

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО «KEGOC» (KEGC)

Потенциал роста: **-10%**Целевая цена: **1 500 тенге**Текущая цена: **1 660 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот/апдейт

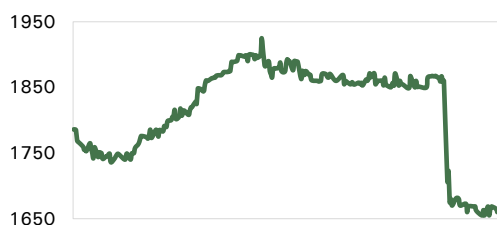
KEGOC: результаты 1-го квартала 2022 года



Выручка, 3М '22 (млрд KZT)	55
EBITDA, 3М '22 (млрд KZT)	28
Чистая прибыль, 3М '22 (млрд KZT)	9
Чистый долг, 3М '22 (млрд KZT)	90

P/E, 3М '22 (x)	12,6
P/BV, 3М '22 (x)	0,58
P/S, 3М '22 (x)	2,8
ROA (%)	3,1%
ROIC (%)	5,1%
ROE (%)	4,7%
Маржа EBIT (%)	22%
Маржа EBITDA (%)	51%
Капитализация (млрд KZT)	434
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 668–1 925
Текущая цена (KZT)	1 660
Целевая цена (KZT)	1 500
Потенциал роста (%)	-10%

Динамика акций / биржа KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-10%	-12%	-7%
vs KASE	10%	16%	13%

АО «KEGOC» отчиталось по итогам первого квартала 2022 года. Отчет вновь оказался интересным в плане дальнейших кардинальных изменений в финансовых показателях. Напомним, что из-за безвозмездного дарения государству дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ», финансовые показатели АО «KEGOC» значительно изменились. Например, прибыльность компании существенно снизилась относительно прошлого года, несмотря на рост выручки. Однако, главным фактором снижения прибыльности оказалось резкое увеличение износа и амортизации из-за значительного увеличения балансовой стоимости основных средств перед концом 2021 года. И все же EBITDA маржа упала: с 61% до 51%. На этом фоне чистая прибыль компании снизилась примерно наполовину, что снижает потенциальные дивиденды на 2022 год, которые зависят именно от прибыли. К тому же, с 1 июня вступают в силу временные компенсирующие тарифы, действующие до 31 мая 2023 года, которые оказались примерно на 7-8% ниже ранее утвержденных тарифов, что также понижает потенциальные дивиденды. В итоге с учетом всех изменений и предположений мы снизили целевую цену одной акции KEGOC до 1 500 тенге с рыночной переоцененностью в 10%.
Рекомендация – «держать».

(+) Рост выручки за счет тарифов и передачи ЭЭ. Выручка компании выросла на 21% г/г во многом за счет роста доходов по передаче электроэнергии на 25% г/г. Рост этого сегмента доходов произошел благодаря увеличению тарифов и объемов передачи ЭЭ по системе KEGOC на 8,8% г/г. В то же время объемы диспетчеризации и балансирования ЭЭ не показали такого значительного роста. Доходы от диспетчеризации ЭЭ выросли на 0,3% г/г, а от балансирования ЭЭ на 0,9% г/г. В целом же в Казахстане рост производства и потребления ЭЭ в первом квартале замедлился и составил 0,4% г/г и 1,8% г/г соответственно.

(-) Снижение рентабельности в первом квартале. Операционная рентабельность компании упала в первом квартале несмотря на рост выручки. Валовая маржа снизилась с 46% до 25%, EBITDA маржа с 61% до 51%, а операционная маржа упала с 42% до 22% во многом из-за резкого роста износа и амортизации на фоне увеличения балансовой стоимости основных средств. Тем не менее, также заметен рост и других компонентов расходов, хоть и их итоговое влияние не так велико. Например, технологический расход ЭЭ увеличился на 65% г/г, а расходы на оплату труда выросли на 28% г/г. В итоге компания получила чистую прибыль в 8,5 млрд тенге (-51% г/г) или 32,8 тенге на акцию.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

Наше мнение. Компания проведет БОСА 26 мая, на котором вероятнее всего утвердят дивиденды в размере 50,85 тенге на акцию за второе полугодие 2021 года. Несмотря на то, что дивиденды оказались значительно выше наших ожиданий, увеличение давления на чистую прибыль в 2022 году наверняка негативно скажется на следующих дивидендах. К тому же введение временных пониженных тарифов до конца мая 2023 года также будет давить на прибыльность. Тем не менее, компания сообщает, что оспаривает данное решение в судебном порядке. Мы считаем, что, учитывая текущую государственную политику по снижению инфляции, большую историю заморозки коммунальных тарифов для населения и историю временного снижения тарифов самой KEGOC в качестве социальной поддержки, вряд ли данные временные тарифы будут отменены. К тому же дальнейшее увеличение базовой ставки Нацбанка до 14% повысило WACC в модели оценки. С другой стороны, укрепление тенге улучшило оценку за счет наличия валютного долга. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы снижаем целевую цену одной акции АО «KEGOC» до **1 500 тенге** с текущей переоцененностью рыночной цены в 10%. **Рекомендация – «держать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	11.04.2022	25.05.2022		
Выручка, млрд тенге, 2022	215	206	-4,2%	Снижение прогнозной выручки из-за введения пониженных временных компенсирующих тарифов
EBIT маржа, %, 2022	25,6%	22%	-3,6 п.п.	Более резкое падение EBIT маржи в первом квартале на фоне роста износа и прочих компонентов себестоимости
WACC, %, 2022	14,3%	15,3%	1 п.п.	Повышение базовой ставки НБРК до 14%

Расчеты «Фридом Финанс»

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

