

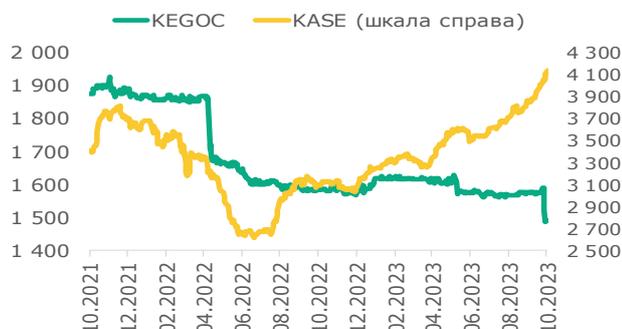
SPO KEGOC

04 октября 2023 г

Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер	KEGOC KZ		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена, тенге/акция	1 482		
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция	1 888		
Ожид. потенциал роста/снижения	27%		
Текущее кол-во акций (млн)	260		
Кол-во простых акций после SPO (млн)	275		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге	3.6		
Текущая рыноч. капит-ия (млрд тенге)	385		
Кредитные рейтинги			
Moody's	Baa2/Стабильный	23.12.2021	
Standard&Poor's	BB+/Стабильный	03.05.2023	
Fitch Ratings	BVB-/Стабильный	06.02.2023	
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	90%		
ЕНФФ	7.25%		
Фин. показатели (млрд тенге)			
	2022	2023П	2024П
Выручка	217.3	237.8	284.0
ЕБИТДА	102.7	113.1	138.6
Чистая прибыль	26.7	33.6	50.6
EPS, тенге	102.9	122.2	183.7
Собственный капитал	653.6	636.8	657.4
Чистый долг	71.6	80.2	28.7
Оценка			
	2022	2023П*	2024П*
Чистый долг/ЕБИТДА	0.7	0.7	0.2
Долг/Капитал	0.2	0.3	0.3
EV/Sales	2.2	2.5	2.1
EV/ЕБИТДА	4.7	5.3	4.3
P/B	0.6	0.6	0.6
ROAA	2.6%	3.4%	5.0%
ROAE	3.8%	5.1%	7.8%
Изменение цены			
	KEGOC	Индекс KASE	
1М	-5%	7%	
3М	-6%	15%	
12М	-6%	34%	
Максимум за 52 недели	1 627	4 133	
Минимум за 52 недели	1 485	3 034	



*Мультипликаторы рассчитаны исходя из прогнозного количества акций после SPO

На прошлой неделе KEGOC принял решение о проведении вторичного размещения акций (SPO). В рамках SPO KEGOC **планирует дополнительно разместить 15 294 118 простых акций по цене 1 482 тенге за акцию**, что составляет порядка 5.6% от числа объявленных простых акций компании.

В случае успешного SPO, KEGOC получит порядка 22.7 млрд тенге, которые компания планирует направить на дальнейшее развитие и модернизацию своей энергетической инфраструктуры.

Заявив о планах проведения SPO, KEGOC также объявил о **выплате дивидендов за первое полугодие 2023 года в размере 77.74 на акцию (20.2 млрд тенге)**, что соответствует 88% от чистой прибыли компании за январь-июнь 2023 года. Список акционеров, имеющих право на получение дивидендов за первое полугодие 2023 года, зафиксирован по состоянию на 00 часов 00 минут 26 сентября, а выплата дивидендов ожидается с 16 октября. **После публикации объявления о планах проведения SPO и дивидендных выплат рыночная стоимость акции KEGOC приблизилась к цене SPO.**

С учетом вышеизложенной информации, а также принимая во внимание новые условия и допущения, в том числе некоторое изменение рыночных условий, включая значительное замедление темпов потребительской инфляции в Казахстане (в сентябре инфляция снизилась до 11.8% г/г) и наблюдаемое снижение процентных ставок в тенге, **мы скорректировали нашу DCF модель оценки и пересмотрели целевую цену до 1 888 тенге за акцию KEGOC, что на 27% выше цены SPO. Мы рекомендуем Покупать акции компании.**

Изменение целевой цены главным образом произошло в результате некоторого пересмотра прогнозов уровня будущих денежных потоков и корректировки ставки дисконтирования WACC с 16.1% до 15.5% из-за заметного снижения уровня долгосрочных ставок по государственным ценным бумагам Казахстана. Такая динамика доходности ГЦБ сложилась на ожиданиях рынка более решительного снижения базовой ставки НБК в краткосрочной перспективе в результате продолжающегося замедления инфляции.

Напомним, что последние регуляторные изменения положительно сказались на инвестиционной привлекательности акций KEGOC. Начало назревшей трансформации энергетической системы Казахстана, повышение предельных тарифов по передаче и

технической диспетчеризации электроэнергии, регуляторные изменения в части введения рынка единого закупщика, прогнозируемый рост операционных показателей за счет ввода нового вида услуг (НЭС), а также высокая вероятность повышения тарифов начиная с 2027 года в значительной степени изменили наше восприятие перспектив дальнейшего развития бизнеса компании. Положительный экономический эффект от вышеперечисленных изменений компания уже испытывает начиная со второго полугодия 2023 года, а в прогнозном периоде это позволит существенно улучшить финансовые показатели KEGOC.

Ключевым изменением в бизнесе KEGOC стало образование новой услуги – пользование НЭС (Национальной электрической сетью), которая была выделена из структуры главного компонента выручки – передачи электроэнергии. Таким образом, показатели по объемам передачи электроэнергии в прогнозируемом периоде ожидаемо сократятся, однако данное снижение будет более чем компенсировано ростом операционных показателей по услугам НЭС.

Также одним из значимых событий в деятельности компании было увеличение тарифов по передаче электроэнергии и технической диспетчеризации. При этом тарифы по услугам балансирования снизились более чем на 40%, но из-за небольшой их доли в суммарном объеме доходов, снижение данных тарифов будет иметь ограниченный эффект на выручку компании.

Кроме того, с 1 июля 2023 года была запущена модель единого закупщика. Данные изменения позволят KEGOC исключить убытки, которые компания ежегодно несла в рамках обязательств по закупке электроэнергии из РФ для компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии. Эти изменения положительно отразятся на маржинальности бизнеса KEGOC и на прибыли компании.

Рис. 1. Расчет 12М целевой цены

млн тенге	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	56 010	77 892	84 120	85 380	109 109	139 487	134 062	137 543
Амортизация	57 054	60 667	61 373	62 140	63 371	73 473	74 341	78 007
ЕВИТДА	113 064	138 559	145 493	147 519	172 479	212 960	208 403	215 551
Расходы по подоходному налогу	9 003	13 867	16 628	16 903	21 462	27 966	27 125	28 054
Капитальные расходы	45 915	36 263	58 797	121 914	145 912	47 561	57 430	78 696
Изменение в рабочем капитале	2 635	2 244	3 672	1 779	2 390	3 606	1 073	3 456
Свободные денежные потоки	55 511	86 186	66 395	6 923	2 716	133 827	122 774	105 344
WACC	15.5%							
Период дисконтирования	0.25	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2
Коэффициент дисконтирования	0.96	0.84	0.72	0.63	0.54	0.47	0.41	0.35
Дисконтированные денежные потоки	13 243	71 999	48 018	4 335	1 472	62 797	49 874	37 047
Потоки в стадии роста (PV)	288 785							
Терминальная стоимость	870 360							
Терминальная стоимость (PV)	306 084							
Стоимость Компании	594 868							
Скорректированный чистый долг	74 984							
Акционерная стоимость Компании	519 884							
Кол-во акций в обращении (млн)	275.3							
Справедливая стоимость, KZT/акция	1 888							
Текущая цена, тенге/акция	1 482							
Потенциал роста	27%							
Рекомендация	Покупать							

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

© 2023 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».

© 2023 г., все права защищены.

Департамент исследований

E-mail

research@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance