

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **-16%**Целевая цена: **1 560 тенге**Текущая цена: **1 860 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

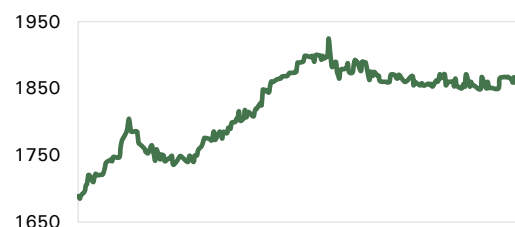
Казахстан | Электроэнергетика

флэшнгут/апдейт

KEGOC: итоги 2021 года

Выручка, '21 (млрд KZT)	186
EBITDA, '21 (млрд KZT)	94
Чистая прибыль, '21 (млрд KZT)	39
Чистый долг, '21 (млрд KZT)	87

P/E, '21 (x)	12,3
P/BV, '21 (x)	0,66
P/S, '21 (x)	2,6
ROA (%)	3,6%
ROIC (%)	5,3%
ROE (%)	7,8%
Маржа EBIT (%)	26%
Маржа EBITDA (%)	46%
Капитализация (млрд KZT)	483
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 685–1 925
Текущая цена (KZT)	1 860
Целевая цена (KZT)	1 560
Потенциал роста (%)	-16%

Динамика акций / биржа KEGC/KASE

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	0%	-2%	10%
vs KASE	10%	5%	10%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО «KEGOC» отчиталось по итогам 2021 года. Отчет оказался интересным в плане кардинальных изменений в финансовых показателях и деятельности компании. Так, из-за безвозмездного дарения 100% дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ» в руки государства, АО «KEGOC» значительно потеряло в чистой прибыли, а также в собственном капитале в размере 37,1 млрд тенге. Эта транзакция существенно снижает будущую прибыль компании, и, следовательно, дивиденды, а также несколько увеличила чистый долг на балансе. Кроме того, повышение базовой ставки и ослабление тенге негативно сказались на оценке. В итоге с учетом всех изменений и предположений мы получили целевую цену одной акции KEGOC в 1 560 тенге с рыночной переоцененностью в 16%. Рекомендация – «продавать».

(=) Рост выручки за счет увеличения потребления ЭЭ. Годовая выручка компании выросла на 4,1% г/г во многом за счет роста доходов по передаче электроэнергии на 6,1% г/г. Рост этого сегмента доходов произошел благодаря увеличению объемов передачи ЭЭ по системе KEGOC на 23,3% г/г. В то же время несмотря на рост объемов диспетчеризации и балансирования ЭЭ, доходы от диспетчеризации ЭЭ упали на 4,6% г/г, а от балансирования ЭЭ упали на 3,7% г/г из-за более низких тарифов в первые 9 месяцев 2021 года. В целом же в Казахстане рост производства и потребления ЭЭ в 2021 году составил 5,2% г/г и 5,4% г/г соответственно. Безвозмездная передача дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ», которое занимается реализацией покупной ЭЭ и обеспечением готовности электрической мощности к несению нагрузки, также сказалась на выручке. Вместе с этой дочерней компанией выручка KEGOC в 2021 году составила бы 398 млрд тенге с ростом в 13,4% г/г.

(-) Снижение рентабельности в 2021 году. Операционная рентабельность компании упала в 2021 году из-за более низких тарифов в первые 9 месяцев 2021 года. Валовая маржа снизилась с 43% до 35%, EBITDA маржа с 58% до 50%, а операционная маржа упала с 39% до 26% во многом из-за итоговой негативной переоценки основных средств на 7,9 млрд тенге. Также компания получила доход в 2,2 млрд тенге за счет продажи земельных участков. Итоговое влияние единовременных доходов и расходов составило минус 5,8 млрд тенге. В итоге компания получила чистую прибыль в 39,2 млрд тенге (-19% г/г) или 150,63 тенге на акцию.

Наше мнение. Чистая прибыль на акцию за второе полугодие составила 44,74 тенге, что дает потенциальные дивиденды в размере в 31 тенге с итоговой годовой дивидендной доходностью

в 6,2% при текущей цене. Выбытие дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ» существенно снижает текущую и будущую чистую прибыль. Например, из-за этого в 2021 году прибыль упала на 25%, что довольно существенно повлияло на нашу оценку. Также данное событие снизило капитал KEGOC на 37 млрд тенге, и денежные средства на балансе на 39 млрд тенге. В целом выбытие данного ТОО не стало бы негативным событием, если бы оно было продано государству за рыночную цену, которая как минимум составила бы 37 млрд тенге, если ориентироваться на чистые активы на балансе. Эта сумма могла бы пойти на дивиденды или сокращение долгов, что сохранило бы оценочную стоимость компании. Несмотря на то, что январские события в Казахстане не повлияли на деятельность KEGOC, руководство ожидает увеличение расходов на оплату труда, что наверняка негативно скажется на прибыли. К тому же резкое увеличение базовой ставки Нацбанка до 13,5% повысило WACC, а ослабление тенге негативно повлияет на чистую прибыль через увеличение валютных обязательств в тенговом значении. Тем не менее, недавнее обратное укрепление тенге несколько снизило это негативное влияние. В итоге на фоне вышперечисленных факторов мы снижаем целевую цену одной акции АО «KEGOC» до **1 560 тенге** с текущей переоцененностью рыночной цены в 16%.
Рекомендация – «продавать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	17.11.2021	11.04.2022		
Выручка, млрд тенге, 2022	475	215	-55%	Снижение прогнозной консолидированной выручки из-за выбытия дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ»
ЕБИТ маржа, %, 2022	18,8%	25,6%	6,8 п.п.	Увеличение прогнозной ЕБИТ маржи на фоне выбытия дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ»
WACC, %, 2022	12,9%	14,3%	1,4 п.п.	Повышение базовой ставки НБРК до 13,5%

Расчеты «Фридом Финанс»

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

