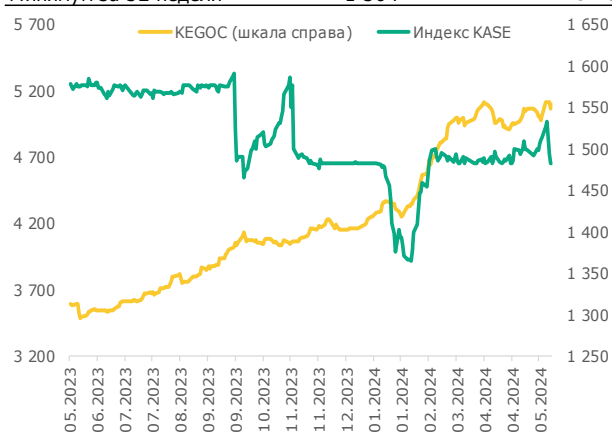


**Финансовые результаты за 3М2024 года**
**Актанов Амир**

29 мая 2024 г.

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер		KEGC KZ		
Рекомендация		<b>Покупать</b>		
Текущая цена, тенге/акция		1 483		
Целевая цена (12 мес.), тенге/акция		1 906		
<b>Ожид. потенциал роста/снижения</b>		<b>29%</b>		
Текущее кол-во акций (млн)		275.3		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн тенге		50.3		
Текущая рыноч. капит-ия (млрд тенге)		408.1		
Кредитные рейтинги				
Moody's	Вaa2/Позитивный	09.02.2024		
Standard&Poor's	BB+/Стабильный	15.03.2024		
Fitch Ratings	BBB-/Стабильный	01.02.2024		
Основные акционеры:				
Самрук-Казына		85%		
ЕНПФ		6.9%		
Прочие акционеры		8.1%		
Фин. показатели (млрд тенге)				
	2023	2024П	2025П	
Выручка	252.1	289.7	303.0	
ЕБИТДА	110.5	144.2	145.5	
Чистая прибыль	43.4	52.7	58.5	
EPS, тенге	165.5	191.4	212.4	
Активы	1 002	1 025	1 050	
Обязательства	316	350	369	
Собственный капитал	686	675	681	
Оценка				
	2023	2024П	2025П	
EV/Sales	2.0	2.1	2.0	
EV/ЕБИТДА	4.6	4.2	4.2	
P/E	9.0	7.7	7.0	
P/S	1.5	1.4	1.3	
P/B	0.6	0.4	0.4	
ROAA	4.4%	5.2%	5.6%	
ROAE	6.5%	7.7%	8.6%	
Изменение цены				
	KEGC	Индекс KASE		
1М	0%	3%		
3М	-1%	9%		
12М	-6%	42%		
Максимум за 52 недели	1 590	5 116		
Минимум за 52 недели	1 364	3 481		



KEGOC отметил себя положительными финансовыми результатами по итогам деятельности за январь-март 2024 года. Выручка компании выросла сразу на 40.5% и превысила 85.1 млрд тенге. Резкий рост доходов в существенной степени был обусловлен регуляторными и структурными **изменениями** в бизнесе компании, которые вступили в силу с 1 июля прошлого года. Позитивная динамика доходов была связана с улучшением операционных показателей и ростом предельного уровня тарифов по оказываемым услугам KEGOC. ЕБИТДА выросла на 37.7% до 39.7 млрд тенге, а чистая прибыль увеличилась сразу на 58.9% и превысила 21.4 млрд тенге. Полный положительный эффект регуляторных изменений, отмеченных выше, отразится на показателях компании в этом году и, по нашим оценкам, доходы по итогам 2024 года увеличатся на 14.9% до 289.7 млрд тенге, а чистая прибыль возрастет еще большими темпами и повысится на 21.4% до 52.7 млрд тенге. **Мы сохраняем рекомендацию покупать акции KEGOC. Наша целевая цена по долевым инструментам компании не претерпела изменений и осталась на уровне 1 906 тенге за акцию.**

**Двузначный рост выручки**

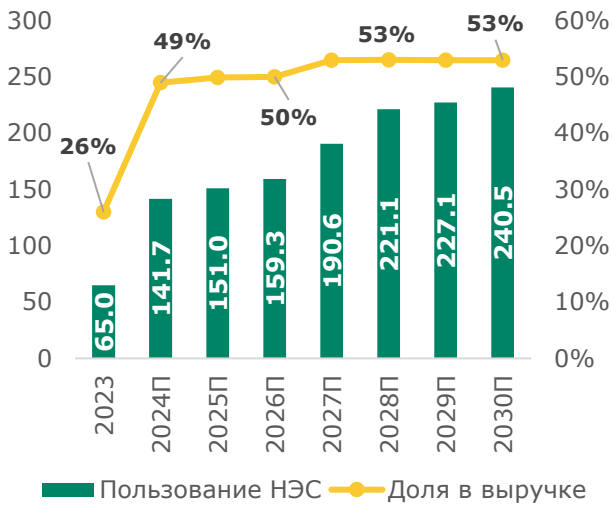
KEGOC сохранил двузначные темпы роста выручки. В январе-марте 2024 года доходы компании увеличились сразу на 40.5% и превысили 85.1 млрд тенге. По причине структурных изменений внутри основного компонента выручки, который со 2П2023 года разделился на двое, доходы от передачи электроэнергии уменьшились на 58.1% до 17.6 млрд тенге.

Напомним, что с 1 июля 2023 года из структуры передачи электроэнергии был выделен новый компонент доходов услуги по пользованию национальной электрической сетью (здесь и далее НЭС). В первом квартале 2024 года этот компонент принес KEGOC 40.2 млрд тенге, что эквивалентно 62% от выручки во 2П2023 года.

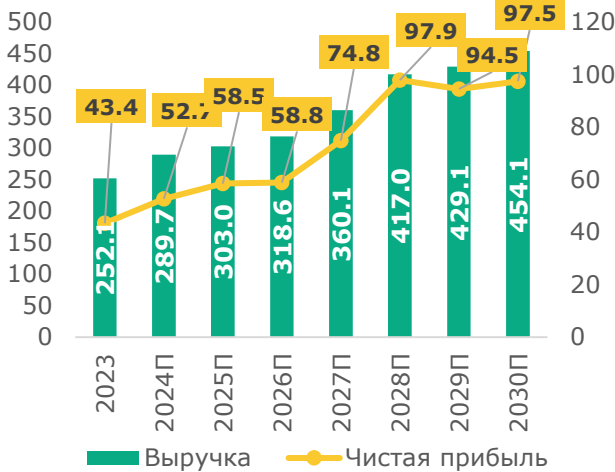
Общий объем доходов от использования НЭС и передачи электроэнергии в январе-марте 2024 года превысил 57.8 млрд тенге, что выше, чем выручка от передачи электроэнергии (до разделения) в объеме 42.1 млрд тенге в первом квартале 2023 года.

По нашим оценкам, доходы сегмента превысят в этом году 141.7 млрд тенге и возрастут до 151 млрд тенге в 2025 году. В обозримом будущем доходы, полученные от оказания услуг НЭС, займут основную часть в выручке компании и, по нашим

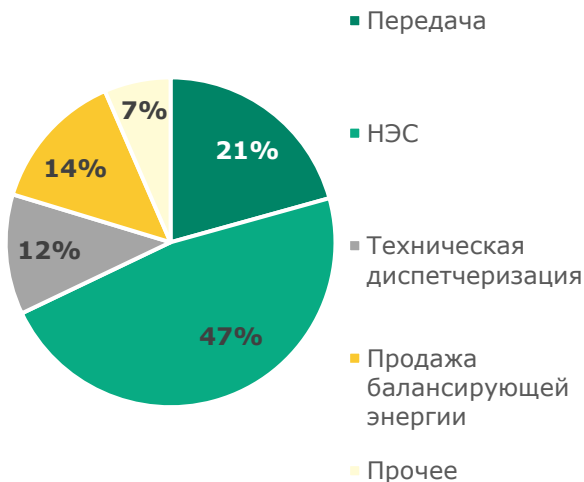
**Рис 1. Пользование НЭС, млрд тенге**



**Рис 2. Финансовые результаты, млрд тенге**



**Рис 3. Структура выручки**



ожиданиям, доля в доходах этих услуг увеличится до 50% в 2024 году по сравнению с 26% в 2023 году.

Доходы от услуг по технической диспетчеризации увеличились на 11.7% до 10.0 млрд тенге. Данный рост был связан с увеличением предельного уровня тарифов по данным видам услуг на 15.3% до 0.339 тенге/кВт\*ч, а также за счет улучшения операционных показателей сегмента на 3.5%. По нашим расчетам, в 2024-2025 гг. выручка от данного компонента увеличится до 37.4 млрд тенге и до 39.5 млрд тенге соответственно

В январе-марте 2024 года компания получила доходы от продажи балансирующей электроэнергии в объеме 11.7 млрд тенге, что эквивалентно 61.2% всей выручки компонента во 2П2023 года.

**Стремительный рост валовой прибыли**

Темпы роста выручки в последнее время продолжают превышать темпы роста себестоимости, что положительным образом сказывается на маржинальности бизнеса KEGOC. Позитивная динамика во многом связана с регуляторными изменениями, которые позволяют компании исключить убытки по закупке электроэнергии из РФ с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электроэнергии.

Валовая прибыль KEGOC в январе-марте 2024 года увеличилась сразу на 62.2% до 30.3 млрд тенге. Маржа валовой прибыли выросла до многолетних максимумов, до 35.6% в сравнении с 30.8% в аналогичном периоде прошлого года.

В структуре себестоимости основная ее часть пришлась на технологический расход электрической энергии в объеме 14.4 млрд тенге (+82.9%), и на отчисления на износ и амортизацию в сумме 12.4 млрд тенге (-0.6%).

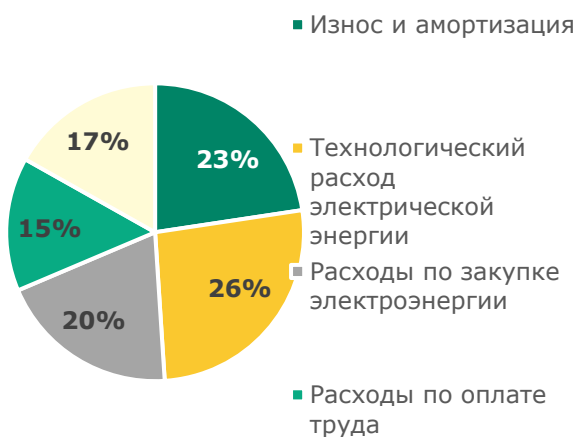
Расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии сложились в объеме 10.8 млрд тенге в сравнении с 8.8 млрд тенге в январе-марте 2023 года. Расходы по оплате труда в составе себестоимости возросли на 16.4% до 8.0 млрд тенге. Вышеуказанные статьи в сумме составляют основную часть себестоимости KEGOC.

**Дальнейшее улучшение финансовых результатов и показателей маржинальности**

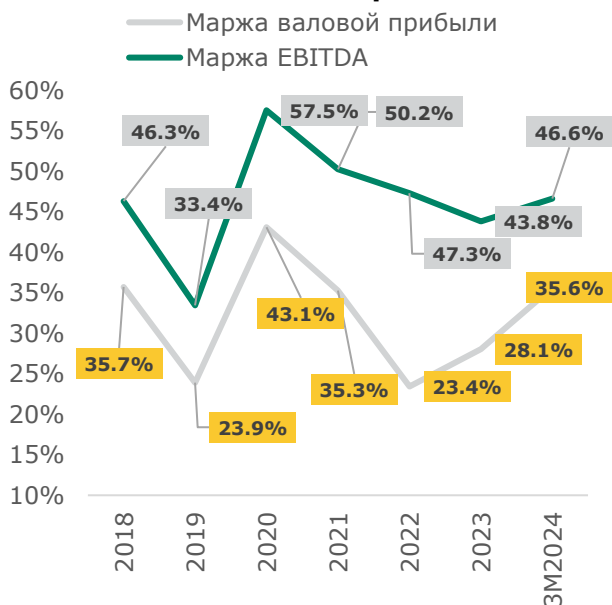
Общие и административные расходы превысили 3.1 млрд тенге, что на 26.3% больше, чем годом ранее. Фонд оплаты труда увеличился на 23.1% до 1.6 млрд тенге и занял более половины от всего объема общих административных расходов. Отчисления на износ и амортизацию в составе общих и административных расходов уменьшились на 5.5% до 232.2 млн тенге.

