

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО «KEGOC» (KEGC)

 Потенциал роста: **5%**

 Целевая цена: **1 760 тенге**

 Текущая цена: **1 677 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот/апдейт

KEGOC: позитивный 2018 год



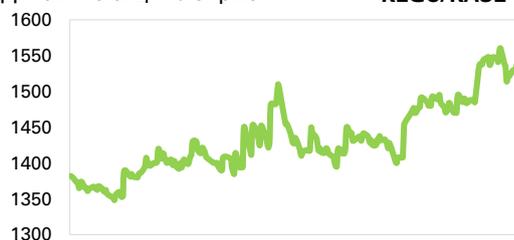
Выручка, '18 (млрд KZT)	176
EBIT, '18 (млрд KZT)	58
Чистая прибыль, '18 (млрд KZT)	40
Чистый долг '18 (млрд KZT)	81

P/E, '18 (x)	10,8x
P/BV, '18 (x)	0,92x
EV/S, '18 (x)	5,2x
ROA (%)	5,3%
ROIC (%)	13,2%
ROE (%)	10,7%
Маржа EBIT (%)	33,2%

Капитализация (млрд KZT)	435
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 395-1 713
Текущая цена (KZT)	1 677
Целевая цена (KZT)	1 760
Потенциал роста (%)	5%

Динамика акций / биржа

KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	4%	8%	16%
vs KASE	-2%	-1%	19%

Компания опубликовала финансовую отчетность за 2018 год. В целом год оказался довольно успешным для компании как в финансовом, так и в операционном плане. Компании удалось нарастить выручку не только благодаря росту тарифов, а также благодаря общему росту потребления и производству электричества в стране. К тому же совет директоров компании предложил дивиденды за второе полугодие в размере 54,53 тенге. По причине роста цены акции компании мы поменяли рекомендацию на «держат», целевая цена 1 760 тенге, потенциал роста 5%.

(+) Переоцененный рост выручки. Компания нарастила выручку на 15% в 2018 году до 176 млрд тенге, что выше роста тарифов в 2018 году, во многом благодаря росту операционных показателей по передаче, диспетчеризации и балансировке электроэнергии. Рост этих показателей в 2018 году составил 4,6%, 4,3%, 5,4% соответственно. В целом, в 2018 году сфера электроэнергетики показал рост показателей. Так, производство электроэнергии выросло на 4,3% г/г до 106,8 млрд кВт·ч, а потребление в Казахстане до 103,2 млрд кВт·ч (+5,5% г/г). К тому же выручка увеличилась благодаря росту доходов от покупной электроэнергии на 37% без учета которых общая выручка выросла на 13%.

(+) Продолжение роста прибыльности. Себестоимость реализованных услуг составила почти 106 млрд тенге, что дало валовую маржу в размере 39,8% против прошлогодних 41,3%. Однако, без учета покупной электроэнергии, чья маржинальность ниже средней, валовая маржа снизилась незначительно, с прошлогодних 45,6% до 45,1%. Рентабельность по EBITDA растет четвертый год подряд и достиг 48,4% в 2018 году, в основном благодаря росту износа и амортизации после переоценки. При этом также наблюдается некоторый рост операционной маржи, которая выросла с 32,4% до 33,2% благодаря доходу от переоценки основных средств. В итоге компания в 2018 году получила чистую прибыль в размере 40 млрд тенге или 154,01 тенге на акцию.

(=) Открытый вопрос по тарифам. Несмотря на успешный для компании 2018 год остается открытым очень важный вопрос по тарификации услуг компании, которая является естественным монополистом. В конце прошлого года министерством энергетики было объявлено о заморозке тарифов для энергопроизводящих компаний на 7 лет, до 2025 года. Несмотря на то, что компания не входит в их число, рост тарифов KEGOC

Абдикаримов Ерлан

 Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Оразбаев Данияр

 Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

руководство решило сохранить тарифы в 2019 году на уровне 2018 года. В ходе недавней презентации в рамках «дня эмитента» представитель компании заявил о том, что тарифы будут повышаться в любом случае, так как отсутствие роста приведет к износу основных средств и упадку сферы. Однако, еще точно неизвестно какими будут тарифы в 2020 году и до 2025 года.

Пересмотр модели оценки и наше мнение. По причине неопределенности с тарифами мы решили оценить компанию двумя сценариями. При первом сценарии тарифы не растут в 2020-2025 гг., и растут на 5% в 2026-2028 гг. При этом из-за падения выручки падает и операционная маржа до 24%, что дает нам оценку в 1 380 тенге на акцию и отрицательный потенциал роста в -17%. В другом случае тарифы в 2020 году будут утверждены на старых уровнях, а в последующие 8 лет будут расти на 4% ежегодно, что немного ниже ожидаемой инфляции. При этом операционная маржа постепенно падает только до 30%, что дает оценку в **1 760 тенге** на акцию и предполагает **потенциал роста в 5%**, рекомендация **«держать»**. На текущий момент мы придерживаемся второго сценария, и предполагаем, что компания будет вынуждена повышать тарифы, в особенности на фоне предстоящей реконструкции высоковольтных линии и некоторого роста долговой нагрузки из-за инвестиционных проектов. Кроме того, 29 марта совет директоров предложил дивиденды в размере 54,53 тенге на акцию за второе полугодие 2018 года. При утверждении этих дивидендов общие годовые дивиденды составят 135,06 тенге на акцию, что является рекордным размером дивидендов за всю публичную историю компании.