

Результаты за 2024 г.

15 апреля 2025 года

Тикер	KEGOC KZ
Рекомендация	Держать
Текущая цена, ₸/акцию	1 467
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	1 588
Потенциал роста	8.3%

Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	275
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	53.1
Доля акций в свобод. обрац. (%)	15%
Рыночная капитализация (₸ млрд)	403.9

Кредитные агентства	Рейтинг	Прогноз	Дата
Fitch	BBB	Стабильный	31.01.2025
Moody's	Baa1	Стабильный	11.09.2024
Standard&Poor's	BB+	Стабильный	19.03.2024

Финансовые показатели (₸ млн)	2024	2025П	2026П
Доходы	319 906	387 847	444 327
ЕБИТДА	122 782	162 712	186 710
Чистая прибыль	59 498	83 275	97 637
Собственный капитал	769 922	805 599	853 270
EPS (₸)	216	302	355
Дивиденд на акцию (₸)	162	173	181

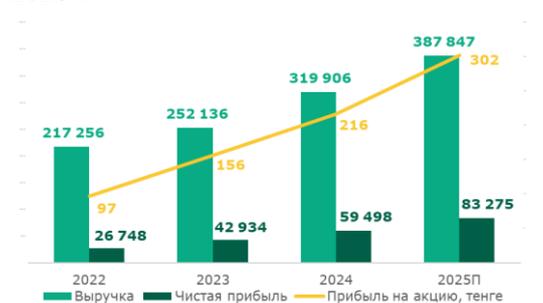
Оценка	2024	2025П	2026П
P/E (x)	6.8	4.8	4.1
P/B (x)	0.5	0.5	0.5
EV/ЕБИТДА (x)	3.7	2.8	2.4
Дивидендная доходность	11.0%	11.8%	12.4%
ROE	8.2%	10.6%	11.8%
ROA	5.7%	7.2%	7.8%

Динамика	KEGOC KZ
1М	-0.2%
3М	-3.5%
12М	-1.1%
Максимум за 52 недели	1532
Минимум за 52 недели	1436

Источник: данные компании; Bloomberg; KASE; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 1. Нормализованная динамика изменения цены KASE и KEGC


Источник: данные компании; Bloomberg

Рис 2. Динамика выручки, чистой прибыли (₸ млн) и прибыли на акцию (₸): 2022–2025П гг.


Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Уважаемые клиенты,

Мы полностью обновили нашу оценку справедливой стоимости акций KEGOC с учетом публикации финансовой отчетности компании за четвертый квартал и весь 2024 год. Для расчета целевой цены была использована пересмотренная финансовая модель, которая отражает актуализированные допущения относительно операционных и финансовых показателей компании, а также изменения в тарифной политике, объемах оказываемых услуг и капитальных затрат.

Прогнозные значения операционных и финансовых показателей были сформированы на основе данных допущений, выведенных из нашего анализа и экспертных оценок, с учетом планируемых изменений на период до 2030 года включительно.

Мы устанавливаем рекомендацию «Держать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 20.1% в горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 8.3% до уровня 1588, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.8%.

Мы пересматриваем нашу целевую цену в сторону понижения в связи с ожидаемым значительным увеличением капитальных затрат, начиная с 2026 года, на строительство новой энергетической инфраструктуры Казахстана. В расчетах мы учитывали календарь реализации проектов компании, предоставленный KEGOC в отчетности за 9 месяцев 2024 года, включая новые магистральные линии электропередачи.

На основе обновленного документа «Прогнозный баланс электрической энергии в единой электроэнергетической системе Республики Казахстан на период с 2025 по 2031 годы» от 14 января 2025 года, мы пересмотрели прогнозы по производству и потреблению электроэнергии в сторону увеличения. Это позволило нам предположить рост объемов оказываемых услуг.

Кроме того, наряду с утвержденными тарифами, действующими до середины 2026 года, мы получили перечень предполагаемых тарифов компании до 2029 года. В совокупности с ростом объемов предоставляемых услуг эти пересмотры оказали положительное влияние на динамику роста выручки компании.

Также мы увеличили ставку дисконтирования, учитывая внесенные корректировки в расчетные параметры и неопределенность, связанную с размером капитальных расходов по неутвержденным проектам.

Ключевые допущения Halyk Finance, использованные в оценке справедливой стоимости:

- Утвержденный Министерством энергетики РК документ «Прогнозный баланс электрической энергии в единой электроэнергетической системе Республики Казахстан на период с 2025 по 2031 годы» от 14 января 2025 года будет реализован в полном объеме без существенных отклонений;

Рис 3. Динамика активов, обязательств и капитала: 2022–2025П гг. (Т млн)



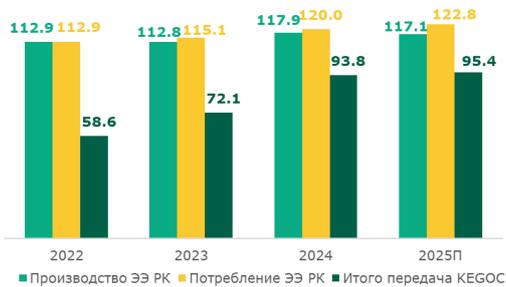
Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 4. Динамика CFO, CFF, CFI: 2022–2025П гг. (Т млн)



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; П – Прогноз

Рис 5. Динамика потребления, производства ЭЭ и передачи KEGOC: 2022–2025П гг. (млрд кВтч)



Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Минэнерго РК; П – Прогноз

Рис 6. Динамика тарифов на передачу, НЭС, балансировку и диспетчеризацию KEGOC: 2022–2025П гг. (Т)



Источник: данные компании; П – Прогноз; *Услуга по передаче ээ по НЭС была введена в середине 2023 года.

- Представленные компанией KEGOC тарифы на период до 2029 года будут реализованы в соответствии с озвученными параметрами;
- Все инвестиционные проекты, заявленные в календарном плане KEGOC, будут начаты и завершены в установленные сроки;
- Прогноз капитальных затрат компании на 2025 и 2026 годы соответствует ожидаемым фактическим значениям;
- Компания получит необходимые регуляторные согласования для запуска новых проектов, реализация которых запланирована с 2027 года;
- Стоимость утвержденных инвестиционных проектов соответствует текущим оценкам KEGOC, представленным в рамках инвестиционной программы;
- Финансирование новых проектов будет осуществляться за счет использования заемных средств в рамках существующих или новых кредитных линий;
- Компания будет последовательно увеличивать дивидендные выплаты, сохраняя при этом не менее минимального уровня выплат, предусмотренного действующей дивидендной политикой (в привязке к чистой прибыли).

Данные, полученные Halyk Finance от KEGOC для прогнозирования финансовых и операционных показателей:

- Прогнозы по тарифам на передачу электроэнергии по электросетям, технической диспетчеризации, организации балансирования производства-потребления э/э и услуги по передаче электрической энергии по НЭС.

Триггеры роста акций KEGOC, по мнению Halyk Finance:

- Повышение тарифов на регулируемые виды деятельности, оказывающее положительное влияние на выручку компании;
- Рост потребления электроэнергии в Республике Казахстан, способствующий увеличению объемов оказываемых услуг;
- Снижение тарифов на услуги и ресурсы, влияющие на структуру операционных расходов;
- Понижение базовой процентной ставки Национальным Банком РК, способствующее снижению стоимости заимствований и снижению ставки дисконтирования;
- Увеличение дивидендных выплат за счет роста прибыли и соблюдения дивидендной политики.

Среди значимых рисков, которые могут оказывать давление на динамику котировок акций KEGOC, мы выделяем:

- Рост капитальных затрат сверх текущих ожиданий, что может привести к снижению свободного денежного потока и повышению долговой нагрузки;
- Замедление темпов роста потребления электроэнергии в Республике Казахстан, способное ограничить рост объемов оказываемых услуг.

KEGOC заявляет о намерении реализовать масштабную программу по модернизации и расширению электроэнергетической инфраструктуры Республики Казахстан. При оценке капитальных затрат мы опирались на недавно опубликованные инвестиционные программы компании, размещенные на официальных государственных ресурсах, содержащие данные за 2024–2026 годы.

Учитывая, что фактические капитальные затраты в предыдущие периоды превышали значения, заявленные в аналогичных инвестиционных программах, мы применили корректирующий коэффициент (мультипликатор) к значениям, представленным на 2025 и 2026 годы, с целью отражения более реалистичного уровня затрат.

Прогноз капитальных вложений на 2027–2030 годы базируется на информации, представленной на официальном сайте KEGOC, с применением профессионального суждения для распределения затрат по годам. В условиях ограниченной прозрачности в отношении стоимости и сроков реализации пока неутвержденных проектов, мы использовали данные, ранее предоставленные KEGOC в рамках подготовки модели к SPO, а также применили экспертную оценку по новым проектам, о которых на тот момент не было официальной информации.

Мы полагаем, что на фоне растущей потребности в обновлении и развитии национальной энергетической инфраструктуры капитальные затраты KEGOC будут оставаться на повышенном уровне, оказывая существенное давление на свободный денежный поток компании в прогнозируемом периоде. Мы также предполагаем, что уровень капитальных затрат, заявленный на 2026 год, сохранится на сопоставимом уровне в последующие годы, отражая интенсивный инвестиционный цикл KEGOC.

Мы предполагаем, что рост капитальных затрат на модернизацию инфраструктуры будет компенсирован увеличением операционного денежного потока, который обеспечит повышение тарифов и рост объемов оказываемых услуг. Мы получили данные от представителей KEGOC о прогнозных тарифах на ряд услуг до 2029 года, экстраполируя эти значения до 2030 года. Для оценки выручки мы также использовали документ Министерства энергетики РК «Прогнозный баланс электрической энергии в единой электроэнергетической системе Республики Казахстан на период с 2025 по 2031 годы», который включает прогнозы по производству и потреблению электроэнергии до 2030 года. На основе этих данных мы применили профессиональное суждение для прогнозирования объемов оказываемых услуг.

Дополнительно мы использовали данные, предоставленные KEGOC о прогнозном объеме оказываемых услуг, что позволило нам точно спрогнозировать ключевые статьи дохода компании.

Прогнозируемые объемы оказанных услуг также легли в основу вычисления расходов компании. Мы предполагаем, что с увеличением расходов на модернизацию и строительство будет наблюдаться замедление роста нормативных потерь при передаче электроэнергии, с последующим их снижением после достижения пиковых значений. Несмотря на прогнозируемый профицит электроэнергии с 2027 года, мы ожидаем, что объемы закупок электроэнергии для компенсации межгосударственного сальдо будут продолжать расти.

В связи с признанием капитальных затрат в стоимость основных средств мы прогнозируем рост амортизации.

Наш прогноз предполагает незначительное увеличение валовой и операционной маржи, с дальнейшим ее сохранением на стабильном уровне в течение всего прогнозируемого периода. Для построения этих прогнозов мы ориентировались на данные о маржинальности EBITDA, представленные KEGOC в отчете за 9 месяцев 2024 года.

Наш прогноз предполагает, что KEGOC будет обладать достаточным уровнем денежных средств для обеспечения стабильного роста дивидендных выплат. Согласно данным Halyk Finance, рост чистой прибыли компании в соответствии с

операционными показателями позволит оператору магистральных электросетей увеличивать дивидендные выплаты, при этом сохраняется минимальная доля дивидендов на уровне 60% от прибыли, как указано в дивидендной политике компании. Это предполагает, что при сохранении текущей стоимости акций дивидендная доходность компании будет увеличиваться.

Модель оценки. Для оценки справедливой стоимости долевых финансовых инструментов KEGOC мы применили «модель дисконтирования денежных потоков фирме» (Discounted Cash Flow – Free Cash Flow for Firm, DCF – FCFF).

Модель DCF – FCFF построена на основе наших прогнозов производственных и финансовых показателей эмитента на 2025–2030 годы. При этом мы учитываем, что фактические значения некоторых параметров могут существенно отклоняться от прогнозируемых нами значений под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Кроме того, часть показателей была спрогнозирована на основе субъективных оценочных суждений.

Компания не предоставляет достаточной детализации по прогнозируемым уровням капитальных затрат как для утвержденных, так и для неутвержденных проектов, а также для капитальных затрат на поддержание существующей инфраструктуры, начиная с 2027 года. Для оценки этих параметров мы опирались на данные о запланированных капитальных затратах до 2026 года, а также на оценочную конечную стоимость утвержденных проектов, предоставленную компанией. Для неутвержденных проектов использовалась экстраполяция данных и субъективные допущения, основанные на предположении о начале их реализации в сроки, указанные KEGOC.

Несмотря на вышеуказанные ограничения, мы считаем, что наши прогнозы и модель оценки, основанные на этих данных, являются достаточно точными и могут быть использованы для принятия инвестиционных решений.

Мы пересмотрели параметры расчета стоимости акционерного капитала (CAPM), стоимости долга и средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Ставка дисконтирования для расчета целевой цены акции была увеличена в результате роста доходности 10-летних государственных ценных бумаг Республики Казахстан (ГЦБ РК), что привело к повышению безрисковой ставки. В то же время мы сократили риск-премию по акциям Казахстана, рассчитанную на основе данных Damodaran, что также оказало влияние на итоговый расчет.

Кроме того, скорректированная бета была увеличена, что способствовало росту стоимости акционерного капитала. В результате показатель CAPM увеличился до 18%, что отражает сохраняющуюся неопределенность в отношении будущих уровней капитальных затрат компании.

Для оценки стоимости долга мы использовали данные о текущей доходности последних выпусков ГЦБ и облигаций квазигосударственных компаний, что привело к оценке стоимости долга на уровне 16.6%. Учитывая запланированный рост капитальных затрат и использование заемного финансирования для реализации инвестиционных проектов, мы увеличили долю долга в расчетах для вычисления WACC. В итоге наш пересчет привел к увеличению средневзвешенной стоимости капитала до 16.5%.

Мы устанавливаем рекомендацию «Держать» по акциям KEGOC, предполагая совокупную доходность на уровне 20.1% в горизонте 12 месяцев. Наш прогноз включает потенциальный прирост стоимости акции на 8.3% до уровня

T1588, а также ожидаемую дивидендную доходность в размере 11.8%.

Краткое описание модели – в Приложении 2.

Текущая стоимость акции примерно соответствует значению мультипликатора EV/EBITDA 2025 – 2.8 (отношение расчетной стоимости компании к прогнозному значению показателя EBITDA за 2025 год) и мультипликатора P/E 2025 – 4.9 (отношение расчетной цены за ГДР к прогнозному значению показателя прибыли на ГДР за 2025 год).

Значения рыночных мультипликаторов приведены в Приложении 1 и лицевой таблице в начале текста.

Таблица 1. Отчет о прибылях и убытках

млн тенге	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Всего выручка и прочие доходы	186 443	217 256	252 136	319 906	17%	16%	27%
Себестоимость	(120 683)	(166 356)	(181 404)	(228 254)	38%	9%	26%
Валовая прибыль	65 760	50 900	70 733	91 652	-23%	39%	30%
Валовая маржинальность	35%	23%	28%	29%			
Общие и админ. расходы	(8 540)	(9 020)	(11 113)	(12 538)	6%	23%	13%
Расходы по реализации	(381)	(310)	(491)	(549)	-19%	58%	12%
Доход от переоценки убытка от переоценки основных средств	-	-	-	1 413	-	-	-
Убыток от переоценки основных средств (Обесценение)/Восстановление стоимости основных средств	(7 944)	(3 575)	(463)	(103)	-55%	-87%	-78%
Операционная прибыль	48 896	37 994	58 666	71 494	-22%	54%	22%
Операционная маржинальность	26%	17%	23.3%	22.3%	-33%		
Финансовые доходы	5 368	5 726	7 576	11 886	7%	32%	57%
Финансовые расходы	(11 670)	(13 295)	(13 709)	(12 303)	14%	3%	-10%
Прочие доходы	4 743	3 072	4 198	4 490	-35%	37%	7%
Прочие расходы	(564)	(1 029)	(3 132)	(1 702)	83%	204%	-46%
Прибыль до налогообложения	46 773	32 468	53 599	73 865	-31%	65%	38%
Расход по подоходному налогу	(7 608)	(5 720)	(10 202)	(14 368)	-25%	78%	41%
Прибыль от продолжающейся деятельности	39 165	26 748	43 397	59 497	-32%	62%	37%
Прибыль от прекращенной деятельности	13 471	-	-	-			
Прибыль за период	52 636	26 748	43 397	59 497	-49%	62%	37%
Маржинальность прибыли	21%	12%	17%	19%			
Прибыль на акцию, тенге	151	103	166	216	-32%	61%	31%

Источник: данные компании

Таблица 2. Отчет о финансовом положении

млн тенге	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Итого Активы	1 093 217	986 612	1 001 785	1 097 066	-9.8%	1.5%	9.5%
Итого Обязательства	356 081	333 047	316 066	327 144	-6.5%	-5.1%	3.5%
Итого Капитал	737 137	653 565	685 719	769 922	-11.3%	4.9%	12.3%

Источник: данные компании

Таблица 3. Отчет о движении денежных средств

млн тенге	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Операционная дея-ть	83 869	80 679	67 265	106 359	-3.8%	-16.6%	58.1%
Инвестиционная дея-ть	(62 322)	(31 209)	(28 086)	(53 687)	-49.9%	-10.0%	91.2%
Финансовая дея-ть	(31 346)	(33 058)	(21 363)	(46 145)	5.5%	-35.4%	116.0%

Источник: данные компании

Приложение 1. Сравнение мультипликаторов по текущим рыночным ценам

Компания	Тикер	Капит., млрд\$	P/E	Forw. P/E	PEG	EV/EBITDA	P/B	P/S	ROE	ROA	Бета	Див. Дох-ть
KEGOC	KEGC KZ Equity	0.8	6.8	4.8	2.3	3.7	0.5	1.3	8.2%	5.7%	0.90	11%
NATIONAL GRID	NG LN Equity	67.8	25.2	13.9	6.2	12.9	1.4	2.3	5.5%	1.8%	0.86	5%
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONA	TRN IM Equity	18.7	15.7	15.4	1.9	12.1	2.2	4.5	15.3%	4.7%	0.63	NA
REDEIA CORP	RED SM Equity	11.5	27.6	17.0	1.5	12.3	2.0	6.0	7.0%	2.5%	0.57	NA

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

Приложение 2. Расчет справедливой стоимости (FCFF)

Т млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка	319 906	387 847	444 327	481 590	513 896	547 722	584 243	
EBIT	71 494	104 737	123 789	128 994	138 393	154 965	178 627	
EBITDA	122 782	162 712	186 710	196 607	209 360	230 083	257 977	
FCFF	73 764	106 855	3 474	20 283	75 509	65 646	86 719	
WACC	16.5%							
Свободные денежные потоки (PV)	73 764	106 855	2 981	14 942	47 744	35 626	40 394	
Сумма денежных потоков (PV)	141 688							
Терминальная стоимость (PV)	661 199							
Долгосрочные темпы роста (%)	3.0%			Cost of Equity				18.0%
12М целевая цена (Т/акция)	1 588			Tax Adjusted Cost of Debt				14.1%
Текущая цена (Т/акция)	1 467			Доля собственного капитала				0.62
Потенциал роста/(снижения)	8.3%			Доля заемного финансирования				0.38
Рекомендация	Держать			Beta				0.90

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

Приложение 3. Таблица чувствительности стоимости

WACC	Долгосрочный рост				
	1.0%	1.5%	3.0%	2.5%	3.0%
14.5%	1 699	1 751	1 935	1 869	1 935
15.5%	1 552	1 596	1 747	1 693	1 747
16.5%	1 425	1 461	1 588	1 543	1 588
17.5%	1 313	1 345	1 451	1 413	1 451
18.5%	1 215	1 242	1 333	1 301	1 333

Источник: расчеты Halyk Finance

© 2025 г. АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance