

Результаты за 2021 г.

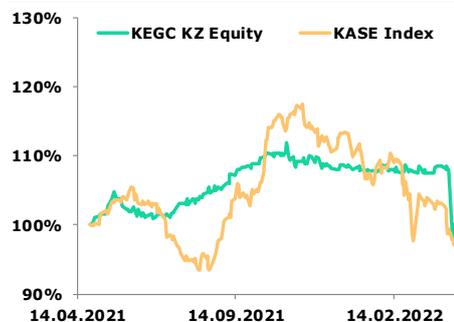
26 апреля 2022 г.

Тикер	KEGC KZ
Рекомендация	Продавать
Текущая цена, KZT/акция	1 673
Целевая цена (12 мес.), KZT/акция	1 300
Ожид. потенциал роста/снижения	-22%
Кол-во простых акций (млн)	260
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн KZT	4
Рыночн. кап-ция (млрд KZT)	435
Основные акционеры:	
Самрук-Казына	90%
ЕНПФ	7%

Фин. показатели (млрд KZT)	2021	2022П	2023П
Выручка	186.4	217.9	229.1
ЕБИТДА	93.7	115.6	121.5
Чистая прибыль	39.2	54.8	61.6
EPS, KZT	150.6	210.8	237.1
Собственный капитал	737.1	757.5	780.8
Чистый долг	86.8	74.2	66.5

Оценка	2021	2022П	2023П
Чистый долг/ЕБИТДА	0.9	0.6	0.5
Долг/Капитал	0.2	0.2	0.2
EV/Sales	2.3	1.9	1.9
EV/ЕБИТДА (x)	4.5	3.7	3.5
P/E (x)	11.1	7.9	7.1
P/B (x)	0.6	0.6	0.6
RoE	5.3%	7.2%	7.9%

Изменение цены	KEGC	KASE
1М	-10%	-7%
3М	-10%	-11%
12М	-3%	-5%
Максимум за 52 недели	1 925	3 811
Минимум за 52 недели	1 665	3 034



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

По итогам 2021 г. KEGOC отчитался о росте выручки на 4% г/г и снижении чистой прибыли на 19% г/г. В сентябре 2021 г. КРЕМ МНЭ РК утвердил предельные тарифы KEGOC на 4кв2021-2025 гг. Как мы и предполагали, обновленные тарифы на 2022 г. были повышены в среднем на 14-16%, после 2022 г. ежегодный прирост составит 2-4%. Мы скорректировали нашу модель, отражая влияние передачи ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ» Комитету госимущества МФ РК, а также обновили тарифы и повысили средневзвешенную стоимость капитала на фоне роста стоимости фондирования. **Мы сохраняем рекомендацию Продавать акции KEGOC с понижением 12М ЦЦ с 1334 тенге/акция до 1 300 тенге/акция.**

Финансовые результаты за 2021 г. Выручка компании выросла на 4% г/г до 186.4 млрд тенге. Рост обусловлен в основном увеличением выручки от передачи электроэнергии на 6% г/г до 129.4 млрд тенге (69% от выручки), что связано с ростом передачи электроэнергии на 23% г/г до 50.8 млн МВт*ч на фоне снижения среднего фактического тарифа на 14% г/г до 2.55 тенге/кВт. Также увеличился доход от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков на 39% г/г до 7.1 млрд тенге (4% от выручки) за счет роста объема продаж на 43% г/г до 1.39 млн МВт*ч и снижения средней стоимости реализации на 3% г/г до 5.09 тенге/кВт*ч. В то же время, выручка от диспетчеризации снизилась на 5% г/г до 28.9 млрд тенге (16% от выручки), что связано со снижением среднего фактического тарифа на 10% г/г до 0.28 тенге/кВт*ч на фоне роста объема на 6% г/г до 105 млн МВт*ч. Доходы от услуг балансирования сократились на 4% г/г до 18.0 млрд тенге (10% от выручки) за счет снижения среднего фактического тарифа на 10% г/г до 0.09 тенге/кВт*ч и роста объема на 6% г/г до 205.1 млн МВт*ч.

Себестоимость увеличилась на 18.4% г/г до 120.7 млрд тенге в основном в связи с увеличением технологического расхода электроэнергии на 69% г/г до 24.9 млрд тенге. Рост технологического расхода электроэнергии связан с ростом транспортировки электроэнергии на 23.4% и ростом тарифов генерирующих предприятий. Также рост себестоимости был связан с ростом расходов по закупу электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков на 38% г/г до 22.2 млрд тенге, что обусловлено ростом объема перетоков.

В результате опережающего роста себестоимости по сравнению с выручкой, валовая прибыль снизилась на 15% г/г до 65.8 млрд тенге. Общие и административные расходы увеличились на 9% г/г до 8.5 млрд тенге в основном из-за роста прочих расходов на 26.7% г/г до 1.6 млрд тенге.

Мы также отмечаем резкий рост убытков от переоценки основных средств с 0.02 млрд тенге в 2020 г. до 10.8 млрд тенге в 2021 г. Данные убытки были частично компенсированы положительной курсовой разницей на сумму 0.45 млрд тенге против убытков 5.3 млрд тенге в 2020 г., доходами от восстановления убытков от переоценки 2.9 млрд тенге (отсутствовали в 2020 г.), доходами от реализации актива в виде земельных участков на сумму 2.2 млрд тенге (отсутствовали в 2020 г.), а также ростом прочих доходов на 98% г/г до 1.7 млрд тенге. Таким образом, чистая прибыль от продолжающейся деятельности по итогам 2021 г. снизилась на 19% г/г до 39.2 млрд тенге.

Выбытие ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ». В конце 2021 г. компания безвозмездно передала государству 100% долю участия в дочерней организации ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ». Выбывшее предприятие

генерировало около 50% консолидированной выручки и не более 26% консолидированной чистой прибыли. Чистая прибыль KEGOC за 2021 г. с учетом прекращенной деятельности составила 52.6 млрд тенге, что в целом соответствует нашим прогнозам (54.8 млрд тенге). В отчетности за 2021 г. также были скорректированы результаты 2020 г. с учетом выбытия ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ». Отмечаем, что выбывшее ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ» было создано в рамках госпрограмм по развитию возобновляемых источников энергии. По сообщениям компании, чистая прибыль выбывшего предприятия, согласно уставу, направлялась на осуществление основного вида деятельности, то есть не выплачивалась в виде дивидендов.

Тарифы увеличены до уровня 2020 г. КРЕМ МНЭ РК утвердил повышение тарифов на услуги компании с 01 октября 2021 г. до уровня тарифов 2020 г. Тариф на передачу электроэнергии увеличен на 14% до 2.797 тенге/кВт*ч, тариф на техническую диспетчеризацию увеличен на 16% до 0.306 тенге/кВт*ч, тариф на балансирование увеличен на 14% до 0.098 тенге/ кВт*ч, [что соответствует нашим прогнозам. Рост тарифов в последующие годы заложен на уровне 2-4% в год, что также соответствует нашим прогнозам.](#)

Прогнозный дивиденд по итогам 2021 г. В период 2016-1П2021 гг. компания выплачивала в среднем около 80% неконсолидированной чистой прибыли, при этом в 2019-2020 гг. выплачивалось 100% неконсолидированной чистой прибыли. Выплаченные дивиденды за 1П2021 составили 84.72 тенге/акцию, что соответствует 80% консолидированной чистой прибыли на 1 акцию. Учитывая, что в апреле 2022 г. компания объявила о необходимости кардинальной модернизации национальной электрической сети, что потребует существенного объема капитальных затрат, мы не исключаем того, что компания резко снизит дивиденды по итогам 2021 г. как это сделало АО «КазТрансОйл», Совет Директоров которого рекомендовал ГОСА выплатить в качестве дивидендов по итогам 2021 г. лишь 20% от чистой прибыли или 26 тенге/акцию (- 80% г/г в расчете на 1 акцию).

Корректировка целевой цены. Мы скорректировали нашу целевую цену с 1 334 тенге/акция до 1 300 тенге/акция, отражая эффект выбытия ТОО «РФЦ по поддержке ВИЭ», ускорения инфляции, увеличения тарифов и повышения средневзвешенной стоимости капитала с 14% до 16% в связи с ростом стоимости фондирования.

Рис 1. Финансовые результаты

В млрд KZT	2021	2020	г/г
Выручка	186.4	179.1	4%
Себестоимость реализации	-120.7	-101.9	18%
Валовая прибыль	65.8	77.2	-15%
Общие и административные расходы	-8.5	-7.8	9%
Расходы по реализации	-0.4	-0.4	5%
Прочие операционные доходы/расходы	-7.9	0.0	-
Операционная прибыль	48.9	69.0	-29%
Финансовые доходы/(расходы), нетто	-6.3	-5.7	10%
Неоперационные доходы/расходы	3.9	-5.0	-
Доля в прибыли/убытке зависимых организаций	0.3	0.4	-27%
Прибыль до налогообложения	46.8	58.6	-20%
Расходы по подоходному налогу	-7.6	-10.1	-25%
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	39.2	48.5	-19%
Прибыль на акцию	151	187	-19%

