

Результаты за 1П2022 г.

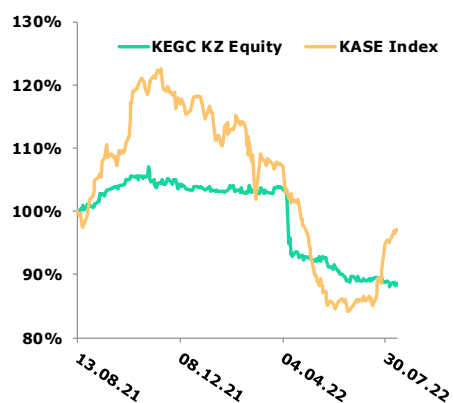
18 августа 2022 г.

Тикер	KEGC KZ
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, KZT/акция	1 596
Целевая цена (12 мес.), KZT/акция	1 224
Ожид. потенциал роста/снижения	-23%
Кол-во простых акций (млн)	260
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн KZT	47
Рыночн. кап-ция (млрд KZT)	415
Основные акционеры:	
Самрук-Казына	90%
ЕНПФ	7%

Фин. показатели (млрд KZT)	2021	2022П	2023П
Выручка	186.4	206.4	222.8
ЕБИТДА	93.7	98.5	109.0
Чистая прибыль	39.2	19.8	31.2
EPS, KZT	150.6	76.3	119.9
Собственный капитал	737.1	741.1	744.2
Чистый долг	86.8	59.2	49.8

Оценка	2021	2022П	2023П
Чистый долг/ЕБИТДА	0.9	0.6	0.5
Долг/Капитал	0.2	0.2	0.2
EV/Sales	2.2	2.0	1.8
EV/ЕБИТДА	4.3	4.1	3.7
P/E	10.6	20.9	13.3
P/B	0.6	0.6	0.6
RoE	5.3%	2.7%	4.2%

Изменение цены	KEGC	KASE
1М	0%	13%
3М	-4%	9%
12М	-11%	-3%
Максимум за 52 недели	1 925	3 811
Минимум за 52 недели	1 583	2 617



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Выручка KEGOC в 1П2022 г. выросла на 18% г/г до 102.8 млрд тенге. Себестоимость выросла на 60% г/г до 78.5 млрд тенге в основном в связи с ростом расходов по амортизации основных средств. В связи с тем, что расходы росли более быстрыми темпами в сравнении с выручкой, чистая прибыль снизилась на 52% г/г до 13.8 млрд тенге. При этом показатель ЕБИТДА вырос на 3% г/г до 52.9 млрд тенге. Мы ожидаем, что размер дивидендов за 1П2022 г. будет определен после вынесения судебного решения по тарифам на 2022 г. При этом дивиденды составят порядка 70%-80% от чистой прибыли за 1П2022 г. Учитывая ослабление казахстанского тенге и повышение стоимости финансирования в РК, мы повысили прогнозные показатели CAPEX и WACC в нашей модели. **В результате мы скорректировали 12М ЦЦ с 1260 тенге/акция до 1224 тенге/акция и сохраняем рекомендацию Продавать акции KEGOC.**

Снижение чистой прибыли. Выручка компании в 1П2022 г. увеличилась на 18% г/г до 102.8 млрд тенге. По-прежнему основным драйвером роста выступает выручка от передачи электроэнергии. В 1П2022 г. доходы от данного направления увеличились на 19% г/г до 71.7 млрд тенге (70% от выручки компании). При этом физический объем передачи электроэнергии увеличился на 4% г/г до 25.52 млн МВт*ч на фоне роста среднего фактического тарифа на 15% г/г до 2.81 тенге/кВт*ч (Рис.3).

В 1П2022 г. продолжился опережающий рост себестоимости относительно выручки. Себестоимость выросла на 60% г/г до 78.5 млрд тенге. Основное увеличение произошло по статье износ и амортизация на 92% г/г до 31.98 млрд тенге (более подробно причины описаны в [предыдущем отчете](#)). Рост технологического расхода электроэнергии на 33% г/г до 11.9 млрд тенге в основном обусловлен ростом объемов транспортировки электроэнергии и ростом тарифов генерирующих предприятий. Также увеличились расходы на оплату труда на 32% г/г до 10.42 млрд тенге и расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков на 45% г/г до 10.46 млрд тенге (Рис. 4).

В результате валовая прибыль сократилась на 36% г/г до 24.3 млрд тенге. Общие и административные расходы увеличились на 9% г/г до 3.8 млрд тенге в основном из-за роста прочих расходов на 23% г/г до 0.86 млрд тенге. ЕБИТДА выросла на 3% г/г до 52.89 млрд тенге, но рентабельность ЕБИТДА упала с 59% до 51%. В 1П2022 г. был получен убыток по курсовым разницам в размере 0.75 млрд тенге против дохода 0.13 млрд тенге по итогам 1П2021 г. На снижение чистой прибыли в отчетном периоде также повлияло то, что в 1П2021 г. были реализованы земельные участки на сумму 2.2 млрд тенге. Таким образом, чистая прибыль от продолжающейся деятельности по итогам 1П2022 г. снизилась на 52% г/г до 13.8 млрд тенге.

Спор с регулятором о размере тарифов продолжается. Напомним, что в августе 2021 г. КРЕМ МНЭ РК утвердил повышение тарифов на услуги компании с вводом их в действие с 01 октября 2021 г. Размер тарифов был повышен до уровня 2020 г., то есть на 14%-16%. В апреле 2022 г. КРЕМ МНЭ РК ввел временные компенсирующие тарифы на период с 01.06.2022 по 31.05.2023. Эти тарифы оказались на 6%-7% ниже утвержденных в августе 2021 г. (Рис. 5). KEGOC обратился в суд, оспаривая данный приказ КРЕМ МНЭ РК. На текущий момент исполнение приказа КРЕМ МНЭ РК приостановлено до решения суда. С момента публикации [последнего отчета по компании](#) дополнительная официальная информация по данному вопросу пока отсутствует.

Прогноз по выплате дивидендов по итогам 1П2022 г. Мы полагаем, что решение о размере выплаты дивидендов по итогам 1П2022 г. будет принято после вынесения судебного решения относительно тарифов на 2022 г. С учетом сохраняющейся неопределенности в части этого решения размер дивидендов по итогам 1П2022 г., согласно нашей оценки, составит порядка 70%-80% от чистой прибыли KEGOC за 1П2022 г. или не более 37-42 тенге/акцию, что на 50-56% меньше размера выплаченных дивидендов по итогам 1П2021 г. (по итогам 1П2021 г. было выплачено 80% чистой прибыли или 84.72 тенге/акцию).

По состоянию на 01.07.2022 г. на балансе компании имеется запас ликвидности в виде денежных средств и ценных бумаг на общую сумму около 81 млрд тенге (85 млрд тенге на 01.01.2022 г.). Часть данной ликвидности может быть использована для финансирования капитальных затрат (CAPEX). В условиях общей неопределенности в экономике и предстоящих затрат по программе CAPEX мы не ожидаем, что эта ликвидность будет использована на выплату дивидендов на прежнем уровне и, соответственно, ожидаем снижения суммы дивидендов по итогам 1П2022 г. до 37-42 тенге/акцию по итогам 1П2022 г. против 84.72 тенге/акцию по итогам 1П2021 г.

Корректировка целевой цены. Учитывая ослабление казахстанского тенге и рост стоимости финансирования в РК, мы повысили показатели CAPEX с 24% до 28% от выручки и WACC с 16% до 16.4%. Соответственно, наша целевая цена снизилась с 1 260 тенге/акция до 1 224 тенге/акция.

Рис 1. Финансовые результаты

В млрд KZT	1П2022	1П2021	г/г
Выручка	102.8	87.1	18%
Себестоимость реализации	-78.5	-49.2	60%
Валовая прибыль	24.3	37.9	-36%
Общие и административные расходы	-3.8	-3.5	9%
Расходы по реализации	-0.1	-0.2	-28%
Прочие операционные доходы/(расходы)	0.1	-0.1	-
Операционная прибыль	20.4	34.2	-40%
Финансовые доходы/(расходы), нетто	-3.4	-2.9	14%
Неоперационные доходы/(расходы)	-0.4	2.8	-
Доля в прибыли/(убытке) зависимых организаций	0.1	0.2	-42%
Прибыль до налогообложения	16.8	34.3	-51%
Расходы по подоходному налогу	-3.0	-5.8	-48%
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	13.8	28.5	-52%

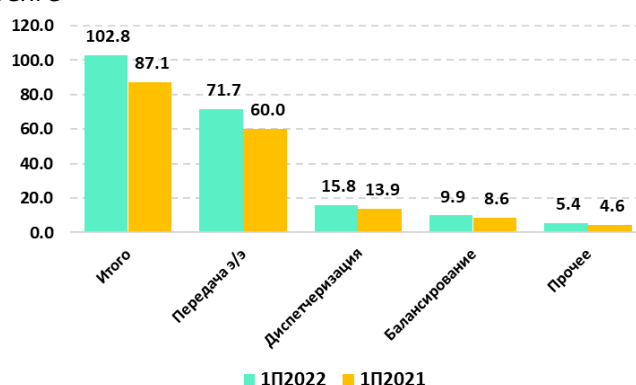
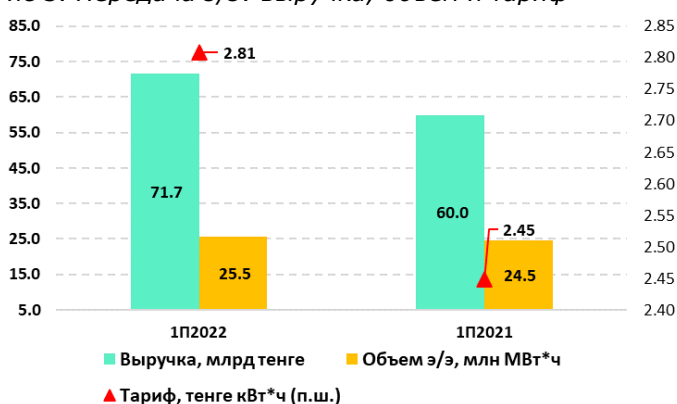
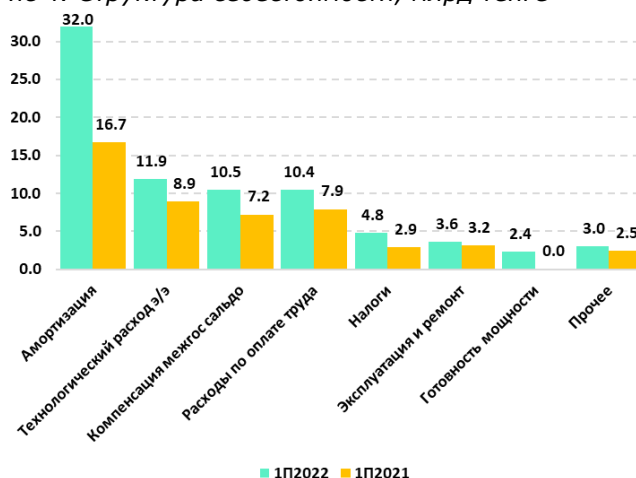
Рис 2. Изменение выручки 1П2022/1П2021, млрд тенге

Рис 3. Передача э/э: выручка, объем и тариф

Рис 4. Структура себестоимости, млрд тенге


Рис 5. Одобренные и оспариваемые/новые тарифы, тенге/кВт*ч

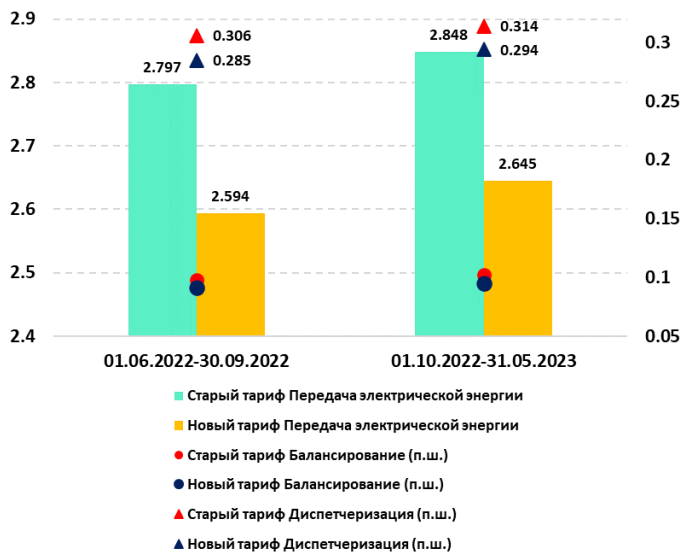


Рис 6. Прогнозы выручки, прибыли и дивидендов

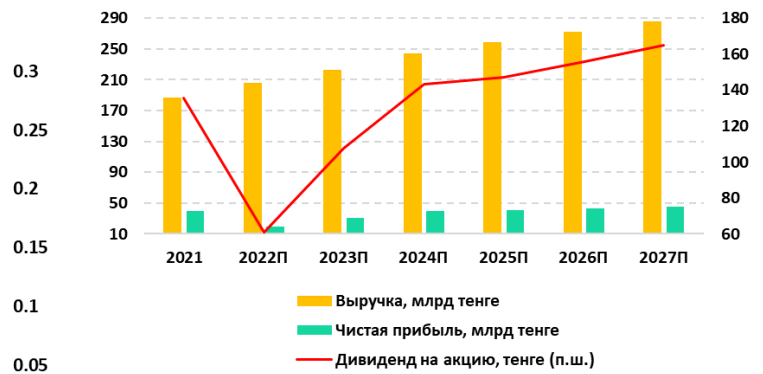


Рис 7. Фактические и прогнозные тарифы

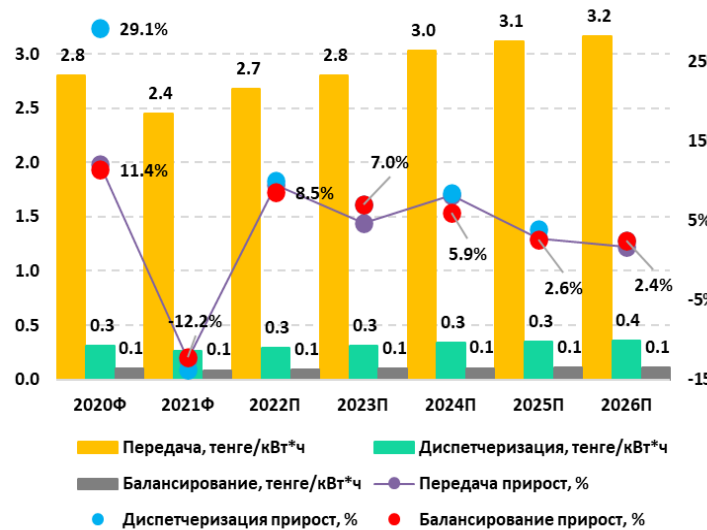


Рис 8. Расчет 12M целевой цены

млрд тенге	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
ЕВИТ	36.6	42.2	52.0	54.3	56.0	59.0
Амортизация	61.9	66.9	73.4	77.8	81.6	85.6
ЕВИТДА	102.0	114.2	133.2	141.3	148.9	158.2
Расходы по подоходному налогу	5.0	7.8	9.8	10.1	10.7	11.3
CapEx	49.5	61.7	67.8	71.8	75.3	79.1
Изменение в рабочем капитале	-11.2	-1.2	-1.1	-1.6	-1.5	-1.3
Свободные денежные потоки	36.3	43.5	54.5	57.8	61.4	66.5
WACC	16.4%					
Потоки в стадии роста (PV)	183					
Терминальная стоимость (PV)	222					
Стоимость Компании	405					
Чистый долг	86					
Акционерная стоимость Компании	318					
Кол-во акций в обращении (млн)	260					
Справедливая стоимость, KZT/акция	1 224					
Текущая цена, KZT/акция	1 596					
Потенциал роста/(снижения)	-23%					
Рекомендация	Продавать					

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогноз основных финансовых показателей

млрд KZT	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	186.4	206.4	222.8	244.7	259.3	272.0	285.5
Себестоимость	-120.7	-160.8	-171.2	-182.8	-194.5	-205.0	-215.0
Валовая прибыль	65.8	45.6	51.6	61.9	64.8	67.0	70.5
Общие и административные расходы, расходы по реализации	-8.9	-9.0	-9.5	-9.9	-10.5	-11.0	-11.4
Операционная прибыль	56.8	36.6	42.2	52.0	54.3	56.0	59.0
Прочие доходы / (расходы), нетто	-10.1	-11.8	-3.2	-3.0	-4.0	-2.7	-2.6
Прибыль до налогообложения	46.8	24.8	39.0	49.0	50.3	53.3	56.4
Корпоративный подоходный налог	-7.6	-5.0	-7.8	-9.8	-10.1	-10.7	-11.3
Чистая прибыль	39.2	19.8	31.2	39.2	40.3	42.6	45.1
Количество акций, млн	260	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию, KZT	150.64	76.33	119.86	150.77	154.89	163.96	173.58
Отчет о финансовом состоянии							
Денежные средства и их эквиваленты	12.6	21.7	17.9	20.4	27.7	35.3	43.1
Прочие финансовые активы	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2
Торговая и прочая дебиторская задолженность	13.0	15.8	17.1	18.8	19.9	20.9	21.9
Товарно-материальные запасы	2.6	4.0	4.2	4.5	4.8	5.1	5.3
Прочие краткосрочные активы	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3	5.3	5.4
Итого краткосрочные активы	73.4	86.7	84.5	89.0	97.8	106.7	115.9
Основные средства и НМА	979.2	966.8	961.7	956.0	950.1	943.8	937.2
Прочие долгосрочные активы	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
Итого долгосрочные активы	1 019.8	1 007.4	1 002.3	996.7	990.7	984.5	977.9
Итого активы	1 093.2	1 094.2	1 086.8	1 085.7	1 088.5	1 091.2	1 093.8
Краткосрочные займы	18.4	13.2	6.2	2.3	2.3	2.3	2.3
Кредиторская задолженность	18.5	28.6	30.5	32.6	34.6	36.5	38.3
Прочие краткосрочные обязательства	8.8	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	18.8
Итого краткосрочные обязательства	45.7	55.9	51.7	50.9	54.0	56.8	59.5
Долгосрочные займы	152.8	139.5	133.3	131.1	128.8	126.5	124.1
Прочие долгосрочные обязательства	157.6	157.6	157.6	157.6	157.6	157.6	157.6
Итого долгосрочные обязательства	310.4	297.1	290.9	288.7	286.4	284.1	281.7
Уставный капитал	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8
Резервы / прочее	569.8	569.8	569.8	569.8	569.8	569.8	569.8
Нераспределенная прибыль	40.5	44.5	47.6	49.5	51.6	53.7	55.9
Итого капитал	737.1	741.1	744.2	746.2	748.2	750.3	752.6
Итого капитал и обязательства	1 093.2	1 094.2	1 086.8	1 085.7	1 088.5	1 091.2	1 093.8
Отчет о движении денежных средств							
Операционная деятельность	83.9	93.0	99.2	113.7	119.7	125.7	132.1
Инвестиционная деятельность	-62.3	-49.5	-61.7	-67.8	-71.8	-75.3	-79.1
Финансовая деятельность	-31.5	-34.3	-41.3	-43.5	-40.5	-42.8	-45.2
Чистое изменение денежных средств	-9.9	9.1	-3.8	2.4	7.3	7.6	7.8

Источник: данные Компании, прогнозы Halyk Finance

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».

© 2022 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