

Новая оценка и результаты за 6М2023 г.

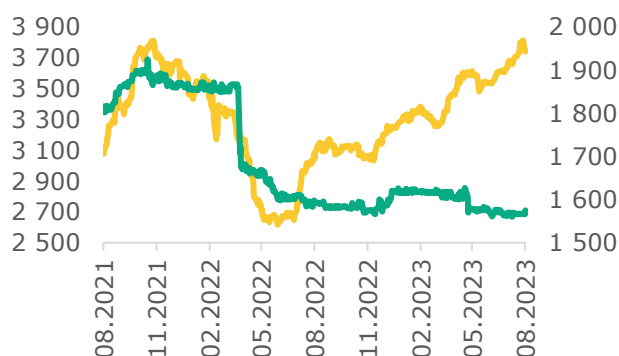
Актанов Амир

23 августа 2023 г

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер	KEGC KZ		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена, тенге/акция	1 575		
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция	1 868		
Ожид. потенциал роста/снижения	19%		
Кол-во простых акций (млн)	260		
Ср. ежедн. объем торгов за 3 мес, млн тенге	3.6		
Рыночн. кап-ция (млрд тенге)	409		
Основные акционеры:			
Самрук-Казына	90%		
ЕНПФ	7.25%		
Фин. показатели (млрд тенге)	2022	2023П	2024П
Выручка	217.3	235.8	286.3
ЕБИТДА	102.7	111.2	142.9
Чистая прибыль	26.7	31.9	57.2
EPS, тенге	102.9	122.9	219.9
Собственный капитал	653.6	655.5	682.7
Оценка	2022	2023П	2024П
EV/Sales	2.2	2.5	2.0
EV/ЕБИТДА	4.7	5.2	4.0
P/E	15.3	12.8	7.2
P/B	0.6	0.6	0.6
ROAA	2.6%	3.2%	5.6%
ROAE	3.8%	4.9%	8.5%
Изменение	KEGC	KASE	
1М	0.6%	2.6%	
3М	-0.3%	3.5%	
12М	-1.3%	23.0%	
Максимум за 52 недели	1 627	3 814	
Минимум за 52 недели	1 560	3 034	

— Индекс KASE — KEGOC (шкала справа)



Июль стал поворотным месяцем для компании KEGOC. Старт необходимой трансформации энергетической системы Казахстана, увеличение предельных тарифов по передачи и технической диспетчеризации электроэнергии, регуляторные изменения в части введения рынка единого закупщика, прогнозируемый рост операционных показателей за счет нового вида услуг (НЭС), а также высокая вероятность повышения тарифов начиная с 2027 года в значительной степени изменили наше восприятие перспектив дальнейшего развития бизнеса компании. Эффект от вышеперечисленных изменений компания способна испытать уже во втором полугодии 2023 года, а в прогнозном периоде существенно улучшить свои финансовые показатели.

Ключевым изменением в структуре бизнеса KEGOC стало образование новой услуги по пользованию национальной электрической сетью (НЭС), которая была выделена из структуры главного компонента выручки – передачи электроэнергии. Таким образом, объемы передачи электроэнергии в прогнозируемом периоде ожидаемо сократятся, однако данное снижение будет более чем компенсировано ростом операционных показателей по услугам НЭС.

Также одним из значимых событий в деятельности компании было увеличение тарифов по передачи электроэнергии и технической диспетчеризации. При этом, тарифы по услугам балансирования снизились более чем на 40%, но из-за небольшой их доли в суммарном объеме доходов, снижение имело ограниченный эффект на выручку компании.

Кроме того, с 1 июля 2023 года была запущена модель единого закупщика. Данные изменения позволят KEGOC исключить убытки, которые компания ежегодно несла в рамках обязательств по закупке электроэнергии из РФ для компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии.

Эти изменения положительно отразятся на маржинальности бизнеса KEGOC и на прибыли компании. **Принимая во внимание новые условия и допущения, мы повысили целевую цену с 1 226 тенге до 1 868 тенге за акцию и пересмотрели нашу рекомендацию по акциям компании с «Продавать» до «Покупать».**

Рис 1. Операционные показатели, млрд кВт*ч



Дефицит электроэнергии в Казахстане

В 2022 году в Казахстане был зафиксирован дефицит электроэнергии. При производстве в 112.86 млрд кВт/час (-1.4%) объем потребления электроэнергии в 2022 году превысил 112.94 млрд кВт/час (-0.8%). Недостаток электроэнергии внутри страны частично компенсируется закупкой ее из РФ.

Изношенность и высокая аварийность энергетической инфраструктуры Казахстана стали основными причинами возникновения дефицита электроэнергии в стране. При этом дефицит электроэнергии со временем увеличится в связи с достижением предела производства электроэнергии на существующих мощностях.

Темпы роста производства электроэнергии в стране не будут поспевать за темпами роста потребления в прогнозном периоде. Согласно пересмотренным прогнозам Министерства энергетики Казахстана на 2022-2028 годы, дефицит электроэнергии будет сохраняться на всем протяжении прогнозного периода, при этом в этом году он увеличится до 5.9 млрд кВт*ч.

В среднем рост потребления и производства электроэнергии по оценкам правительства в период 2023-2028 гг. составит 2.3%. В абсолютном выражении при объеме производства электроэнергии на уровне 131.7 млрд кВт*ч, потребление электроэнергии в 2028 году составит 136.9 млрд кВт*ч.

Улучшение операционных показателей

Объем передачи электроэнергии по сетям KEGOC увеличился в 2022 году на 7.2% до 58.6 млрд кВт/час, что составило 51.9% от всего объема потребления электроэнергии в Казахстане. Совокупный среднегодовой темп роста (CAGR) переданной электроэнергии по сетям KEGOC в 2018-2022 гг. составил 7.0%, тогда как рост объема производства и потребления электроэнергии за аналогичный период времени в стране сложился на уровне 1.4% и 2.3% соответственно.

В январе-июне 2023 года объем передачи электроэнергии по сетям KEGOC увеличился на 10.1% до 25.1 млрд кВт*ч и превысил 61.1 млрд кВт*ч за последние 12 месяцев (44 млрд кВт*ч в 2019 году). Текущий объем передачи электроэнергии по сетям KEGOC сложился заметно выше уровня прошлых лет, что в условиях роста предельных тарифов окажет поддержку доходам компании.

Образование нового вида услуг

Значимым изменением в структуре бизнеса KEGOC стало образование новой услуги по пользованию национальной электрической сетью (НЭС), которая была выделена из структуры главного компонента выручки – передачи электроэнергии. Таким образом, объемы передачи электроэнергии в прогнозируемом периоде ожидаемо сократятся, однако данное

Рис 2. Операционные показатели, млрд кВт*ч

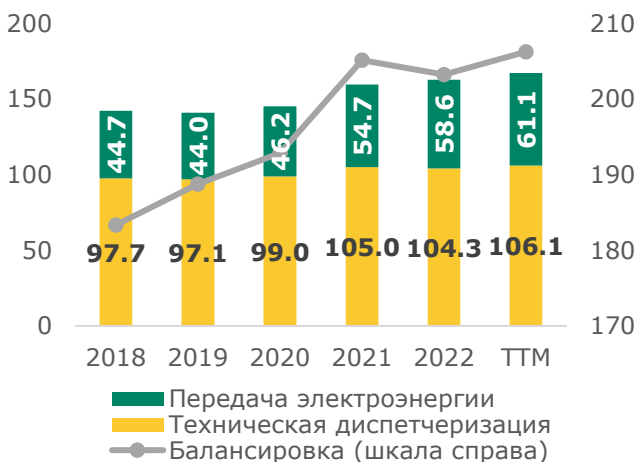
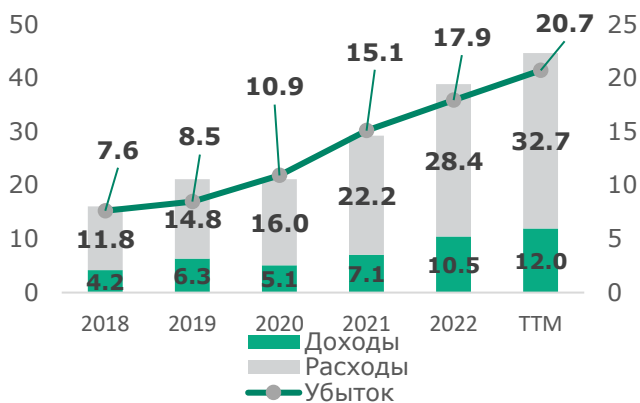


Рис 3. Доходы и расходы электроэнергетики с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электроэнергии, млрд тенге



снижение будет более чем компенсировано ростом операционных показателей по услугам НЭС.

Так, к примеру 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 могут составить 71.8 млрд кВт*ч и 92.2 млрд кВт*ч в 2024 году соответственно (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.

В обозримом будущем доходы, полученные от оказания услуг НЭС, станут ключевым компонентом выручки и по нашим оценкам доля этих услуг увеличится до 49.5% в 2024 году по сравнению с 26% в 2023 году. В абсолютном выражении, доходы, полученные от оказания услуг НЭС вырастут с 61.4 млрд до 141.7 млрд тенге в 2024 году и сохранят устойчивую траекторию роста в прогнозном периоде (см. рис. 4).

Особенно стоит выделить 2027 год, когда компания получит возможность устанавливать тарифы, исходя из принципа «затраты плюс». Данный принцип позволит KEGOC получать выручку, необходимую для формирования допустимого уровня прибыли, что в конечном счете определит уровень тарифа, исходя из затрат и нормы прибыли. Данный тариф определяется по формуле КРЕМ.¹ Таким образом, тарифы по НЭС в 2027 году могут увеличиться на 16.6% до 2.397 тенге/кВтч.

Рис 4. Пользование НЭС, млрд тенге



Рис 5. Финансовые показатели, млрд тенге



Значимые регуляторные изменения

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

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 20.7 млрд тенге за последние 12 месяцев (см. рис 3.).

¹ **Тариф** = допустимая выручка/ожидаемый объем услуг; **Допустимая выручка** = обоснованные затраты + допустимый уровень прибыли.

Рис 6. Основные компоненты себестоимости



Рис 7. Основные компоненты ОАР

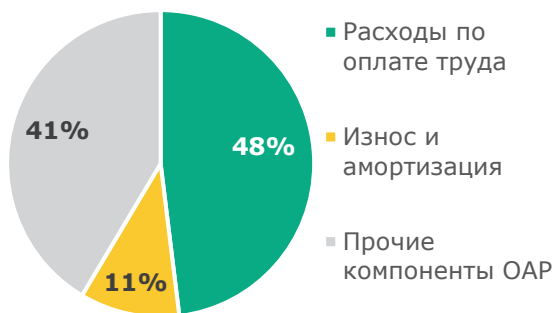
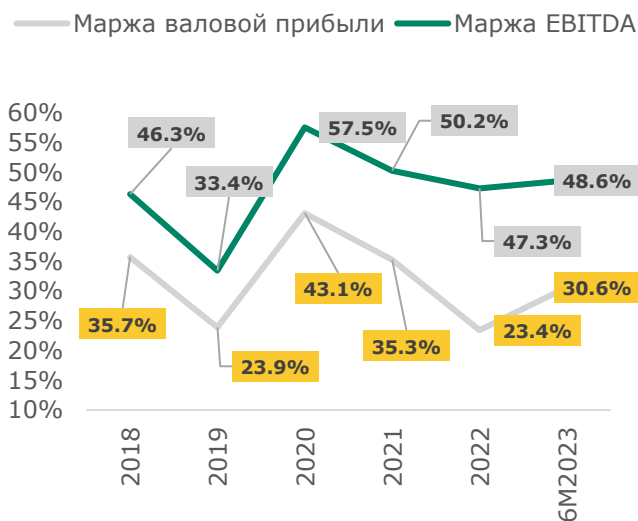


Рис 8. Показатели маржинальности



Расходы по закупке электроэнергии из РФ составляют значимую часть себестоимости компании и с 1 июля 2023 года, доходы от закупки электроэнергии будут сбалансированы с расходами. В полной мере положительные изменения от регуляторных изменения компания сможет испытать в 2024 году, что позволит ей заметно нарастить уровень прибыли и улучшить показатели маржинальности, рентабельности в прогнозный период.

Двузначный рост выручки

Доходы компании продолжили расти двузначными темпами. Так, выручка KEGOC в январе-июне 2023 года сложилась на уровне 114.4 млрд тенге, что на 11.3% больше результата аналогичного периода прошлого года. Данный рост во многом был связан с увеличением доходов от передачи электроэнергии до 80.0 млрд тенге (+11.6% г/г) и от услуг по технической диспетчеризации до 16.8 млрд тенге (+6.3% г/г).

Доходы от услуг по организации балансирования производства и потребления электроэнергии превысили 10.6 млрд тенге, что на 7.2% больше прошлогоднего результата. По итогам текущего года мы прогнозируем выручку на уровне 235.8 млрд тенге (+8.5% г/г) и ее увеличение до 286.3 млрд тенге (+21.4% г/г) в 2024 году.

Заметный рост валовой маржи

Если в недавнем прошлом сохранялась устойчивая тенденция, опережающего роста себестоимости относительно выручки, то в настоящий момент динамика роста себестоимости заметно ниже темпов роста доходов, что в итоге положительно сказывается на валовой прибыли, которая в январе-июне 2023 года увеличилась сразу на 44.5% и превысила 35.0 млрд тенге. Валовая маржа увеличилась до 30.6% по сравнению с 23.6% в аналогичном периоде прошлого года.

Себестоимость в 1П2023 года выросла лишь на 1.0% до 79.3 млрд тенге главным образом за счет снижения объема отчислений на износ и амортизацию на 21.9% до 25.0 млрд тенге.

Переоценка основных средств в 2021 году почти на половину до 976.0 млрд тенге привела к резкому увеличению объема отчислений на износ и амортизацию в 2022 году сразу на 66% до 61.2 млрд тенге. Тем не менее, основные средства в результате переоценки в 4кв2022 года снизились до 859.1 млрд тенге и на конец 2кв2023 года составили 853.2 млрд тенге. В 2024 году мы ожидаем рост объема основных средств во многом за счет ввода незавершенного строительства в объеме 94.5 млрд тенге.

Однако текущий объем основных средств заметно выше уровней прошлых лет и по итогам 2023 года мы прогнозируем снижение объема отчисления на износ и амортизацию на 6.7% и возвращение к прежнему уровню отчислений в 2024 году.

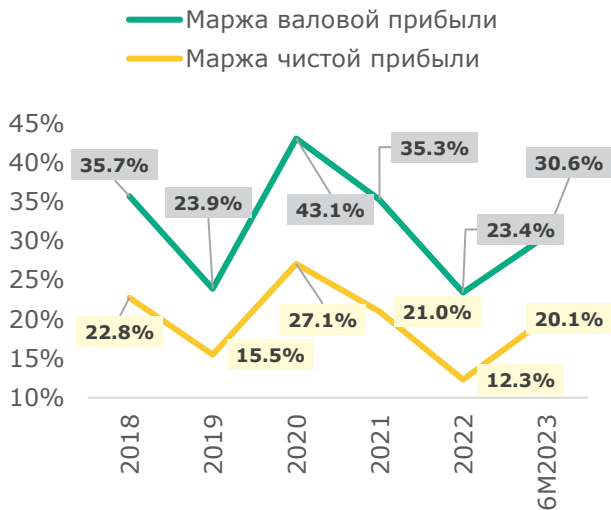


Рис 9. Показатели рентабельности

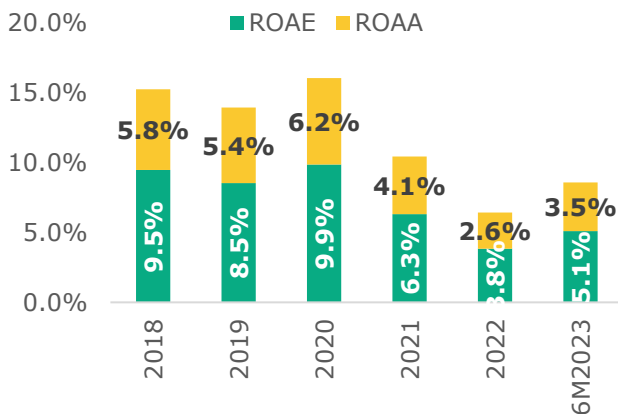


Рис 10. Доля валютного долга KEGOC

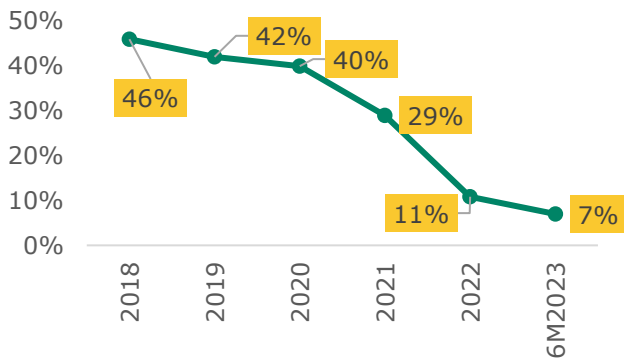
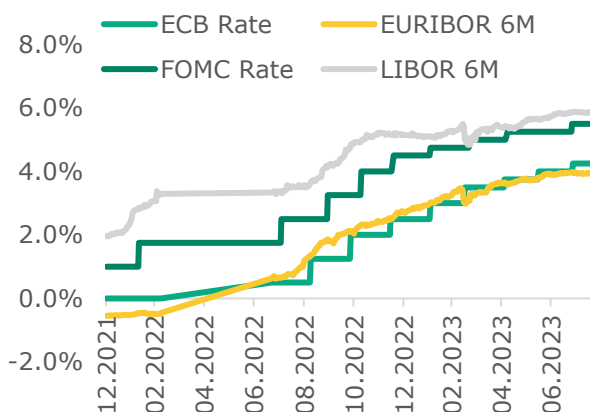


Рис 11. Ставки ЕЦБ, ФРС США



Другие основные компоненты себестоимости, напротив, показали рост. Так, расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо выросли сразу на 40.9% г/г до 14.7 млрд тенге, при этом расходы по оплате труда увеличились на 27.5% г/г до 13.3 млрд тенге. Однако резкий рост расходов по заработной плате произошел во многом из-за индексации заработных плат и был отмечен по всем крупным корпорациям квазигосударственного сектора.

Улучшение финансовых результатов и маржинальности бизнеса KEGOC

Операционная прибыль KEGOC в январе-июне 2023 года увеличилась сразу на 48.1% г/г до 30.2 млрд тенге. Маржа операционной прибыли выросла до 26.4% (максимум с 2021 года) по сравнению с 19.8% в аналогичном периоде прошлого года.

Финансовые расходы сложились на уровне 6.9 млрд тенге (+17.5%), тогда как финансовые доходы увеличились почти на половину до 3.8 млрд тенге с 2.5 млрд тенге годом ранее. В отчетном периоде компания получила прибыль по курсовым разницам в размере 489 млн тенге по сравнению с убытком в 749 млн тенге годом ранее.

Во втором квартале 2023 года компания начислила резерв под ожидаемые кредитные убытки в объеме 910 млн тенге по сравнению с резервом в 212 млн тенге в аналогичном периоде прошлого года. Данное увеличение привело к ограниченному росту уровня дебиторской задолженности. Прочие доходы в 1П2023 года увеличились в 2.2 раза и превысили 2.2 млрд тенге.

Резкий рост чистой прибыли и улучшение показателей рентабельности

Чистая прибыль в январе-июне 2023 года увеличилась сразу на 64.3% до 23.0 млрд тенге и составила 86.1% от объема чистой прибыли за весь 2022 год. Рентабельность средних активов (ROAA) на базе прибыли за последние 12 месяцев сложилась на уровне 3.5% против 2.7% в аналогичном периоде прошлого года. Рентабельность среднего капитала (ROAE) на базе прибыли за последние 12 месяцев составила 5.1% против 4.1% годом ранее.

Значительное снижение валютных рисков

Финансовые расходы увеличились на 17.5% до 6.9 млрд тенге. Основная часть расходов приходится на выплату процентов по купонам облигаций. В связи с резким удорожанием стоимости фондирования в 2022 году (проценты по займам в валюте осуществляются по ставкам LIBOR/EURIBOR плюс фиксированные спреды).

В прошлом году KEGOC погасила досрочно и в полном объеме заем Международного Банка Реконструкции и Развития (МБРР) в размере \$46.3 млн и в первом полугодии 2023 года полностью погасила основной

Рис 12. Долг и долговая нагрузка KEGOC

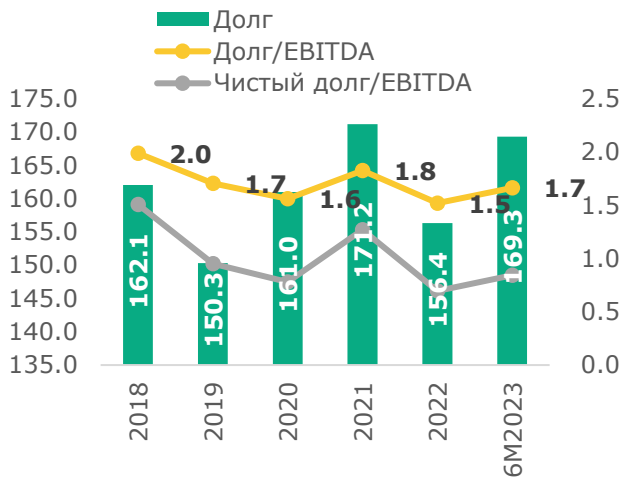


Рис 13. Инфляция и базовая ставка в Казахстане

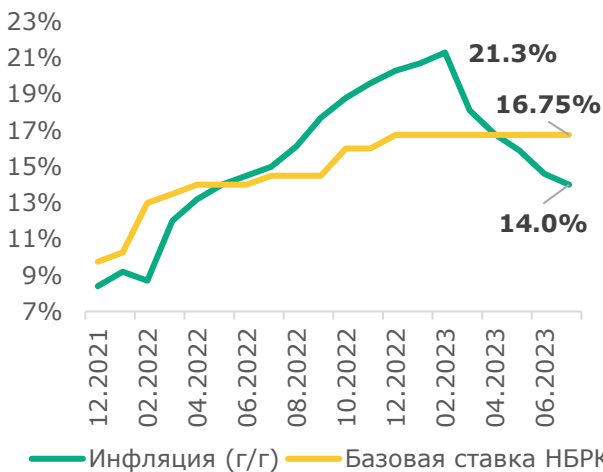
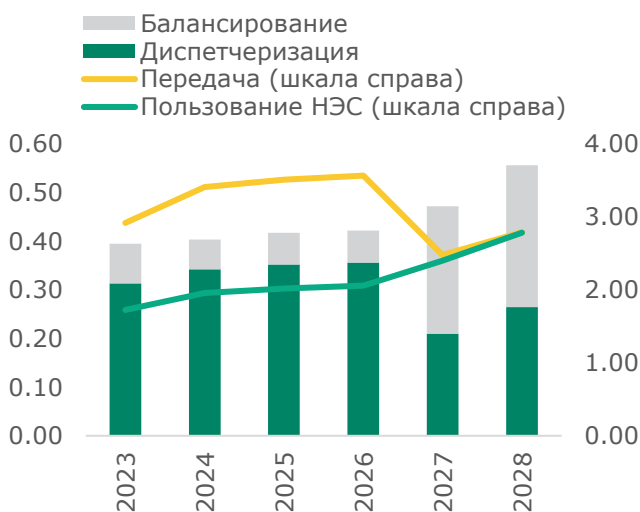


Рис 14. Прогнозируемый уровень тарифов, тенге/кВтч



долг по двум кредитным линиям от ЕБРР (4.3 млрд тенге на конец 2022 года).

В целом с учетом продолжения цикла ужесточения ДКП в США и в Европе и, как следствие, дальнейшего роста ставок по LIBOR/EURIBOR (см. рис 11), а также в условиях возможного ослабления курса тенге в прогнозируемом периоде, решение досрочного погашения валютного займа МБРР в значительной степени снижает валютные риски компании.

В результате досрочного погашения валютных займов, доля валютного долга KEGOC снизилась с 28.9% в 2021 году до 7.0% на конец 2кв2023 г. (см. рис. 10). Кроме того, компания держит на балансе заметную долю ликвидных активов в иностранной валюте. Так, к примеру, объем денежных средств на балансе, представленных в долларах США на конец отчетного периода, составил 5.5 млрд тенге (48 млн тенге на начало года).

При этом у компании имеются 3.9 млрд тенге в прочих финансовых активах, выраженных в долларах США. Таким образом, вышеперечисленные активы в долларах США почти на 80% покрывают валютные обязательства перед МБРР, снижая валютные риски компании.

Комфортные показатели долговой нагрузки

Несмотря на заметный уровень объема привлеченных средств весной текущего года, компания по-прежнему сохраняет комфортные уровни долговой нагрузки. Долг KEGOC с начала года вырос на 8.3% до 169.3 млрд тенге (см. рис. 12). Отношение долга к EBITDA (ТТМ) составило 1.6х (1.5х на конец 2022 года). Отношение чистого долга к EBITDA (ТТМ) составило 0.9х (0.8х на конец 2022 года). Коэффициент покрытия процентов (interest coverage ratio) увеличился до 4.4х по сравнению с 3.1х на конец 2022 года и 4.9х в 2021 году.

Текущие уровни показателей долговой нагрузки заметно лучше, чем у компаний-аналогов из развитых и развивающихся стран мира. При этом несмотря на небольшой рост показателей долговой нагрузки с начала года, их текущие уровни меньше значения прошлых лет. Ближайшие крупные объемы погашения долговых обязательств у KEGOC запланированы на 2031-2032 гг.

Резкий рост стоимости фондирования

Ускорение инфляции в Казахстане до многолетних максимумов в течение 2022 года стало причиной ужесточения ДКП НБК. Всего в прошлом году Национальный Банк РК 6 раз повышал ставку, увеличив ее до 16.75% по сравнению с 9.75% на начало года. Несмотря на заметное замедление темпов инфляции, базовая ставка в Казахстане сохраняется на уровне 16.75%.

На фоне существенного роста уровня базовой ставки в Казахстане значительно выросла и стоимость фондирования. В декабре 2022 года и в марте

Рис 15. Капитальные расходы, млрд тенге

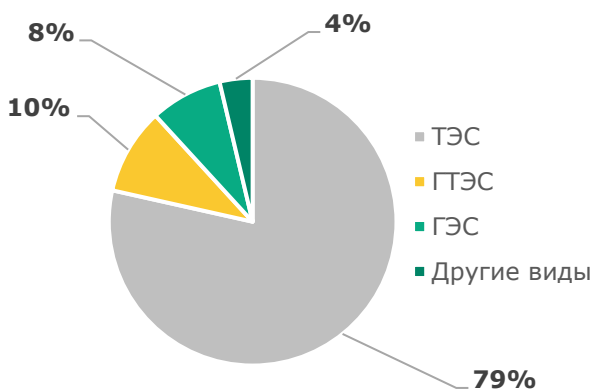


Рис 16. Дивиденды KEGOC, млн тенге



*признается допущение, что дивиденды за 1П2022 г, которые были выплачены 16 января 2023 года были выплачены в 2022 г

Рис 17. Выработка электроэнергии в Казахстане



текущего года состоялось успешное размещение «зеленых» облигаций KEGOC. По итогам двух размещений удалось привлечь более 33.0 млрд тенге. Привлеченные средства будут направлены на финансирование инвестиционных проектов «Реконструкция ВЛ-220-250 кВ филиалов, «Усиление электрической сети Западной зоны ЕЭС Казахстана. Строительство электросетевых объектов».

Средневзвешенная доходность к погашению долговых ценных бумаг KEGOC в марте составила 19.51%, что является достаточно высоким значением для компании, имеющей тесные связи с государством.

С учетом сохранения все еще высоких темпов инфляции в Казахстане (по итогам июля инфляция сложилась на уровне 14% г/г) Национальный Банк РК будет сдержанным в вопросе смягчения ДКП. Несмотря на прогнозируемое нами снижение уровня базовой ставки до конца года до 15%, фондирование казахстанских предприятий в краткосрочной перспективе останется дорогим, что может повлиять на планы KEGOC использовать долговое финансирование до наступления более благоприятных рыночных условий.

Рост тарифов в 2027 году

В июле текущего года KEGOC поделилась измененным уровнем тарифной сетки вплоть до 30 сентября 2026 года. Начиная с 2027 года компания имеет право получать допустимый уровень прибыли, который может привести к резкому росту тарифов по организации балансирования производства-потребления электроэнергии и по услугам пользования НЭС (см. рис. 14). Данные изменения способны заметно улучшить финансовые показатели компании начиная с 2027 года, что в конечном счете позволит компании поощрять акционеров более щедрыми дивидендными выплатами.

Дивиденды KEGOC

По итогам 2022 года KEGOC направила на выплату дивидендов 30.2 млрд тенге, что составляет 113% от объема чистой прибыли за прошлый год. При этом, компания использовала порядка 3.5 млрд тенге из нераспределенной прибыли прошлых лет, объем которой на конец 2кв2023 г. составил 47.4 млрд тенге (+26.5%).

Компания выплачивает дивиденды дважды в год и по итогам деятельности за 2022 год дивиденд составил 116 тенге (160 тенге годом ранее), что к текущей стоимости акции составляет дивидендную доходность 7.4%.

За последние четыре года KEGOC направила на выплату дивидендов почти 136.2 млрд тенге. Средний коэффициент выплат от чистой прибыли (текущего года) составил 83%. По итогам 2023 года мы ожидаем увеличение чистой прибыли на 19.4% до 31.9 млрд тенге, при этом 94% от размера чистой прибыли по нашим оценкам будут распределены на

дивиденды (30 млрд тенге). Таким образом, дивиденд по итогам 2023 года составит 115 тенге.

При этом, принимая во внимание, что в следующие несколько лет компании предстоит увеличение уровня капитальных затрат, мы прогнозируем, что вплоть до 2027 года KEGOC сохранит ежегодный объем дивидендных выплат на уровне 30 млрд тенге в год и после 2027 года компания можеткратно увеличить размер дивиденда.

Пик капитальных расходов придется на 2026-2027 гг.

Международное агентство Fitch Ratings прогнозирует, что в период 2022-2026 гг. средний объем капитальных вложений KEGOC составит 53 млрд тенге по сравнению с 49.5 млрд тенге в 2022 году и 40.2 млрд тенге в 2021 году.

С учетом имеющихся проектов, по нашим оценкам, капитальные расходы в 2023 году уменьшатся до 45.9 млрд тенге и составят 36.3 млрд тенге в 2024 году. Начиная с 2025 года мы прогнозируем увеличение капитальных расходов и достижение их пика в 2026-2027 года (см. рис. 15).

Так, к примеру уровень капитальных расходов в 2026 году, по нашим прогнозам, составит 121.9 млрд тенге и 145.9 млрд тенге в 2027 году. Однако чистый денежный поток от операционной деятельности в указанный период способен покрыть рекордные капитальные затраты компании.

Подтверждение рейтинга

В феврале текущего года международное рейтинговое агентство Fitch Ratings подтвердило рейтинг KEGOC на уровне «BBB-», сохранив прогноз «Стабильный».

Fitch Ratings отмечает высокие темпы инфляции в Казахстане, которая в среднесрочной перспективе, в случае, если существующие тарифы не будут пересмотрены в сторону увеличения, могут оказать давление на компанию.

В марте текущего года международное рейтинговое агентство Standard&Poors подтвердило рейтинг KEGOC на уровне «BB+» и повысило прогноз с «Негативного» до «Стабильный» после повышения суверенного рейтинга Республики Казахстан.

Также как и Fitch Ratings, Standard&Poor's отмечает, что KEGOC имеет ключевое значение для энергетической безопасности Казахстана. Аналитики рейтингового агентства отмечают системообразующий характер бизнеса KEGOC, а также опыт прошлого, позволяет надеяться на государственную поддержку в случае возникновения такой необходимости.

Увеличение целевой цены акции KEGOC

Старт необходимой трансформации энергетической системы Казахстана, регуляторные изменения, которые позволят компании начиная с 1 июля 2023 года не нести более убытки от закупа электроэнергии из РФ с целью компенсации межгосударственного

сальдо перетоков электроэнергии, заметное увеличение операционных показателей в прогнозный период и серьезные перспективы компании начиная с 2027 года получать допустимый уровень прибыли, который в итоге положительно скажется на росте тарифов формируют основные факторы инвестиционной привлекательности акции KEGOC.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) в нашей модели оценки составила 16.1% во многом за счет корректировки в сторону роста показателя Beta с 0.4x до 0.7x. При этом безрисковая ставка доходности была пересмотрена в меньшую сторону с 14% до 13%. Долгосрочный темп роста в терминальный период установлен на уровне 2.6%.

Принимая во внимание новые условия и допущения, мы повысили целевую цену 1 226 тенге до 1 868 тенге за акцию и пересмотрели нашу рекомендацию по акциям компании с «Продавать» до «Покупать».

Рис. 18. Финансовые результаты

млрд тенге	6M2023	6M2022	Изменение	
Выручка	114.4	102.8	11.6	11.3%
Себестоимость реализации	-79.3	-78.5	-0.8	1.0%
Валовая прибыль	35.0	24.3	10.8	44.5%
Общие и административные расходы	-4.7	-3.8	-0.9	23.9%
Расходы по реализации	-0.2	-0.1	-0.1	79.2%
Операционная прибыль	30.2	20.4	9.8	48.1%
Финансовые доходы/(расходы), нетто	-3.1	-3.4	0.2	-6.3%
Неоперационные доходы/(расходы)	1.6	-0.1	1.7	-1737.9%
Доля в прибыли/(убытке) зависимых организаций	-0.1	0.1	-0.2	-162.1%
Прибыль до налогообложения	28.5	17.0	11.5	67.5%
Расходы по подоходному налогу	-5.5	-3.0	-2.5	82.7%
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	23.0	14.0	9.0	64.3%

Источник: данные компании, расчет Halyk Finance

Рис. 19. Расчет 12M целевой цены

млн тенге	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	54 103	82 208	86 216	87 570	110 637	141 355	135 972	139 581
Амортизация	57 054	60 667	61 373	62 140	63 371	73 473	74 341	78 007
ЕВИТДА	111 157	142 875	147 589	149 709	174 008	214 828	210 313	217 588
Расходы по подоходному налогу	7 987	14 291	15 394	15 811	20 666	27 132	26 109	26 933
Капитальные расходы	45 915	36 263	58 797	121 914	145 912	47 561	57 430	78 696
Изменение в рабочем капитале	2 406	3 063	3 337	596	931	3 375	633	1 916
Свободные денежные потоки	22 854	89 258	70 061	11 388	6 499	136 758	126 141	110 043
WACC	16.1%							
Период дисконтирования	0.4	1.4	2.4	3.4	4.4	5.4	6.4	7.4
Коэффициент дисконтирования	0.95	0.82	0.70	0.61	0.52	0.45	0.39	0.33
Дисконтированные денежные потоки	21 679	72 905	49 274	6 897	3 389	61 403	48 767	36 632
Потоки в стадии роста (PV)	300 947							
Терминальная стоимость	834 072							
Терминальная стоимость (PV)	277 654							
Стоимость Компании	578 601							
Чистый долг	93 014							
Акционерная стоимость Компании	485 587							
Кол-во акций в обращении (млн)	260							
Справедливая стоимость, KZT/акция	1 868							
Текущая цена, тенге/акция	1 579							
Потенциал роста/(снижения)	18%							
Рекомендация	Покупать							

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

Рис. 20. Анализ чувствительности

Чувствительность к стоимости акционерного капитала						
WACC						
		14.8%	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%
PGR	2.2%	485 587	493 129	484 766	476 566	468 526
	2.4%	497 746	489 296	481 011	472 887	464 922
	2.6%	502 500	493 960	485 587	477 377	469 327
	2.8%	507 396	498 763	490 300	482 002	473 865
	3.0%	512 441	503 713	495 157	486 767	478 542
Целевая цена						
WACC						
		14.8%	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%
PGR	2.2%	1 897	1 864	1 833	1 802	1 772
	2.4%	1 914	1 882	1 850	1 819	1 788
	2.6%	1 933	1 900	1 868	1 836	1 805
	2.8%	1 952	1 918	1 886	1 854	1 823
	3.0%	1 971	1 937	1 904	1 872	1 841
Потенциал роста (снижения)						
WACC						
		14.8%	15.3%	15.8%	16.3%	16.8%
PGR	2.2%	20%	18%	16%	14%	12%
	2.4%	21%	19%	17%	15%	13%
	2.6%	22%	20%	18%	16%	14%
	2.8%	24%	21%	19%	17%	15%
	3.0%	25%	23%	21%	19%	17%

Рис. 21. Основные показатели маржинальности, рентабельности, ликвидности, рыночные мультипликаторы

	2018	2019	2020	2021	2022	6M2023
Маржинальность и рентабельность						
Маржа валовой прибыли	35.7%	23.9%	43.1%	35.3%	23.4%	30.6%
Маржа EBIT	31.1%	20.4%	38.5%	30.5%	19.1%	26.4%
Маржа EBITDA	46.3%	33.4%	57.5%	50.2%	47.3%	48.6%
Маржа чистой прибыли	22.8%	15.5%	27.1%	21.0%	12.3%	20.1%
ROAE	9.5%	8.5%	9.9%	6.3%	3.8%	5.1%
ROAA	5.8%	5.4%	6.2%	4.1%	2.6%	3.5%
Изменение основных фундаментальных показателей						
Выручка	15.4%	49.7%	-31.9%	4.1%	16.5%	11.3%
Операционная прибыль	10.4%	-1.9%	28.5%	-17.6%	-26.9%	48.1%
EBITDA	12.4%	8.1%	17.1%	-9.1%	9.7%	5.3%
Чистая прибыль	21.8%	1.8%	19.0%	-19.2%	-31.7%	64.3%
Показатели ликвидности и платежеспособности						
Коэффициент текущей ликвидности	1.3	2.2	1.7	1.6	1.9	3.2
Коэффициент денежной ликвидности	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.8
Обязательства/Собственный Капитал	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Обязательства/Активы	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Показатели долговой нагрузки						
Долг	162 059	150 326	161 034	171 199	156 352	169 349
Долг/EBITDA	2.0	1.7	1.6	1.8	1.5	1.6
Чистый долг/EBITDA	1.5	1.0	0.8	1.3	0.7	0.9
Коэффициент покрытия процентов	14.2	5.8	6.2	4.9	3.1	4.4
Показатели активности						
Оборачиваемость запасов, дней	7	4	8	8	6	9
Собираемость дебиторской задолженности, дней	18	22	51	41	29	33
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дне	67	42	115	90	44	28
Операционный цикл, дней	24	26	60	48	35	42
Финансовый цикл, дней	-42	-16	-55	-41	-9	14
Оборачиваемость активов	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Основные рыночные мультипликаторы						
P/E	10.5	10.5	8.2	9.2	15.3	11.5
P/B	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
P/S	2.4	1.6	2.4	2.6	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.7	5.8	5.0	6.4	4.7	4.8
EV/Sales	3.1	1.9	2.9	3.2	2.2	2.2

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

Приложение 1. Прогноз основных финансовых показателей

млрд тенге	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Отчет о прибылях и убытках						
Выручка	217.3	235.8	286.3	305.0	320.8	361.8
Себестоимость	-166.4	-171.4	-192.2	-206.0	-219.2	-235.7
Валовая прибыль	50.9	64.4	94.1	99.1	101.5	126.1
<i>Маржа валовой прибыли</i>	23.4%	27.3%	32.9%	32.5%	31.7%	34.9%
Общие и административные расходы, расходы по реализации	-9.3	-10.3	-11.9	-12.8	-14.0	-15.5
Операционная прибыль	41.6	54.1	82.2	86.2	87.6	110.6
<i>Маржа операционной прибыли</i>	19.1%	22.9%	28.7%	28.3%	27.3%	30.6%
Прочие доходы / (расходы), нетто	-9.1	-14.2	-10.8	-9.2	-8.5	-7.3
Прибыль до налогообложения	32.5	39.9	71.5	77.0	79.1	103.3
Корпоративный подоходный налог	-5.7	-8.0	-14.3	-15.4	-15.8	-20.7
Чистая прибыль	26.7	31.9	57.2	61.6	63.2	82.7
<i>Маржа чистой прибыли</i>	12.3%	13.5%	20.0%	20.2%	19.7%	22.8%
Количество акций, млн	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию, KZT	103	123	220	237	243	318
Отчет о финансовом состоянии						
Денежные средства и их эквиваленты	27.6	41.7	98.3	138.4	115.4	80.5
Торговая и прочая дебиторская задолженность	21.0	25.8	31.4	33.4	35.2	39.6
Товарно-материальные запасы	3.2	3.1	3.5	3.8	4.0	4.3
Прочие краткосрочные активы	60.9	49.6	50.1	48.3	50.1	48.9
Итого краткосрочные активы	112.7	120.3	183.3	223.8	204.7	173.4
Основные средства и НМА	862.6	851.7	827.3	824.7	884.4	963.4
Прочие долгосрочные активы	11.3	29.0	19.6	19.3	19.6	10.3
Итого долгосрочные активы	873.9	880.8	846.8	844.0	904.0	973.7
Итого активы	986.6	1 001.0	1 030.2	1 067.8	1 108.7	1 147.0
Краткосрочные займы	5.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Кредиторская задолженность	21.7	23.5	26.2	24.9	26.5	28.5
Прочие краткосрочные обязательства	32.2	21.5	21.1	20.4	20.9	20.4
Итого краткосрочные обязательства	59.5	46.1	48.3	46.4	48.4	49.9
Долгосрочные займы	11.4	10.7	9.6	8.4	7.3	6.2
Прочие долгосрочные обязательства	262.2	288.7	289.6	298.8	305.5	300.8
Итого долгосрочные обязательства	273.6	299.4	299.2	307.2	312.8	307.0
Уставный капитал	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8
Резервы / прочее	489.3	489.3	489.3	489.3	489.3	489.3
Нераспределенная прибыль	37.5	39.4	66.6	98.2	131.4	174.1
Итого капитал	653.6	655.5	682.7	714.3	747.5	790.2
Итого капитал и обязательства	986.6	1 001.0	1 030.2	1 067.8	1 108.7	1 147.0
Отчет о движении денежных средств						
Операционная деятельность	80.7	93.2	124.0	130.0	130.1	152.2
Инвестиционная деятельность	-31.2	-45.9	-36.3	-58.8	-121.9	-145.9
Финансовая деятельность	-33.1	-33.1	-31.1	-31.1	-31.1	-41.1
Чистое изменение денежных средств	16.4	14.1	56.6	40.0	-22.9	-34.9

Источник: данные Компании, прогнозы Halyk Finance

© 2023 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».

© 2023 г., все права защищены.

Департамент исследований**E-mail**

research@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