

## Финансовые результаты за 1кв2021 г.

25 мая 2021 г.

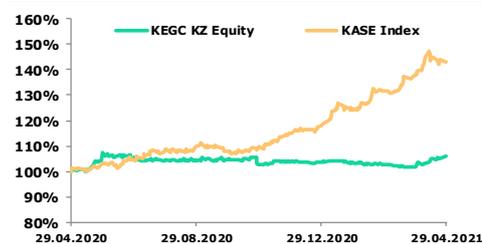
Тикер	KEGC KZ
Рекомендация	<b>Продавать</b>
Текущая цена, Т/акцию	1 785
Целевая цена (12 мес.), Т/акцию	1 334
Ожид. потенциал роста/снижения	<b>-25%</b>
Кол-во простых акций (млн)	260

Основные акционеры:	
Самрук-Казына	90%
ЕНПФ	7%

Фин. показатели (млрд KZT)	2020	2021П	2022П
Выручка	350.7	371.7	463.9
EBITDA	108.8	100.3	119.1
Чистая прибыль	53.5	54.8	59.2
EPS, KZT	205.7	210.8	227.7
Собственный капитал	502.6	519.9	538.5
Чистый долг	80.4	99.1	117.8

Оценка	2020	2021П	2022П
Чистый долг/EBITDA	0.7	1.0	1.0
Долг/Капитал	0.3	0.3	0.3
EV/Sales	1.6	1.5	0.3
EV/EBITDA (x)	5.0	5.6	1.0
P/E (x)	8.7	8.5	7.8
P/B (x)	0.9	0.9	0.9
RoE	10.6%	10.5%	11.0%

Динамика изменения цены акций	Абсол.	Относительно KASE
1М	3.6%	-1.8%
3М	1.9%	-14.1%
6М	2.9%	-28.6%
Максимум за 52 недели	1 760	
Минимум за 52 недели	1 631	



Источники: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg

По итогам 1кв2021 г. KEGOC отчитался о росте доходов на 3% г/г до 85.9 млрд тенге и росте чистой прибыли на 6% г/г до 13.5 млрд тенге. Несмотря на положительные результаты, мы сохраняем рекомендацию **Продавать** акции KEGOC, поскольку сохраняется высокая неопределенность в отношении тарифов на 2021-2025 гг.

### Финансовые результаты за 1кв2021 г.

Доходы компании выросли на 3% г/г до 85.9 млрд тенге. Рост обусловлен увеличением дохода от реализации покупной электроэнергии на 44% г/г до 21.6 млрд тенге, что в свою очередь обусловлено увеличением объемов купли-продажи электроэнергии дочерней компанией ТОО «Расчетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии», а также вводом в эксплуатацию новых станций, использующих ВИЭ.

В то же время, доходы от услуг по передаче электроэнергии снизились на 3% г/г до 30.6 млрд, что связано со снижением среднего тарифа на 12% (с 2.797 тенге до 2.449 тенге/кВтч). Фактический объем услуг по передаче электроэнергии по национальной электрической сети за 1кв2021 г. составил 13.224 млн. кВтч, что больше на 12% г/г. Рост обусловлен увеличением услуг по передаче электроэнергии для субъектов оптового рынка РК на 1.445 млрд. кВтч и ростом объемов экспорта электрической энергии на 0.088 млрд. кВтч.

Себестоимость увеличилась на 17% г/г и составила 68.8 млрд тенге, в основном в связи с увеличением в структуре выручки доли покупной электроэнергии (ВИЭ).

Финансовые доходы составили 1.9 млрд тенге, увеличившись на 79% г/г, в основном за счет роста процентных доходов по депозитам, текущим счетам и облигациям на 62.2% г/г.

Также стоит отметить, что доля в прибыли ассоциированных компаний увеличилась почти вдвое и составила 129 млн тенге. Прочие доходы выросли в 11.4 раз до 2.8 млрд тенге.

Прибыль от курсовой разницы сложилась на уровне 0.6 млрд, против убытка от курсовой разницы в размере 5.4 млрд в 1кв. 2020 г.

В результате, чистая прибыль выросла на 6% г/г до 13.5 млрд тенге.

