

ҰСЫНЫМ

Sell**«KEGOC» АҚ (KEGC)**

Өсу әлеуеті: **-20%**
 Мақсатты баға: **1 290 KZT**
 Ағымдағы баға: **1 615 KZT**

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ**DCF**

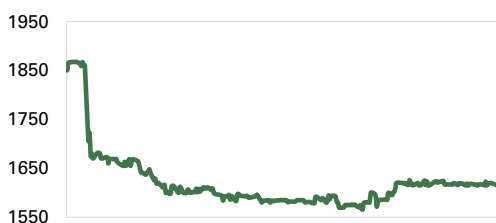
Қазақстан | Электр энергетикасы

флэшноут/апдейт

KEGOC: 2022 жылдың 4 тоқсанының нәтижелері

Түсім, '22 (млрд KZT)	217
ЕБИТДА, '22 (млрд KZT)	99
Таза пайда, '22 (млрд KZT)	27
Таза қарыз, '22 (млрд KZT)	87

P/E, '22 (x)	15,7x
P/BV, '22 (x)	0,64x
P/S, '22 (x)	1,9x
EV/ЕБИТДА, '22 (x)	5,1x
ROA (%)	2,7%
ROE (%)	3,6%
ЕБИТ маржасы (%)	17%
ЕБИТДА маржасы (%)	46%
Капиталдану (млрд KZT)	420
Шығарылған акциялар (млн дана)	260
Еркін айналым (%)	10%
52 апт. макс/мин (KZT)	1 566–1 868
Ағымдағы баға (KZT)	1 615
Мақсатты баға (KZT)	1 290
Өсу әлеуеті (%)	-20%

Акциялар динамикасы / биржа **KEGC/KASE**

Кірістілік (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	1%	2%	-13%
vs KASE	0%	-5%	-12%

Оразбаев Данияр

Инвестициялық талдаушы

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

«KEGOC» АҚ 2022 жылдың 4 тоқсанының қорытындылары бойынша есеп берді. Компания операциялық көрсеткіштердің ұлғаюы мен аса төмен өтемдеуші тарифтерді ендіруге қарамастан бұрын бекітілген тарифтік торшаны қолданудың есебінен түсімнің өсуін жалғастыруда. Алайда 2022 жылы компанияның пайдалылығы еркін ақша ағынының едәуір азаюмен бірге төмендеді. Осы тұрғыда біз бағалау моделін маржаның аса өзекті көрсеткіштерін және акцияға инвестициялау тәуекелінің артуынан капиталдың орташа сараланған құнын көрсету бөлігінде едәуір өзгерттік. Сонымен бірге 2022 жылы электр энергиясын тұтыну және экспорттау бойынша болжамдар олардың аздаған өсуі себебінен біршама төмендеген болатын. Нәтижесінде бағалау моделіндегі барлық өзгерістер мен болжалдарды ескере отырып, KEGOC-тың бір акциясын біздің жаңа мақсатты бағалауымыз 20% ағымдағы нарықтық қайта бағаланумен бірге 1 290 теңгені құрайды. Біздің ұсынысымыз – «Сатыңыз».

(+)ЭЭ тарифтері мен беру есебінен түсімнің өсуі. 2022 жылдың 4 тоқсанында компанияның түсімі көбінесе электр энергиясын беруден кірістердің ұлғаюы есебінен 12% г/г өсті. Түсімнің бұл бабы тарифтің 1,8% г/г ұлғаюы және беру көлемінің 10% г/г өсуі есебінен 12% г/г өсті. Сонымен бірге ЭЭ-сын диспетчерлеуден және теңгерімдеуден кірістер тиісінше 4,1% және 5,7% г/г ұлғайды. Бұл көбінесе тарифтердің аздаған өсуінің арқасында болды, өйткені диспетчерлеу көлемдері 1,5% г/г-ға өсті, ал теңгерімдеу көлемі 0,2% г/г-ға төмендеді. Тұтастай алғанда Қазақстанда 2022 жылдың 4 тоқсанында ЭЭ-сын өндірудің 1,2% г/г-ға төмендегеніне қарамастан, ЭЭ-сын тұтыну және экспорттау 4,6% г/г-ға өсті. Бүкіл 2022 жылдың ішінде тұтыну мен экспорттау тек 0,4% г/г-ға ғана ұлғайды, ал 2021 жылы көрсеткіштің өсуі 5,6% құрады.

(-) Рентабельділіктің азаюы. Компанияның тоқсандық жалпы маржасы ЭЭ-сын сатып алу шығыстарының 77%-ға және тозудың 23%-ға өсуінен 2021 жылы 30%-дан 2022 жылы 22% г/г-ға азайды. Бұл ретте тоқсандық ЕБИТДА маржасы түсімнің өсуі есебінен 30%-дан 33%-ға өсті. Жыл қорытындысы бойынша ЕБИТДА маржасы аздап төмендеді, ал ЕБИТ маржасы 26%-дан 17,5%-ға құлдырады. Компанияның таза маржасы да жыл қорытындысы бойынша 21%-дан 12%-ға азайды, ал жеке

тоқсанда қаржылай және өзге табыстардың есебінен таза пайда 50% г/г өсті. Нәтижесінде компания бір жылдың ішінде 27 млрд теңге таза пайда немесе бір акцияға 102,9 KZT алды, бұл егер еншілес «ЖЭК бойынша РФЦ» ЖШС-нің шығуын немесе осы еншілес ұйымның пайдасын есепке алмағанда 32% аз болғанын ескерсек, 2021 жылдың нәтижесінен 50%-ға аз.

Біздің пікіріміз және бағалау моделіндегі өзгерістер.

Соңғы үш тоқсан бойына операциялық маржиналдылық деңгейінің төмендеуі аясында біз бағалау моделіндегі өз болжамымызды да төмендетеміз, бұл бағалау құнына теріс әсер етеді. Сонымен бірге, біз 2022 жылы өтемдеуші тарифтер енгізілгендіктен тарифтердің уақытша нақты төмендеудің кейбір тәуекеліне қарамастан тарифтерді бекітілген деңгейінде қалдырдық. Компанияның 4 тоқсандағы еркін ақша ағыны күрделі шығындардың еселеп артуына байланысты 7,3 млрд теңге (-54% г/г және 32% к/к) деңгейінде болды. Жылдық көрсеткіште еркін ақша ағыны да күрделі шығындардың 23% г/г-ға өсуінен және операциялық ақша ағындарының 4% г/г азаюынан 30%-ға төмендеді. Қаржылық активтерді есепке алғанда ақша қаражаттарының деңгейі 17% г/г-ға төмендеді, бұл да 2 жартыжылдық қорытындылары бойынша дивидендтердің біршама азайғанын білдіреді. Дегенмен біз бұл компанияның жарты жылдағы пайдасының үштен екісі екенін ескеріп, ескі бір акцияға 33 теңге дивидендтік болжамымызды қалдырамыз. Бағалау моделінде де біз акцияға инвестициялау тәуекелінің артуынан WACC-ты арттырдық, сонымен бірге мөлшерлемесі TONIA + 3%-ды құрайтын KEGOC-тың жаңа «жасыл» облигацияларын ескеріп, қарыздың құнын арттырдық. Нәтижесінде жоғарыда тізбеленген факторлардың аясында біз KEGOC АҚ-ның бір акциясының мақсатты бағасын **1 290 теңгеге** дейін кеміттік, бұл **нарықтық бағаның 20%-ға қайта бағаланғанын** көрсетеді. **Біздің ұсынысымыз – «Сатыңыз».**

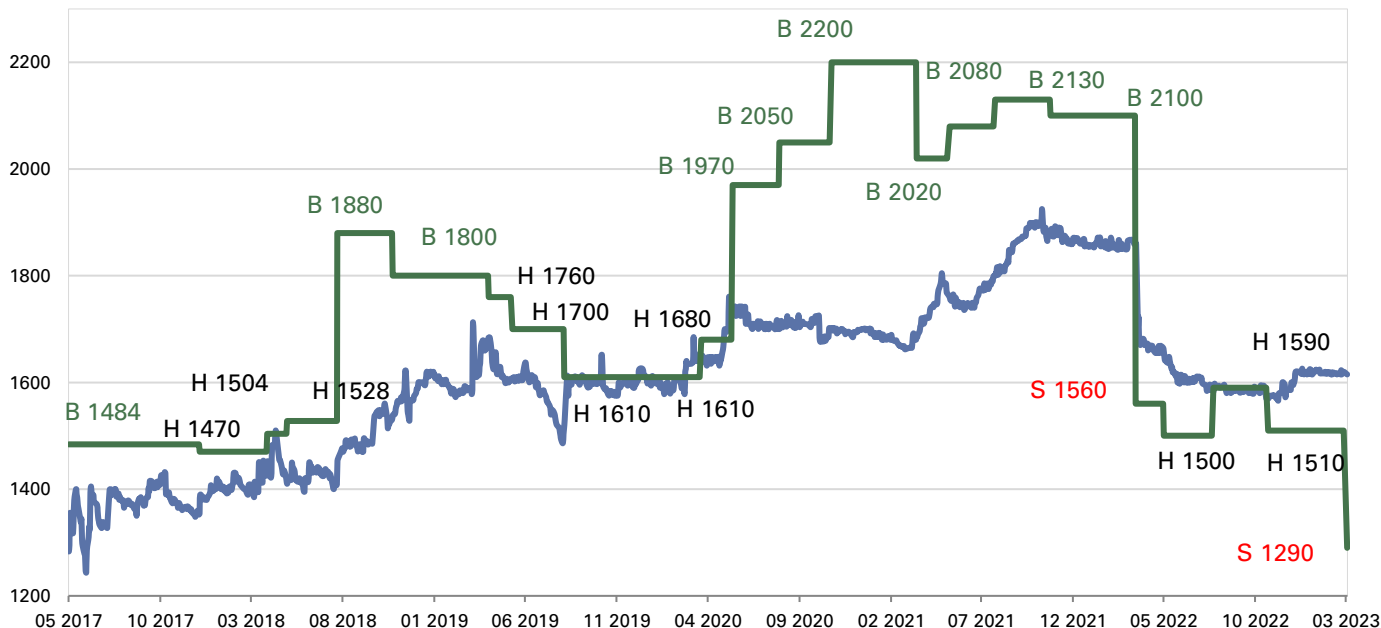
Анықтамалық ақпарат

1 суретті қосымша. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы негізгі өзгерістер

Болжалдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Түсініктемелер
	15.11.2022	27.03.2023		
ЭЭ тұтыну және экспорттау, млрд кВт.сағ, 2023	123,9	120,6	-2,7%	2022 жылы болжалдарға қатысты көрсеткіштің аса төмен өсуі. Енді өсім 2,7% г/г болады деп болжамдалады, бұл соңғы 4 жылдың ішінде орташа өсу қарқыны болып табылады.
ЕБИТ маржасы, %, 2023	21,3%	17,2%	-4,1 п.п.	2022 жылы біздің бастапқы болжамдарымызға қатысты төмен ЕБИТ маржасы
WACC, %, 2023	15,1%	16,9%	1,8 п.п.	Акцияға инвестициялау тәуекелінің артуы және осы жылдың басынан ҚР ҰБ мөлшерлемені 16% деңгейінде ұстауы.

Freedom Broker-дің есептері

2 суретті қосымша. Фридом Финанстың алдыңғы ұсынымдары мен мақсатты бағалары. (В-«сатып алыңыз», Н-«ұстап отырыңыз», S-«сатыңыз»)



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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы Қазақстан Республикасында «Астана» Халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнаманың талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтау кезінде компанияға No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензияға сай мынадай реттелетін қызметтер түрін көрсетуге уәкілеттік берілген: инвестициялармен принципіал ретінде мәмілелер, инвестициялармен агент ретінде мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар жөнінде консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалар анықтама-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыным емес және түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау туралы ұсыныс емес.

Бағалы қағаздар мен өзге қаржы инструменттерін иелену әркез тәуекелдермен байланысты: бағалы қағаздар мен өзге қаржы инструменттерінің құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткен кезеңдегі инвестициялау нәтижелері келешектегі табыстарға кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания келешекте салымдардың табысты болатынына кепілдік пен уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал табыстар көлемінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.