

EQUITY RESEARCH

**Обзор отчетности**  
**АО «KEGOC» (KEGC)**  
 Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:  
 Финансовые результаты за 1-ое полугодие 2023 года и введение обновленных тарифов

Тикер KASE: KEGC	Целевая цена (12M): 1 901,6 ₸	Потенциал: +20,7%
Тикер AIX: KEGC	Текущая цена: 1 575,6 ₸	Рейтинг: BUY

АО «KEGOC» («Компания») объявило о введении новой тарифной политики, которая будет действовать до 2026 года. Данное решение связано с регуляторными изменениями, а именно вводом рынка единого закупщика с 1 июля 2023 года, что представляет возможность корректировки тарифа в случае увеличения объемов предоставляемых услуг за счет роста прибыли, сокращение убытка от приобретения электроэнергии с целью балансирования межгосударственного сальдо.

В перечень основных направлений деятельности Компании, войдут две новые услуги:

1. Передача электроэнергии по национальной электрической сети («НЭС»)
2. Пользование НЭС.

**Финансовые результаты по итогам промежуточной консолидированной финансовой отчетности 1-го полугодия 2023 года:**

- Рост как производственных, так и финансовых показателей. Чистая прибыль составила 23 млрд тенге, увеличившись на 9 млрд тенге, или на 64% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Связан такой рост с тем, что операционная прибыль выросла на 47% г/г, а именно выручка от казахстанских покупателей (+9% г/г), от российских покупателей (+17% г/г), от кыргызстанских покупателей (в более чем 90 раз). Себестоимость оказанных услуг при этом, практически, не менялась (1% + г/г)
- По итогу, выручка от основной деятельности составила 114 млрд тенге, что представляет собой прирост в виде 11% г/г



**Финансовые показатели:**

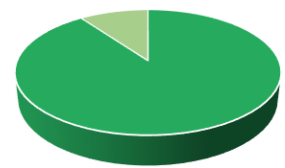
млрд, ₸	6M2023	6M2022	Изменение (%)
Выручка	114	103	+11%
Себестоимость	(79)	(78,5)	0,6%
Валовая прибыль	35	24	+49%
Операционная прибыль	30	20	+50%
Чистая прибыль	23	14	+64%
Денежные средства и их эквиваленты	29	28	+3,6%

**Маржинальность:**

	6M2023	6M2022
ROA	2,3%	2,6%
ROE	3,5%	2,7%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

**Акционеры:**

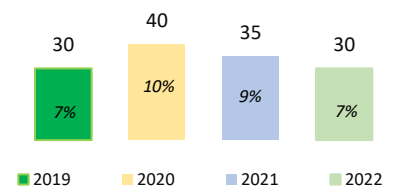


- АО "Фонд национального благосостояния "Самрук-Казына" (90%)
- Свободное обращение (10%)

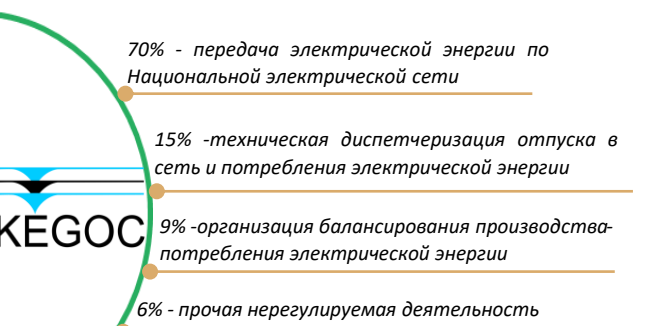
**Рыночные параметры:**

Количество выпущенных акций (штук)	260 000 000
В свободном обращении (%)	10
Рыночная капитализация (млрд, ₸)	409
52-нед. мин/ макс (₸)	1 560 - 1 627

**Общая сумма начисленных дивидендов, (млрд ₸) и дивидендная доходность (%):**



**Основные направления деятельности Компании:**



**Стабильный кредитный рейтинг Компании:**

	2021	2022	2023
<b>S&amp;P Global Ratings</b>	BB+/ стабильный	BB+/ негативный	BB+/ стабильный
<b>MOODY'S</b>	Baa2/ стабильный	Baa2/ стабильный	Baa2/ стабильный
<b>FitchRatings</b>	BBB-/ стабильный	BBB-/ стабильный	BBB-/ стабильный

