

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **14%**

Целевая цена: **1 970 тенге**

Текущая цена: **1 735 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот/апдейт

KEGOC: влияние ЧП не оказалось катастрофичным



Выручка, 3М'20 (млрд KZT)	84
EBITDA, 3М'20 (млрд KZT)	31
Чистая прибыль, 3М'20 (млрд KZT)	12,8
Чистый долг 3М'20 (млрд KZT)	69

P/E, 3М'20 (x)	11,2x
P/BV, 3М'20 (x)	0,91x
P/S, 3М'20 (x)	1,6x
ROA (%)	5,1%
ROIC (%)	9,7%
ROE (%)	8,3%
Маржа EBIT (%)	28%
Маржа EBITDA (%)	38%

Капитализация (млрд KZT)	451
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 479-1 760
Текущая цена (KZT)	1 735
Целевая цена (KZT)	1 970
Потенциал роста (%)	14%

Динамика акций / биржа KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	8%	9%	8%
vs KASE	7%	8%	3%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

29 мая АО «KEGOC» отчиталось по итогам первого квартала 2020 года. В целом отчет оказался позитивным для компании по части рентабельности и даже сильное ослабление тенге к концу квартала незначительно уменьшило прибыльность за счет роста тарифов. Теперь с укреплением тенге, большая часть этих потерь от курсовой разницы будет восстановлена. Начало 2020 года также было ознаменовано введением чрезвычайного положения и режима карантина в крупных городах Казахстана. По итогам апреля 2020 года мы наблюдаем небольшое снижение потребления электроэнергии в пределах 3,5% г/г. За четыре месяца годовой рост потребления составляет около 1,5%, что пока достаточно далеко от наших изначальных ожиданий в -2,5% на весь 2020 год. В итоге с учетом всех изменений и предположений мы оценили одну акцию KEGOC в 1 970 тенге с потенциалом роста в 14%. Рекомендация «покупать».

Первый квартал отразил значительный рост тарифов. Компания в прошлом году заморозила тарифы на уровне 2018 года. Однако с 2020 года произошел значительный рост тарифов по ранее согласованной пятилетней сетке. На этом фоне итоговый рост выручки составил 32% г/г и 16% к/к. Достаточная большая доля роста пришлось на традиционные статьи доходов. Так, доходы от передачи ЭЭ выросли на 16,8% г/г и 7,6% к/к, от диспетчеризации ЭЭ на 36% г/г и 29,4% к/к и от балансирования ЭЭ на 17,2% г/г и 12,6% к/к. Благодаря этому EBIT маржа компании в первом квартале 2020 года составила 27,8% против прошлогодних 25,2%, при этом в выручке выросла доля низкорентабельных статей дохода. Также ослабление тенге к доллару с 383 в конце 2019 года до 448 в конце марта привело к убыткам от курсовой разницы, которая составила 5,42 млрд тенге, а также немного увеличила финансовые расходы. Тем не менее последнее сильное укрепление тенге до 400 тенге восстановит большую часть этих убытков. По нашим расчетам при курсе 400 тенге за 1 доллар, курсовые убытки составят около 1,5 млрд тенге, что даст дополнительную прибыль в почти 4 млрд тенге. При сохранении текущего обменного курса до конца года чистая прибыль может превысит показатель предыдущего года, что может привести к увеличению дивидендов по итогам 2020 года. Чистая прибыль в этом квартале составила 12,8 млрд тенге или 49,09 тенге на акцию (51,56 тенге в прошлом году).

Потребление электроэнергии упало в апреле всего лишь на 3,5% г/г. 14 апреля 2020 года при обновлении оценки по случаю выхода финотчета за 2019 год, мы постарались оценить влияние

введения чрезвычайного положения и карантинного режима в крупных городах Казахстана. Тогда мы прогнозировали, что потребление электроэнергии упадет на 2,5% по итогам года. Мы отмечали, что основная доля потребления приходится на промышленность (примерно 70%), которая в основном продолжила работать несмотря на карантин. А остальные 30% потребления ЭЭ относятся к прочим сферам экономики, включая население, которые потребляют 12% объема. Тогда мы снизили ожидания по потреблению со стороны секторов торговли, образования, развлечения, транспорта и складирования, немного увеличив при этом потребление со стороны населения, которое будет тратить больше электроэнергии в условиях карантина. Теперь по результатам апреля, который полностью прошел в режиме ЧП, снижение потребления и производства электроэнергии относительно апреля 2019 года составило около 3,5%. А за все 4 месяца 2020 года потребление электроэнергии все еще находится в плюсовой зоне роста в 1,5%. С окончанием ЧП и последующим открытием большинства секторов экономики мы ожидаем, что рост потребления останется в плюсовой зоне по итогам года. К тому же вряд ли можно ожидать сильного снижения потребления со стороны нефтяных компаний из-за снижения добычи, так как нефтяная отрасль не потребляет так много электроэнергии. Например, доля ТШО и NCOC (два крупнейших потребителя ЭЭ из нефтяной сферы) в потреблении составляет чуть меньше 3% от всего объема потребления.

Наше мнение. Также отметим, что в этом году у KEGOC заканчивается пятилетняя тарифная сетка, и утверждение новых тарифов выше наших ожиданий может существенно повысить оценку компании. Мы также изменили ожидания по безрисковой ставке через дальнейшее постепенное снижение базовой ставки в ближайшие годы. В итоге WACC в 2020 году в 12,9% падает к 11,4% к 2025 году. Мы обновили модель оценки с учетом всех вышеуказанных факторов и оценили одну акцию АО «KEGOC» в **1 970 тенге** с потенциалом роста в 14%. **Рекомендация «покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	14.04.2020	05.06.2020		
Безрисковая ставка, %, 2024	8,5%	8,1%	-4,7%	Более мягкие ожидания по ДКП Казахстана
Потребление и экспорт ЭЭ, млрд кВт.ч, 2020	104,3	108,1	3,6%	Небольшое снижение потребления ЭЭ в апреле 2020 года
Чистый долг, млрд тенге	84	69	-18%	Снижение чистого долга благодаря росту денежных средств и финансовых активов

расчеты Фридом Финанс

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

