	28,6	39,5
Чистая прибыль	13,5	21,4

31 марта 2024 г.	
Активы, млрд тг.	1 026,0
Обязательства, млрд тг.	318,9
Общий долг, млрд тг.	168,5
Капитал, млрд тг.	707,1

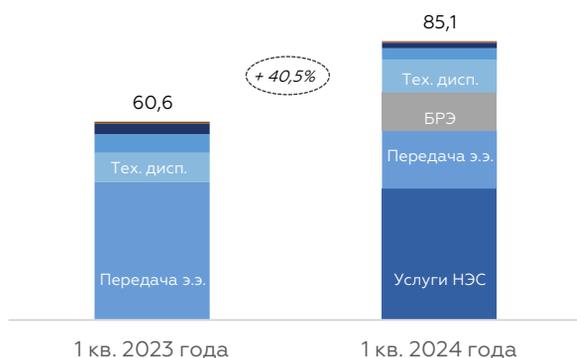
ROA, %	2,10%
ROE, %	3,10%
EBITDA маржа, %	46,6%
P/E	7,5
EV/ EBITDA	10,3

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Структура выручки г/г, млрд. тенге



АО «KEGOC» опубликовало промежуточную сокращенную финансовую (неаудированную) отчетность за первый квартал 2024 года. Как и ожидалось, первый квартал 2024 года значительно превосходит результаты первого квартала предыдущего года, когда еще действовала старая версия Закона «Об электроэнергетике». После введения 19 апреля 2023 года поправок в данный Закон, начиная 1 июля 2023 года Компания ведет деятельность в рамках новой модели оптового рынка электроэнергии, что оказало положительное действие на результаты деятельности начиная со второго полугодия прошлого года. В результате, выручка Компани в 1 квартале 2024 года выросла на 40,5%, с 60,6 до 85,1 млрд тенге по сравнению с первым кварталом 2023 года. Прибыль за период показала рост на 13,2% достигнув 21,4 млрд тенге.

С учетом вышедших данных и обновления некоторых прогнозных параметров, мы повысили предыдущую оценку Компании с 1764 до 1803 тенге за одну акцию. На изменение стоимости повлиял в первую очередь пересмотр темпов роста прогнозных данных по объему передачи электроэнергии и объему услуг по пользованию НЭС на фоне положительных операционных и финансовых данных Компании за 1 квартал 2024 года.

В дополнение к основной оценке стоимости акций Компании на основе прогнозируемых денежных потоков (DCF), мы оценили стоимость акции Компании альтернативным методом дисконтирования дивидендов (DDM). Результаты оценки методом DDM (1 802 тенге за акцию) подтверждают оценку методом DCF при ежегодном росте дивидендных выплат на 5,45%, что на наш взгляд вполне реалистично при текущих прогнозах для Компании.

В результате, наша новая целевая цена по акциям KEGOC составляет 1 803 тенге, рекомендация «Покупать» с потенциалом роста к последней цене 22%.

Обзор результатов за 1 квартал 2024 года

По новой услуге по пользованию НЭС в 1 квартале 2024 года Компания получила 40,2 млрд тенге. На долю этой услуги приходится 47% квартальной выручки. Другая новая статья - продажа балансирующей электроэнергии принесла Компании 11,7 млрд тенге. По итогам квартала Компания показала значительный рост суммарной выручки на 40,5%, до 85,1 млрд тенге, по сравнению с тем же периодом прошлого года.

Основные затраты в структуре себестоимости пришлись на технологические расходы электроэнергии (+83% к 1 кварталу 2023 года). Расходы на оплату труда выросли на 16% по сравнению с предыдущим годом до 8 млрд тенге, расходы на износ и амортизацию снизились на 1%.

В результате, опережающий рост выручки по сравнению с расходами положительно отразился на показателях маржинальности – по итогам 1 квартала 2024 года валовая маржа Компании за квартал составила 36% в сравнении с 31% годом ранее, маржа чистой прибыли достигла 25% по сравнению с 22% в 1-м квартале прошлого года.

Размещенные облигации

Год выпуска	Номинальная стоимость, млрд. тенге	Срок погашения	Купонная ставка, % годовых
2016	47,5	2031	Инфляция РК + 2,9%
2017	36,3	2031	11,50%
2020	9,7	2035	11,00%
2021	8,9	2035	11,62%
2021	16,4	2035	11,50%
2022	16,1	2037	TONIA + 3%
2023	16,0	2037	TONIA + 3%
Итого	150,9		

Устойчивое финансовое положение

Структура долга АО «KEGOC» преимущественно представлена облигациями (96%). На 31 марта 2024 Компания осуществила четыре выпуска облигации общей номинальной стоимостью 150,9 млрд тенге, балансовая стоимость облигаций с учетом начисленного купонного вознаграждения на 31 марта 2024 года составила 162,5 млрд тенге.

В результате значительного увеличения денежной позиции с 45,5 до 74,0 млрд тенге, показатель чистой долговой нагрузки Компании значительно снизился за три месяца с 118 млрд тенге до 94,5 млрд тенге (-20%).

Дивиденды

С момента первичного размещения на фондовой бирже в 2014 году Компания регулярно выплачивала дивиденды обеспечивая равные права как крупному акционеру АО «ФНБ Самрук-Казына», так и миноритарным акционерам. С 2014 года (с учетом суммы за 1 полугодие 2023 года) Компания выплатила дивиденды на общую сумму порядка 238 млрд тенге (260 млрд тенге после выплаты за весь 2023 год). Таким образом Компания обладает уже 10-летним опытом выплаты дивидендов на регулярной основе, обеспечивая стабильный источник доходов, в дополнение к приросту котировок.

На годовом собрании акционеров 2 мая 2024 года был утвержден ранее предложенный размер выплаты дивидендов за второе полугодие 2023 года в размере 79,5 тенге за акцию. Таким образом, итоговый дивиденд за 2023 год составит 157,24 тенге за акцию, выше нашего прогноза в 140 тенге. Коэффициент выплаты составит 97% от чистой прибыли (42,1 млрд тенге), доходность по дивидендам 10,6% к цене закрытия последних торгов. Список акционеров для дивидендов зафиксируют 24 мая 2024 года с выплатой 30 мая.

С учетом существенной для казахстанского рынка дивидендной истории, дополнительно к основному методу оценки методом дисконтированных денежных средств, мы применили альтернативных подход к оценке внутренней стоимости Компании - Модель дисконтирования дивидендов, которая использует в расчетах которая оценивает денежные поступления от дивидендов в результате инвестиций в обыкновенные акции.

Наша оценка методом дисконтирования дивидендов основана на предположении о том, что ежегодная сумма дивидендов будет расти с постоянным темпом 5,45%.

Стоит отметить, что наличие постоянных дивидендных выплат делает акции Компании более устойчивым вариантом для инвестирования и в некоторой степени нивелирует периоды волатильности рыночных котировок. Также стоит учитывать, что показатель дивидендной доходности окажется выше для инвесторов вошедших в бумагу при более низкой цене за акцию (Дивидендная доходность - отношение величины годового дивиденда на акцию к цене акции).

Расчет целевой цены методом ДДМ

в тенге за акцию	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
------------------	------	-------	-------	-------	-------	-------

Дивиденды	157,2	165,8	174,8	184,4	194,4	205,0
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Допущения

Ежегодный рост дивидендов 5,45%

Ставка дисконтирования (Стоимость Собственного Капитала) 16%

Результаты

PV прогнозного периода 760

PV пост-прогнозного периода 1 042

Внутренняя стоимость 1 802

Прогноз финансовых показателей

млрд тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	309	315	336	367	401	438	478
Себестоимость услуг	218	212	221	232	248	262	273
Валовая прибыль	91	103	114	134	153	176	205
<i>Рентабельность</i>	<i>29%</i>	<i>33%</i>	<i>34%</i>	<i>37%</i>	<i>39%</i>	<i>41%</i>	<i>44%</i>
ОАР	10,6	10,6	11,1	12,2	12,9	13,5	14,2
Расходы по реализации	0,54	0,57	0,60	0,63	0,66	0,69	0,72
Операционная прибыль	79,4	92,3	104,1	124,1	144,0	167,8	197,9
ЕБИТДА	162,3	176,2	188,7	210,7	235,2	263,3	294,5
<i>Рентабельность</i>	<i>53%</i>	<i>56%</i>	<i>57%</i>	<i>58%</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>
Износ и амортизация	60,9	62,8	63,5	64,3	69,0	73,6	75,3
ЕБИТ	101,4	113,4	125,3	146,4	166,2	189,7	219,1
<i>Рентабельность</i>	<i>33%</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>	<i>40%</i>	<i>42%</i>	<i>44%</i>	<i>47%</i>
Финансовые доходы	9,1	12,6	13,3	13,9	14,6	15,3	16,1
Финансовые расходы	(17,2)	(16,7)	(16,8)	(18,6)	(35,2)	(42,5)	(39,2)
ЕВТ	93,3	109,3	121,8	141,8	145,6	162,6	196,1
<i>Рентабельность</i>	<i>30%</i>	<i>35%</i>	<i>37%</i>	<i>39%</i>	<i>37%</i>	<i>38%</i>	<i>42%</i>
Налог на прибыль	18,7	22,1	24,8	29,0	30,1	33,8	40,9
Чистая прибыль	74,6	87,4	97,4	113,4	116,5	130,1	156,9
<i>Рентабельность</i>	<i>24%</i>	<i>28%</i>	<i>29%</i>	<i>31%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>34%</i>
Капитальные затраты	36,6	58,2	116,8	135,9	43,0	50,5	67,3
Чистый денежный поток	71,6	96,7	47,6	46,8	163,1	180,4	189,6

Обновление модели оценки

В нашей обновленной модели целевая цена Компании была скорректирована в сторону повышения с 1 764 до 1803 тенге за акцию (+2%). Таким образом согласно нашей целевой оценке Компания недооценена на 22% относительно текущей рыночной цены. Основные факторы, повлиявшие на повышение целевой цены:

- Пересмотр в сторону повышения долгосрочных объемов передачи электроэнергии до 2030 года на основе положительных темпов роста операционных данных за 1 квартал 2024 года. Так согласно нашему прогнозу средний объем передачи электроэнергии вместе с услугой по использованию НЭС составит 86,6 млн МВт/ч в год. Также мы ожидаем сохранение роста объема услуг по технической диспетчеризации на уровне выше 120 млн Мвт/ч. Таким образом, средний темп роста потребления электроэнергии составит 5,3% в среднем в год при сохранении текущих условий на рынке, в частности - сохранение роста производства в энергоёмких отраслях промышленности. Также, наши ожидания по росту потребления электроэнергии основаны на прогнозах Компании о намечающемся дефиците электроэнергии в стране в 4 квартале 2024 года (в размере 1 025 МВт), что подразумевает сохранение динамики роста объемов передачи электроэнергии в долгосрочной перспективе.
- К поддерживающим факторам также относится подтверждение суверенного рейтинга страны агентством Fitch "BBB" со стабильным прогнозом. Данное действие является положительным для монополиста по управлению электрическими сетями страны, так как основная доля долга Компании гарантирована государством.
- По левериджу у Компании отмечается последовательное снижение. Так по итогу квартала соотношение чистого долга на ЕБИТДА составило 2,01х. При этом у компаний аналогов указанное соотношение находится на уровне 8,61х, несмотря на более предсказуемую и прозрачную регуляторную и операционную среду в странах их оперирования. В прогнозный период по нашей оценке данное соотношение сохранится на уровне ниже 2х несмотря на существенные капитальные вложения и ожидаемые дивидендные выплаты на уровне не ниже 80% от чистой прибыли.
- Учитывая растущий спрос на увеличение электрических мощностей Компании на фоне нарастающего дефицита электроэнергии в стране, мы оставляем уровень капитальных вложений (на поддержание и расширение) на прежнем высоком уровне (72,6 млрд тенге в год), что подтверждается большими планами Компании по дальнейшему развитию электроэнергетической отрасли страны до 2035 года совместно с Министерством энергетики РК.

Таким образом, мы подтверждаем нашу рекомендацию «Покупать» акции АО «KEGOC» с новой целевой ценой 1 803 тенге за акцию.

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.