Рис 2. Прогнозы выручки, прибыли и дивидендов



Рис 3. Тарифы



Рис 4. Расчет 12M целевой цены

млрд тенге	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
ЕВИТ	76.4	80.3	89.1	94.6	99.9	106.8
Амортизация	39.2	41.2	44.0	46.7	49.0	51.4
ЕВИТДА	115.6	121.5	133.2	141.3	148.9	158.2
Расходы по подоходному налогу	12.9	15.4	17.2	18.1	19.4	20.8
CapEx	52.3	55.0	58.7	62.2	59.8	65.3
Изменение в рабочем капитале	5.3	-1.9	-3.4	-3.9	-4.5	-5.2
Свободные денежные потоки	55.7	49.2	53.8	57.0	65.1	66.8
WACC	16.0%					
Дисконтированные денежные потоки	48.0	36.6	34.4	31.4	30.9	27.4
Потоки в стадии роста (PV)	209					
Терминальная стоимость (PV)	216					
Стоимость Компании	425					
Чистый долг	87					
Акционерная стоимость Компании	338					
Кол-во акций в обращении (млн)	260					
Справедливая стоимость, KZT/акция	1 300					
Текущая цена, KZT/акция	1 673					
Потенциал роста/(снижения)	-22%					
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	217.9	229.1	244.7	259.3	272.0	285.6
Себестоимость	-120.7	-132.5	-139.3	-145.7	-154.2	-161.1	-167.2
Валовая прибыль	65.8	85.4	89.7	99.0	105.1	110.9	118.4
Общие и административные расходы, расходы по реализации	-8.9	-9.0	-9.5	-9.9	-10.5	-11.0	-11.6
Операционная прибыль	56.8	76.4	80.3	89.1	94.6	99.9	106.8
Прочие доходы / (расходы), нетто	-10.1	-11.8	-3.2	-3.0	-4.0	-2.7	-2.6
Прибыль до налогообложения	46.8	64.6	77.1	86.1	90.6	97.2	104.2
Корпоративный подоходный налог	-7.6	-12.9	-15.4	-17.2	-18.1	-19.4	-20.8
Чистая прибыль	39.2	51.7	61.6	68.9	72.5	77.7	83.3
Количество акций, млн	260	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию, KZT	150.64	198.82	237.11	265.05	278.76	299.03	320.57
Отчет о финансовом состоянии							
Денежные средства и их эквиваленты	12.6	6.8	1.2	2.7	5.2	14.5	22.0
Прочие финансовые активы	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2
Торговая и прочая дебиторская задолженность	13.0	16.7	20.1	24.8	30.5	36.5	43.0
Товарно-материальные запасы	2.6	3.3	3.4	3.6	3.8	4.0	4.1
Прочие краткосрочные активы	5.0	3.6	3.8	4.0	4.3	4.5	4.7
Итого краткосрочные активы	73.4	70.6	68.7	75.3	84.0	99.7	114.0
Основные средства и НМА	979.2	992.2	1 006.0	1 020.7	1 036.2	1 047.1	1 061.1
Прочие долгосрочные активы	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
Итого долгосрочные активы	1 019.8	1 032.9	1 046.6	1 061.3	1 076.9	1 087.8	1 101.7
Итого активы	1 093.2	1 103.4	1 115.3	1 136.6	1 160.9	1 187.4	1 215.7
Краткосрочные займы	18.4	13.2	6.2	2.3	2.3	2.3	2.3
Кредиторская задолженность	18.5	23.6	24.8	25.9	27.5	28.7	29.8
Прочие краткосрочные обязательства	8.8	12.0	12.6	13.2	14.0	14.6	15.2
Итого краткосрочные обязательства	45.7	48.8	43.6	41.4	43.7	45.6	47.3
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	566.7	566.7	566.7	566.7	566.7	566.7
Нераспределенная прибыль	40.5	64.0	87.2	113.0	137.2	164.3	193.2
Итого капитал	737.1	757.5	780.8	806.5	830.8	857.8	886.7
Итого капитал и обязательства	1 093.2	1 103.4	1 115.3	1 136.6	1 160.9	1 187.4	1 215.7
Отчет о движении денежных средств							
Операционная деятельность	83.9	96.2	101.0	109.6	115.2	122.2	129.5
Инвестиционная деятельность	-62.3	-52.3	-55.0	-58.7	-62.2	-59.8	-65.3
Финансовая деятельность	-31.5	-49.7	-51.6	-49.4	-50.5	-53.0	-56.7
Чистое изменение денежных средств	-9.9	-5.8	-5.6	1.5	2.5	9.4	7.5

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

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance