

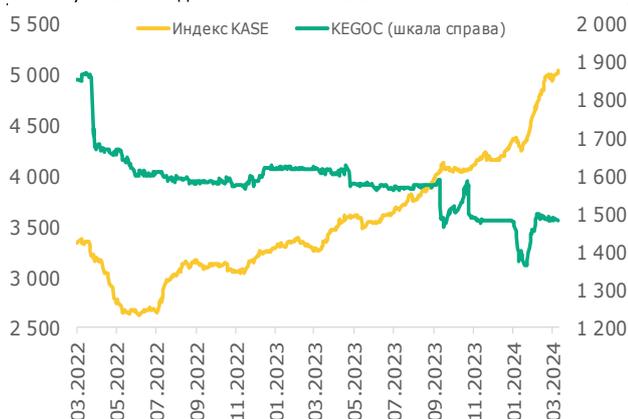
Финансовые результаты за 2023 год

29 марта 2024 г

Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер		KEGOC KZ	
Рекомендация		Покупать	
Текущая цена, тенге/акция		1 482	
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция		1 906	
Ожид. потенциал роста/снижения		29%	
Текущее кол-во акций (млн)		275.3	
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге		62.2	
Текущая рыноч. капит-ия (млрд тенге)		408.0	
Кредитные рейтинги			
Moody's	Baa2/Позитивный	09.02.2024	
Standard&Poor's	BB+/Стабильный	15.03.2024	
Fitch Ratings	BBB-/Стабильный	01.02.2024	
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	85%		
ЕНПФ	6.9%		
Прочие акционеры	8.1%		
Фин. показатели (млрд тенге)			
	2023	2024П	2025П
Выручка	252.1	289.7	303.0
EBITDA	110.5	144.2	145.5
Чистая прибыль	43.4	52.7	58.5
EPS, тенге	165.5	191.4	212.4
Активы	1 002	1 025	1 050
Обязательства	316	370	379
Собственный капитал	686	655	671
Оценка			
	2023	2024П	2025П
EV/Sales	2.0	2.1	2.0
EV/EBITDA	4.5	4.2	4.2
P/E	9.0	7.7	7.0
P/S	1.5	1.4	1.3
P/B	0.6	0.4	0.4
ROAA	4.4%	5.2%	5.6%
ROAE	6.5%	7.9%	8.8%
Изменение цены			
	KEGOC	Индекс KASE	
1М	-1%	6%	
3М	0%	21%	
12М	-8%	54%	
Максимум за 52 недели	1 627	5 038	
Минимум за 52 недели	1 364	3 277	



KEGOC опубликовал сильную отчетность за 2023 год. Финансовые результаты по итогам прошлого года не только оказались выше ожиданий самой компании, но также превзошли наши улучшенные оценки. Двухзначный рост финансовых показателей во многом был связан с регуляторными и структурными изменениями в бизнесе KEGOC, которые вступили в силу с 1 июля прошлого года. Доходы увеличились в прошлом году на 16.1% до 252.1 млрд тенге. Рост выручки был связан с улучшением операционных показателей и повышением предельного уровня тарифов. Прибыль EBITDA увеличилась на 7.6% до 110.5 млрд тенге, а чистая прибыль повысилась сразу на 62.2% до 43.4 млрд тенге. **Мы обновили нашу модель оценки и сохранили рекомендацию покупать акции KEGOC. Целевая цена по долевым инструментам компании была увеличена с 1 888 тенге до 1 906 тенге.**

Значимые регуляторные изменения

Значимым изменением в структуре бизнеса KEGOC стало появление новой услуги по пользованию национальной электрической сетью (НЭС), которая была выделена из структуры главного компонента выручки – передачи электроэнергии. Данные изменения вступили в силу с 1 июля 2023 года. Таким образом, объемы переданной электроэнергии в 2023 году сократились на треть до 36.1 млрд кВт*ч, однако данное снижение было более чем компенсировано операционными показателями по НЭС в объеме 36.0 млрд кВт*ч.

Так, если объем передачи электроэнергии по сетям KEGOC в 2022 году составил 58.6 млрд кВт*ч, то суммарные объемы передачи электроэнергии и услуг по пользованию НЭС в 2023 году достигли 72.1 млрд кВт*ч и могут увеличиться до 92.2 млрд кВт*ч в 2024 году (включая объем транзита электроэнергии из России в Кыргызстан).

По прогнозам KEGOC, операционные показатели по НЭС увеличатся с 72.4 млрд кВт*ч в 2024 году до 79.6 млрд кВт*ч в 2027 году, при этом объемы передачи электроэнергии за этот период вырастут с 19.8 млрд кВт*ч до 21.6 млрд кВт*ч.

Исключение невынужденных убытков

Помимо выделения из структуры передачи электроэнергии услуг по пользованию НЭС, улучшение маржинальности бизнеса KEGOC будет обеспечено регуляторными изменениями, которые позволят компании исключить убытки по закупке электроэнергии из РФ с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков

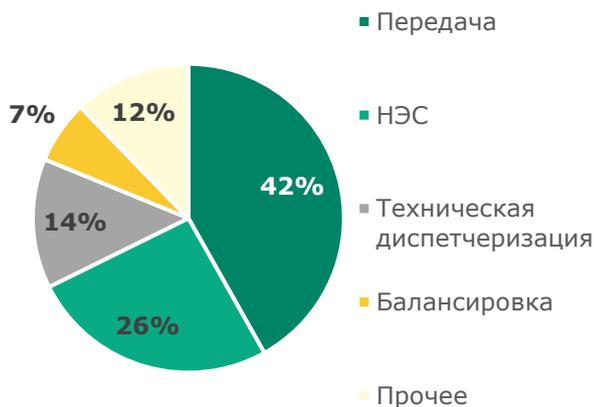
Рис 1. Пользование НЭС, млрд тенге



Рис 2. Финансовые результаты, млрд тенге



Рис 3. Структура выручки



электроэнергии. Компания уже сейчас извлекает все выгоды от данных изменений, о чем свидетельствуют сильные финансовые результаты за год.

Так, к примеру KEGOC в 2022 году приобрел электроэнергию у РФ в объеме 1 416.2 млн кВт*ч на сумму 28.4 млрд тенге (20.05 тенге/кВт*ч) и реализовал дефицитный объем казахстанским потребителям на сумму 10.5 млрд тенге (7.38 тенге/кВт*ч). Таким образом, убыток от этой операции в 2022 году сложился на уровне 17.9 млрд тенге и сократился в 2023 году в три раза до 6.0 млрд тенге.

Ожидается, что в текущем году расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии сравняются с доходами, и это позволит KEGOC заметно нарастить уровень прибыли, а также улучшить показатели маржинальности, рентабельности в прогнозный период.

К примеру, 62%-ный рост чистой прибыли в 2023 году во многом был связан с сокращением убытков по закупке электроэнергии из зарубежа. В полной мере положительные изменения от регуляторных изменения компания сможет испытать уже в этом году.

Двузначный рост выручки

Доходы KEGOC увеличились в 2023 году на 16.1% до 252.1 млрд тенге. Доходы от передачи электроэнергии уменьшились на 30.4% до 105.6 млрд тенге по причине структурных преобразований внутри основного компонента выручки, который со 2П2023 года разделился на двое.

Напомним, что 1 июля 2023 года из структуры передачи электроэнергии был выделен новый компонент доходов услуг по пользованию национальной электрической сетью (НЭС), который принес KEGOC 65.0 млрд тенге в 2023 году.

По нашим оценкам, доходы сегмента превысят в этом году 141.7 млрд тенге и возрастут до 151 млрд тенге в 2025 году. В обозримом будущем доходы, полученные от оказания услуг НЭС, займут основную часть в выручке компании и, по нашим ожиданиям, доля в доходах этих услуг увеличится до 50% в 2024 году по сравнению с 26% в 2023 году.

Доходы от услуг по технической диспетчеризации увеличились на 6.5% и превысили 34.2 млрд тенге. Данный рост был связан с увеличением предельного уровня тарифов по данным видам услуг, а также за счет улучшения операционных показателей сегмента. По нашим расчетам, в 2024-2025 гг выручка от данного компонента увеличится до 37.4 млрд тенге и до 39.5 млрд тенге соответственно.

Рис 4. Структура себестоимости



Рис 5. Показатели маржинальности

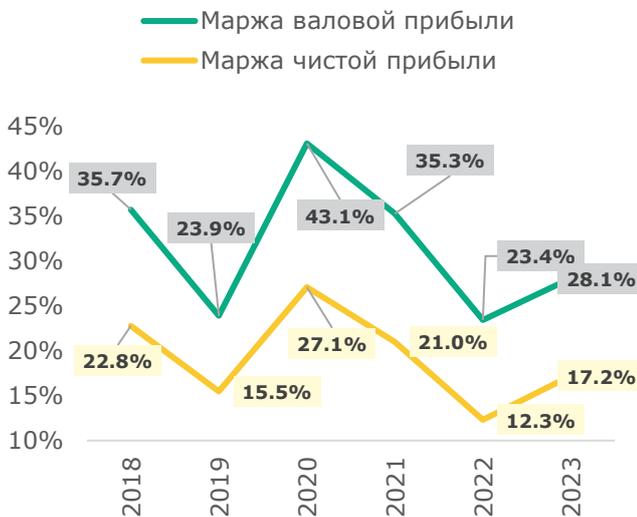
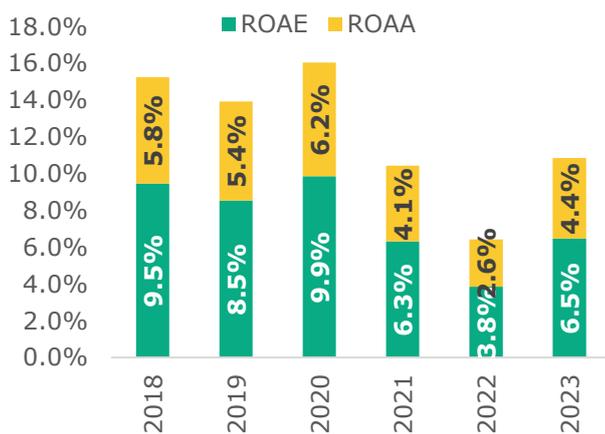


Рис 6. Показатели рентабельности



Резкое увеличение валовой прибыли

Если в недавнем прошлом сохранялась устойчивая тенденция опережающего роста себестоимости относительно выручки, то в настоящий момент ее динамика ниже темпов роста доходов, что положительно сказывается на валовой прибыли компании, которая увеличилась в 2023 году сразу на 39% до 70.7 млрд тенге.

Маржа валовой прибыли выросла до трехлетних максимумов и увеличилась на 4.6 п.п. до 28.1%. Несмотря на заметный рост, текущее значение валовой маржи заметно меньше уровней 2020-2021 гг. Это во многом связано с переоценкой основных средств в 2021 году почти на половину до 976 млрд тенге, что привело к тому, что объем отчислений на износ и амортизацию в составе себестоимости увеличился в 2022 году сразу на 67.6% до 60.3 млрд тенге и составил 50.4 млрд тенге в 2023 году.

Тем не менее, основные средства в результате переоценки в 4кв2022 года снизились до 859.1 млрд тенге и на конец 2023 года достигли 870 млрд тенге (+1.3%). В 2024 году мы ожидаем рост объема основных средств во многом за счет ввода незавершенного строительства в объеме 111.6 млрд тенге.

Технологический расход электрической энергии вырос более чем наполовину до 35.2 млрд тенге, а расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии увеличились до 31.3 млрд тенге в сравнении с 28.4 млрд тенге годом ранее.

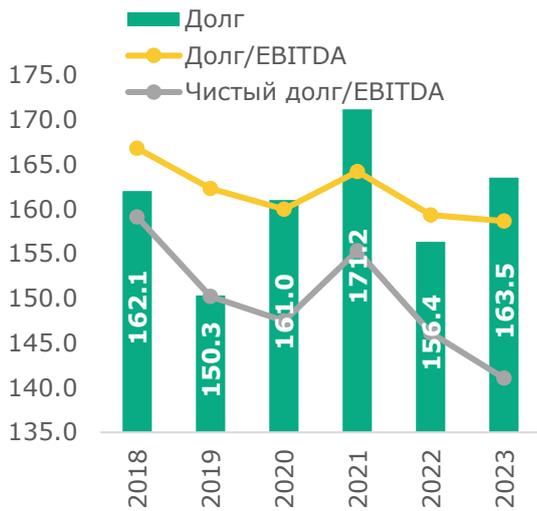
Расходы по оплате труда в составе себестоимости возросли сразу на 25.1% до 30.8 млрд тенге главным образом за счет индексации заработных плат, которая была также отмечена по всем крупным корпорациям квазигосударственного сектора в 2023 году. Вышеуказанные статьи, вместе с отчислениями на износ и амортизацию в сумме составляют основную часть себестоимости KEGOC.

Улучшение финансовых результатов и показателей маржинальности

Общие и административные расходы повысились на 22.3% и превысили 11.1 млрд тенге. Фонд оплаты труда увеличился до 6.1 млрд тенге (+18%), а затраты на техническую поддержку до 1.0 млрд тенге (+74.3%). Отчисления на износ и амортизацию в составе общих и административных расходов выросли на 8.5% и превысили 1.0 млрд тенге. Расходы по реализации увеличились до 491 млн тенге (+58.2%).

Операционная прибыль KEGOC в 2023 году сложилась на уровне 59.1 млрд тенге, что на 42.2% больше, чем в прошлом году. Маржа операционной прибыли увеличилась до 23.5% против 19.1% в 2022 году. Финансовые доходы выросли почти на треть до

Рис 7. Долговая нагрузка, млрд тенге



7.6 млрд тенге, в то время как финансовые расходы составили 13.1 млрд тенге (+3.1%).

Резкий рост чистой прибыли и улучшение показателей рентабельности

Чистая прибыль KEGOC в 2023 году сложилась на уровне 43.4 млрд тенге, что на 62.2% больше результата прошлого года. Рентабельность средних активов (ROAA) увеличилась с 2.6% до 4.4%. Рентабельность среднего капитала (ROAE) выросла с 3.8% до 6.5%.

Комфортная долговая нагрузка

Несмотря на заметный уровень объема привлеченных средств весной прошлого года, компания по-прежнему сохраняет комфортные уровни долговой нагрузки. Долг KEGOC в 2023 году увеличился на 4.6% и превысил 163.5 млрд тенге.

Отношение показателя долг/EBITDA не изменилось и составило 1.5x, что меньше среднего значения по отрасли. Показатель чистый долг/EBITDA уменьшился с 0.7x до 0.4x. Коэффициент покрытия процентов увеличился с 3.1x до 4.3x.

Текущие уровни показателей долговой нагрузки заметно лучше, чем у компаний-аналогов из развитых и развивающихся стран мира, и лучше значении прошлых лет. Ближайшие крупные объемы погашения долговых обязательств у KEGOC запланированы на 2031-2032 гг.

KEGOC заметно сократил займы в иностранной валюте

В результате досрочного погашения валютных долгов в 2022-2023 гг, а также в условиях возможного ослабления курса тенге в прогнозном периоде, решение досрочного погашения валютного займа МБРР в значительной степени снизило валютные риски компании.

Досрочное погашение займов в иностранной валюте было не случайным. После начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики в США и в Европе в 1П2022 года, ставки LIBOR/EURIBOR к которым были привязаны валютные долги, резко ушли вверх, что в итоге привело к росту финансовых расходов.

В результате досрочных погашении долговых обязательств в иностранной валюте, доля валютного долга KEGOC снизилась **с 28.9% в 2021 году до 3.4% в 2023 году**. Кроме того, компания держит на балансе значительную часть ликвидных активов в иностранной валюте. Общий объем прочих финансовых активов в долларах США и краткосрочных депозитов в иностранной валюте составил почти 5.2 млрд тенге, что на 78% покрывает валютные обязательства компании.

Рис 8. Доля валютного долга



Рис 9. Дивиденды KEGOC



Расчеты Halyk Finance

Более высокая прибыль открывает потенциал для увеличения дивидендов

В декабре KEGOC объявил о планах сохранить во 2П2023 года прошлый объем выплат и направить на дивиденды порядка 20.2 млрд тенге, что превышает объем прибыли за данный период (19.6 млрд тенге). При этом, после объявления оперативных итогов за прошлый год, компания подбодрила инвесторов заявив, что рассматривает вопрос увеличения размера дивидендов за 2П2023 года. Их выплата запланирована на второй квартал 2024 года.

Двузначная дивидендная доходность

Таким образом, дивиденд по итогам 2023 года может увеличиться с 116.3 тенге **до 155.5 тенге**. Дивидендная доходность к текущей цене составляет **10.4%**, что выше, чем у большинства представителей «голубых фишек» Казахстана. Учитывая сумму выплат дивидендов за 1П2023 г., KEGOC с момента IPO, которое прошло в 2014 году, вернул акционерам порядка 238 млрд тенге посредством дивидендных выплат.

В условиях потенциала для дальнейшего снижения уровня базовой ставки в Казахстане и, как следствие, снижения уровня ставок по депозитам, двузначная дивидендная доходность KEGOC в скором будущем может составить конкуренцию банковским вкладам.

S&P подтвердило кредитный рейтинг KEGOC на уровне «BB+», сохранив «стабильный» прогноз

По оценкам рейтингового агентства, прошлогодние регуляторные изменения, а также увеличение уровня предельных тарифов выступают причинами роста EBITDA компании до 120-130 млрд тенге в 2024-2025 гг (110.5 млрд тенге в 2023 году).

S&P прогнозирует, что показатель FFO к долгу в 2023-2025 гг останется на уровне 40-55% и снизится до 30% к 2026 году, так как KEGOC в следующие года будет наращивать долг на финансирование крупных инвестиционных проектов. При этом, рейтинговое агентство отмечает, что доля валютных займов в общей структуре долговых обязательств на конец 3кв2023 г опустилась ниже 5%, а большой объем остаток наличности на балансе компания продолжит накапливать для погашения крупных долговых выплат в 2031 году.

Выводы и рекомендации

KEGOC предоставил сильные финансовые результаты по итогам деятельности за 2023 год. Доходы и чистая прибыль компании продолжили расти двузначными темпами, и превысили прогнозы менеджмента компании, а также наши улучшенные оценки.

Впечатляющий рост финансовых результатов компании, главным образом в части чистой прибыли,

усилит инвестиционную привлекательность бумаг KEGOC и откроет дорогу компании возможность поощрять акционеров большими дивидендными выплатами.

Как уже отмечалось прежде, дивиденд по итогам 2023 года, по нашим ожиданиям, может составить 155.5 тенге, что предполагает двузначную дивидендную доходность.

С учетом вышеизложенной информации, а также принимая во внимание прежние факторы, мы сохраняем рекомендацию покупать акции KEGOC. В результате обновленной модели оценки, 12ММ целевая цена была увеличена с 1 888 тенге до 1 906 тенге.

Рис. 10. Расчет 12М целевой цены

млн тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	83 547	84 120	85 380	108 911	139 196	133 756	137 194
Амортизация	60 667	61 373	62 140	63 371	73 473	74 341	78 007
ЕВИТДА	144 214	145 493	147 519	172 282	212 670	208 097	215 202
Расходы по подоходному налогу	14 452	16 040	16 139	20 515	26 853	25 923	26 729
Капитальные расходы	36 263	58 797	121 914	145 912	47 561	57 430	78 696
Изменение в рабочем капитале	2 196	2 992	1 779	2 366	3 595	1 070	3 448
Свободные денежные потоки	91 304	67 663	7 687	3 489	134 660	123 674	106 328
WACC	15.9%						
Период дисконтирования	0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2
Коэффициент дисконтирования	0.97	0.83	0.72	0.62	0.54	0.46	0.40
Дисконтированные денежные потоки	88 148	56 379	5 528	2 166	72 134	57 178	42 427
Потоки в стадии роста (PV)	323 959						
Терминальная стоимость	722 409						
Терминальная стоимость (PV)	288 254						
Стоимость Компании	612 214						
Скорректированный чистый долг	87 417						
Акция стоимость Компании	524 796						
Кол-во акций в обращении (млн)	275.3						
Справедливая стоимость, KZT/акция	1 906						
Текущая цена, тенге/акция	1 482						
Потенциал роста	29%						
Рекомендация	Покупать						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рис. 11. Финансовые результаты

млрд тенге	2023	2022	Изменение	
Выручка	252.1	217.3	34.9	16%
Себестоимость реализации	-181.4	-166.4	-15.0	9%
Валовая прибыль	70.7	50.9	19.8	39%
Общие и административные расходы	-11.1	-9.0	-2.1	23%
Расходы по реализации	-0.5	-0.3	-0.2	58%
Операционная прибыль	59.1	41.6	17.6	42%
Финансовые доходы/(расходы), нетто	-6.1	-7.6	1.4	-19%
Неоперационные доходы/(расходы)	0.4	-2.0	2.4	-120%
Доля в прибыли/(убытке) зависимых организаций	0.2	0.5	-0.3	-58%
Прибыль до налогообложения	53.6	32.5	21.1	65%
Расходы по подоходному налогу	-10.2	-5.7	-4.5	78%
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	43.4	26.7	16.6	62%

Источник: данные компании, расчет Halyk Finance

Рис. 12. Основные показатели маржинальности, рентабельности, ликвидности, рыночные мультипликаторы

	2019	2020	2021	2022	2023
Маржинальность и рентабельность					
Маржа валовой прибыли	23.9%	43.1%	35.3%	23.4%	28.1%
Маржа EBIT	20.4%	38.5%	30.5%	19.1%	23.5%
Маржа EBITDA	33.4%	57.5%	50.2%	47.3%	43.8%
Маржа чистой прибыли	15.5%	27.1%	21.0%	12.3%	17.2%
ROAE	8.5%	9.9%	6.3%	3.8%	6.5%
ROAA	5.4%	6.2%	4.1%	2.6%	4.4%
Изменение основных фундаментальных показателей					
Выручка	49.7%	-31.9%	4.1%	16.5%	16.1%
Операционная прибыль	-1.9%	28.5%	-17.6%	-26.9%	42.2%
EBITDA	8.1%	17.1%	-9.1%	9.7%	7.6%
Чистая прибыль	1.8%	19.0%	-19.2%	-31.7%	62.2%
Показатели ликвидности и платежеспособности					
Коэффициент текущей ликвидности	2.2	1.7	1.6	1.9	3.1
Коэффициент денежной ликвидности	0.5	0.3	0.3	0.5	1.2
Обязательства/Собственный Капитал	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Обязательства/Активы	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Показатели долговой нагрузки					
Долг	150 326	161 034	171 199	156 352	163 535
Долг/EBITDA	1.7	1.6	1.8	1.5	1.5
Чистый долг/EBITDA	1.0	0.8	1.3	0.7	0.4
Коэффициент покрытия процентов	5.8	6.2	4.9	3.1	4.3
Показатели активности					
Оборачиваемость запасов, дней	4	8	8	6	7
Собираемость дебиторской задолженности, дней	22	51	41	29	40
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	42	115	90	44	42
Операционный цикл, дней	26	60	48	35	47
Финансовый цикл, дней	-16	-55	-41	-9	5
Оборачиваемость активов	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Основные рыночные мультипликаторы					
P/E	10.5	8.2	9.2	15.3	9.0
P/B	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
P/S	1.6	2.4	2.6	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.8	5.0	6.4	4.7	1.4
EV/Sales	1.9	2.9	3.2	2.2	0.6

Источник: Расчеты Halyk Finance, мультипликаторы рассчитаны исходя цены акции на дату выхода отчетности

© 2024 г. АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance