

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **6%**

Целевая цена: **1 700 тенге**

Текущая цена: **1 607 тенге**
РЫНОК АКЦИЙ
DCF
Казахстан | Электроэнергетика
флэшнот/апдейт

KEGOC: итоги первого квартала 2019 года



Выручка, 3М'19 (млрд KZT)	63
ЕБИТ, 3М'19 (млрд KZT)	16
Чистая прибыль, 3М'19 (млрд KZT)	13
Чистый долг' 3М'19 (млрд KZT)	83

P/E, 3М'19 (x)	11x
P/BV, 3М'19 (x)	0,86x
P/S, 3М'19 (x)	2,1x
ROA (%)	4,9%
ROIC (%)	8,8%
ROE (%)	7,9%
Маржа ЕБИТ (%)	29%

Капитализация (млрд KZT)	417
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 395-1 713
Текущая цена (KZT)	1 607
Целевая цена (KZT)	1 700
Потенциал роста (%)	6%

Динамика акций / биржа **KEGC/KASE**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	2%	3%	11%
vs KASE	7%	2%	21%

Компания опубликовала финансовую отчетность за первый квартал 2019 года. В целом отчет оказался в рамках ожиданий и не преподнес особых сюрпризов. Операционная маржа компании упала после заморозки тарифов в меньшей степени и в большей степени после появления менее маржинальной новой статьи доходов в выручке. Благодаря этому компания нарастила выручку на 35% в квартальном выражении. Квартальная прибыль на акцию оказалась на уровне 52 тенге. Мы сохраняем рекомендацию «держат» с целевой ценой в 1 700 тенге и потенциалом роста в 6%.

(=) Необычный рост выручки. Компания нарастила выручку на 43% в годовом выражении благодаря появлению новой статьи доходов под названием «доход от реализации услуг по обеспечению готовности мощности к несению нагрузки». Без учета этого выручка выросла на 4,9% в основном благодаря доходу от реализации покупной электроэнергии. Тем не менее отмечаем падение доходов от передачи ЭЭ на 6,6%, по всей видимости из-за заморозки тарифа и падения показателей потребления и экспорта ЭЭ в Казахстане. В первом квартале 2019 года, потребление и экспорт ЭЭ снизились на 9,2% в г/г с 31,3 млрд кВт.ч до 28,5 млрд кВт.ч. Большая часть падения пришлось на экспорт, который упал на 83%.

(=) Всестороннее давление на рентабельность. ЕБИТ маржа в первом квартале составила 29% против 42% в первом квартале 2018 года и 33% по итогам 2018 года. Несмотря на такое сильное падение ЕБИТ маржи, природа снижения не вызывает сильных беспокойств. Основной причиной стало появление новой и низко маржинальной статьи доходов, без учета которого, ЕБИТ маржа составила бы 35%. К тому же компания после переоценки основных средств значительно увеличила неденежные расходы на износ и амортизацию, что тоже надавило на рентабельность. По сути единственно важным фактором является широко обсуждаемая заморозка тарифов в 2019 году, что немного снизило выручку от передачи ЭЭ и соответственно операционную рентабельность.

Пересмотр модели оценки и наше мнение. В модели оценки мы снизили прогнозную ЕБИТ маржу в модели оценки, а также уменьшили ожидаемый объем потребления и экспорта ЭЭ в стране в 2019 году из-за ухудшения статистики этого года. Все это снизило нашу целевую цену до **1 700 тенге** на акцию, что предполагает **потенциал роста в 6%**. Рекомендация **«держат»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	24.04.2019	31.05.2019		
ЕВИТ маржа, %, 2019	33%	28%	-5%	Падение ЕВИТ маржи связано с тем, что компания получила доход от реализации услуг по обеспечению готовности мощности к несению нагрузки, чья маржинальность равна 9,8%, без учета которой, ЕВИТ маржинальность за первый квартал была бы равна 35%
ЕВИТ маржа, %, 2028	30%	22%	-8%	
Потребление ЭЭ в РК, млрд кВт.ч, 2019	105	103	-2%	Статистика первых четырех месяцев указывает на некоторое снижение потребления и экспорта электроэнергии в РК
Экспорт ЭЭ из РК, млрд кВт.ч, 2019	3,6	1,2	-67%	

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

