

## Экибастузская ГРЭС-1

### Отличная возможность инвестирования в энергетику Казахстана

Бакытжан Хоцанов  
bakytzhanh@halykbank.kz  
7 (727) 2446984

Отпускные цены энергетических компаний Казахстана подлежат регулированию, которое предусматривает их постоянный рост в течение следующих 10 лет. Ожидается ускоренный рост производственного потенциала электростанций, финансирование которого будет осуществляться в основном за счет собственных средств компаний, а также размещения долгов. В связи с тем, что акции почти всех казахстанских электростанций не являются публично размещенными, их приобретение является затруднительным. На наш взгляд, облигации Экибастузской ГРЭС-1 (ЭГРЭС) представляют собой следующий наилучший способ участия в ожидаемом росте прибыльности энергогенерирующих компаний.

- ЭГРЭС является крупнейшей электростанцией Казахстана, играющей стратегическую роль в экономике. Правительство Казахстана и крупная медедобывающая компания Казахмыс являются акционерами электростанции, чьи интересы к ЭГРЭС не ограничиваются сугубо финансовыми мотивами. Поддержка ЭГРЭС данными акционерами ставит ее в один ряд с другими квази-суверенными эмитентами.
- Ценовое регулирование позволяет электростанциям получать стабильные и предсказуемые доходы. С другой стороны, доходность капитала для акционеров будет ограничена в связи с тем, что большая часть доходов будет направлена на расширение производственных мощностей.
- ЭГРЭС может увеличить располагаемую мощность относительно быстро и дешево, при затратах, составляющих небольшую часть от затрат других электростанций. После завершения модернизации мощностей показатели по операционной деятельности ЭГРЭС будут дальше улучшаться.

- Облигации ЭГРЭС, размещенные в начале 2010 года, торгуются выше пара, но изредка. Низкая ликвидность облигаций отражает инвестиционные стратегии казахстанских пенсионных фондов нежелезные, кредитное качество эмитента.

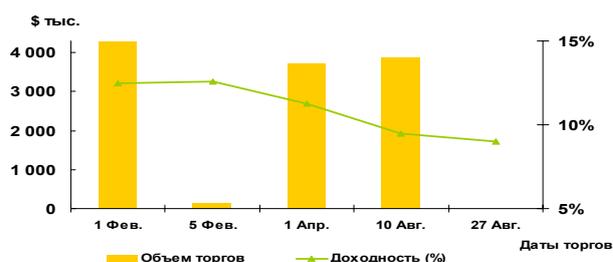
Раскрытие информации: Халык Финанс выступил совместным букраннером и андеррайтером облигаций ЭГРЭС в феврале 2010 года, а также является маркет-мейкером по ним

- Продолжающееся восстановление экономики может выпрямить кривую доходности корпоративных облигаций, а также привести к дальнейшему укреплению тенге. В результате доходность по облигациям может увеличиться на 5% дополнительно.

<b>Объем выпуска</b>	KZT 10 млрд.
<b>Фиксированный купон</b>	12%
<b>Срок погашения</b>	4,2 года
<b>Доходность, УТМ</b>	8,81%
<b>Z-спрэд</b>	4,59%
<b>Исторический диапазон цен</b>	101,44-114,41

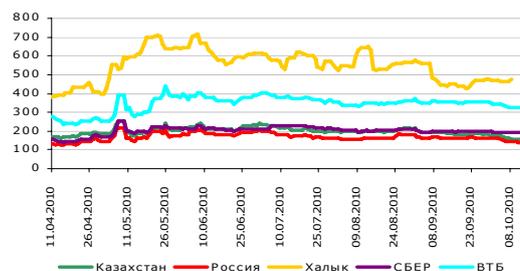
\* Источник: KASE ( По состоянию на 18/10/10)

#### Результаты торгов по облигациям ЭГРЭС



Источник: KASE.

#### 5-летние ставки CDS



Источник: Bloomberg.

## Содержание

<b>ОБЗОР ОТЧЕТА</b>	<b>2</b>
<b>Анализ рынка</b>	<b>5</b>
<i>Общие данные</i>	<i>5</i>
<i>Регулирование рынка</i>	<i>7</i>
<b>Анализ компании</b>	<b>10</b>
<i>Предыстория</i>	<i>10</i>
<i>Деятельность компании</i>	<i>11</i>
<i>Доходность и собственный капитал</i>	<i>14</i>
<i>Левелредж и коэффициенты покрытия процентных выплат</i>	<i>15</i>
<i>Финансовая модель</i>	<i>16</i>
<b>Основные преимущества и риски</b>	<b>18</b>
<i>Резерв неиспользуемых мощностей</i>	<i>18</i>
<i>Близость к источникам угля</i>	<i>18</i>
<i>Квази-суверенная собственность</i>	<i>18</i>
<i>Фондирование и ликвидность</i>	<i>18</i>
<i>Маркетинговый риск</i>	<i>18</i>
<i>Риск регулирования</i>	<i>19</i>
<b>Анализ относительной стоимости</b>	<b>19</b>
<i>Условия выпуска облигаций</i>	<i>19</i>
<i>Относительная стоимость</i>	<i>20</i>
<b>Заключение</b>	<b>23</b>
<b>Приложение 1. Финансовая отчетность ЭГРЭС</b>	
<b>Приложение 2. Основные показатели схожих компаний</b>	

## Обзор Отчета

### Анализ рынка

Ожидается рост рынка электроэнергии на треть в течение следующих 5 лет. Для удовлетворения растущего спроса правительство разработало план развития энергетического сектора, согласно которому будут введены в строй новые электростанции общей мощностью 5,5ГВт, а также восстановлены мощности на существующих электростанциях в 2,7ГВт. Инвестиции будут также вложены в электрические сети, которые ранее не позволяли перераспределять электроэнергию внутри страны. Национальный оператор электрических сетей KEGOC построил высоковольтные линии, связывающие энергоизбыточные северные регионы с другими регионами страны.

Для стимулирования инвестиций в электростанции правительство позволяет электростанциям увеличивать предельные тарифы на отпускные цены в обмен на их капитальные затраты. Ценовое регулирование на розничном рынке, а также в секторе распределения электроэнергии, предусматривает определенную надбавку (маржу) над понесенными компаниями затратами.

### Анализ компании

ЭГРЭС является крупнейшей электростанцией Казахстана, установленная мощность которой составляет 4ГВт или 21,1% от общей установленной мощности страны. ЭГРЭС работает на угле и состоит из восьми энергоблоков по 500МВт каждый. В данный момент пять из восьми энергоблоков находятся в рабочем состоянии, располагаемая мощность которых составляет 2,45ГВт.

После приватизации в 1996 году состав собственников ЭГРЭС менялся не однажды. В настоящий момент 50% доли участия компании принадлежит Фонду Национальному Благосостояния (ФНБ) «Самрук-Казына», рассматривающий ЭГРЭС как стратегическую электростанцию в рамках системы энергоснабжения страны, а оставшаяся доля принадлежит Казахмыс ПЛС, одной из крупнейших медедобывающих компаний мира.

ЭГРЭС была построена вблизи Экибастузского угольного бассейна, располагающего крупнейшими запасами недорогого угля. Близость электростанции к России потенциально предоставляет ей возможность экспортировать электроэнергию на данный огромный рынок в будущем. На данный момент компания поставляет электроэнергию в основном местным потребителям, а поставки Интер РАО ЕЭС не превышают 20% от общего объема поставок.

Основным конкурентом компании является Аксуйская ГРЭС, используемая как основной источник энергии другой крупной добывающей компанией ENRC. Аксуйская ГРЭС, в отличие от ЭГРЭС, интегрирована в производственный процесс материнской компании.

Другие электростанции не являются значимыми конкурентами для ЭГРЭС, принимая во внимание их небольшие мощности, удаленность от рынков сбыта, более высокую себестоимость продукции, а также то, что они в

основном поставляют энергию отдельным промышленным предприятиям либо близлежащему населенному пункту.

Компания планирует восстановить располагаемую мощность до 4Гвт к 2015 году и увеличить объем производства с текущих 16,7 до 23,8 млрд. кВт-ч ежегодно. Стоимость модернизации мощностей составит \$1 млрд.

В 2008 году прибыльность компании улучшилась в результате санкционированного правительством увеличения среднего тарифа, который вырос с Т1,6/кВт-ч в 2006 году до Т4,59/кВт-ч в 1П 2010 года. Показатели ROE и ROA стали положительными, составляя 10% и 14% в 1П 2010 года соответственно. Собственный капитал компании вырос в три раза с 2006 года по 1П 2010 года, достигнув Т75,3 млрд., за счет вноса капитала участником в размере Т31 млрд., а также за счет роста нераспределенной прибыли на Т20,5 млрд. В течение данного периода, соотношение Обязательства/Собственный капитал снизилось с 2,0 до 3,0. Лавередж компании уменьшился в результате погашения задолженности перед банками, снижения вдвое отложенных налоговых обязательств, а также увеличения собственного капитала.

Благодаря сильной операционной деятельности и относительно низким процентным выплатам, коэффициенты покрытия процентных выплат также улучшились в 2006-1П2010. Соотношение EBITDA/Процентные выплаты превышало 6,0 в 2006-2009, и достигло 26,5 в 1П2010.

При составлении прогнозов финансовых данных мы делаем допущение, что отпускные цены не будут достигать предельных тарифов, а рост производства будет умеренным, так как будут вводиться значительные мощности и на других электростанциях.

