

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **40%**

Целевая цена: **2 090 KZT**

Текущая цена: **1 490 KZT**

флэшнгут/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

KEGOC: результаты 1-го квартала 2025 года



Выручка, 3М '25 (млрд KZT)	88
EBITDA, 3М '25 (млрд KZT)	38
Чистая прибыль, 3М '25 (млрд KZT)	19
Чистый долг, 3М '25 (млрд KZT)	57

P/E, 3М '25 (x)	7,2x
P/BV, 3М '25 (x)	0,52x
P/S, 3М '25 (x)	1,3x
EV/EBITDA, 3М '25 (x)	3,6x
ROA (%)	5,1%
ROE (%)	7,4%
Маржа EBIT (%)	28%
Маржа EBITDA (%)	44%

Капитализация (млрд KZT)	410
Акции выпущено (млн штук)	275,3
Свободное обращение (%)	15%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 425–1 534
Текущая цена (KZT)	1 490
Целевая цена (KZT)	2 090
Потенциал роста (%)	40%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	0%	3%	-1%
vs KASE	-1%	-2%	-15%

АО «KEGOC» нейтрально отчитался за 1-й квартал 2025 года. Компания продолжает демонстрировать рост выручки на фоне увеличения объемов, но темпы роста замедлились из-за снижения доходов от неосновной деятельности. К тому же показатели маржинальности снизились по сравнению с прошлым годом. Тем не менее, основным событием является существенное увеличение тарифов компании по всем основным видам услуг с 1 апреля этого года. Мы оцениваем это повышение как очень позитивный фактор для стоимости KEGOC. Компания уже со второго квартала сможет увеличить маржу, а новые тарифы снизят давление ожидаемого роста капитальных затрат на новые проекты. В итоге в модели оценки мы учли эти важные изменения. Тем не менее, вряд ли стоит ждать сильного роста дивидендов в ближайшие пару лет, пока компания будет испытывать давление на денежный поток от повышенных капитальных затрат. Также, учитывая фактические результаты, мы увеличили ожидания по себестоимости. В результате целевая цена одной акции KEGOC была повышена до 2 090 тенге, что подразумевает потенциал роста на 40%. Рекомендация — «Покупать».

(=) Замедление темпов роста выручки. Выручка компании за 1-й квартал 2025 года выросла на 3,4% г/г и на 0,6% к/к. Небольшой рост выручки случился в основном из-за резкого снижения доходов от продажи балансирующей электроэнергии на 44% г/г. При этом, с другой стороны, доходы от передачи электроэнергии выросли на 16% г/г на фоне увеличения объема в мегаваттах на 13% г/г. Крупнейшая статья доходов в лице услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС) выросла лишь на 2,7% г/г на фоне небольшого роста объемов и тарифов. Две другие основные статьи выручки показали куда более существенный рост — услуги по балансированию электроэнергии (+17% г/г) и услуги по диспетчеризации (+8,6% г/г). Это произошло во многом за счёт роста объемов на 4,9% и 9,7% г/г соответственно. Тарифы же в целом за год изменились незначительно. Сильнее всего выросли тарифы по балансированию — на 6,4% г/г.

(-) Снижение показателей маржинальности. Квартальная валовая маржа компании снизилась с 35,6% в 2024 году до 30,6% в 2025 году из-за более значительного роста себестоимости по сравнению с выручкой. Себестоимость услуг увеличилась на 11% г/г, при этом главным фактором стал рост технологических потерь электроэнергии (+37% г/г) и расходов на покупку балансирующей электроэнергии (+171% г/г). Стоимость технологических потерь продолжает расти из-за сильного роста

стоимости электроэнергии на рынке. С другой стороны, на 62% снизились расходы на закупку электроэнергии для компенсации межгосударственных перетоков. И всё же такие крупные статьи, как оплата труда, и износ и амортизация также выросли на 10% и 13% г/г. Квартальная EBITDA-маржа сократилась с 46,6% в 2024 году до 43,5%. В итоге чистая прибыль компании снизилась в годовом выражении на 13%, составив 18,6 млрд тенге, или 67,4 тенге на акцию. Чистая маржа KEGOC упала с 25% в прошлом году до 21%. Квартальный свободный денежный поток упал на 40% г/г из-за роста капитальных затрат на 81% г/г. При этом от операционной деятельности компания сгенерировала на 13% больше денежных средств.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом, финансовый отчет KEGOC оценивается нами как нейтральный. Доходы компании продолжают расти, но показали замедление. Маржинальность компании снизилась в первом квартале ввиду роста стоимости электроэнергии, потери которой учитываются в себестоимости услуг. Однако основной позитив случился по тарифам. Компании официально увеличили два основных тарифа — по передаче электроэнергии и пользованию НЭС — на 22% с апреля 2025 года. Причём с октября этого года тарифы увеличатся ещё на 16–17%. Тем самым это оказало наиболее сильное позитивное влияние на оценку компании. Также отметим увеличение тарифов на услуги по балансированию электроэнергии на 30% и на услуги по диспетчеризации на 22% с 1 октября. В итоге эти тарифы оказались значительно выше наших предыдущих ожиданий. Мы предполагали более умеренный их рост после подачи заявки. Также в модели оценки мы увеличили ожидания по капитальным затратам ввиду ускорения инфляции и фактического существенного их роста в первом квартале. Отмечаем, что в ближайшие годы компания заметно увеличит капитальные затраты из-за новых проектов, что вряд ли позволит ей увеличить дивиденды в этот период. Тем не менее, повышение тарифов как раз поможет абсорбировать эти денежные оттоки. А в более долгосрочной перспективе можно ждать значительного увеличения генерации денежных потоков для акционеров. Также мы обновили прогнозы по себестоимости за счёт фактических данных и немного увеличили ставку дисконтирования в модели оценки из-за роста риска инвестиций в акции. Все вышеупомянутые изменения в модели оценки привели к увеличению целевой цены одной акции АО «KEGOC» до **2 090 тенге**, что дает **потенциал роста в 40%**.
Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	17.03.2025	19.05.2025		
Выручка, 2025, млрд тенге	347	401	+ 16%	Более высокие темпы роста тарифов относительно наших предыдущих ожиданий
Себестоимость, 2025, млрд тенге	253	277	+ 9,5%	Более высокие темпы роста себестоимости в сравнении с нашими ожиданиями, в том числе за счет роста цен на ЭЭ
Капитальные затраты, 2025-2027, млрд тенге	322	450	+ 40%	Сильный рост капитальных затрат в 1-м квартале и корректировка ожидаемых капзатрат на ускорение инфляции

Расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker (B – «покупать», H – «держать», S – «продавать»)

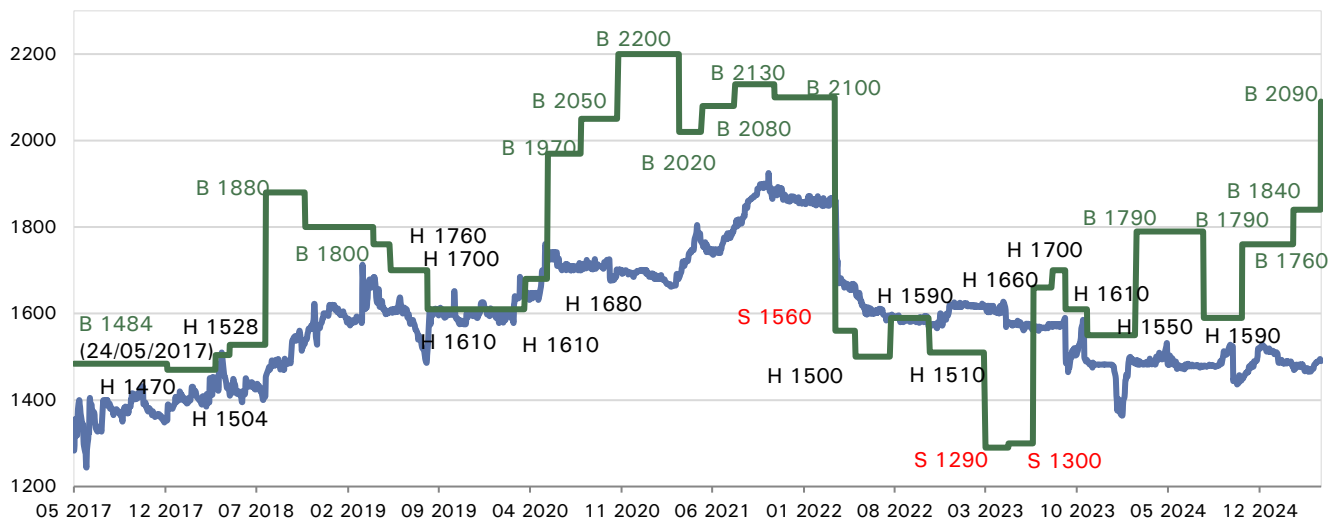


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

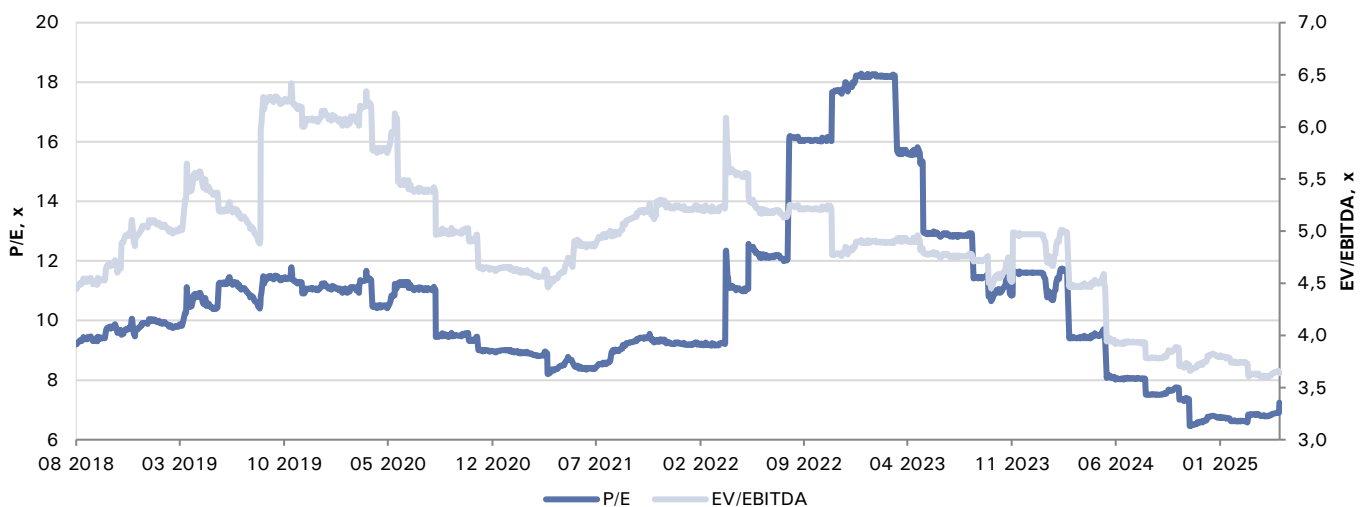


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	7	70%
Hold	2	20%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев