

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold

АО "KEGOC" (KEGC)

 Потенциал роста: **4%**

 Целевая цена: **1 504 тенге**

 Текущая цена: **1 450 тенге**
РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Электроэнергетика

флэшнот / апдейт

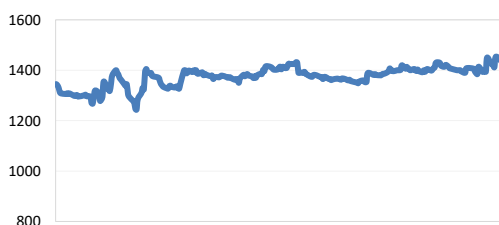
KEGOC: Итоги 2017 года



Выручка, '17 (млрд KZT)	152
ЕБИТ, '17 (млрд KZT)	49
Чистая прибыль, '17 (млрд KZT)	33
Чистый долг' 17 (млрд KZT)	89

P/E, '17 (x)	11,3x
P/BV, '17 (x)	1,0x
EV/S, '17 (x)	5,1x
ROA (%)	5,2%
ROIC (%)	14,9%
ROE (%)	9,1%
Маржа ЕБИТ (%)	32%

Капитализация (млрд KZT)	371
Акция выпущено (млн штук)	260
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. макс/мин (KZT)	1235-1454
Текущая цена (KZT)	1 450
Целевая цена (KZT)	1 504
Потенциал роста (%)	4%

Динамика акций / биржа KASE


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	2%	1%	7%
vs KASE	-3%	-19%	-55%

Компания опубликовала финансовую отчетность и итоги операционной деятельности за 2017 год. Итоговые показатели в основном оправдали, а где-то даже немного превзошли наши ожидания.

За 2017 год объем выручки составил 152 млрд тенге, увеличившись на 17% г/г при росте себестоимости на 13% г/г до 89 млрд тенге. Чистая прибыль повысилась на 19% до 33 млрд тенге. Рост доходов сложился благодаря повышению прибыльности основных направлений бизнеса – передача ЭЭ (+19% г/г), диспетчеризация (+11% г/г), балансирование ЭЭ (+11% г/г), наибольший рост показала реализация покупной электроэнергии (+45% г/г). Мы отмечаем улучшение маржинальности компании (маржа ЕБИТ) с 27% до 33%.

В операционном плане также отмечается рост потребления электроэнергии в Казахстане в 2017 году на 5,8%. Сама же Компания смогла показать рост объемов по всем трем главным статьям доходов. Передача электроэнергии выросла на 9%, достигнув 43 млрд кВт.ч, тем временем диспетчеризация тоже выросла на 9%, а балансирование выросло на 7,6%.

Себестоимость за 2017 год составила 89 млрд тенге (+13% г/г); рост в большей степени обусловлен увеличением технологического расхода ЭЭ (+13%) и повышением себестоимости покупной ЭЭ (+43%) как основных статей.

Давление на чистую прибыль оказало признание двух крупных одновременных расходов, а именно обесценение средств вкладов в БВУ Казинвестбанк и Delta Bank (2,5 млрд тенге), а также убыток от курсовой разницы вследствие изменении обменного курса в течение года (4,4 млрд тенге).

Компания проводит работу по рефинансированию долгов, замещая валютные процентные займы (досрочное погашение части займа ЕБРР) на обязательства в тенге (выпуск облигаций на 36 млрд тенге). Принимая во внимание волатильность курса национальной валюты данные меры являются разумными в целях уменьшения валютных рисков.

Компания также вернула задолженность в полной мере со стороны Узбекэнерго на сумму около \$143 млн после нескольких лет неплатежей и просрочек. Также, после снижения кредитного рейтинга S&P Эксимбанка до «мусорного» уровня, Компания договорилась с банком по возвращению всей суммы вклада в размере 2,66 млрд тенге в течение года.

Мы оцениваем финансовые показатели КЕГОК за 2017 года как умеренно позитивные и обновили модель оценки по причине обновления операционных и финансовых показателей и прогнозами по потреблению электроэнергии. Целевая цена составляет **1 504 тенге**, 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

Иллюстрация 1. Модель оценки KEGOC на 2018-2027 гг.

Тарифы	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Передача, тенге/кВт.ч	2,496	2,823	2,797	2,909	3,025	3,146	3,272	3,403	3,539	3,681	
Диспетчеризация, тенге/кВт.ч	0,249	0,306	0,306	0,318	0,331	0,344	0,358	0,372	0,387	0,403	
Балансирование, тенге/кВт.ч	0,091	0,098	0,098	0,102	0,106	0,110	0,115	0,119	0,124	0,129	
Объемы услуг	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Передача, млрд. кВт.ч	46	47	48	49	49	50	50	51	52	54	
Диспетчеризация, млрд. кВт.ч	95	97	100	101	102	103	103	106	109	111	
Балансирование, млрд. кВт.ч	176	181	185	187	189	191	192	197	202	206	
Выручка по направлениям	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Передача, млрд KZT	105	120	136	137	144	151	158	169	179	191	
Диспетчеризация, млрд KZT	19	20	25	26	27	28	30	32	34	36	
Балансирование, млрд KZT	15	17	18	18	19	20	21	23	24	26	
Прочее, млрд KZT	17	19	21	22	23	24	25	27	28	30	
Выручка, млрд KZT	155	175	201	202	213	223	234	250	266	283	
Модель прогнозного периода	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Зрелый
Прирост выручки	2%	13%	14%	1%	5%	5%	5%	7%	6%	6%	4%
Выручка	155	175	201	202	213	223	234	250	266	283	295
ЕВИТ x (1-T)	40	45	51	51	53	55	58	61	64	68	28
+ амортизация	22	25	25	25	25	26	27	27	28	28	28
Реинвестиции	71	19	28	41	42	42	35	35	35	35	16
FCF	-9	51	48	34	37	39	50	53	57	61	40
PV FCF	-8	42	36	23	23	22	25	24	24	23	
Терминальная стоимость											657
PV Терминальной стоимости											247
Выходные данные, млрд KZT											
Стоимость в прогножном периоде	233										
Стоимость в терминальном периоде	247										
EV	480										
- Долг	162										
+ Наличность	73										
Собственный капитал, млрд KZT	391										
Собственный капитал, млн USD	1 180										
Акции, млн штук	260										
Собственный капитал на акцию, KZT	1 504										
Текущая рыночная цена за акцию, KZT	1 421										
Потенциал, %	6%										