На основании нашей финансовой модели мы считаем, что денежные потоки от операционной деятельности будут сильными в 2010-2015, что позитивно отразится на коэффициентах покрытия процентных выплат и на лавередже. Денежные потоки от операционной деятельности будут достаточными не только для покрытия капитальных затрат, но и для погашения облигационного долга.

### **Анализ относительной стоимости**

Компания выпустила облигации на Т10 млрд. с фиксированной купонной ставкой 12% со сроком погашения в декабре 2014 года. Помимо данной задолженности по облигациям других долгов у компании нет.

На наш взгляд, доходность ЭГРЭС не должна сильно разниться с доходностями компаний с государственным участием благодаря ее квази-суверенной форме собственности, а также сильной оперативной деятельности, снижающей кредитные риски.

В действительности, спрэд по облигациям ЭГРЭС даже ниже, чем спрэды по тенговым облигациям, выпущенным государственными компаниями Продовольственная корпорация и Мангистауская распределительная электросетевая компания (МРЭК).

Дальнейшее снижение спреда по облигациям ЭГРЭС возможно, но ограничено, так как он уже приблизился к спредам международных выпусков государственных компаний с сильной операционной деятельностью и высоким кредитным качеством, таких как КазМунайГаз, Казатомпром и Казахстан Темир Жолы.

## Анализ рынка

### Общие данные

Выработка электроэнергии представляет 10% в промышленном производстве Казахстана. На промышленных потребителей приходится 68,7% от общего потребления электроэнергии, на домохозяйства – 9,3%, на сектор услуг – 8% и на транспорт – 5,6%. Спрос на электроэнергию, проциклический по своей природе, снизился в 2009 году, когда экономика в целом была на спаде. Вместе с тем ожидается восстановление спроса к 2011 году.

Тепловые электростанции, в том числе ЭГРЭС, вырабатывают 85,5% электроэнергии страны. Остальная часть электричества вырабатывается гидроэлектростанциями (8,8%) и газотурбинными станциями (5,7%).

На конец 2009 года в Казахстане функционировало 63 электростанции. Наиболее крупные из них принадлежат крупным промышленным предприятиям, которые приобрели их в годы экономического роста (Таб. 1).

**Таблица 1. Крупные электростанции**

№	Наименование станции	Собственники	Производство* (ГВтч)	Доля в общем объеме
1	Аксуйская ГРЭС	ENRC	13 478	17,2%
2	ЭГРЭС	Казахмыс ПЛС	10 319	13,2%
3	Қарағандинская ГРЭС-2	Казахмыс ПЛС	4 479	5,7%
4	Экибастузская ГРЭС-2	Самрук Энерго-Интер РАО ЕЭС	4 474	5,7%
5	МАЭК ТЭЦ2-3	Казатомпром	4 019	5,1%
6	Алматинские электросети	КазТрансГаз	3 457	4,4%
7	Темиртауская ТЭЦ	Arcelor Mittal	3 000	3,8%
8	Петропавловская ТЭЦ-2	Аксесс Энерго	2 377	3,0%
9	Астанинские ТЭЦ1-2	Астана-Энергия	2 349	3,0%
10	Қарағандинские ТЭЦ1-3	Қарағанда Энергоцентр	2 252	2,9%
11	Бухтарминская ГЭС	Казцинк	2 170	2,8%
12	Шульбинская ГЭС	AES	1 486	1,9%
13	Усть-Каменогорская ГЭС	AES	1 350	1,7%
14	Жамбыльская ГРЭС	Самрук Энерго	1 348	1,7%
15	Шымкентская ТЭЦ-3	Энергоорталык	884	1,1%
16	Станция Актюбинского завода ферросплавов	Казхром	806	1,0%
17	Шардаринская ГЭС	Самрук Энерго	530	0,7%
18	Другие станции	–	19 656	25,1%
	<b>Итого:</b>		<b>78 434</b>	<b>100%</b>

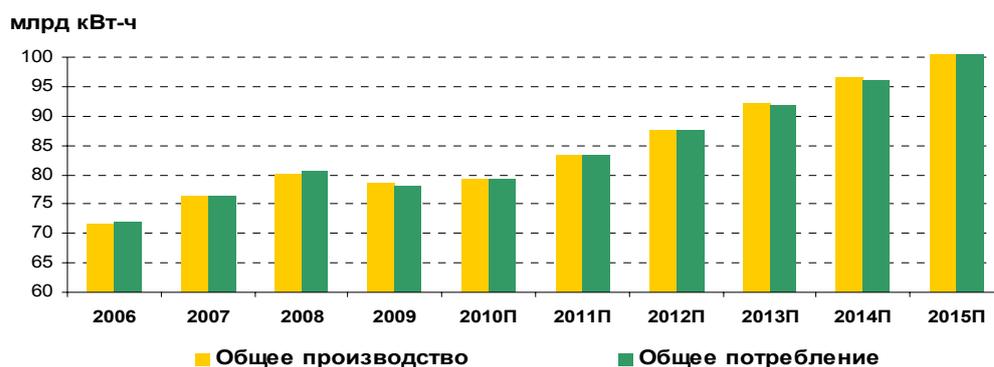
\* Объем выработки в 2009 году.

Источник: Казахстанский оператор рынка электрической энергии и мощности (КОРЭМ).

В предыдущие годы Казахстан вырабатывал достаточно электроэнергии для покрытия своего потребления, вместе с тем экономика не была самодостаточной, так как энергоизбыточные северные регионы не могли поставить электроэнергию в энергодефицитные южные и западные регионы

из-за недостаточной развитости электрических сетей. В годы экономического роста энергопотребление страны выросло, форсируя тем самым импорт электроэнергии. В 2009 году спрос на электроэнергию уменьшился на 10%, при этом ожидается его быстрый рост в течение последующих лет согласно данным, предоставленным Ассоциацией «Kazenergy». Данная ассоциация является независимым некоммерческим объединением, служащим платформой для обсуждений вопросов нефтегазового сектора (Рис. 1). Производство электроэнергии в основном будет следовать тенденциям спроса на нее.

**Рисунок 1. Общее производство и потребление электроэнергии**



Источник: КОРЭМ, Ассоциация «Kazenergy».

Большая часть текущей располагаемой мощности была введена в эксплуатацию до 1990 года. С того года по 2006 год сектор электроэнергии испытывал дефицит инвестиций. В результате повышенная изношенность мощностей привела к снижению располагаемой мощности до 14,6 млрд. кВт-ч, что существенно ниже общей установленной мощности в 19 млрд. кВт-ч. Для удовлетворения растущего спроса Министерство Энергетики и Минеральных Ресурсов – позднее реорганизованное в Министерство нефти и газа (МНГ) – утвердило план развития энергетической отрасли на 2007-2015 годы. Данный план предполагает строительство новых электростанций общей мощностью 5,5ГВт и восстановление мощностей на существующих электростанциях в объеме 2,7ГВт.

В 2009 году в рамках утвержденного правительством плана ЭГРЭС согласовало инвестиционное соглашение, которое предполагает восстановление ее 8-го энергоблока и капитальный ремонт 3-го энергоблока к 2013 году. На данный момент располагаемая мощность электростанции составляет 2,45 ГВт, что существенно ниже ее установленной мощности в 4 ГВт ввиду того, что три из восьми ее энергоблоков выведены из строя.

Схожие соглашения были подписаны со всеми другими электростанциями (Таб. 2).

**Таблица 2. Выборочные проекты по вводу новых мощностей**

	<b>Балхашская ТЭС</b>	<b>ЭГРЭС*</b>	<b>Экибастузская ГРЭС-2*</b>	<b>Мойнакская ГЭС</b>
<b>Расположение</b>	Алматинская область	Павлодарская область	Павлодарская область	Алматинская область
<b>Установленная мощность</b>	2640 МВт	500 МВт	500 МВт	300 МВт
<b>Срок ввода</b>	2010-2015	2010-2011	2008-2013	2006-2011
<b>Собственники</b>	Самрук-Казына (25%), KEPCO&Samsung (65%), Казахмыс (10%)	Казахмыс	Самрук-Казына (50%) и Интер РАО ЕЭС (50%)	Самрук-Казына (51%), Ак Бирлик (49%)
<b>Стоимость</b>	\$4,6 млрд.	\$160 млн.	\$770 млн.	\$340 млн.
<b>Финансовые источники</b>	Долевое финансирование (25%), долговое финансирование (75%)	Долговое финансирование & собственные средства компании	Внешэкономбанк (50%) & ЕАБР	Банк развития Казахстана (\$51 млн.) & Банк развития Китая (\$200 млн.)
<b>Целевые потребители</b>	Алматы и южные регионы	Разные	Россия, Павлодар	Алматы и южные регионы

\* Восстановление энергоблоков на действующих электростанциях.

Источник: Данные Казахмыс, компании и другие источники

Большая часть производственных мощностей расположена вблизи промышленных предприятий в северном и восточном регионах Казахстана, которые связаны с российской системой электрических сетей, но находятся вдали от энергодефицитных западных и южных регионов. Национальная электрическая сеть состоит из электрических линий, напряжение которых варьирует между 35кВт и 1150 кВт, а общая протяженность составляет 23,6 тыс. км. Большой частью построенная до 1990 года, данная сеть ранее не позволяла переток излишка электроэнергии с севера на юг. В результате, несмотря на сбалансированность общего спроса и предложения, западные регионы импортировали электричество из России, а южные – из Кыргызстана и Таджикистана.

Для решения данного вопроса национальный оператор электрических сетей KEGOC построил дополнительные высоковольтные линии, увеличив пропускную способность электролиний с севера на юг до 1350МВт и с севера на запад до 400МВт. С вводом данных линий потребление энергии в южных регионах, составляющем около 1500МВт, может быть частично покрыто за счет северных источников, в том числе ЭГРЭС, планирующей увеличить свои поставки в южные регионы.

## Регулирование рынка

### *МНГ и Агентство по регулированию естественных монополий*

На оптовом рынке электроэнергии цены определяются энергопроизводящими компаниями, а на розничном рынке – энергоснабжающими организациями (ЭСО). Как оптовый, так и розничный рынки являются повышенно регулируемыми, подразумевая установление цен на рынках

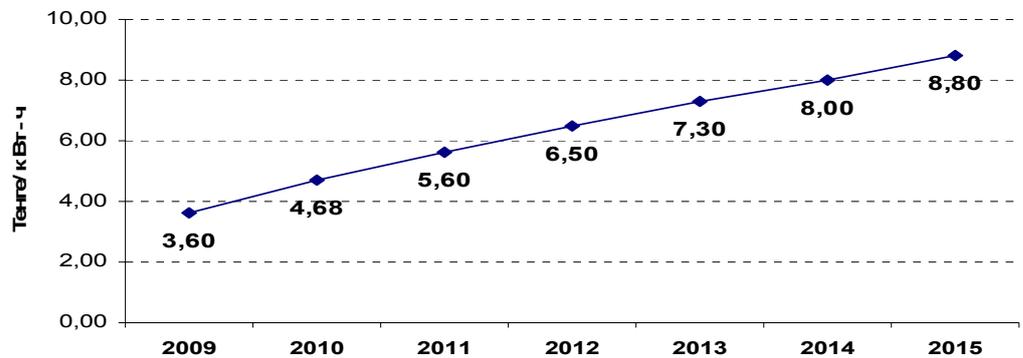
соответствующими регуляторами. Цены на оптовом рынке регулируются МНГ, а цены на розничном рынке – со стороны Агентства по регулированию естественных монополий (АРЕМ), которое также регулирует такие сектора как производство и распределение тепловой энергии, или транспортировка нефти и газа.

Для электростанций более актуальным является оптовый рынок, доступ к которому предоставляется продавцам с поставками не менее 1Мвт среднесуточной мощности. Продавцы могут заключать прямые договора с потребителями либо торговать энергией посредством централизованных торгов через КОРЭМ. Продавцы предпочитают прямые продажи. Централизованные торги были запущены в 2002 году. С того времени доля централизованных торгов на оптовом рынке электроэнергии достигала 20%, но затем снизилась до 4% в 2009 году. Объем торгов на централизованных торгах снизился в основном в результате введения законодательного запрета на трейдерские операции, а также на перепродажу электроэнергии между ЭСО.

Как регулятор, МНГ разделяет все электростанции на 13 групп и устанавливает для каждой из них предельные тарифы со сроком до 7 лет. Разделение электростанций на группы осуществляется на основании их установленных мощностей, типа топлива, удаленности от энергоисточников, и, главное, от объема необходимых затрат на модернизацию основных средств. В общем, предельные тарифы устанавливаются так, чтобы капитальные затраты окупались в течение 8-12 лет. Предельные тарифы подлежат пересмотру ежегодно на основании затрат, понесенных электростанциями. Энергопроизводящие компании обязаны предоставлять МНГ ежеквартально отчеты о ходе исполнения их инвестиционных программ, и ежегодно более подробные отчеты, включающие данные о понесенных затратах, а также независимую экспертизу о состоянии их станций.

Для демонстрации предельных тарифов мы приводим их график, утвержденный для группы электростанций, в которую входит ЭГРЭС (Рис. 2). ЭГРЭС поставляет до 60% своей энергии ЭСО, а оставшуюся часть промышленным предприятиям. ЭГРЭС не осуществляет поставки электроэнергии какой-либо организации из группы ее материнской компании.

**Рисунок 2. Предельные тарифы на электричество**



Источник: Постановление Правительства Республики Казахстан.

Если энергопроизводящая компания считает, что установленные для ее группы предельные тарифы являются недостаточными для покрытия своих инвестиций, такая компания может установить индивидуальные тарифы, которые должны быть утверждены как МНГ, так и АРЕМ.

Для реализации электроэнергии населению ЭСО должны предварительно согласовать с АРЕМ свои отпускные цены. АРЕМ следует затратному подходу в своей тарифной политике в отношении ЭСО, позволяя им покрыть операционные и капитальные затраты, а также получить определенную маржу прибыли. Размер данной маржи рассчитывается как произведение средневзвешенной стоимости капитала и балансовой стоимости производственных активов, на основании данных предоставляемых ЭСО.

Как следствие такой тарифной политики со стороны регуляторов, рынок электроэнергии является фрагментированным, а цены не отражают избытка или недостатка электроэнергии. В результате, инвестиционные решения фактически принимаются государственными регуляторами, т.е. МНГ и АРЕМ.

#### *Агентство по защите конкуренции*

Агентство по защите конкуренции (АЗК), отделившееся от АРЕМ, является также значимым регулятором. Его заявленной целью является поддержание и продвижение конкуренции на товарных и финансовых рынках. АЗК ответственен за анализ состояния конкуренции на рынках, а также за мониторинг и контроль над рыночной концентрацией компаний.

АЗК вправе блокировать сделки по слиянию и приобретению энергетических компаний, заключаемые доминантными игроками. Агентство расценивает компанию как *доминантную*, если ее доля на региональном рынке составляет более 35%, либо более 50% совместно с другими тремя компаниями, либо более 70% совместно с другими четырьмя компаниями. АЗК считает группу компаний как единый субъект рынка, если одна из этих компаний владеет более 25% от голосующих акций (долей участия) в уставном капитале других компаний.

Так как Казахмыс ПЛС принадлежит 25% простых акций ENRC, данные две компании для АЗК представляют собой единый субъект «Группа Казахмыс», в которую входят также их дочерние компании ЭГРЭС и Аксуйская ГРЭС. В результате такой консолидации АЗК расценивает ЭГРЭС как субъект, имеющий доминирующее положение на 10 из 14 региональных рынков.

Право АЗК блокировать приобретение других компаний может быть актуальным для Казахмыс, которому в таком случае будет необходимо согласование от АЗК. Однако, нам неизвестно о таких планах Казахмыс.

## Анализ компании

### Предыстория

Участниками ЭГРЭС являются Казахмыс ПЛС и ФНБ Самрук-Казына, которым принадлежит по 50% доли участия. Поддержка участников существенна для деятельности электростанции.

ЭГРЭС была построена в поздний период советской эры в рамках строительства экибастузского энергетического комплекса. Данный комплекс должен был состоять из серии электростанций общей мощностью 20ГВт, расположенных вблизи экибастузского угольного бассейна. Из четырех запланированных электростанций фактически были введены в строй только две, ЭГРЭС мощностью 4ГВт и Экибастузская ГРЭС-2 мощностью 1ГВт.

Первый энергоблок на ЭГРЭС был запущен в 1980 году.

ЭГРЭС была приватизирована в 1996 году, перейдя в собственность AES Corporation, США. В 2008 году AES продал электростанцию Казахмыс за \$1,5 млрд., из которых \$1,1 млрд. подлежал к оплате деньгами немедленно, а выплата \$381 млн. зависела от достижения некоторых показателей по операционной деятельности. С помощью данного приобретения Казахмыс хотел гарантировать себе источник энергии для своих будущих проектов Бозшаколь и Актогай. Также для руководства Казахмыс данное вложение средств выглядело обоснованным ввиду растущего спроса на электроэнергию, даже если ЭГРЭС не будет интегрирован в производственный цикл компании.

Проекты Бозшаколь и Актогай находятся на ранней стадии развития, при этом добыча на данных месторождениях начнется не ранее 2014 года. После запуска проектов добыча меди увеличится на 200 килотонн. На основании текущих данных по объемам добычи меди и потреблению электроэнергии, мы считаем, что эти два проекта потребуют около 500МВт мощности при достижении полной нагрузки.

Другой участник ЭГРЭС ФНБ Самрук-Казына занимает важное место в экономике Казахстана. Самрук-Казына, как представитель государственных интересов в ЭГРЭС, контролирует около \$70 млрд. активов через свои дочерние организации – крупные государственные холдинги. В соответствии с государственной политикой развития энергетического сектора Самрук-Казына впервые изъявил свой интерес к ЭГРЭС в октябре 2008 года. С того времени шли переговоры между Самрук-Казына и Казахмыс ПЛС,

завершившиеся в марте 2010 года продажей холдингу Самрук-Казына 50% доли в ЭГРЭС за \$681 млн. К тому времени Самрук-Казына получил контроль над 50% в Богатырском угольном разрезе (остальные 50% принадлежат российской компании РУСАЛ), являющийся основным поставщиком угля для электростанции. На следующий месяц Казахмыс объявил о своем намерении продать угольный разрез «Майкубень-Вест», что еще больше увеличило значимость Богатырского угольного разреза, а также холдинга Самрук-Казына как участника компании. На момент выпуска данного отчета разрез «Майкубень-Вест» еще не был продан.

