

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **2%**

Целевая цена: **1 680 тенге**

Текущая цена: **1 640 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот/апдейт

KEGOC: итоги 2019 года



Выручка, '19 (млрд KZT)	263
EBITDA, '19 (млрд KZT)	88
Чистая прибыль, '19 (млрд KZT)	41
Чистый долг '19 (млрд KZT)	84

P/E, '19 (x)	10,5x
P/BV, '19 (x)	0,88x
P/S, '19 (x)	1,6x
ROA (%)	5,4%
ROIC (%)	8,5%
ROE (%)	8,6%
Маржа EBIT (%)	20%

Капитализация (млрд KZT)	426
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 479-1 692
Текущая цена (KZT)	1 640
Целевая цена (KZT)	1 680
Потенциал роста (%)	2%



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	3%	2%	-2%
vs KASE	7%	-1%	8%

10 апреля АО «KEGOC» отчиталось по итогам 2019 года. Четвертый квартал в целом оказался умеренно позитивным для компании по части прибыльности и выручки. Тем не менее начало 2020 года ставит несколько важных вопросов к деятельности компании. Мы постарались оценить влияние введения чрезвычайного положения в Казахстане и карантина в крупных городах, а также ослабления тенге на будущую деятельность компании. В итоге с учетом всех изменений и предположений мы оценили одну акцию KEGOC в 1 680 тенге с потенциалом роста в 2%. Рекомендация «держать».

Неплохое окончание финансового года. Четвертый квартал позволил завершить год на мажорной ноте, несмотря на не очень удачные первые два квартала, результаты которых по трем традиционным статьям выручки были ниже 2018 года. Тем не менее четвертый квартал оказался практически на уровне прошлого года. Квартальные доходы от передачи ЭЭ снизились на 1,8% г/г, от диспетчеризации ЭЭ увеличились на 5% г/г, а от балансировки ЭЭ увеличились на 5,9% г/г. К тому же доходы от реализации покупной ЭЭ остаются на высоких уровнях и выросли на 140% г/г. В итоге квартальная выручка без учета новой статьи дохода от поддержания готовности электрической мощности выросла на 14,4% г/г. Основной причиной роста выручки в четвертом квартале стало быстрое восстановление производства ЭЭ, которая составила 29,8 млрд кВт*ч, что на 6,2% выше результата предыдущего года. В итоге несмотря на просадку объема производства ЭЭ в первых двух кварталах этого года, второе полугодие наверстало упущенное и рост производства ЭЭ по итогам 2019 года составил 0,2%. По части EBITDA четвертый квартал оказался примерно на уровне первого квартала 2019 года, а относительно четвертого квартала 2018 года выросла на 19%. Прибыль на акцию за четвертый квартал оказалась достаточно высокой и составила 44,1 тенге на акцию. По итогам года прибыль на акцию достигла 156,7 тенге на акцию, что на 2,7 тенге выше показателя 2018 года.

Режим ЧП в стране слабо повлияет на потребление электроэнергии. KEGOC работает в сфере электроэнергетики, которая является ключевой для нормальной жизнедеятельности человека. Поэтому мы считаем, что городские власти не будут останавливать производство электроэнергии. К тому же основная часть производства электроэнергии приходится на Павлодарскую область (40%), где ситуация с вирусом находится под контролем. К тому же большая часть этого производства приходится на отдельные ключевые промышленные компании, которые вероятнее

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

всего продолжат свою работу даже в случае введения жесткого карантина в регионах. Но все же основным слабым звеном может стать потребление электроэнергии, которое вероятнее всего снизится из-за временного закрытия многих учреждений и офисных зданий. Однако, основная доля потребления приходится на промышленность (примерно 70%), которая как мы ожидаем продолжит работать несмотря на карантин. На 17 крупнейших потребителей электроэнергии приходится около 34% потребления. Остальные 30% потребления ЭЭ относятся к остальным сферам экономики, включая население, которые потребляют 12% объема. В итоге мы оценили возможное влияние чрезвычайного положения для каждой группы потребителей. Мы снизили ожидания по потреблению со стороны секторов торговли, образования, развлечения, транспорта и складирования, немного увеличив при этом потребление со стороны населения, которые будут тратить больше электроэнергии в условиях карантина. Также немного снижены ожидания по промышленности в виду снижения цен на сырьевые товары. Однако введение чрезвычайной ситуации в более светлый период года также является позитивным моментом, так как в случае окончания режима ЧП к осени в годовом выражении снижение будет менее болезненным. Мы оцениваем снижение потребления на 2,5% в этом году относительно прошлого года. Тем не менее мы ожидаем восстановление потребления в 2021 году к изначальным прогнозным значениям.

Наше мнение. Ослабление тенге в некоторой степени негативно повлияет на баланс и прибыльность компании, так как чуть меньше половины долгов компании номинированы в долларах и евро. В итоге при сохранении текущего обменного курса доллара можно ожидать снижения прибыли в 2020 году примерно на 4 млрд тенге из-за этого. На фоне этого мы думаем, что не стоит ожидать более высоких дивидендов за второе полугодие 2019 года, даже несмотря на рост прибыли. Вероятнее всего дивиденды составят около 45 тенге за акцию, что немного выше нашего предыдущего прогноза. Тем не менее в 2019 году снизился уровень чистого долга к EBITDA с 1,2х до 0,95х, что дает компании больше гибкости при распределении прибыли. В итоге мы обновили модель оценки с учетом всех вышеуказанных факторов, а также используя более свежие цифры и оценили одну акцию АО «KEGOC» в **1 680 тенге** с потенциалом роста в 2%.
Рекомендация «держать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	22.11.2019	14.04.2020		
WACC, %, 2020	11,4%	11,6%	1,8%	Рост базовой ставки НБРК увеличило WACC в 2020 году
Потребление и экспорт ЭЭ, млрд кВт.ч, 2020	112	106,7	-4,7%	Ожидаем снижения потребления электроэнергии в 2020 году с последующим восстановлением на прежние прогнозные уровни потребления в 2021 году
Износ и амортизация, млрд тенге, 2028	31,9	33,4	4,7%	Рост износа и амортизации в 2020 году после переоценки ОС

расчеты Фридом Финанс

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