### Финансовые результаты 2020 г.

По итогам 2020 г. компания отчиталась о росте доходов на 33% г/г до 350.7 млрд тенге. Рост доходов произошел преимущественно за счет увеличения тарифов при менее значительном росте объемов предоставления услуг в пределах 2-4%. Так, тарифы по передаче электрической энергии увечились на 12% г/г, при этом выручка по этому направлению выросла на 14.9% г/г до 121.9 млрд. При росте тарифа по технической диспетчеризации отпуска в сеть и потребления электрической энергии на 29% г/г, выручка увеличилась на 31.3% г/г до 230.2 млрд. Тарифы от организации балансирования производства-потребления электрической энергии возросли на 11% г/г, при этом выручка увеличилась на 13.4% г/г и составила 18.6 млрд. Доход от продажи объема мощности увеличился почти на четверть и составил 84.3 млрд.

Наряду с ростом тарифов, позитивное влияние на показатель выручки за 2020 г. оказало двукратное увеличение дохода от реализации покупной электроэнергии (ВИЭ) на 113.6% г/г до 87.1 млрд тенге.

Себестоимость продаж увеличилась на 33% до 267.1 млрд тенге, в основном в связи с увеличением себестоимости покупной

электроэнергии (ВИЭ) на 104.5% г/г с 40.8 млрд до 84.7 млрд тенге, а также за счет увеличения себестоимости услуг по поддержанию готовности электрической мощности на 37.9% г/г до 80.3 млрд.

Чистая прибыль за 2020 г. увеличилась на 31% и составила 53.5 млрд. Прибыль на акцию выросла с 157 тенге в 2019 г. до 205.7 тенге в 2020.

**Сохраняется высокая неопределенность по тарифам на 2021-2025 гг.**

Основным фактором риска для KEGOC остается недостаточно прозрачная система установления предельных тарифов, которая не обеспечивает полной и своевременной окупаемости затрат компании.

2020 г. являлся последним периодом действия утвержденных на пять лет предельных уровней тарифов на регулируемые услуги АО «KEGOC». Тарифы на следующий пятилетний период (2021-2025 гг.), а также инвестиционная программа были отклонены КРЕМ 1 июля 2020 г.

В результате, с января 2021 г. компания предоставляет регулируемые услуги по временным тарифам, которые были снижены с прошлогодних тарифов на 12-14%.

Компания повторно подала заявку на утверждение предельных тарифов и инвестиционной программы и ожидает, что новые тарифы будут утверждены до конца августа с вводом в действие с 1 октября. KEGOC заявил, что в его заявке на утверждение тарифов предусматривается увеличение тарифов на услуги по передаче электроэнергии на 30% по сравнению с прошлым годом.

Запрашиваемый рост тарифов связан с повышением предельных цен на электроэнергию, которую компания закупает для компенсации технологических потерь, а также с финансированием инвестиционных проектов, и в связи с погашением задолженности в рамках заемного финансирования.

Однако, мы считаем, что КРЕМ не одобрит повышения тарифов на 30% и в обновленной модели закладываем увеличение тарифа на передачу электрической энергии в 2021 г. на 15% г/г с уровня 2.797 тенге/кВтч в 2020 г. Мы полагаем, что возможен сценарий увеличения тарифов на 15% в связи с тем, что предельные тарифы для 37 из 45 энергопроизводящих компаний в последнее время в среднем были увеличены на 15%. В дальнейшем, согласно нашим прогнозам, рост тарифов в 2023-2025 гг. составит 2.8-3.8%.

**Рост объемов операций не приведет к значительному увеличению чистой прибыли.**

Мы ожидаем рост выручки в 2021 г., несмотря на снижение предельных тарифов по передаче электрической энергии в 2021 г. на 12.5% г/г, по технической диспетчеризации отпуска в сеть и потребления электрической энергии на 13.7% г/г и по организации балансирования производства-потребления электрической энергии на 12.2% г/г.

Мы полагаем, что потери от снижения тарифов будут частично компенсированы благодаря росту объемов купли-продажи электроэнергии дочерней компанией ТОО «Расчетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии». Согласно прогнозам, доля ВИЭ в общем объеме производства электроэнергии Казахстана вырастет с 3% в 2020 г. до 10% в 2030 г. Прогноз компании по доходу от реализации покупной электроэнергии в 2021 г. составляет 120.3 млрд тенге (+38% г/г).

Согласно данным компании и нашим прогнозам, доля продажи покупной энергии от общей выручки составит более 30%. При этом, стоит отметить, что себестоимость покупки ВИЭ за последние три года в среднем составила 99.4% от выручки. Таким образом, несмотря на значительный рост доходов от продажи покупной электроэнергии (ВИЭ), ее влияние на валовую прибыль незначительно.

Рис 1. Тарифы на услуги АО «KEGOC» на 2019-2026П гг. (тенге/ кВтч)

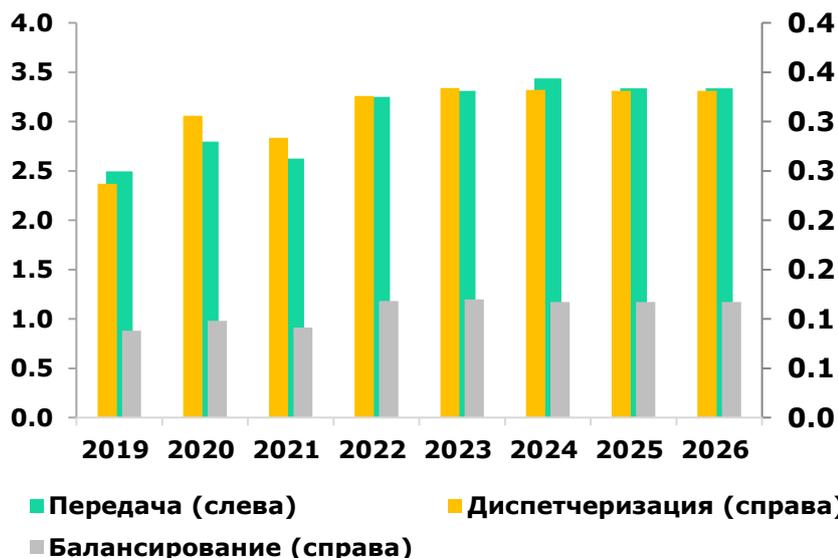


Рис 2. Прогноз основных финансовых результатов 2017-2026П (млрд тенге, дивиденд на акцию – в тенге)

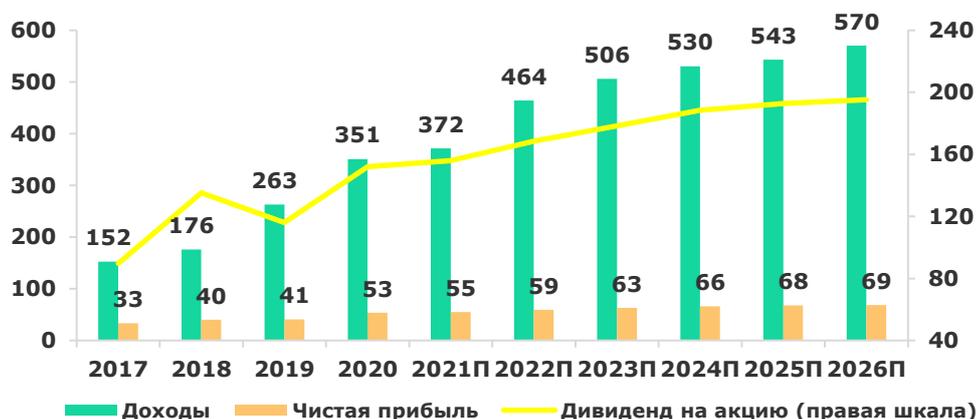


Рис 3. Актуальные финансовые результаты в млрд тенге, если не указано иное

Отчет о прибылях и убытках	2019	2020	г/г	1 кв. 2020 г.	1 кв. 2021 г.	г/г
<b>Выручка</b>	<b>263.2</b>	<b>350.7</b>	<b>33%</b>	<b>83.7</b>	<b>85.9</b>	<b>3%</b>
Себестоимость	-200.3	-267.1	33%	-58.6	-68.8	17%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>62.9</b>	<b>83.6</b>	<b>33%</b>	<b>25.0</b>	<b>17.1</b>	<b>-32%</b>
<i>Рентабельность Валовой прибыли</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>		<i>30%</i>	<i>20%</i>	
Общие и админ расходы	-8.8	-8.3	-6%	-1.7	-1.8	5%
Расходы по реализации	-0.4	-0.4	-5%	-0.1	-0.1	5%
Восстановление обесценения	0.0	0.0	н/д	0.1	0.1	н/д
<b>Операционная прибыль</b>	<b>53.7</b>	<b>74.9</b>	<b>39%</b>	<b>23.3</b>	<b>15.3</b>	<b>-34%</b>
<i>Рентабельность Операционной прибыли</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>		<i>28%</i>	<i>18%</i>	
Процентные доходы	4.2	7.1	71%	1.1	1.9	79%
Процентные расходы	-9.2	-11.2	22%	-2.7	-3.0	8%
(Отрицательная)/положительная курсовая разница, нетто	0.5	-5.3	н/д	-5.4	0.6	н/д
Доля в прибыли ассоциированных компаний	0.8	0.4	-54%	0.1	0.1	96%
Начисление резерва под ожидаемые кредитные убытки	-0.1	-0.5	241%	-0.3	-0.9	186%
Прочие доходы/(расходы)	0.5	0.3	н/д	0.1	2.7	2963%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>50.3</b>	<b>65.7</b>	<b>31%</b>	<b>16.0</b>	<b>16.7</b>	<b>4%</b>
Корпоративный подоходный налог	-9.5	-12.3	29%	-3.2	-3.2	-2%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>40.7</b>	<b>53.5</b>	<b>31%</b>	<b>12.8</b>	<b>13.5</b>	<b>6%</b>
<i>Рентабельность Чистой прибыли</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>		<i>15%</i>	<i>16%</i>	

Источник: данные компании

Рис 4. Расчёт 12М целевой цены

<i>млрд тенге, если не указано иное</i>	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
ЕБИТ	66.7	83.9	91.9	96.2	98.2	99.3
Амортизация	33.6	35.3	37.0	38.8	39.5	40.1
ЕБИТДА	100.3	119.1	128.9	135.0	137.7	139.4
Расходы по подоходному налогу	13.7	14.8	15.7	16.6	16.9	17.2
CapEx	65.7	69.4	71.0	51.5	52.0	48.2
Изменение в рабочем капитале	-2.1	-3.3	-6.3	-8.4	-9.1	-7.7
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>18.7</b>	<b>31.7</b>	<b>35.8</b>	<b>58.5</b>	<b>59.7</b>	<b>66.3</b>
Дисконтированные денежные потоки	16.4	24.4	24.2	34.7	31.1	30.3
<b>WACC</b>	<b>14%</b>					
Потоки в стадии роста	161					
Терминальная стоимость	624					
Приведенная терминальная стоимость	285					
Стоимость Компании	446					
Чистый долг	99					
Акционерная стоимость Компании	347					
Кол-во акций в обращении (млн)	260					
Справедливая стоимость, тенге/акцию	1 334					
Текущая цена, тенге/акцию	1785					
Потенциал роста/(снижения)	-25%					
Рекомендация	<b>Продавать</b>					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance

## Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей в млрд тенге, кроме значений на акцию

	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>								
Доходы	263.2	350.7	371.7	463.9	505.9	530.3	543.1	570.2
Себестоимость услуг	(201.1)	(267.9)	(296.5)	(371.1)	(404.7)	(424.3)	(434.5)	(460.0)
Валовая прибыль	62.1	82.7	75.1	92.8	101.2	106.1	108.6	110.2
Общие и административные расходы	(8.0)	(7.6)	(8.1)	(8.5)	(8.9)	(9.4)	(9.9)	(10.4)
Расходы по реализации	(0.38)	(0.36)	(0.39)	(0.41)	(0.43)	(0.45)	(0.47)	(0.50)
Операционная прибыль	53.7	74.7	66.7	83.9	91.9	96.2	98.2	99.3
Финансовые доходы	4.2	7.1	7.6	2.4	1.6	1.5	1.5	1.6
Финансовые (расходы)	(9.2)	(11.2)	(8.1)	(11.4)	(13.3)	(15.7)	(15.9)	(16.1)
Прочие доходы	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
Прочие (расходы)	(0.3)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
Доля в прибыли ассоциир. компаний	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Доходы/(расходы) от курс. разницы	0.5	(5.3)	1.6	(1.5)	(2.5)	-	-	-
<b>Прибыль до вычета налогов</b>	<b>50.4</b>	<b>66.0</b>	<b>68.5</b>	<b>74.0</b>	<b>78.4</b>	<b>82.8</b>	<b>84.7</b>	<b>85.8</b>
Расходы по подоходному налогу	(9.5)	(12.3)	(13.7)	(14.8)	(15.7)	(16.6)	(16.9)	(17.2)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>40.9</b>	<b>53.5</b>	<b>54.8</b>	<b>59.2</b>	<b>62.7</b>	<b>66.2</b>	<b>67.7</b>	<b>68.6</b>
Разводненное кол-во акций (млн)	260	260	260	260	260	260	260	260
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>157.1</b>	<b>205.7</b>	<b>210.8</b>	<b>227.7</b>	<b>241.2</b>	<b>254.7</b>	<b>260.6</b>	<b>263.9</b>
<b>Отчет о финансовом состоянии</b>								
Деньги и их эквиваленты	21.2	21.9	29.9	37.3	40.7	42.7	43.7	45.9
Торговая и прочая деб. задол-сть	21.9	28.6	33.6	47.0	58.2	69.7	80.3	91.7
Товарно-материальные запасы, нетто	2.1	2.5	8.5	10.7	11.6	12.2	12.5	13.2
Прочие краткосрочные активы	51.9	63.8	55.5	19.6	15.2	15.8	16.0	16.4
Всего краткосрочные активы	97.1	116.8	127.5	114.6	125.8	140.4	152.6	167.1
Основные средства, нетто	651.6	652.5	684.6	718.7	752.7	765.3	777.9	786.0
Нематериальные активы	1.4	3.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Прочие долгосрочные активы	6.2	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4	39.4
<b>Итого активы</b>	<b>756.3</b>	<b>812.0</b>	<b>852.9</b>	<b>874.1</b>	<b>919.2</b>	<b>946.5</b>	<b>971.2</b>	<b>993.9</b>
Краткосрочная часть займов	9.7	18.5	-	-	69.8	75.3	81.5	83.3
Кредиторская задолженность	23.4	40.9	41.6	52.0	56.8	59.5	60.9	64.5
Прочие краткосрочные обязательства	11.2	10.3	11.9	14.9	16.3	17.1	17.5	18.4
Всего краткосрочные обязательства	44.3	69.7	53.5	67.0	142.9	151.9	159.9	166.2
Долгосрочные займы	140.6	142.6	172.2	160.5	156.7	154.5	152.2	149.9
Обязательства по отсроченному налогу	90.2	97.2	97.2	97.2	97.2	97.2	97.2	97.2
<b>Итого обязательства</b>	<b>275.1</b>	<b>309.5</b>	<b>322.9</b>	<b>324.6</b>	<b>396.8</b>	<b>403.6</b>	<b>409.2</b>	<b>413.3</b>
Уставный капитал	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8
Резерв переоценки основных средств	310.4	309.8	309.8	309.8	263.2	263.2	263.2	263.2
Нераспределенная прибыль	44.7	65.9	83.2	101.9	120.8	140.7	159.4	177.9
<b>Собственный капитал</b>	<b>481.8</b>	<b>502.6</b>	<b>519.9</b>	<b>538.5</b>	<b>510.9</b>	<b>530.7</b>	<b>549.5</b>	<b>568.0</b>
<b>Итого обязательства и СК</b>	<b>756.3</b>	<b>812.0</b>	<b>852.9</b>	<b>874.1</b>	<b>919.2</b>	<b>946.5</b>	<b>971.2</b>	<b>993.9</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>								
Операционная деят-ть	69.7	96.7	98.9	116.6	123.3	127.4	129.5	132.6
Инвестиционная деят-ть	(25.3)	(65.8)	(108.9)	(31.5)	(65.7)	(51.5)	(52.0)	(48.2)
Финансовая деят-ть	(42.2)	(30.7)	(52.6)	(53.8)	19.8	(43.1)	(45.1)	(50.6)
<b>Чистое изменение денежных средств</b>	<b>2.2</b>	<b>0.2</b>	<b>(62.6)</b>	<b>31.3</b>	<b>77.4</b>	<b>32.8</b>	<b>32.4</b>	<b>33.8</b>

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».

© 2021 г., все права защищены.

**Департамент исследований**

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Владислав Бенберин	Долговые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Алмас Альмаганбетов	Долевые инструменты

**E-mail**

[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[d.sheikin@halykfinance.kz](mailto:d.sheikin@halykfinance.kz)  
[v.benberin@halykfinance.kz](mailto:v.benberin@halykfinance.kz)  
[m.meterkulova@halykfinance.kz](mailto:m.meterkulova@halykfinance.kz)  
[a.almaganbetov@halykfinance.kz](mailto:a.almaganbetov@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**  
**Thomson Reuters**  
Halyk Finance  
**Factset**  
Halyk Finance  
**Capital IQ**  
Halyk Finance