Операционная прибыль KEGOC в январе-марте 2024 года увеличилась на 67.9% до 27.1 млрд тенге. Маржа операционной прибыли выросла до максимума с 2020 года до 31.8% в сравнении с

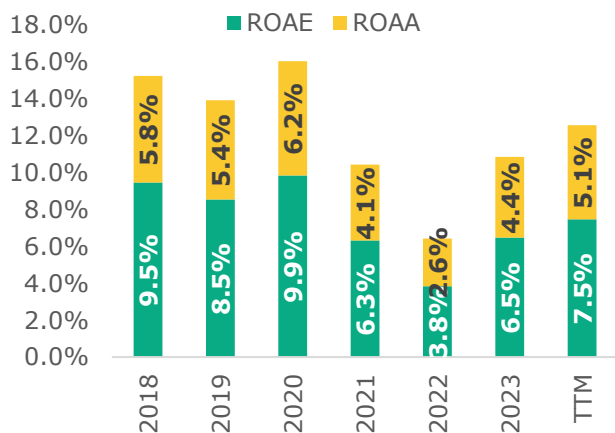
**Рис 4. Структура себестоимости**



**Рис 5. Показатели маржинальности**



**Рис 6. Показатели рентабельности**



26.6% в прошлом году. Финансовые доходы повысились на 59.6% до 2.9 млрд тенге, в то время как финансовые расходы выросли на 10.1% и превысили 3.5 млрд тенге.

**Резкий рост чистой прибыли и улучшение показателей рентабельности**

Чистая прибыль KEGOC продолжает стремительно расти и увеличилась в январе-марте 2024 года на 58.9% до 21.4 млрд тенге. Это составляет почти половину от общей прибыли за весь 2023 год. Рентабельность средних активов (ROAA) на основе прибыли за последние 12 месяцев увеличилась до 5.1%, в сравнении с 4.4% в 2023 году. Рентабельность среднего капитала (ROAE) на основе прибыли за последние 12 месяцев повысилась до 7.5%, против 6.5% в прошлом году.

**Комфортная долговая нагрузка**

Несмотря на заметный уровень объема привлеченных средств весной прошлого года, компания по-прежнему сохраняет комфортные уровни долговой нагрузки. Размер долга KEGOC вырос с начала года на 3.1% и превысил 168.5 млрд тенге.

Благодаря опережающему росту EBITDA по сравнению с долговыми обязательствами, отношение показателя долг/EBITDA (TTM) опустилось до минимума за анализируемый период (см. рис. №7) до 1.4x в сравнении с 1.5x на конец 2023 года.

За счет увеличения объема ликвидности, показатель чистый долг/EBITDA уменьшился с 0.8x до 0.6x. Коэффициент покрытия процентов увеличился с 4.3x до 7.6x.

Текущие уровни показателей долговой нагрузки заметно лучше, чем у компаний-аналогов из развитых и развивающихся стран мира, и лучше значений прошлых лет. Ближайшие крупные объемы погашения долговых обязательств у KEGOC запланированы на 2031-2032 гг.

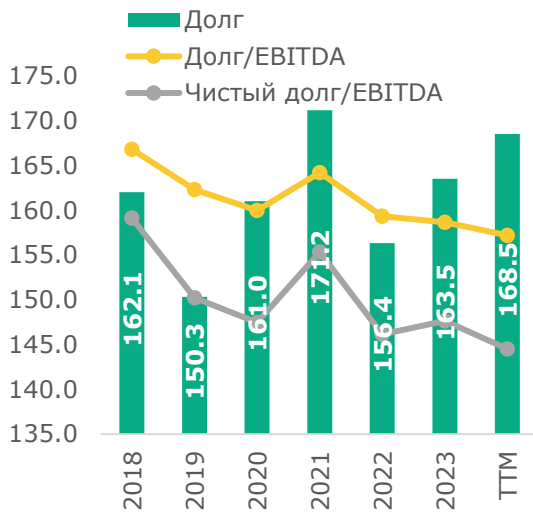
**Валютный долг KEGOC сократился до минимума**

В результате досрочного погашения валютных долгов в 2022-2023 гг., а также в условиях возможного ослабления курса тенге в прогнозном периоде, решение по досрочному погашению валютного займа МБРР в значительной степени снизило валютные риски компании.

Досрочное погашение займов в иностранной валюте было не случайным. После начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики в США и в Европе в 1П2022 года, ставки LIBOR/EURIBOR к которым были привязаны валютные долги, резко ушли вверх, что в итоге привело к росту финансовых расходов.

В результате досрочных погашений долговых обязательств в иностранной валюте, доля валютного

**Рис 7. Долговая нагрузка, млрд тенге**



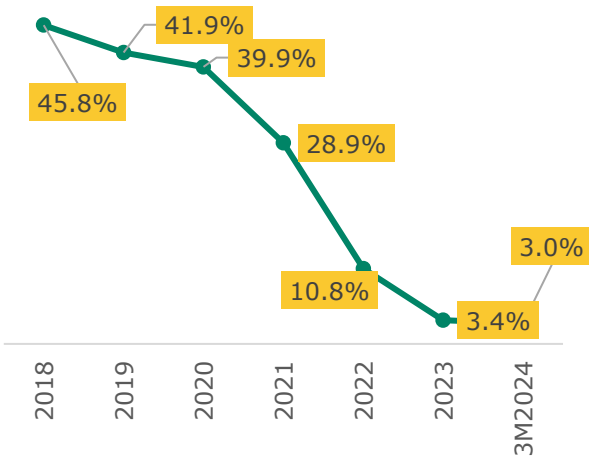
долга KEGOC снизилась с **28.9%** в 2021 году до **3.0%** в первом квартале 2024 года (см. рис. №8).

Кроме того, компания держит на балансе значительную часть ликвидных активов в иностранной валюте, которые на конец первого квартала 2024 года, по нашим расчетам, составили почти 5.4 млрд тенге, что **на 89% покрывает** валютные обязательства компании.

**Высокая прибыль KEGOC открыла возможность для увеличения дивидендных выплат**

Сильные финансовые результаты за 2023 год и по итогам 2П2023 г., предоставили возможность менеджменту компании поощрить акционеров высокими дивидендными выплатами. Размер дивиденда по итогам 2023 года увеличился более **чем на 35% с 116.3 тенге до 157.24 тенге.**

**Рис 8. Доля валютного долга**



Компания в конце мая 2024 года выплатила дивиденды по итогам 2П2023 г в размере 79.5 тенге на акцию. При этом, после «дивидендной отсечки» курсовая стоимость акций компании снизилась меньше, чем размер выплаченного дивиденда. Дивидендная доходность KEGOC по итогам 2023 года к текущей рыночной цене акции составляет 10.6%, что выше, чем у большинства «голубых фишек» Казахстана.

Учитывая сумму выплат дивидендов за 2П2023 г., KEGOC с момента IPO, которое прошло в 2014 году, вернул акционерам почти 260 млрд тенге посредством дивидендных выплат. В условиях потенциала для дальнейшего снижения уровня базовой ставки в Казахстане и, как следствие, снижения уровня ставок по депозитам, двузначная дивидендная доходность KEGOC в скором будущем может составить конкуренцию банковским вкладам.

**Рис 9. Дивиденды KEGOC, тенге**



**Потенциал для увеличения дивидендных выплат**

Как уже отмечалось прежде, полный положительный эффект от регуляторных изменений, которые вступили в силу 1 июля 2023 года, компания сможет испытать в текущем году. По итогам 2024 года, мы прогнозируем увеличение чистой прибыли сразу на 21.4% до 52.7 млрд тенге.

Большой объем прибыли позволит KEGOC наращивать дивиденды. При коэффициенте выплат на уровне 90%, дивиденд на акцию по итогам 2024 года может увеличиться на 9.6% до 172.3 тенге (см. рис. №9). Дивидендная доходность при таком сценарии к текущей рыночной цене KEGOC **превышает 11.6%.**

**Выводы и рекомендации**

KEGOC отметил себя предоставлением сильных финансовых результатов по итогам первого квартала 2024 года. Доходы и чистая прибыль компании продолжили расти двузначными темпами, отражая в полной мере позитив от регуляторных

изменений и структурных перемен, которые, как уже отмечалось прежде, вступили в силу с 1 июля 2023 года.

По итогам 2024 года, мы видим потенциал роста выручки и прибыли до 289.7 млрд тенге (+14.9%) и 52.7 млрд тенге (+21.4%) соответственно. Дальнейшее увеличение чистой прибыли позволит KEGOC наращивать дивиденды и сохранить звание одной из лучших дивидендных историй на казахстанском рынке акций.

