

АО «KEGOC»

Определение целевой цены ...



- Финансовые результаты KEGOC за 2024 год: рост выручки на фоне изменений в структуре доходов
- Рост операционных расходов и уверенная прибыльность по итогам года
- Рост FCF и операционной эффективности
- Высокая нагрузка и структурные изменения в передаче электроэнергии. Риски
- Рекомендация

Финансовые результаты KEGOC за 2024 год: рост выручки на фоне изменений в структуре доходов. В 2024 году KEGOC продемонстрировал уверенный рост выручки, достигнув отметки в 320 млрд тенге, что на 37% выше уровня предыдущего года. Рост был обусловлен как увеличением объема потребления электроэнергии, так и полным отражением дохода от услуги по пользованию национальной электрической сетью (НЭС), запущенной в середине 2023 года.

Изменения в структуре выручки, связанные с обособленным учетом доходов от НЭС и от услуги по передаче электроэнергии, повлияли на распределение поступлений. Так, выручка от передачи электроэнергии снизилась с 106 млрд тенге до 66 млрд тенге, однако в совокупности с доходами от НЭС общий сегментный доход достиг 215 млрд тенге, показав рост на 26% по сравнению с предыдущим годом. Значительный прирост зафиксирован и по другим направлениям деятельности. Выручка от продажи балансирующей электроэнергии увеличилась более чем вдвое — на 117%, достигнув 39 млрд тенге. Доход от технической диспетчеризации в свою очередь вырос на 11% и составил 38 млрд тенге. На фоне роста выручки также наблюдается увеличение затрат.

Рост операционных расходов и уверенная прибыльность по итогам года. Себестоимость за 2024 год составила 228 млрд тенге, что на 26% выше, чем в 2023 году. Основными причинами стали увеличение технологических расходов электроэнергии (на 26%), а также рост затрат на покупку электроэнергии для компенсации межгосударственного сальдо перетоков электроэнергии (на 17%). Кроме того, общие и административные расходы выросли на 13%, достигнув 13 млрд тенге. Это в основном обусловлено увеличением расходов на оплату труда, входящих в состав административных затрат. Чистая прибыль Компании составила 59 млрд. тенге, и выросла за год на 37%.

Тикер KASE	KEGC
Сектор	Энергетический
Стратегия инвестирования	Долгосрочная
Цена KEGC (за 07.04.2025 г.)	1 470 (KZT)
Целевая цена KEGC	1 582 (KZT)
Потенциал роста	7.6%
Рекомендация	Покупать
Чистая прибыль (2024, млрд. тенге)	59.50
Капитализация, млрд. тенге	404.68
Кол-во размещенных акций, млн. шт.	275.29
Website	www.kegoc.kz

Источник: Refinitiv Eikon



Источник: Refinitiv Eikon

	2023Ф	2024Ф	2025П	млрд. тенге
Выручка	252	320	339	
COGS	181	228	236	
EBIT	59	71	100	
EBITDA	110	123	155	
Net income	43	59	78	
FCFF	16	46	44	

Источник: данные Компании и расчеты CS

	2023Ф	2024Ф	Δ
P/E	0.04x	0.03x	-0.01x
EV/EBITDA	2.7x	2.4x	-0.3x
Gross margin	28%	29%	100 б.п.
EBIT margin	23%	22%	-100 б.п.
EBITDA margin	44%	38%	-600 б.п.
Net income margin	17%	19%	200 б.п.

Источник: расчеты CS

Рост FCF и операционной эффективности. Операционный денежный поток (OCF) KEGOC в 2024 году увеличился на 58%, достигнув 106 млрд тенге, чему способствовали увеличение финансовых доходов, включая проценты по размещённым средствам, а также переоценка основных средств, отразившая изменение их справедливой стоимости. Свободный денежный поток (FCF) составил 47 млрд тенге, продемонстрировав рост на 186% по сравнению с 2023 годом. Ключевыми факторами, повлиявшими на рост FCF стали повышение EBITDA на 12%, а также сокращение капитальных затрат на 17%, - с 55 млрд до 46 млрд тенге. Согласно нашим прогнозам, в 2025–2026 годах FCF может временно снизиться на фоне ожидаемого роста капитальных затрат, связанных с реализацией масштабных инфраструктурных проектов KEGOC — включая второй и третий этапы реконструкции ВЛ 220–500 кВ филиалов KEGOC, а также усиление электрических сетей в Южной зоне Казахстана.

Высокая нагрузка и структурные изменения в передаче электроэнергии. В 2024 году KEGOC сохранила стабильные темпы операционной деятельности на фоне роста потребления электроэнергии и расширения функций в рамках национальной энергосистемы.

В 2024 году объем переданной электроэнергии составил 19 млн МВт/ч, снизившись на 47% по сравнению с предыдущим годом. Снижение объемов передачи электроэнергии в 2024 году связано с изменением структуры учета после введения отдельной услуги по пользованию НЭС (с 1 июля 2023 года). При этом объем по НЭС, напротив, вырос на 108% до 75 млн МВт/ч, так как с 2024 года услуга учитывается за полный год. Фактическая операционная нагрузка на сеть осталась на высоком уровне.

Техническая диспетчеризация охватила 111 млн МВт/ч, включая управление потоками внутри страны и координацию межгосударственных перетоков.

Риски

- Замедление потребления электроэнергии
- Региональные дисбалансы генерации и потребления электроэнергии
- Государственное регулирование тарифов на услуги
- Риски, связанные с реализацией крупных инфраструктурных проектов
- Процентные риски
- Замедление темпов роста экономики Казахстана.

Рекомендация

На основании финансовых данных АО «KEGOC» за 2018-2024 гг. мы построили финансовую модель, учитывающую прогнозные уровни выручки и капитальных затрат на ближайшие пять лет в связи с ожиданием роста потребления электроэнергии в стране. Оценка стоимости компании построена на основе метода дисконтирования денежных потоков (DCF), модели дисконтирования дивидендов (DDM), а также метода мультипликаторов.

По состоянию на 7 апреля 2025 года, акции KEGOC торгуются на уровне 1 470 тенге за акцию, фактически вернувшись к значениям начала 2024 года.

В течение 2024 года компания выплатила дивиденды в общей сумме 45 млрд тенге, включая выплаты за второе полугодие 2023 года и первое полугодие 2024 года. Таким образом, при текущей рыночной цене акций дивидендная доходность составила 11%, приблизившись к целевым 12%.

По нашим прогнозам, темп роста выручки компании в будущем будет позитивным и соответствовать текущему темпу. При этом следует отметить возможный временный рост долговой нагрузки и капитальных затрат в 2026–2027 гг. в связи с реализацией новых проектов модернизации и расширения национальной энергосистемы. Согласно нашим расчетам, постепенный возврат к умеренному росту свободного денежного потока ожидается к 2029 году.

На основе финансовых результатов Компании за прошедшие годы, мы установили целевую стоимость акций и рекомендацию «**Покупать**». Наша целевая цена определена на уровне **1 582 тенге/акцию**.

Контактная информация:

АО «Сентрас Секьюритиз»
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический департамент:

Директор
Кыстаубаев Куаныш
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: kkystaubayev@centras.kz

Младший аналитик
Сарсембаева Аяулым
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: asarsembayeva@centras.kz

Младший аналитик
Токкожа Томирис
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: ttokkozha@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.