В 2010 году ЭГРЭС была переименована в «Экибастузскую ГРЭС-1 имени Булата Нуржанова» в честь государственного деятеля, под кураторством которого велось ее строительство.

### Деятельность компании

В 2006-1П2010 показатели операционной деятельности компании заметно улучшились, что подтверждается ростом объемов производства, активов, а также собственного капитала. Компания начала получать прибыль благодаря увеличению тарифов, и левередж значительно снизился в результате снижения долга и увеличения собственного капитала.

**Таблица 3. Основные оперативные показатели ЭГРЭС**

	Выработка (ГВт-ч)	ЕВИДТА (млн. KZT)	Активы (млн. KZT)	Соб.кап. (млн. KZT)	ROE %	Долг/ Соб.кап.	ЕВИДТА/ Выплата по проц.
2006	8 594	6 349	72 179	23 783	-2	1.15	4.11
2007	9 124	8 079	72 694	21 143	2	1.42	3.26
2008	10 992	10 118	75 794	31 950	34	1.04	6.21
2009	9 741	10 268	81 158	64 938	3	0.08	6.55
1П2010	5 373	16 180	99 122	75 275	14	0.13	26.46

Источник: Данные компании, расчеты Халык Финанс

### Производственные мощности

ЭГРЭС состоит из восьми энергоблоков по 500МВт каждый. Ввиду низкого спроса на электроэнергию и высоких затрат на их содержание, три энергоблока были выведены из эксплуатации в середине 1990-х и с того времени не запускались.

Производственный процесс является довольно стандартным: уголь измельчается в порошок, смешивается с нагретым воздухом и в результате горения превращает воду в пар, вращающий турбины для выработки электроэнергии и затем подающийся в градирню для охлаждения.

### Поставщики

Основными поставщиками ЭГРЭС являются аффилированные с ней частично принадлежащее Самрук-Казына ТОО «Богатырь Комир» и принадлежащее Казахмыс ТОО «Майкубень-Вест». Богатырь Комир поставляет ЭГРЭС 80% от объема потребления угля, а Майкубень-Вест – остальные 20%.

Другим значимым поставщиком является компания Lodge Cottrell, Великобритания, которая должна поставить 6 электростатических фильтров до 2013 года общей стоимостью £46.2 млн. Два фильтра дополнительно могут быть поставлены до 2016 года. Данные фильтры снизят выбросы золы в атмосферу на 75%, что позволит компании соответствовать новым экологическим стандартам, которые вступят в силу с 2013 года.

#### Потребители

ЭГРЭС поставляет электроэнергию широкому кругу потребителей, в том числе ЭСО (60% от поставок электроэнергии), промышленным предприятиям (20%) и российской Интер РАО ЕЭС (20%) (Таб. 4).

**Таблица 4. Потребители компании**

№	Наименование	Сектор	Расположение	Доля в общих поставках
1	Интер РАО ЕЭС	Экспорт-импорт	Россия	20%
2	АлматыЭнергоСбыт	ЭСО	Алматы	11%
3	ШыгысЭнергоТрейд	ЭСО	Усть-каменогорск	9%
4	ТемирЖолЭнерго	Промышленность	Астана	9%
5	КостанайЭнергоЦентр	ЭСО	Костанай	7%
6	Казфосфат	Промышленность	Жамбыл	6%
7	ЖетысуЭнергоТрейд	ЭСО	Алматинская обл.	3%
8	Канал Каныша Сатпаева	ЭСО	Павлодар, Караганда	2%
9	Онтустик Жарык	ЭСО	Южный Казахстан	2%
10	Энергопоток	ЭСО	Южный Казахстан	2%

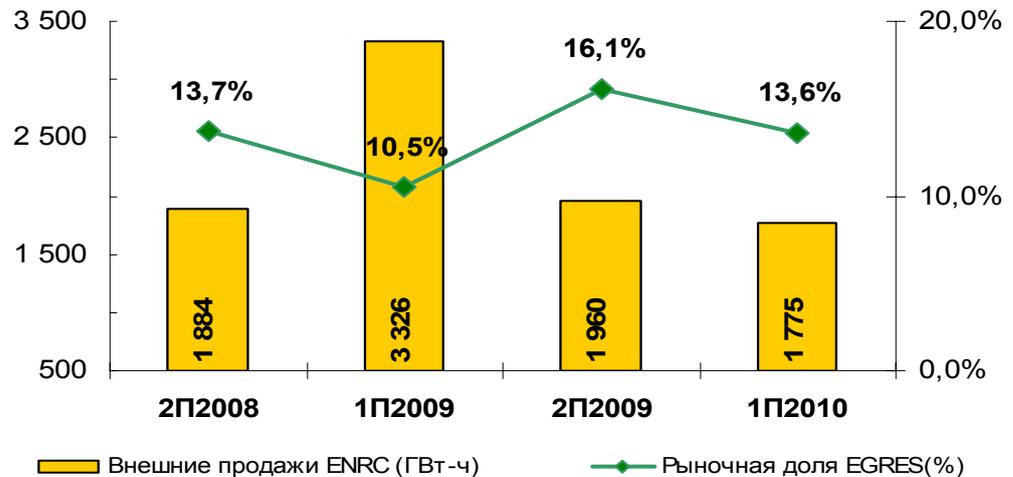
Источник: Данные компании, первые 9 месяцев 2009

#### Конкуренция

ЭГРЭС расположен вблизи Экибастузского угольного бассейна с большими запасами угля, залегающего близко к поверхности. На этом же основании были построены другие крупные электростанции, что увеличивает для нее конкуренцию на рынке.

Основным конкурентом электростанции является Аксуйская ГРЭС мощностью 2,1ГВт, принадлежащая крупной добывающей компании ENRC. Большая часть энергии, генерируемой Аксуйской ГРЭС, используется для внутренних производственных нужд группой ENRC. Между тем в 2008 году, когда мировой спрос на ферросплавы снизился, Аксуйская ГРЭС высвободила на рынок большие объемы электроэнергии. Эффект такого увеличения поставок энергии на рыночные цены не очевиден ввиду фрагментации рынка и использования ценового регулирования, но данные поставки очевидно снизили рыночные доли других игроков на рынке, в том числе ЭГРЭС. К примеру, когда производство ферросплавов резко сократилось в 1П 2009 года, Аксуйская ГРЭС увеличила продажу электроэнергии третьим сторонам на 1,4 ГВт-ч по сравнению с предыдущим полугодием, снизив долю ЭГРЭС на рынке с 14% до 10% (Рис.3). Во втором полугодии 2009 года спрос на ферросплавы восстановился, ENRC снизило поставки электроэнергии третьим сторонам, и доля ЭГРЭС поднялась до 16%.

**Рисунок 3. Рыночная доля ЭГРЭС и внешние продажи ENRC**



Источник: Данные компании и ENRC

Другие электростанции, в том числе Экибастузская ГРЭС-2 мощностью 1ГВт и Жамбыльская ГРЭС мощностью 1,2ГВт, не являются в полной мере конкурентами ЭГРЭС ввиду их малых мощностей, более высокой стоимости продукции или удаленности от потребителей. Большинство электростанций Казахстана, кроме ЭГРЭС и Аксуйской ГРЭС, поставляют электроэнергию определенным промышленным предприятиям либо близлежащему населенному пункту.

*Связанные стороны*

Участники ЭГРЭС являются крупными холдингами, консолидирующими ряд других компаний. В результате у ЭГРЭС много связанных сторон, но только с некоторыми из них компания взаимодействует в своей операционной деятельности.

ЭГРЭС поддерживает долгосрочные отношения со своими традиционными поставщиками угля Богатырь Комир и Майкубен-Вест. Богатырь Комир является одной из крупнейших в Казахстане угледобывающих компаний, на которую приходится 70% добычи угля в экибастузском угольном бассейне. Руководство ЭГРЭС считает, что Богатырь Комир будет единственным поставщиком угля после реализации разреза Майкубен-Вест.

Другой значимой стороной ЭГРЭС является Казахмыс Финанс, за счет займа которого была погашена задолженность перед банками в 2008 году.

Несмотря на то, что компания в данный момент не поставляет энергию Казахмыс, ЭГРЭС начнет свои поставки энергии данной группе, начиная с 2014 года, когда будут запущены новые проекты по добыче меди.

### Модернизация мощностей

По согласованию с МНГ Компания отремонтирует 3-й энергоблок и запустит 8-й энергоблок к 2013. В результате потенциальный объем выработки электроэнергии будет увеличен на 3,7 млрд. кВт-ч. К 2015 году ЭГРЭС планирует ввести в эксплуатацию 1-й и 2-й энергоблоки, которые увеличат потенциальную выработку еще на 6,8 млрд. кВт-ч. Общая стоимость модернизации составляет примерно \$1 млрд. Для распределения данной суммы по годам мы, в основном, следовали графику затрат, изложенному в проспекте выпуска облигаций компании, но предпочли снизить указанную в проспекте общую сумму затрат с \$1,25 млрд. до \$1 млрд. (Таб. 5).

**Таблица 5. График модернизации мощностей**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капитальные затраты, млн. тенге	9 724	16 883	32 840	32 877	25 248	33 820
Проводимая работа	Ремонт блока 3		Запуск блока 8		Запуск блока 2	
Увеличение мощности, МВт	50		500		500	

*Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс*

Необходимо отметить, что капитальные затраты на введение новых мощностей у ЭГРЭС на порядок меньше, чем у его конкурентов ввиду неполной загрузки ее потенциальных мощностей. К примеру, увеличение располагаемой мощности на 550 МВт (за счет восстановления блоков №3 и №8) обойдется компании в Т26 млрд. (\$180 млн.), что составляет только четверть от запланированной стоимости строительства нового энергоблока мощностью 500 МВт на Экибастузской ГРЭС-2.

### Прибыльность и собственный капитал

Выручка компании выросла с Т13,7 млрд. в 2006 году до Т31,1 млрд. в 2009 году, или в среднем на 31% в год, а себестоимость продаж за вычетом амортизации росла более умеренно, в среднем на 17% в год. Увеличение прибыльности в основном обусловлено ростом тарифов на электроэнергию. Средний тариф на электричество почти увеличился с Т2,4/кВт-ч в 2006 году до Т4,59/кВт-ч в 1П 2010 (Таб. 6). Увеличение тарифов было санкционировано МНГ в обмен на выполнение ЭГРЭС своей инвестиционной программы.

**Таблица 6. Объемы производства и средние тарифы**

	2006	2007	2008	2009	1Н 2010
Объем производства, ГВт-ч	8 594	9 124	10 922	9 741	5 373
Средний тариф, Тенге/кВт-ч	1.60	1.94	2.40	3.19	4.59

*Источник: Данные компании*

Рост средних тарифов мог бы быть еще более сильным, если 6 ЭГРЭС не продавал излишки своей энергии российской Интер РАО ЕЭС по низким ценам. Сниженные цены для российской компании обусловлены более низкими расходами на передачу электроэнергии, составляющих одну десятую от стандартного тарифа, устанавливаемого KEGOC.

Прибыльность компании была высокой в 2008-2010, несмотря на то, что ROA снизилась в 2009 году в результате убытков от курсовой разницы, вызванной 20%-ной девальвацией национальной валюты. В 1П2010 ROA восстановилась на 10%.

Динамика ROE в 2008-2010 была схожа с ROA при этом ее снижение в 2009 было более значительным ввиду вноса дополнительного капитала. За период с конца 2006 года на конец 1П2010, собственный капитал компании вырос с Т23,8 млрд. до Т75,3 млрд. в результате вноса дополнительного капитала в размере Т31 млрд. в 2009 году, а также увеличения нераспределенной прибыли до 44,2 млрд.

Прирост нераспределенной прибыли связан с прибыльной операционной деятельностью в указанный период. При этом крупные единовременные статьи – экономия подоходного налога на Т6,6 млрд. в 2008 году и убыток от курсовой разницы на Т7,5 млрд. в 2009 году – в сущности исключали друг друга.

#### **Леверидж и коэффициенты покрытия процентных выплат**

Леверидж компании существенно снизился с 2006 года по 1П 2010 года. За указанный период соотношение Обязательства/Собственный капитал снизилось с 2,0 до 0,3 ввиду снижения обязательств и роста собственного капитала.

Компания погасила свою задолженность перед банками в 2008 году и оптимизировала отложенные налоговые обязательства. Погашение долга перед банками было осуществлено путем его рефинансирования за счет займа от Казахмыс Финанс, и затем погашения за счет вноса в уставный капитал и иных средств компании. В январе 2010 года для финансирования части своей инвестиционной программы ЭГРЭС разместил на местном рынке облигации на Т10 млрд. со сроком погашения в декабре 2014 года. Облигации деноминированы в тенге и имеют фиксированную ставку купона 12%.

Отложенные налоговые обязательства снизились вдвое в 2008 до Т8,4 млрд., частично, в результате снижения корпоративного подоходного налога с 30% до 20%.

На основе сильной операционной деятельности вкупе с относительно невысокими выплатами по процентам, коэффициенты покрытия процентных выплат были высокими в 2006-2009, и улучшились еще больше в 1П2010 благодаря увеличению объемов производства и отпускных цен. В частности, соотношение EBITDA/Процентные выплаты превышало 6,0 в 2008-2009, и достигло 26,5 в 1П 2010 года.

## Финансовая модель

### Допущения

Облигации компании подлежат погашению в 2014, при этом мы рассматриваем период до 2015 года с учетом сроков исполнения ее инвестиционной программы.

Компания устанавливала свои тарифы на уровне предельных тарифов в 2009-1П2010, но повышающаяся конкуренция, на наш взгляд, ограничит ее возможность повышать тарифы в дальнейшем. Соответственно, мы считаем, что отпускная цена будет равна средневзвешенному значению между текущей ценой и предельными тарифами. При этом предельные тарифы имеют 100%-ный вес в 2010 году, но затем их вес постепенно снижается до 50% в 2015 году (Рис.4).

**Рисунок 4. Прогнозные цены и объемы производства**



Источник: Прогнозы Халык Финанс

Несмотря на значительное расширение производственных мощностей, мы ожидаем, что компания в течение следующих пяти лет не сможет увеличить свою рыночную долю выше исторического уровня 12,5%, так как схожие планы по расширению мощностей проводятся на других крупных электростанциях, а также планируется ввод Балхашской ТЭС мощностью 1,3ГВт.

Многие статьи отчета о финансовом положении и отчета о совокупном доходе прогнозировались на основе исторических данных. Например, долгосрочная дебиторская задолженность и кредиторская задолженность были взяты на уровне исторических 8,6% и 9,1% от выручки соответственно. Единовременные статьи, такие как убыток от курсовой разницы или экономия по подоходному налогу, были исключены.

### Результаты

Сильный поток денежных средств от операционной деятельности приведет к высоким коэффициентам покрытия процентных выплат в течение

рассматриваемого периода, а леввередж снизится ввиду прироста нераспределенной прибыли и погашения долгов.

В базовом сценарии капитальные затраты покрываются за счет денежных потоков от операционной деятельности. Поэтому, несмотря на то, что мы предполагали консервативный прогноз насчет объемов производства и цен, финансовая модель показывает, что компания сможет профинансировать инвестиционную программу без размещения дополнительного долга в рассматриваемый период.

Мы считаем, что модернизация мощностей по ее завершению улучшит кредитный профиль компании еще больше, так как позволит ей увеличить свою располагаемую мощность почти в два раза.

### *Стресс-тест*

Мы тестировали возможность компании профинансировать свою модернизацию в случае существенного ухудшения денежного потока от операционной деятельности. Для рассмотрения данного сценария, мы предположили, что в 2011-2015 годах ЭГРЭС не сможет поднять свои тарифы выше текущего среднего тарифа Т4,6/кВт-ч, а также то, что объем производства будет расти медленно, на 2% в год.

Согласно данному сценарию компания будет испытывать недостаток денежных средств, что вынудит ее привлекать новые долги в объеме примерно Т14 млрд. ежегодно в 2013-2015 годах. Вместе с тем в такой ситуации, на наш взгляд, ЭГРЭС наверняка просто урежет свои капитальные затраты.

Мы считаем такой сценарий маловероятным, так как относительно низкий уровень капитальных затрат и благоприятная ценовая политика государства нивелирует большинство кредитных рисков. Даже если компании будет необходимо срочно привлекать средства для финансирования своей инвестиционной программы, мы не ожидаем несостоятельности компании по ее долговым обязательствам, принимая во внимание готовность ее участников предоставлять ликвидность при необходимости.

Несмотря на то, что мы не моделировали деятельность компании после 2015 года, по нашим расчетам, после запуска ныне простаивающих турбин ежегодная потенциальная выработка электроэнергии достигнет 27,2 млрд. кВт-ч к 2015 году, что на 60% больше чем в 2010 году. Большая часть этого объема будет использована для нужд экономики, а не материнских компаний.

По предварительным расчетам, если сохранятся текущие тенденции роста спроса на электроэнергию, а ЭГРЭС выйдет на свою полную мощность в 4ГВт к 2020 году, рыночная доля электростанции к этому году увеличится до 21%.

## Основные преимущества и риски

### Резерв неиспользуемых мощностей

Компания может увеличить свои мощности при относительно низких затратах благодаря резерву неиспользуемых мощностей.

### Близость к поставщикам угля

ЭГРЭС расположен вблизи экибастузского угольного бассейна, что предоставляет электростанции доступ к большим запасам недорогого угля. Близость ЭГРЭС к российской границе потенциально предоставляет доступ к огромному рынку электроэнергии соседнего государства, южные регионы которого являются энергодефицитными.

### Квази-суверенная собственность

Являясь крупнейшей электростанцией Казахстана, ЭГРЭС играет стратегическую роль в энергоснабжении экономики, что подразумевает сильную государственную поддержку. Так как участниками электростанции выступают крупнейшая медедобывающая компания Казахмыс и ФНБ Самрук-Казына, ЭГРЭС, по сути, является квази-суверенным эмитентом.

На кредитный профиль компании также положительно влияет низкий левередж. Долг компании по состоянию на конец 1П2010 составлял Т10 млрд., или одну десятую от ее собственного капитала. Более того соотношение Долг/собственный капитал, по нашим расчетам, снизится до нуля к 2015 году.

### Фондирование и ликвидность

На фоне ожидания роста объемов производства и отпускных цен, поток от операционной деятельности наверняка будет основным источником фондирования, благодаря которому компания получила Т16,4 млрд. в 1П2010. Ввиду долгосрочной природы отношений с потребителями, поток от операционной деятельности ЭГРЭС будет, скорее всего, стабильным.

Так как модернизация электростанции потребует значительных вложений, компании придется направлять все свободные средства от операционной деятельности на модернизацию, что, очевидно, окажет нагрузку на ее денежные потоки.

С другой стороны, сильные участники компании готовы предоставить ликвидность при необходимости. Например, Казахмыс ПЛС рефинансировал долг электростанции на Т30 млрд. в 2008 году и внес взнос в уставной капитал на Т31 млрд. в 2009 году.

### Маркетинговый риск

Несмотря на то, что электростанция расширит свои мощности, ей будет нелегко существенно нарастить производство, так как вводятся новые

мощности на других крупных электростанциях. Также, идет строительство новых крупных станций, таких как Мойнакская ГЭС и Балхашская ТЭС. Расширение мощностей на других станциях ограничит не только объем производства ЭГРЭС, но и ее отпускные цены.

Вместе с тем мы считаем, что электростанция существенно увеличит свою рыночную долю после 2015 года, когда она восстановит свою установленную мощность, а другие электростанции исчерпают свое расширение мощностей.

### **Риск регулирования**

#### *МНГ: Цены на оптовом рынке*

ЭГРЭС, как и другие электростанции, сможет переложить свои затраты на потребителей под бдительным присмотром регуляторов. Мы не думаем, что МНГ позволит оптовым ценам снизиться ниже себестоимости.

#### *АРЕМ: Цены на розничном рынке*

АРЕМ следует затратному подходу в своей тарифной политике в отношении компаний по снабжению и распределению электроэнергии, позволяя им получить небольшую маржу прибыли. Аналогично, электростанции могут рассчитывать на определенную маржу прибыли, закладываемую при расчете предельных тарифов. Размер данной маржи для ЭГРЭС был ниже 10% до 2009 года, но, начиная с 2010 года, может превышать 30%. Такая схема установления стабильной доходности для электростанций и снабжающих компаний делает их привлекательными для инвесторов, нацеленных на долговые инструменты.

#### *АЗК: Рыночная концентрация*

ЭГРЭС обязана регулярно предоставлять АЗК отчетность по своей операционной и финансовой деятельности, а также получать согласие от данного органа в случае приобретения значительной доли в другой регулируемой им компании. Нам неизвестно о таких сделках по приобретению, планируемых ЭГРЭС.

## **Анализ относительной стоимости**

### **Условия выпуска облигаций**

В конце 2009 года ЭГРЭС разместила облигации на Т10 млрд. со сроком погашения в декабре 2014 года с фиксированной ставкой купона 12%. Данный выпуск облигаций является единственным долгом компании, поступления от которого направляются электростанцией на восстановление турбины №8 и ремонт турбины №3. Проспект выпуска данных необеспеченных облигаций устанавливает следующие ковенанты:

- 1) Казахмыс ПЛС (через дочернее Ekibastuz Holdings BV) и ФНБ Самрук-Казына в совокупности должны владеть не менее, чем 50% долей

участия в уставном капитале ЭГРЭС;

- 2) леведредж, измеряемый соотношением Обязательства/Собственный капитал, не должен превышать 2.0;
- 3) прибыльность, измеряемая соотношением EBITDA/Выручка, должна быть не менее 20%.

В 2006-2010 EBITDA/Выручка и Обязательства/Собственный капитал были далеки от критических уровней. В ближайшее время финансовое состояние электростанции улучшится в результате увеличения средних тарифов и ее располагаемой мощности, что обеспечит исполнение ковенантов в дальнейшем.

### Относительная стоимость

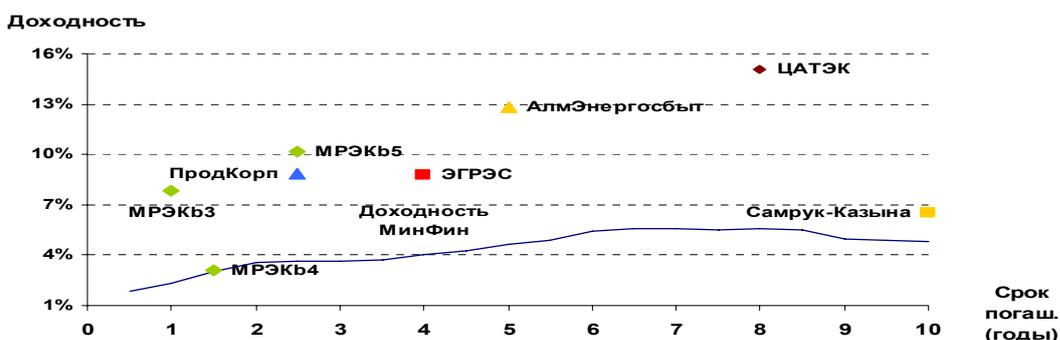
#### Сравнение облигаций ЭГРЭС с другими местными выпусками

В настоящем разделе мы сравниваем облигации ЭГРЭС с другими выпусками компаний с государственным участием, работающих в различных секторах экономики. Мы находим данное сравнение обоснованным в связи с нижеследующим:

- 1) ЭГРЭС частично принадлежит государственному холдингу напрямую (50%), а косвенно через его участие в Казахмыс (15%) холдингу принадлежит 57,5% электростанции, что делает его основным акционером электростанции;
- 2) Неполное государственное участие нивелируется важностью ЭГРЭС в энергетической инфраструктуре страны, что обеспечивает ей государственную поддержку при необходимости.

На основании цен по недавним торгам либо, если таковые отсутствуют, на основании средней цены заявок на покупку и продажу мы сравниваем доходность к погашению (YTM) ЭГРЭС с тенговыми выпусками Продовольственной контрактной корпорации, ФНБ Самрук-Казына, Мангистауской распределительной электросетевой компанией (МРЭК), а также Министерства Финансов (МинФин) и частных компаний «Центрально-Азиатская топливно-энергетическая компания (ЦАТЭК)» и АлматыЭнергоСбыт.

### Рисунок 5. Доходность ЭГРЭС и других местных выпусков



Источник: KASE.

На основании доходности к погашению (YTM) облигации ЭГРЭС сравнимы с выпусками компаний с государственным участием (Рис.5). Однако, так как расчет YTM предполагает некоторые спорные допущения, например, использование единой ставки дисконтирования для всех периодов, мы также рассматриваем номинальные спрэды и Z-спрэды.

Ввиду того, что выпуски являются неамортизируемыми облигациями с погашением в конце срока, эффект использования спотовых ставок при расчете Z-спрэдов минимален. Соответственно, номинальные спрэды и Z-спрэды, по большому счету, выдают те же значения (Таб. 7). Так как временная структура спотовых ставок не фиксирована на одном уровне процентных ставок, Z-спрэды обычно более индикативны.

**Таблица 7. Спрэды ЭГРЭС и других местных выпусков**

Выпуски	Рейтинг	Цена, тенге	YTM	Номинал. спрэд	Z-спрэд
МРЭКb4 (Май'12)	Fitch: BB+	107,10	3,11%	0,11%	0,13%
Самрук-Казына (Сен'20)	RFCA: AAA	100,00	6,50%	1,71%	1,73%
ЭГРЭС (Дек'14)	Отсутствует	114,19	8,78%	4,50%	<b>4,59%</b>
Прод.корп. (Фев'13)	Moody's: Ba3	105,01	8,84%	5,23%	5,27%
МРЭКb3 (Дек'11)	Fitch: BB+	103,51	7,82%	5,48%	5,58%
МРЭКb5 (Фев'13)	Fitch: BB+	114,39	10,21%	6,60%	6,66%
АлматыЭнергоСбыт (Июль'17)	Отсутствует	111,31	12,81%	8,12%	8,31%
ЦАТЭК (Дек'18)	Отсутствует	92,79	15,04%	9,44%	9,69%

Источник: KASE, расчеты Халык Финанс.

Очевидно, что спрэд ЭГРЭС шире, чем спрэд фонда Самрук-Казына ввиду того, что последний является государственным холдингом, объединяющим флагманов разных секторов экономики, консолидированные активы которых превышают \$70 млрд., что составляет 60,5% ВВП Казахстана в 2009 году.

Спрэд ЭГРЭС меньше, чем у компаний с полным государственным участием – Продовольственной контрактной корпорации и МРЭК. На наш взгляд, это является обоснованным, так как финансово-операционные показатели ЭГРЭС сильные и могут улучшиться в дальнейшем.

На основании финансовых данных, раскрываемых в Приложение 2, ЭГРЭС сильнее Продовольственной корпорации по прибыльности (ROE) и операционному потоку денежных средств, а МРЭК уступает ЭГРЭС как по прибыльности и операционному денежному потоку, так и по левереджу и коэффициентам покрытия процентных выплат.

Кроме того, благоприятная тарифная политика государства в отношении электростанций является преимуществом ЭГРЭС, недоступное Продкорпорации и МРЭК.

Мы считаем, что более узкие спрэды отражают лучшую оперативную деятельность, низкую волатильность доходов, а также проявление государственной поддержки электростанциям.

### Сравнение с международными выпусками квази-суверенных компаний

Сравнение с выпусками евробондов квази-суверенных эмитентов показывает, что текущий Z-спрэд ЭГРЭС шире спрэдов по евробондам и оценен справедливо (не чрезмерно занижен).

На наш взгляд, в связи с тем, что евробонды были выпущены национальными компаниями, играющими стратегические роли в экономике и имеющими сильные показатели по операционной деятельности (см. Приложение 2), их спрэды представляют собой *нижний порог* для спреда ЭГРЭС.

**Таблица 8. Спрэды международных выпусков**

Выпуски	Рейтинг (Fitch/Moody's)	Цена на покупку, \$	YTM	Z-спрэд
НК КМГ (Июл'18)	BBB-/ Baa2	123,10	5,09%	3,13%
КТЖ (Окт'20)	BBB-/ Baa3	105,30	5,70%	3,30%
КТЖ (Май'16)	BBB-/ Baa3	110,10	4,89%	3,55%
КАП (Май'15)	BBB-/ Baa3	108,40	4,77%	3,57%
НК КМГ (Июл'13)	BBB-/ Baa2	111,20	4,12%	<b>3,61%</b>
БРК (Июн'20)	BBB-/ Baa3	101,10	6,57%	4,17%
БРК (Ноя'13)	BBB-/ Baa3	107,60	5,66%	4,90%

Источник: *Bloomberg*, расчеты Халык Финанс

Рассчитываемые над кривой спотовых ставок Казначейства США, спрэды по евробондам ниже 3,61%, кроме БРК (Таб. 8). Более широкие спрэды БРК могли быть обусловлены значительными убытками от обесценения выданных кредитов (\$548,6 млн.).

Мы не учитывали влияние эффекта курса иностранной валюты при сравнении с международными выпусками, предполагая, что держатели облигаций имеют сбалансированный портфель KZT-USD и, соответственно, для них нет необходимости хеджировать валютные риски. Кроме того, мы ожидаем очень умеренное укрепление тенге, и не стали использовать широкие спрэды на покупку-продажу, подразумевающимися форвардными ставками для рассматриваемого периода, так как точность в расчетах не увеличилась бы.

Дальнейший прирост стоимости облигации может быть достигнут за счет выравнивания корпоративной кривой доходности, а также укрепления тенге, которые в совокупности могут увеличить доходность на 5% дополнительно в течение следующего года.

## Заключение

ЭГРЭС имеет следующие характеристики, которые очень положительно влияют на ее кредитный профиль:

- наличие акционеров с высоким кредитным качеством, которые могут предоставить существенную ликвидность в форме акционерного капитала либо долга;
- сильная операционная деятельность, подкрепленная благоприятной тарифной политикой государства, которая будет еще более улучшаться в дальнейшем;
- очень низкий левередж, при соотношении Долг/Собственный капитал равный 0,13, который будет снижаться до нуля к 2015;
- большой резерв недоиспользованной мощности, который позволяет существенно увеличить производство при относительно низких затратах;
- повышающийся спрос на электроэнергию в экономике и возможность продавать ее материнской компании обеспечивает ЭГРЭС стабильный спрос на ее продукцию.

Вышеприведенные доводы указывают на то, что кредитный профиль компании улучшится после завершения модернизации электростанции. Даже при низком спросе на электроэнергию, считаем, что компания урежет капитальные затраты с разрешения регулятора и, тем самым, избежит несостоятельность по выплатам по своему облигационному займу.

Мы считаем, что при текущих котировках облигации оценены справедливо и имеют небольшой потенциал для дальнейшего снижения спреда. Снижение долгосрочных ставок может положительно повлиять на облигации компании. Вместе с тем наилучшим основанием для инвестирования в облигации компании является то, что они предоставляют отличную возможность инвестирования в энергетический сектор Казахстана.

## Приложение 1. Финансовая отчетность ЭГРЭС

### Отчет о совокупном доходе (млн. KZT)

	2006	2007	2008	2009	1H2010	2H2010П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>13 792</b>	<b>17 745</b>	<b>26 168</b>	<b>31 102</b>	<b>24 683</b>	<b>22 915</b>	<b>47 598</b>	<b>57 605</b>	<b>67 341</b>	<b>75 161</b>	<b>80 648</b>	<b>87 149</b>
Себестоимость (без амортизации)	6 530	8 090	12 467	10 418	7 139	9 166	16 305	23 042	26 936	30 064	32 259	34 859
<b>Валовая прибыль</b>	<b>7 261</b>	<b>9 654</b>	<b>13 701</b>	<b>20 684</b>	<b>17 544</b>	<b>13 749</b>	<b>31 923</b>	<b>34 563</b>	<b>40 404</b>	<b>45 096</b>	<b>48 389</b>	<b>52 289</b>
Общие и административные расходы	2 032	2 944	3 696	3 274	1 609	2 749	4 113	6 912	8 080	9 019	9 677	10 457
Восстановление убытков (убытки) от обесценения	-6	-13	-115	60	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (убытки)	4	88	532	173	-11	-	-	-	-	-	-	-
<b>Доход от операционной деятельности</b>	<b>5 226</b>	<b>6 786</b>	<b>10 422</b>	<b>17 644</b>	<b>15 924</b>	<b>10 999</b>	<b>27 180</b>	<b>27 650</b>	<b>32 323</b>	<b>36 077</b>	<b>38 711</b>	<b>41 831</b>
Доход от финансирования	63	-	-	78	256	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль (убытки) от курсовой разницы	1 060	1 294	-304	-7 453	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>ЕБИТДА</b>	<b>6 350</b>	<b>8 079</b>	<b>10 118</b>	<b>10 269</b>	<b>16 180</b>	<b>10 999</b>	<b>27 180</b>	<b>27 650</b>	<b>32 323</b>	<b>36 077</b>	<b>38 711</b>	<b>41 831</b>
Амортизация	4 717	4 349	4 246	5 486	2 514*	2 577	5 091	6 554	8 612	9 478	12 529	12 115
<b>ЕБИТ</b>	<b>1 633</b>	<b>3 731</b>	<b>5 872</b>	<b>4 783</b>	<b>13 667</b>	<b>8 421</b>	<b>22 088</b>	<b>21 096</b>	<b>23 711</b>	<b>26 598</b>	<b>26 181</b>	<b>29 716</b>
Расходы на вознаграждение	1 546	2 480	1 630	1 568	611	600	1 211	1 200	1 200	1 200	1 200	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>87</b>	<b>1 251</b>	<b>4 242</b>	<b>3 215</b>	<b>13 055</b>	<b>7 821</b>	<b>20 877</b>	<b>19 896</b>	<b>22 511</b>	<b>25 398</b>	<b>24 981</b>	<b>29 716</b>
Подходный налог	-541	-827	6 565	-1 237	-2 718	-1 564	-4 282	-3 979	-4 502	-5 079	-4 996	-5 943
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-454</b>	<b>424</b>	<b>10 807</b>	<b>1 978</b>	<b>10 337</b>	<b>6 257</b>	<b>16 594</b>	<b>15 917</b>	<b>18 008</b>	<b>20 319</b>	<b>19 985</b>	<b>23 773</b>

\* Рассчитано на основании исторических данных за 2006-2009.

### Отчет о движении денежных средств (млн. KZT)

	2006	2007	2008	2009	1H2010	2H2010П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционная деятельность	5 796	2 180	4 861	1 866	16 440	5 840	17 816	20 361	23 396	27 308	29 168	33 056
Инвестиционная деятельность	-2 742	-4 840	-6 686	-8 353	-5 767	-8 479	-9 724	-16 882	-32 840	-32 876	-25 248	-33 820
Финансовая деятельность	-1 631	1 016	2 812	10 417	4 974	-	4 917	-	-	-	-10 000	-
Изменение в деньгах	1 423	-1 644	987	3 930	15 647	-2 638	13 008	3 479	9 443	-5 568	-6 079	-763
Деньги на начало периода	891	2 313	670	1 657	5 586	21 234	5 586	18 595	22 074	12 630	7 062	982
Деньги на конец периода	2 313	670	1 657	5 586	21 234	5 586	18 595	22 074	12 630	7 062	982	218

## Отчет о финансовом положении (млн. KZT)

На конец периода	2006	2007	2008	2009	1H2010	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>АКТИВЫ</b>	<b>72 179</b>	<b>72 695</b>	<b>75 795</b>	<b>81 158</b>	<b>99 123</b>	<b>104 422</b>	<b>121 088</b>	<b>139 999</b>	<b>161 043</b>	<b>171 525</b>	<b>195 887</b>
Деньги и их эквиваленты	2 313	670	1 657	5 586	21 234	18 595	22 074	12 630	7062	982	218
Краткосрочная дебиторская задолженность	1 993	3 217	3 240	1 196	900	3 153	3 816	4 461	4 979	5 343	5 773
Запасы	1 280	1 397	1 482	938	1 466	3 024	3 660	4 278	4 775	5 124	5 537
Прочие средства	112	439	26	356	104	387	468	547	611	655	708
<b>Текущие активы</b>	<b>5 698</b>	<b>5 723</b>	<b>6 405</b>	<b>8 077</b>	<b>23 704</b>	<b>25 160</b>	<b>30 019</b>	<b>21 918</b>	<b>17 428</b>	<b>12 105</b>	<b>12 238</b>
Основные средства	66 462	65 767	67 416	70 310	72 550	74 943	85 857	110 982	134 508	149 371	171 284
Нематериальные активы	19	28	30	29	27	29	33	43	52	58	66
Инвестиционная недвижимость	-	149	146	189	187	191	201	211	222	233	244
Долгосрочная дебиторская задолженность	-	1 028	1 797	2 553	2 654	4 097	4 959	5 797	6 470	6 943	7 502
Прочие долгосрочные активы	-	-	-	-	-	-	17	1 046	2 361	2 812	4 549
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>66 481</b>	<b>66 972</b>	<b>69 390</b>	<b>73 081</b>	<b>75 418</b>	<b>79 262</b>	<b>91 069</b>	<b>118 091</b>	<b>143 613</b>	<b>159 419</b>	<b>183 648</b>
Краткосрочный долг	27 443	30 058	33 103	5 037	-	-	-	-	10 000	-	-
Кредиторская задолженность	3 105	4 423	2 341	2 733	2 341	4 318	5 226	6 110	6 819	7 317	7 907
Прочие краткосрочные обязательства	8	7	6	5	3 100	-	-	-	-	-	-
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>72 179</b>	<b>72 695</b>	<b>75 795</b>	<b>81 158</b>	<b>99 123</b>	<b>104 422</b>	<b>121 088</b>	<b>139 999</b>	<b>161 043</b>	<b>171 525</b>	<b>195 887</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>30 556</b>	<b>34 488</b>	<b>35 449</b>	<b>7 775</b>	<b>5 441</b>	<b>4 318</b>	<b>5 226</b>	<b>6 110</b>	<b>16 819</b>	<b>7 317</b>	<b>7 907</b>
Долгосрочный долг	-	-	-	-	9 954	9 954	9 963	9 983	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	17 840	17 063	8 395	8 445	8 452	8 616	8 447	8 446	8 445	8 444	8 443
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>17 840</b>	<b>17 064</b>	<b>8 395</b>	<b>8 445</b>	<b>18 406</b>	<b>18 570</b>	<b>18 411</b>	<b>18 430</b>	<b>8 445</b>	<b>8 444</b>	<b>8 443</b>
Уставный капитал	100	100	100	31 110	31 110	31 110	31 110	31 110	31 110	31 110	31 110
Нераспределенная прибыль	23 683	21 043	31 850	33 828	44 166	50 422	66 340	84 348	104 668	124 653	148 426
<b>Собственный капитал</b>	<b>23 783</b>	<b>21 143</b>	<b>31 950</b>	<b>64 938</b>	<b>75 276</b>	<b>81 553</b>	<b>97 450</b>	<b>115 459</b>	<b>135 778</b>	<b>155 763</b>	<b>179 536</b>

**Финансовые показатели**

	2006	2007	2008	2009	1H2010	2H2010F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Прибыльность</b>												
ROA	-1%	1%	14%	2%	10%	6%	16%	13%	13%	13%	12%	12%
ROE	-2%	2%	34%	3%	14%	8%	20%	16%	16%	15%	13%	12%
ЕВITDA/Выручка	46%	46%	39%	33%	66%	48%	57%	48%	48%	48%	48%	48%
Валовая прибыль/Выручка	53%	54%	52%	67%	71%	60%	66%	60%	60%	60%	60%	60%
<b>Ликвидность</b>												
Текущие активы к текущим обязательствам	0.19	0.17	0.18	1.04	4.36	5.01	5.83	5.74	3.59	1.04	1.65	1.55
Высоколиквидные текущие активы к текущим обязательствам	0.14	0.11	0.14	0.87	4.07	4.50	5.04	4.95	2.80	0.72	0.86	0.76
<b>Лeverедж</b>												
Обязательства/Собственный капитал	2.03	2.44	1.37	0.25	0.32	0.30	0.28	0.24	0.21	0.19	0.10	0.09
Долг/Собственный капитал	1.15	1.42	1.04	0.08	0.13	0.12	0.12	0.10	0.09	0.07	0.00	0.00
Чистый долг/ Собственный капитал	1.06	1.39	0.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
ЕВITDA/Долг	0.23	0.27	0.31	2.04	1.63	1.11	2.73	2.78	3.24	3.61	-	-
<b>Коэффициенты покрытия процентных выплат</b>												
ЕВITDA/Процентные выплаты	4.11	3.26	6.21	6.55	26.46	18.33	22.44	23.04	26.94	30.06	32.26	-
ЕВIT/ Процентные выплаты	1.06	1.50	3.60	3.05	22.35	14.04	18.23	17.58	19.76	22.17	21.82	-

## Приложение 2. Основные показатели схожих компаний

(млн. KZT)

	Период	Поток от операцион. деят.	Прибыль от операцион. деят.	EBIDTA	Соб. кап.	ROE	Долг/Соб. кап.	EBIDTA/Процент. выплаты
<b>МРЭК</b>	<b>1П2010</b>	359	404	725	8 545	1,9%	0,33	3,39
	<b>2009</b>	863	4 590	5 133	8 537	3,6%	0,41	16,29
	<b>2008</b>	971	3 946	4 439	8 304	0,8%	0,38	12,76
	<b>2007</b>	657	281	673	6 503	0,7%	0,28	3,17
<b>Продовольственная контрактная корпорация</b>	<b>1П2010</b>	950	3 360	3 540	53 411	-1,5%	2,95	0,82
	<b>2009</b>	-84 230	8 839	9 130	45 748	3,8%	3,19	1,42
	<b>2008</b>	-35 036	5 128	5 318	42 298	3,6%	0,99	1,96
	<b>2007</b>	-5 628	2 928	3 060	25 049	2,0%	1,10	1,42
<b>Самрук-Казына*</b>	<b>2008</b>	1 129 633	898 592	1 104 440	4 257 339	10,8%	0,48	5,41
	<b>2007</b>	584 175	812 782	979 183	2 561 302	16,0%	0,58	11,96
	<b>2006</b>	419 831	582 617	703 466	2 113 564	14,0%	0,44	11,35
<b>АлматыЭнерго Сбыт</b>	<b>1П2010</b>	276	123	174	350	19,0%	1,05	8,61
	<b>2009</b>	875	238	314	372	27,0%	0,69	4,52
	<b>2008</b>	715	774	820	671	79,0%	0,74	60,25
	<b>2007</b>	329	568	579	245	186,5%	0,00	-
<b>ЦАТЭК</b>	<b>1П2010</b>	2 919	7 643	9 697	70 498	8,1%	0,80	5,35
	<b>2009</b>	-21 630	4 605	7 180	63 238	1,0%	0,86	2,48
	<b>2008</b>	3 167	1 908	4 355	44 817	11,7%	0,71	2,61
	<b>2007</b>	637	10 770	11 719	39 246	22,3%	0,63	11,37
<b>Казатомпром</b>	<b>1П2010</b>	14 056	27 484	30 362	263 905	7,4%	0,48	6,83
	<b>2009</b>	29 995	61 906	68 183	244 234	17,1%	0,25	8,70
	<b>2008</b>	12 303	29 424	35 300	202 766	6,2%	0,34	8,61
	<b>2007</b>	-34 936	54 171	58 751	186 835	18,3%	0,20	23,01
<b>БРК</b>	<b>1П2010</b>	5 210	9 333	25 728	261 506	-2,9%	2,21	1,57
	<b>2009</b>	209 090	26 573	45 199	269 041	3,2%	1,90	2,43
	<b>2008</b>	10 849	12 842	25 665	96 280	4,7%	2,74	2,00
	<b>2007</b>	16 629	7 095	12 231	10 833	2,9%	1,17	2,38
<b>НК КМГ</b>	<b>1П2010</b>	116 236	343 894	391 485	2 492 063	7,3%	0,79	4,61
	<b>2009</b>	167 950	399 800	481 176	2 358 242	8,1%	0,78	3,42
	<b>2008</b>	284 012	367 332	444 054	2 029 974	19,3%	0,57	4,10
	<b>2007</b>	359 238	324 005	413 203	1 689 677	20,7%	0,88	6,35
<b>КТЖ*</b>	<b>2009</b>	93 586	40 445	86 789	661 003	3,0%	0,25	8,97
	<b>2008</b>	90 043	53 871	100 798	643 853	9,9%	0,20	11,34
	<b>2007</b>	107 047	55 850	104 534	582 682	4,4%	0,21	11,50

\* Для данных эмитентов отсутствуют более поздние публичные данные по их финансовой отчетности.

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.

© 2009, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

Сабит Хакимжанов, 7 (727) 244-6541  
[sabitkh@halykbank.kz](mailto:sabitkh@halykbank.kz)

Мадина Курмангалиева, 7 (727) 330-0157  
[madinaku@halykbank.kz](mailto:madinaku@halykbank.kz)

#### **Долевые инструменты**

Тимур Омоев, 7 (727) 244-6538  
[timuro@halykbank.kz](mailto:timuro@halykbank.kz)

Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538  
[mariyamzh1@halykbank.kz](mailto:mariyamzh1@halykbank.kz)

Маулен Бурашев, 7 (727) 244-6538  
[maulenb@halykbank.kz](mailto:maulenb@halykbank.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 259 0467  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfin.kz](http://www.halykfin.kz)

#### **Долговые инструменты**

Роман Асильбеков, 7 (727) 330-0160  
[romanas@halykbank.kz](mailto:romanas@halykbank.kz)

Бакытжан Хощанов, 7 (727) 244-6984  
[bakytzhanh@halykbank.kz](mailto:bakytzhanh@halykbank.kz)

Сабина Амангельды, 7 (727) 244-6986  
[sabinaa@halykbank.kz](mailto:sabinaa@halykbank.kz)

#### **Bloomberg**

HLFN <Go>