**С учетом вышеизложенной информации, а также принимая во внимание прежние факторы, мы сохраняем рекомендацию покупать акции KEGOC. Наша целевая цена по долевым инструментам компании подтверждена на прежнем значении в 1 906 тенге за акцию.**

Рис. 10. Финансовые результаты

млрд тенге	3М2024	3М2023	Изменение	
Выручка	85.1	60.6	24.5	40%
Себестоимость реализации	-54.8	-41.9	-12.9	31%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>30.3</b>	<b>18.7</b>	<b>11.6</b>	<b>62%</b>
Общие и административные расходы	-3.1	-2.5	-0.6	26%
Расходы по реализации	-0.1	-0.1	0.0	34%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>27.1</b>	<b>16.1</b>	<b>10.9</b>	<b>68%</b>
Финансовые доходы/(расходы), нетто	-0.7	-1.4	0.7	-52%
Неоперационные доходы/(расходы)	0.1	2.1	-1.9	-93%
Доля в прибыли/(убытке) зависимых организаций	0.1	-0.1	0.2	-255%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>26.6</b>	<b>16.7</b>	<b>9.9</b>	<b>59%</b>
Расходы по подоходному налогу	-5.2	-3.2	-2.0	61%
<b>Чистая прибыль от продолжающейся деятельности</b>	<b>21.4</b>	<b>13.5</b>	<b>7.9</b>	<b>59%</b>

Источник: данные компании, расчет Halyk Finance

**Рис. 11. Основные показатели маржинальности, рентабельности, ликвидности, рыночные мультипликаторы**

	2020	2021	2022	2023	ЗМ2024	ТТМ
<b>Маржинальность и рентабельность</b>						
Маржа валовой прибыли	43.1%	35.3%	23.4%	28.1%	35.6%	-
Маржа EBIT	38.5%	30.5%	19.1%	23.5%	31.8%	-
Маржа EBITDA	57.5%	50.2%	47.3%	43.8%	46.6%	-
Маржа чистой прибыли	27.1%	21.0%	12.3%	17.2%	25.2%	-
ROAE	9.9%	6.3%	3.8%	6.5%	7.5%	7.5%
ROAA	6.2%	4.1%	2.6%	4.4%	5.1%	5.1%
<b>Изменение основных фундаментальных показателей</b>						
Выручка	-31.9%	4.1%	16.5%	16.1%	40.5%	-
Операционная прибыль	28.5%	-17.6%	-26.9%	42.2%	67.9%	-
EBITDA	17.1%	-9.1%	9.7%	7.6%	37.7%	-
Чистая прибыль	19.0%	-19.2%	-31.7%	62.2%	58.9%	-
<b>Показатели ликвидности и платежеспособности</b>						
Коэффициент текущей ликвидности	1.7	1.6	1.9	3.1	3.3	-
Коэффициент денежной ликвидности	0.3	0.3	0.5	1.2	1.6	-
Обязательства/Собственный Капитал	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	-
Обязательства/Активы	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-
<b>Показатели долговой нагрузки</b>						
Долг	161 034	171 199	156 352	163 535	168 539	-
Долг/EBITDA	1.6	1.8	1.5	1.5	-	1.4
Чистый долг/EBITDA	0.8	1.3	0.7	0.8	-	0.6
Коэффициент покрытия процентов	6.2	4.9	3.1	4.3	7.6	-
<b>Показатели активности</b>						
Оборачиваемость запасов, дней	8	8	6	7	-	9
Собираемость дебиторской задолженности, дней	51	41	29	40	-	43
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	115	90	44	42	-	24
Операционный цикл, дней	60	48	35	47	-	52
Финансовый цикл, дней	-55	-41	-9	5	-	28
Оборачиваемость активов	0.2	0.2	0.2	0.3	-	0.3
<b>Основные рыночные мультипликаторы</b>						
P/E	8.2	9.2	15.3	9.0	-	8.0
P/B	0.9	0.7	0.6	0.6	-	0.6
P/S	2.4	2.6	1.9	1.5	-	1.5
EV/EBITDA	5.0	6.4	4.7	4.5	-	4.0
EV/Sales	2.9	3.2	2.2	2.0	-	1.7

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

© 2024 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».

© 2024 г., все права защищены.

**Департамент торговых идей****E-mail**

[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance