

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **12%**Целевая цена: **2 100 тенге**Текущая цена: **1 880 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот/апдейт

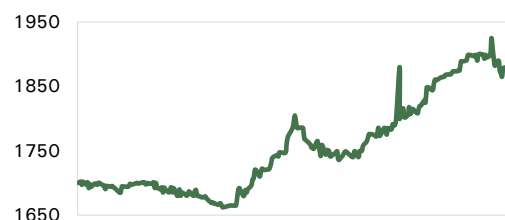
KEGOC: результаты за 3-й квартал 2021 года

Выручка, 9М '21 (млрд KZT)	282
EBITDA, 9М '21 (млрд KZT)	70
Чистая прибыль, 9М '21 (млрд KZT)	37
Чистый долг, 9М '21 (млрд KZT)	57

P/E, 9М '21 (x)	9,3
P/BV, 9М '21 (x)	0,94
P/S, 9М '21 (x)	1,3
ROA (%)	6,3%
ROIC (%)	9,8%
ROE (%)	10,3%
Маржа EBIT (%)	16%
Маржа EBITDA (%)	25%
Капитализация (млрд KZT)	489
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 662–1 925
Текущая цена (KZT)	1 880
Целевая цена (KZT)	2 100
Потенциал роста (%)	12%

Динамика акций / биржа

KEGC/KASE



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	4%	6%	11%
vs KASE	-18%	-9%	-40%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО «KEGOC» отчиталось по итогам третьего квартала 2021 года. Отчет за третий квартал можно назвать нейтральным, несмотря на снижение прибыльности компании. Операционная и EBITDA рентабельность снизилась относительно прошлого года. Однако, снижение произошло из-за низких тарифов в 2021 году. А вот новые увеличенные тарифы, которые вступили в силу с 1 октября 2021 года, должны восстановить рентабельность компании. В то же время в Казахстане продолжается рост производства электроэнергии. За 9 месяцев 2021 года рост составил 7,3% г/г, а в третьем квартале 8,3% г/г. С учетом всех изменений и предположений мы получили целевую цену одной акции KEGOC в 2 100 тенге с потенциалом роста 12%. Рекомендация «покупать».

(=) Рост выручки за счет низкорентабельной статьи.

Квартальная выручка компании выросла на 10% г/г во многом за счет роста доходов от реализации покупной ЭЭ и снизилась на 2% к/к из-за сезонно слабого летнего периода. Доходы от реализации покупной ЭЭ выросли на 29% г/г и упали на 10% к/к. Доходы от передачи ЭЭ выросли на 4,6% г/г, от диспетчеризации ЭЭ упали на 5,8% г/г и от балансирования ЭЭ упали на 4,1% г/г. Годовое падение произошло во многом из-за снижения тарифов в этом году. А рост доходов от передачи ЭЭ объясняется увеличением производства и потребления ЭЭ в Казахстане. Рост за 9 месяцев составил 7,3% г/г, а в третьем квартале – 8,3% г/г.

(-) Рентабельность оказалась под давлением. Несмотря на годовой рост выручки, квартальная рентабельность компании снизилась относительно прошлого года из-за низкорентабельных статей выручки и низких тарифов. Так, операционная маржа составила 11,3% в третьем квартале (16,4% в прошлом году), а EBITDA-маржа за год упала с 26% до 20%. В итоге компания получила квартальную чистую прибыль в 9,1 млрд тенге (-36% к/к и 1,5% г/г) или 35,05 тенге на акцию.

Наше мнение. В августе компания утвердила новую тарифную сетку на 2021-2025 гг., что должно значительно увеличить доходы от более рентабельных статей выручки. Увеличение тарифов оказалось выше наших ожиданий в 2022-2024 гг. Однако, тариф в 2025 году оказался ниже ожиданий, что снизило прогнозные тарифы в дальнейших прогнозных периодах и нивелировало рост оценки от новых тарифов. Главным изменением в модели стало снижение ожидаемой операционной рентабельности в прогнозном периоде. Тем не менее продолжение роста потребления ЭЭ в Казахстане может стать точкой роста стоимости компании. В итоге целевая цена одной акции АО «KEGOC» составляет 2 100 тенге с потенциалом роста 12%. Рекомендация – «покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	23.08.2021	23.08.2021		
Выручка, млрд тенге, 2021	372	418	12%	Рост прогнозной выручки в четвертом квартале за счет новой тарифной сетки
ЕБИТ маржа, %, 2021	20%	19,5%	-50 б.п.	ЕБИТ маржа в третьем квартале оказалась ниже ожиданий, однако мы ожидаем роста маржи до 19,5% за счет новых тарифов

Расчеты «Фридом Финанс»

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

