

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Hold

**АО «KEGOC» (KEGC)**

Потенциал роста: **7%**

Целевая цена: **1 610 тенге**

Текущая цена: **1 503 тенге**
**РЫНОК АКЦИЙ**
**DCF**
**Казахстан | Электроэнергетика**
**флэшнот/апдейт**

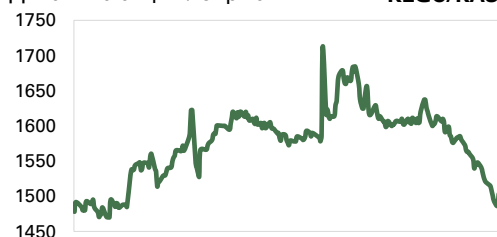
## KEGOC: итоги первого полугодия 2019 года



Выручка, 6М'19 (млрд KZT)	125
ЕБИТ, 6М'19 (млрд KZT)	24
Чистая прибыль, 6М'19 (млрд KZT)	23
Чистый долг' 6М'19 (млрд KZT)	82

P/E, 6М'19 (x)	10,6x
P/BV, 6М'19 (x)	0,8x
P/S, 6М'19 (x)	1,8x
ROA (%)	4,9%
ROIC (%)	8,2%
ROE (%)	7,5%
Маржа ЕБИТ (%)	23%

Капитализация (млрд KZT)	386
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 464-1 713
Текущая цена (KZT)	1 503
Целевая цена (KZT)	1 610
Потенциал роста (%)	7%

**Динамика акций / биржа KEGC/KASE**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-6%	-5%	2%
vs KASE	-1%	5%	5%

Компания опубликовала финансовую отчетность за первое полугодие 2019 года. В целом отчет оказался в нейтральным и не преподнес особых сюрпризов в рамках заморозки тарифов в этом году. ЕБИТДА маржа компании составила 36,5%. Чистая прибыль на акцию по итогам первого полугодия оказалась на уровне 88 тенге, что дает высокую вероятность дивидендов на уровне 50-60 тенге за первое полугодие. Решение будет принято ориентировочно к концу октября. Мы сохраняем рекомендацию «держать» с целевой ценой в 1 610 тенге и потенциалом роста в 7%.

**(=) Сезонный фактор немного повлиял на результаты.**

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 5% в основном благодаря доходу от реализации покупной электроэнергии, который вырос на 69% г/г. Тем не менее отмечаем общее падение доходов от передачи и диспетчеризации ЭЭ из-за заморозки тарифов и снижения производства электричества относительно прошлого года. Также традиционно второй квартал оказался немного слабее первого, что стало причиной падения выручки и прибыли в квартальном выражении. В первом полугодии 2019 года производство ЭЭ снизилось на 3,4% в г/г с 54,8 млрд кВт.ч до 52,9 млрд кВт.ч. При этом квартальном выражении производство ЭЭ упало на 2% г/г, что говорит о небольшом восстановлении производства.

**(=) Рентабельность на новых уровнях.** ЕБИТ маржа в первом полугодии составила 23% против 40% в первом квартале 2018 года и 33% по итогам 2018 года. Столь сильное падение ЕБИТ маржи объясняется появлением новой низко маржинальной статьи доходов и ростом износа и амортизации на 5,3 млрд тенге. Без учета этих двух факторов, ЕБИТДА маржа составила 46% против 53% в первом полугодии прошлого года. Это падение в большой степени связано с заморозкой тарифов.

**Пересмотр модели оценки и наше мнение.** В модели оценки мы снизили прогнозную ЕБИТ маржу в модели оценки, а также немного увеличили объем производства ЭЭ в стране в прогнозном периоде на основе ожидаемого правительство роста производства ЭЭ в стране в 2019-2025 гг. Все это снизило нашу целевую цену до **1 610 тенге** на акцию, что предполагает **потенциал роста в 7%**. Рекомендация «держать».

**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

## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	31.05.2019	28.08.2019		
ЕВІТ маржа, %, 2019	27%	23%	-4%	ЕВІТ маржа за первое полугодие составила 23% и упала с 25% в первом квартале, что отражается в модели оценки
ЕВІТ маржа, %, 2028	22%	20%	-2%	
Производство ЭЭ в РК, млрд кВт.ч, 2019	104	104	-1%	Производство ЭЭ в 2019 году было скорректировано с учетом статистики. В прогнозном периоде рост основан на ожиданиях правительства по росту производства ЭЭ
Производство ЭЭ в РК, млрд кВт.ч, 2028	122	128	5%	

расчеты Фридом Финанс

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

