

СПО КЕГОС – анализ и оценка ВСС Invest





АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:

Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Целевая цена (12М):
1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

Рейтинг: BUY

26 сентября 2023 года АО «KEGOC» («Компания») объявило о решении увеличить количество объявленных акций на 15 294 118 штук простых акций (или 5%) в рамках SPO, в связи с чем общее количество объявленных акций Компании составит 275 294 118 штук. Средства от вторичного размещения акций будут направлены на реализацию крупного инвестиционного проекта Компании по Усилению сетей Южной зоны ЕЭС РК (строительство двух линий 500 кВл Шу-Жамбыл-Шымкент, и трех ПС 500 кВл Шу-Жамбыл-Шымкент).

Компания также сообщила 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.

Внедрение новых услуг по НЭС, регуляторные изменения и инвестиции, направленные на Усиление сетей Южной зоны ЕЭС РК станут предпосылками для положительных финансовых и операционных показателей Компании. В результате чего, мы оценили потенциал роста акции в +21,2% от цены SPO, с рекомендацией «Покупать».

АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

Целевая цена (12M): 1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

Рейтинг: BUY

Финансовые показатели:

Млрд. ₸	2019	2020	2021	2022	6M2023
Выручка	263	179	186	217	114
Себестоимость	{200}	{102}	{121}	{166}	{79}
Валовая прибыль	63	77	66	51	35
Операционная прибыль	54	69	57	42	30
Чистая прибыль	41	49	39	27	23

Рыночные параметры:

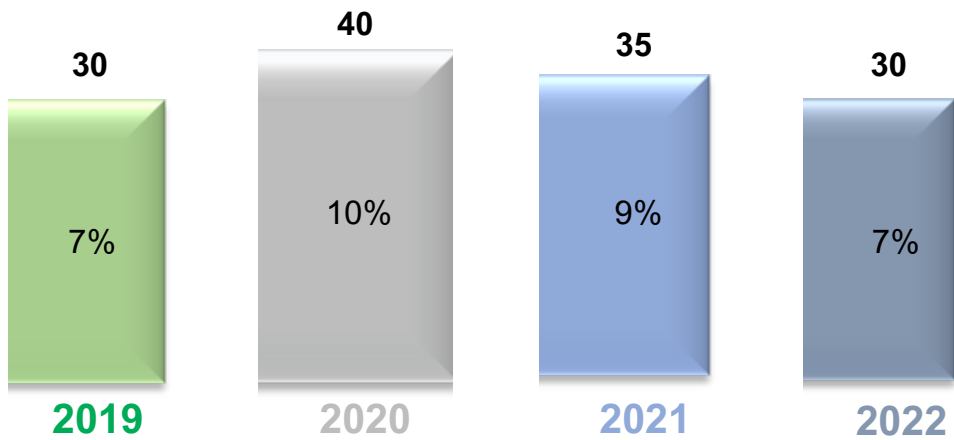
Количество выпущенных акций (млн.штук)	275,3
В свободном обращении (%)	15
Текущая рыночная капитализация (млрд. ₸)	391
52-нед. мин/ макс (₸)	1 560 - 1 627

Маржинальность:

	2019	2020	2021	2022	6M2023
ROA	5,4%	6,9%	5,6%	2,6%	2,3%
ROE	7,5%	9,5%	7,8%	4,3%	3,5%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

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



АО «KEGOC» (KEGOC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

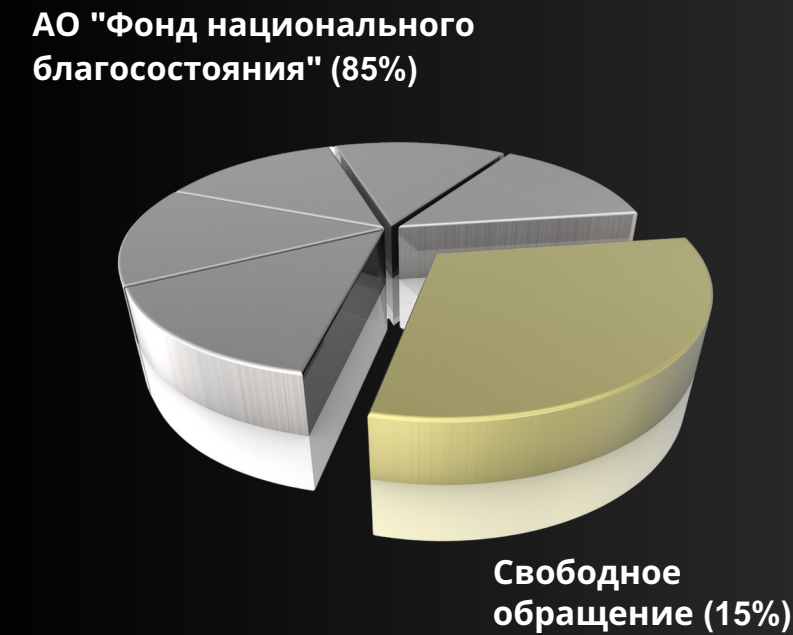
Цена SPO: 1 482 ₸

Целевая цена (12M): 1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

Рейтинг: BUY

Акционеры:



Стабильный кредитный рейтинг Компании:

	2021	2022	2023
S&P Global Ratings	BB+/ стабильный	BB+/ негативный	BB+/ стабильный
Moody's	Baa2/ стабильный	Baa2/ стабильный	Baa2/ стабильный
FitchRatings	BBB- / стабильный	BBB-/ стабильный	BBB-/ стабильный

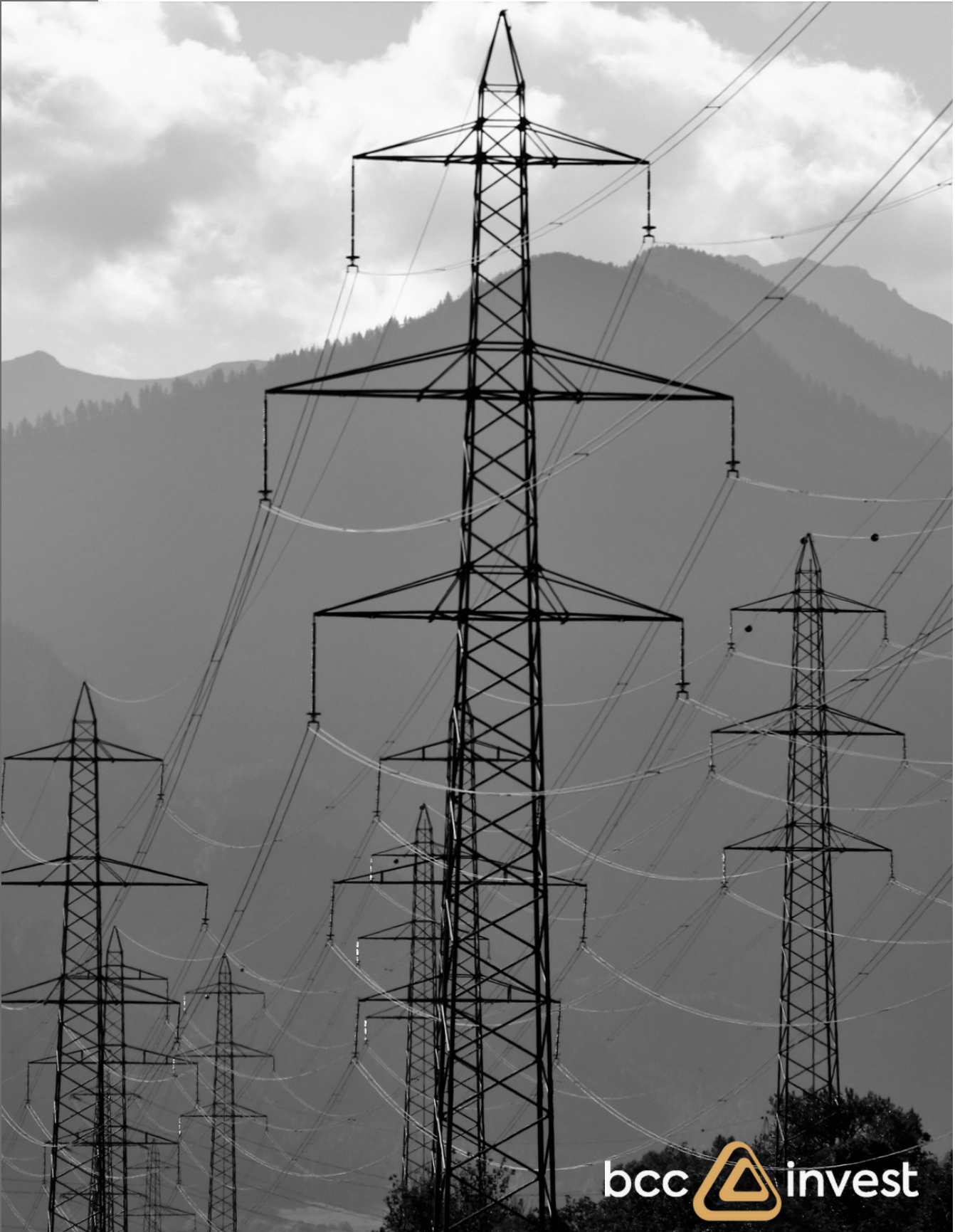
Основные направления деятельности Компании:

70% - передача электрической энергии по Национальной электрической сети

9% - организация балансирования производства потребления электрической энергии

15% - техническая диспетчеризация отпуска в сеть и потребления электрической энергии

6% - прочая нерегулируемая деятельность





АО «КЕГОС» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₹

Целевая цена (12М):
1 795,9 ₹

Потенциал: +21,2%

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 «КЕГОС» (2021-2026гг.)

Виды услуг	Тарифы					
	Ед.измерения	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)
Услуга по передаче						
1. 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
Услуга по						
тех.диспетчеризации						
3. отпуска в сеть и	тг/ кВтч	0,306	0,320*	0,339	0,351	0,356
потребления электрической						
энергии						
Услуга по организации						
балансирования						
4. производства-потребления	тг/ кВтч	0,098	0,057*	0,060	0,064	0,066
электрической энергии						

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



АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

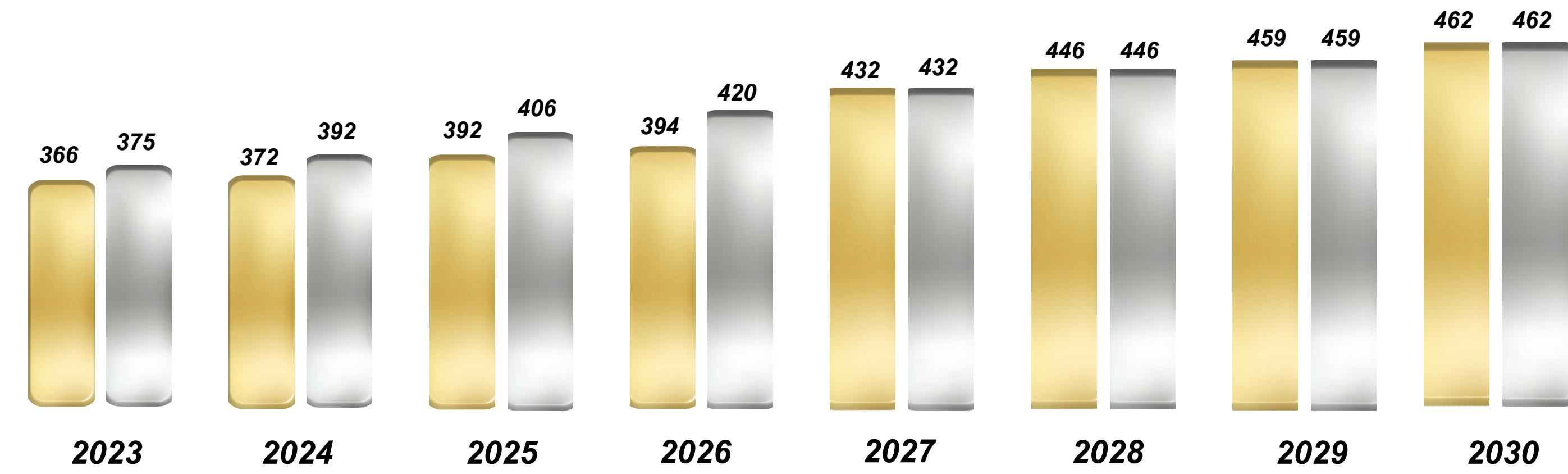
Целевая цена (12М): 1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

Рейтинг: BUY

График №1. Прогнозные объемы предоставляемых услуг.

- Объемы предоставляемых услуг согласно утвержденной тарифной смете (млн МВт/ч)
- Объемы предоставляемых услуг на основе Энергетического баланса РК (млн МВт/ч)





АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

Целевая цена (12М):
1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

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:

1. Проект «Усиление электрической сети Южной зоны ЕЭС Казахстана» до 2027 г.
2. 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.

АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

Целевая цена (12M): 1 795,9 ₸

Потенциал: +21,2%

Рейтинг: BUY

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	65 560	164 463	168 331	172 177	189 379	228 900	219 730	213 500
Маржа валовой прибыли	40 %	54 %	52 %	51 %	53 %	53 %	51 %	49 %
EBITDA	63 330	157 844	158 019	160 369	175 988	213 752	199 110	194 248
Маржа EBITDA	39 %	52 %	49 %	47 %	49 %	49 %	46 %	45 %
Чистая прибыль	33 972	90 645	79 235	68 594	61 087	75 727	58 596	58 480

Ставки и значения для расчетов:			
Ставка дисконтирования (WACC)	16,70 %	Премия за страновой риск	2,89 %
Долгосрочный рост	1,90 %	Средний индекс KZ CPI до 2050 г.	2,97 %
Ставка дисконтирования в бесконечности	14,88 %	Бездолговая Beta	0,83
Безрисковая ставка	4,08 %	Долговая Beta	1,12
Премия за риск для акционерного капитала	7,89 %	Размер чистого долга	88 млрд тенге

** расчеты BCC Invest



АО «KEGOC» (KEGC)

Дивидендная устойчивость в контексте стратегического роста:
Вторичное размещение акций (SPO)

Тикер KASE: KEGC

Тикер AIX: KEGC

Цена SPO: 1 482 ₸

Целевая цена (12M): 1 795,9 ₸

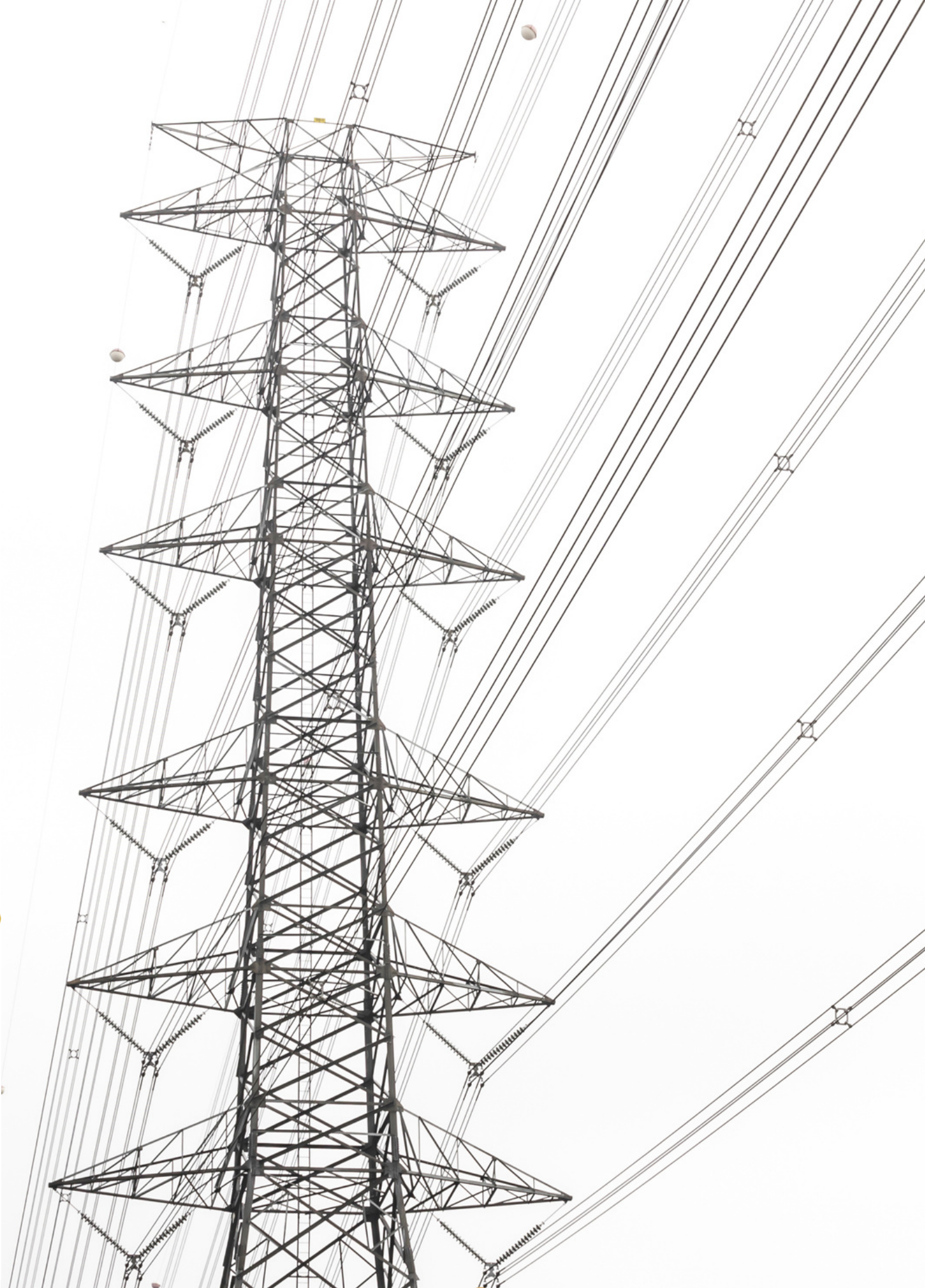
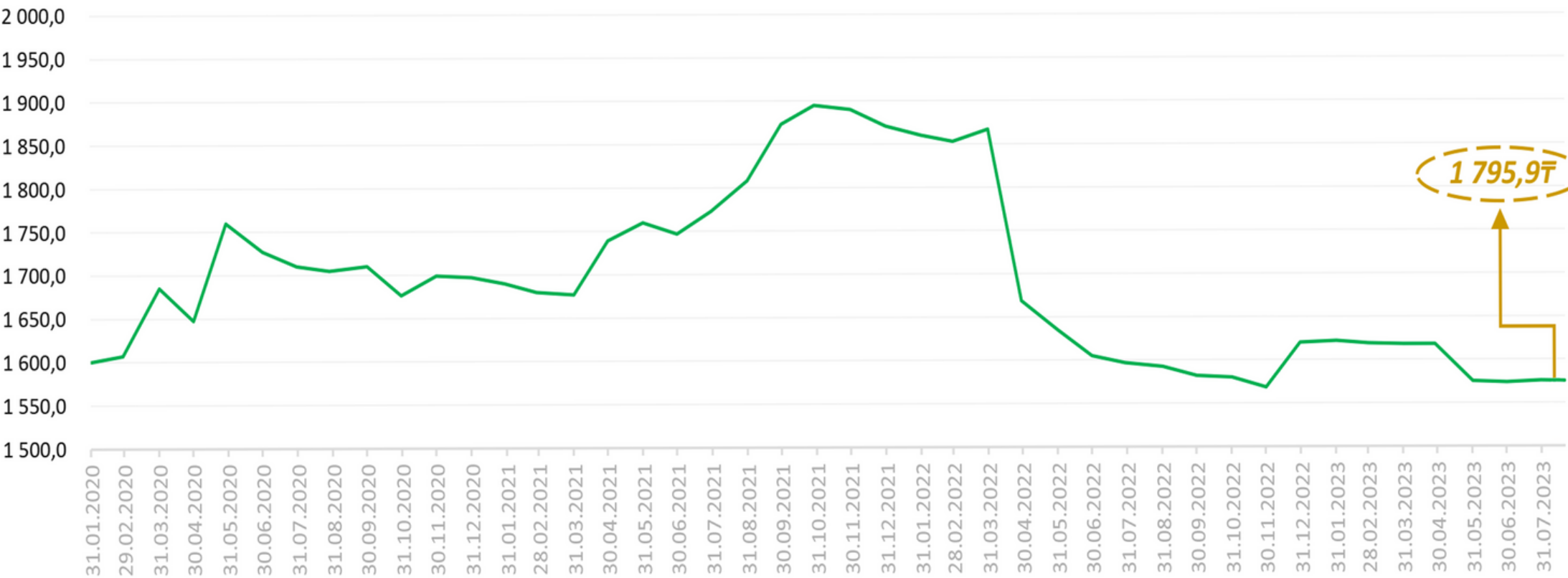
Потенциал: +21,2%

Рейтинг: BUY

- 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

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 **1 795,9 тенге, с рекомендацией – «Покупать/ Buy».**

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



Важная информация:

Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материал, 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.



bcc
invest