EQUITY RESEARCH

**Обзор отчетности** **АО «KEGOC» (KEGC)**  
**Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:**  
 Финансовые результаты за 1-ое полугодие 2023 года и введение обновленных тарифов



Тикер KASE: KEGC	Целевая цена (12M): 1 901,6 Т	Потенциал: +20,7%
Тикер AIX: KEGC	Текущая цена: 1 575,6 Т	Рейтинг: BUY

**Регуляторные изменения и их влияние на деятельность Компании.** С учетом вступивших в силу изменений в Законе «Об электроэнергетике» с 1 июля 2023 года, начал функционировать рынок Единого закупщика, что привело к следующим событиям (ранее рынок единого закупщика отсутствовал):

- перенос на единого закупщика приобретения электроэнергии в России для балансирования межгосударственного сальдо
- разделение услуг по передаче электроэнергии на две услуги:
  1. Услуги по передаче электроэнергии по НЭС
  2. Услуги по пользованию НЭС.

Таблица №1. [Обновленные тарифы АО «KEGOC» \(2021-2026гг.\)](#).

Виды услуг	Ед.измерения	Тарифы				
		1-ый год реализации (01.10.2021-30.09.2022)	2-ой год реализации (01.10.2022-30.09.2023)	3-ий год реализации (01.10.2023-30.09.2024)	4-ый год реализации (01.10.2024-30.09.2025)	5-ый год реализации (01.10.2025-30.09.2026)
1. Услуга по передаче электрической энергии по НЭС	тг/ кВтч	2,797	2,935*	3,381	3,492	3,564
2. Услуга по пользованию НЭС	тг/ кВтч	-	1,651*	1,943	2,002	2,056
3. Услуга по тех.диспетчеризации отпуска в сеть и потребления электрической энергии	тг/ кВтч	0,306	0,320*	0,339	0,351	0,356
4. Услуга по организации балансирования производства-потребления электрической энергии	тг/ кВтч	0,098	0,057*	0,060	0,064	0,066

\*действует с 1-го июля 2023 года по 30 сентября 2023 года

График №1. Прогнозные объемы предоставляемых услуг.



EQUITY RESEARCH

**Обзор отчетности**

**АО «KEGOC» (KEGC)**

**Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:**  
Финансовые результаты за 1-ое полугодие 2023 года и введение обновленных тарифов



Тикер KASE: KEGC	Целевая цена (12M): 1 901,6 ₸	Потенциал: +20,7%
Тикер AIX: KEGC	Текущая цена: 1 575,6 ₸	Рейтинг: BUY

**Оценка в соответствии с утвержденной тарифной сметой.**

- Ввод рынка Единого закупщика с 1 июля 2023 года сказались положительно на тарифах, а именно - прирост на 9% к тарифу на передачу с 2,8 тг/ кВтч до 3,05 тг/ кВтч. Далее, тариф на услугу по организации балансирования производства-потребления электрической энергии уменьшился на 42% по сравнению с ранее использованным тарифом. Несмотря на снижение тарифов на балансирования, среднегодовой объем услуг по организации балансирования производства-потребления электрической энергии составляет около 50% от общих объемов услуг
- Внедрение новых услуг, связанных с НЭС, оказало наибольшее влияние на обновление нашей оценки в модели. Связано с тем, что эта услуга составляет около 60% от общей выручки Компании со среднегодовым объемом в 85 млн Мвт/ч
- Для обеспечения реалистичности прогнозов, объемы услуг были сохранены на уровне 2028 года до конца прогнозного периода, в связи с тем, что данные, влияющие на объемы услуг, могут подвергаться изменениям, особенно в долгосрочной перспективе. Принимая во внимание факторы экономической неопределенности и динамичности рынка, мы учитываем тот факт, что предсказание значений на столь далекий временной горизонт может сопровождаться недостаточной точностью. Переутверждение тарифной сметы в 2027г. также вероятно
- По статье расходов, за счет ввода механизма Единого закупщика, Компания, прекратит нести убытки от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии, что позволит сохранить сверхприбыль и снизит нагрузку.

Компания планирует реализацию ряда инвестиционных проектов:

- Проект «Усиление электрической сети Южной зоны ЕЭС Казахстана» до 2027 г.
- Проект «Объединение энергосистемы Западного Казахстана с ЕЭС Казахстана» в 2028 г.

В связи с реализацией этих проектов, размер капитальных затрат был увеличен до 72 млрд тенге, в среднем.

Вышеперечисленные меры оказали положительное влияние в нашей модели оценки на доходную и расходную часть. В результате, за прогнозный период, маржа валовой прибыли находится на среднем уровне 50%.

Таблица №2. Прогноз основных финансовых показателей \*\*

В млн. тенге	Прогнозы							
	9M2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Выручка	164 469	303 694	322 585	338 402	355 627	434 691	432 081	434 737
Валовая прибыль	<b>65 560</b>	<b>164 463</b>	<b>168 331</b>	<b>172 177</b>	<b>189 379</b>	<b>228 900</b>	<b>219 730</b>	<b>213 500</b>
Маржа валовой прибыли	40%	54%	52%	51%	53%	53%	51%	49%
ЕБИТДА	<b>63 333</b>	<b>157 844</b>	<b>158 019</b>	<b>160 369</b>	<b>175 988</b>	<b>213 752</b>	<b>199 110</b>	<b>194 248</b>
Маржа ЕБИТДА	39%	52%	49%	47%	49%	49%	46%	45%
Чистая прибыль	<b>33 972</b>	<b>90 645</b>	<b>79 235</b>	<b>68 594</b>	<b>61 087</b>	<b>75 727</b>	<b>58 596</b>	<b>58 480</b>
Количество акций в обращении, млн штук	260	260	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию, тенге	131	349	305	264	235	291	225	225
<b>Ставки и значения для расчетов:</b>								
Ставка дисконтирования (WACC)						16,70%		
Долгосрочный рост						1,90%		
Ставка дисконтирования в бесконечности						14,88%		
Безрисковая ставка						4,08%		
Премия за риск для акционерного капитала						7,89%		
Премия за страновой риск						2,89%		
Средний индекс KZ CPI до 2050 г.						2,97%		
Бездолговая Beta						0,83		
Долговая Beta						1,12		
Размер чистого долга						88 млрд тенге		

## EQUITY RESEARCH

Обзор  
отчетности

## АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:  
Финансовые результаты за 1-ое полугодие 2023 года и  
введение обновленных тарифов



Тикер KASE: KEGC	Целевая цена (12M): 1 901,6 ₸	Потенциал: +20,7%
Тикер AIX: KEGC	Текущая цена: 1 575,6 ₸	Рейтинг: BUY

**Изменения в составе руководства.** 31 июля 2023 года состоялось внеочередное Общее собрание акционеров АО «KEGOC» на котором досрочно прекращены полномочия Каныша Молдабаева в качестве Председателя правления, так же досрочно прекращены полномочия:

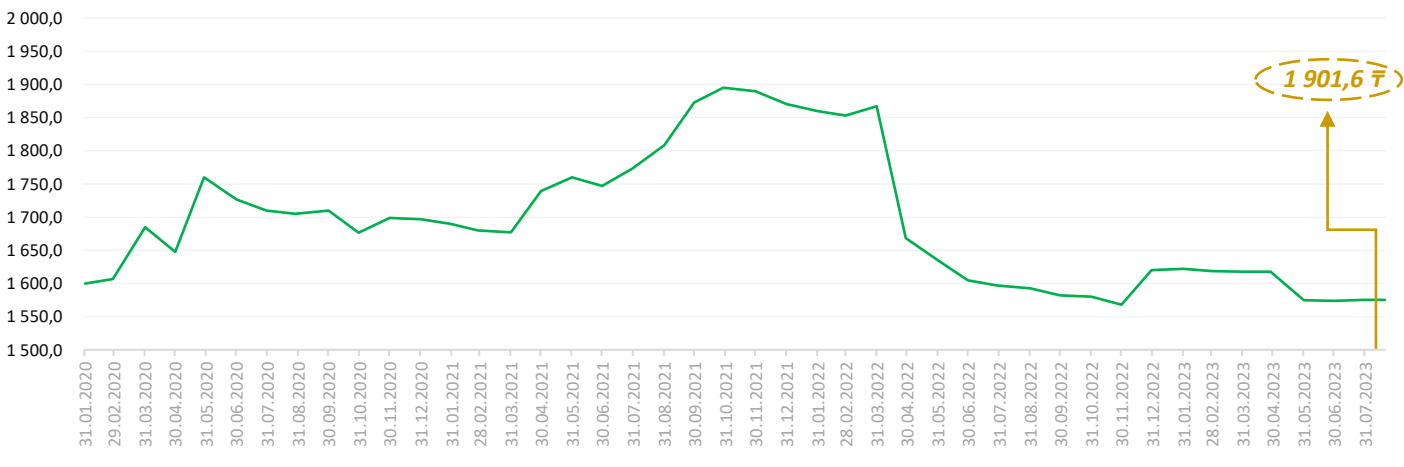
- Алексея Репина - представителя интересов АО «Самрук-Қазына»
- Ульфа Вокурки - независимого директора.

Председателем Правления АО «KEGOC» избран Наби Айтжанов, срок полномочия которого, определен на три года.

Марат Дулкаиров назначен независимым директором.

**Оценка стоимости одной акции АО «KEGOC».** В результате внедрения новой политики тарифов, активации механизма «Единого закупщика электрической энергии», введения новых услуг по НЭС, исторически стабильным выплатам по дивидендам, мы ожидаем, что в совокупности, это отразится положительно на свободном денежном потоке Компании. Согласно нашей модели, справедливая стоимость за одну простую акцию составляет **1 901,6 тенге, с рекомендацией – «Покупать/ Ву».**

График №2. Динамика движения цены акции Компании и целевая цена BCC Invest (₸)



## Важная информация:

Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала, не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Получатель данного материала не должен сугубо полагаться на представленную информацию для принятия решений. Расчеты, исторические данные и иная информация, которая может содержаться в данном материале, подготовлены сотрудниками BCC Invest на основе информации и данных, полученных из публичных источников. BCC Invest не проверяет и не обязан проверять полноту, точность и достоверность такой информации. Любая предоставляемая BCC Invest информация используется клиентом исключительно по своему усмотрению и на свой риск. Предоставляемая BCC Invest информация не является предложением о покупке и/или обязательством по продаже той или иной ценной бумаги, побуждением к заключению сделки и рекомендацией Клиенту по инвестиционным, налоговым и юридическим вопросам, в том числе по вопросу о соответствии заключаемой сделки конкретным целям Клиента. Перед осуществлением операций с ценными бумагами, в том числе иностранными ценными бумагами, валютой, производными финансовыми инструментами с различными видами базисных активов (далее — «Финансовые инструменты»), информацию о которых предоставляет BCC Invest, получателям данной информации необходимо ознакомиться с документами, характеризующими указанные финансовые инструменты (проспект эмиссии и пр.) и провести всесторонние консультации со своими финансовыми, юридическими, налоговыми, бухгалтерскими и иными консультантами до заключения сделки с финансовыми инструментами. Заключение сделок с финансовыми инструментами сопряжено с определенными рисками, ответственность за которые не может быть возложена на BCC Invest, так как они находятся вне разумного контроля сторон и их возможности предвидеть и предотвратить последствия таких рисков ограничены или невозможны. Клиент должен самостоятельно оценивать возможность заключения сделок с финансовыми инструментами. Клиенту не следует заключать сделку, если ее экономическая и юридическая суть, документация, условия и связанные с ней риски остаются неясными или не соответствуют целям, намерениям и ожиданиям Клиента. Заключение сделок с финансовыми инструментами может порождать значительные финансовые и иные риски. По этой причине данные сделки предназначены для лиц, которые готовы принять на себя соответствующие риски и в состоянии перенести связанные с ними возможные финансовые потери. Перед заключением любой сделки клиенту необходимо удостовериться в том, что он понимает риски, возникающий в связи с заключением соответствующей сделки и обладает необходимыми финансовыми и иными ресурсами для исполнения принятых на себя обязательств при любом сценарии развития событий. Принимая решение о проведении операции, на финансовом рынке, необходимо учитывать, что инвестирование в финансовые инструменты несет в себе риск неполучения ожидаемого дохода, потери части или даже всех инвестированных средств, возможные расходы и потери. Информация о прогнозируемой положительной доходности может расцениваться не иначе как предположения. Результаты инвестиционной деятельности в прошлом не определяют результаты в будущем, а стоимость активов может как увеличиваться, так и уменьшаться. Изменения курса обмена иностранной валюты могут также вызвать уменьшение или увеличение стоимости инвестиций. BCC Invest не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены Клиентом на основании использования информации.

Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка Государственная лицензия № 3.2.235/12 от 10.07.2018 года на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг.