

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО «KEGOC» (KEGC)**Потенциал роста: **-20%**Целевая цена: **1 290 KZT**Текущая цена: **1 615 KZT**

флэшнот/апдейт

РЫНОК АКЦИЙ

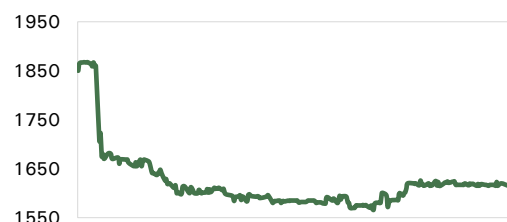
DCF

Казахстан | Электроэнергетика

KEGOC: результаты 4-го квартала 2022 года

Выручка, '22 (млрд KZT)	217
EBITDA, '22 (млрд KZT)	99
Чистая прибыль, '22 (млрд KZT)	27
Чистый долг, '22 (млрд KZT)	87

P/E, '22 (x)	15,7x
P/BV, '22 (x)	0,64x
P/S, '22 (x)	1,9x
EV/EBITDA, '22 (x)	5,1x
ROA (%)	2,7%
ROE (%)	3,6%
Маржа EBIT (%)	17%
Маржа EBITDA (%)	46%
Капитализация (млрд KZT)	420
Акции выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1 566–1 868
Текущая цена (KZT)	1 615
Целевая цена (KZT)	1 290
Потенциал роста (%)	-20%

Динамика акций / биржа **KEGC/KASE**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	1%	2%	-13%
vs KASE	0%	-5%	-12%

АО «KEGOC» отчиталось по итогам 4-го квартала 2022 года. Компания продолжает рост выручки за счет увеличения операционных показателей и продолжения действия ранее утвержденной тарифной сетки, несмотря на внедрение более низких компенсирующих тарифов. Однако прибыльность компании в 2022 году снизилась вместе со значительным снижением свободного денежного потока. На этом фоне мы существенно изменили модель оценки в части отражения более актуальных показателей маржи и средневзвешенной стоимости капитала из-за роста риска инвестиции в акции. Также немного были снижены прогнозы по потреблению и экспорту электроэнергии по причине их небольшого роста в 2022 году. В итоге с учетом всех изменений и предположений в модели оценки, наша новая целевая цена одной акции KEGOC составляет 1 290 тенге с текущей рыночной переоцененностью в 20%. Рекомендация – «Продавать».

(+) Рост выручки за счет тарифов и передачи ЭЭ. Выручка компании за 4-й квартал 2022 года выросла на 12% г/г во многом за счет увеличения доходов от передачи электроэнергии. Данная статья выручки выросла на 12% г/г как за счет увеличения тарифа на 1,8% г/г, так и за счет роста объемов передачи на 10% г/г. Также, доходы от диспетчеризации и балансирования ЭЭ увеличились на 4,1% и 5,7% г/г соответственно. Это произошло во многом благодаря небольшому росту тарифов, так как объемы диспетчеризации выросли на 1,5% г/г, а балансирования снизились на 0,2% г/г. В целом в Казахстане несмотря на падение производства ЭЭ на 1,2% г/г в 4-м квартале 2022 года, потребление и экспорт ЭЭ выросло на 4,6% г/г. За весь 2022 год потребление и экспорт увеличилось лишь на 0,4% г/г, тогда как в 2021 году рост показателя составил 5,6%.

(-) Уменьшение рентабельности. Квартальная валовая маржа компании снизилась с 30% в 2021 году до 23% в 2022 году из-за роста расходов на закупку ЭЭ на 77%, и износа на 22% г/г. При этом квартальная EBITDA маржа выросла с 30% до 33% за счет роста выручки. По итогам года EBITDA маржа немного снизилась, а EBIT маржа упала с 26% до 17,5%. Чистая маржа компании также снизилась с 21% до 12% по итогам года, тогда как за отдельный квартал случился рост чистой прибыли на 50% г/г за счет финансовых и прочих доходов. В итоге компания за год получила чистую прибыль в 27 млрд тенге или 102,9 KZT на акцию, что на 50% меньше результата 2021 года, если учитывать выбытие дочернего ТОО «РФЦ по ВИЭ» или на 32% меньше без учета прибыли данной дочки.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

Наше мнение и изменения в модели оценки. На фоне снижения уровня операционной маржинальности в течение последних трех кварталов, мы также снижаем наш прогноз в модели оценки, что негативно сказалось на оценочную стоимость. В то же время, мы оставили тарифы на утвержденном уровне, несмотря на некоторый риск фактического временного снижения тарифов ввиду введения компенсирующего тарифа в 2022 году. Свободный денежный поток компании в 4-м квартале оказался на уровне 7,3 млрд тенге (-54% г/г и 32% к/к) из-за кратного роста капзатрат. В годовом выражении свободный денежный поток также снизился на 30% из-за роста капзатрат на 23% г/г и снижения операционных денежных потоков на 4% г/г. Уровень денежных средств с учетом финансовых активов снизился на 17% г/г, что также подразумевает некоторое снижение дивидендов по итогам 2-го полугодия. Тем не менее мы сохраняем прежний прогноз дивидендов в 33 тенге на акцию учитывая, что это две трети полугодовой прибыли компании. В модели оценки мы также повысили WACC из-за роста риска инвестиции в акции, а также повысили стоимость долга, учитывая новые «зеленые» облигации KEGOC, ставка которой составляет TONIA плюс 3%. В итоге на фоне вышеперечисленных факторов мы снизили целевую цену одной акции АО KEGOC до **1 290 тенге**, что указывает на **переоцененность рыночной цены на 20%**. **Рекомендация – «Продавать».**

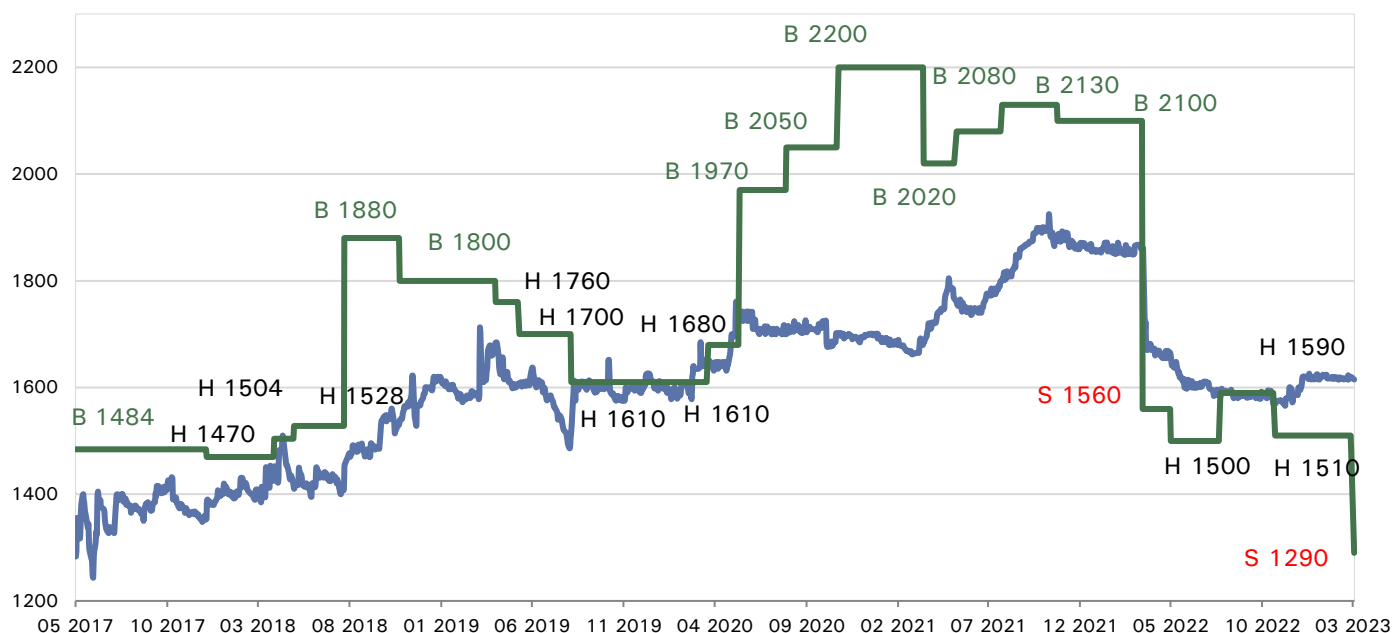
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	15.11.2022	27.03.2023		
Потребление и экспорт ЭЭ, млрд кВт.ч, 2023	123,9	120,6	-2,7%	Более низкий рост показателя в 2022 году относительно ожиданий. Теперь ожидается рост в 2,7% г/г, что является средним темпом роста за последние 4 года.
ЕВИТ маржа, %, 2023	21,3%	17,2%	-4,1 п.п.	Низкая ЕВИТ маржа в 2022 году относительно наших первоначальных прогнозов
WACC, %, 2023	15,1%	16,9%	1,8 п.п.	Увеличение риска инвестиции в акции, и сохранение ставки НБРК в 16% в начале этого года.

Расчеты Freedom Broker

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



Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов