

1 августа 2016 г.

Станислав Чуев  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
+7 (727) 244 65 38  
Салтанат Мадиева  
[s.madiyeva@halykfinance.kz](mailto:s.madiyeva@halykfinance.kz)  
+7 (727) 330 01 53

Выпуск облигаций				
	Цена	YTM	Объем в обращ., USD млн	Ср.3-м. объем торгов, USD тыс
USD SAMRUK 3.75% 'дек-17	100.75	3.2%	500	106.5

Рейтинги				
	Рейтинг	Прогноз	Дата	
S&P	BV	Негативный	19 фев 16	
Moody's	-	-	-	
Fitch	BV+	Стабильный	05 май 16	

Основные финансовые показатели				
(млрд тенге)	2013	2014	2015	31.мар.16
Денежные средства и экв.	15	22	32	13
Краткосрочные активы	98	94	118	96
Долгосрочные активы	520	860	908	921
<b>Активы</b>	<b>618</b>	<b>954</b>	<b>1 026</b>	<b>1 017</b>
Краткосрочные обязательства	49	87	116	97
Долгосрочные обязательства	185	374	427	432
<b>Обязательства</b>	<b>234</b>	<b>461</b>	<b>544</b>	<b>529</b>
<b>Капитал</b>	<b>385</b>	<b>493</b>	<b>483</b>	<b>488</b>

	2013	2014	2015	1кв2016
<b>Выручка</b>	<b>136</b>	<b>221</b>	<b>229</b>	<b>62</b>
Себестоимость	-105	-157	-166	-46
Валовая прибыль	31	64	63	17
<b>EBITDA</b>	<b>63</b>	<b>87</b>	<b>75</b>	<b>23</b>
Чистая прибыль*	42	13	29	6

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	С нач.года
Денежные средства и экв.	-84.0%	42.1%	47.4%	-58.0%
Краткосрочные активы	-28.9%	-3.7%	24.9%	-18.4%
Долгосрочные активы	17.9%	65.3%	5.6%	1.4%
Активы	6.8%	54.3%	7.6%	-0.9%
Краткосрочные обязательства	-21.4%	78.8%	33.0%	-16.4%
Долгосрочные обязательства	8.0%	102.3%	14.4%	1.1%
Обязательства	0.2%	97.3%	17.9%	-2.6%
Капитал	11.2%	28.2%	-2.1%	1.1%

	2013	2014	2015	1кв2016
Выручка	43.7%	62.8%	3.5%	-5.6%
Себестоимость	35.8%	50.2%	5.5%	2.8%
Валовая прибыль	78.2%	105.1%	-1.6%	-22.6%
EBITDA	95.4%	37.8%	-14.0%	-10.2%
Чистая прибыль	125%	-68.4%	119.0%	-47.9%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	1кв2016
Валовая маржа	23.0%	28.9%	27.5%	26.9%
Маржа EBITDA	46.4%	39.3%	32.6%	37.5%
Маржа чистой прибыли	30.9%	6.0%	12.7%	8.9%

	2013	2014	2015	1кв2016
Долг/Капитал	0.5	0.7	0.9	0.8
Долг/EBITDA	2.8	3.7	5.5	17.2
Чистый долг/EBITDA	2.6	3.5	5.1	16.6
Фин.расходы/EBITDA	0.1	0.3	1.5	0.3
RoA	6.8%	1.4%	2.8%	0.5%
RoE	10.9%	2.7%	6.0%	1.1%

\* Чистая прибыль 2015г. скорректирована на эффект девальвации

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты HF

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** облигации Самрук-Энерго, деноминированные в долларах США. В свете возобновившегося ослабления тенге на фоне снижения мировых цен на нефть, облигации компании являются привлекательной альтернативой валютным депозитам, способной обеспечить сходный низкий уровень риска при более высоком доходе. Несмотря на ухудшение финансовых показателей вследствие общей негативной динамики макроэкономических факторов, мы считаем, что у компании не должно возникнуть проблем с обслуживанием долговых обязательств до момента погашения. Основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов, продолжит оставаться государственная поддержка в лице единственного акционера (Самрук-Казына).

#### Результаты за 2015 год

**Производственные результаты (Рис. 1).** В 2015 году производство электроэнергии снизилось на 21% г/г в результате снижения выработки на электростанциях «ГРЭС-1» и «ГРЭС-2» (вследствие снижения реализации электроэнергии на рынке РК), «Шардаринская ГЭС» (в связи с маловодьем на р. Сырдарье и Шардаринском водохранилище), а также в связи с продажей ЖГРЭС в мае 2015 г.

Производство тепловой энергии в 2015 году сократилось на 8% в связи с уменьшением отопительной нагрузки вследствие более высокой температуры наружного воздуха по сравнению с предыдущим годом.

Снижение объемов передачи и реализации электроэнергии энергоснабжающими организациями на 2%, а также снижение производства теплотенергии на 9% было обусловлено теплыми погодными условиями.

Объемы реализации угля в 2015 г. упали на 11% по причине снижения спроса со стороны основных потребителей (Российские потребители, «ГРЭС-1», «ГРЭС-2»).

**Финансовые результаты (Рис.2).** В 2015 году выручка увеличилась на 3.5% в основном в связи с ростом тарифов на все виды деятельности Компании. Однако более существенный рост себестоимости в 5,5% привел к снижению валовой прибыли на 1.6% г/г.

Основной рост себестоимости произошел за счет роста тарифов на услуги по передаче электроэнергии, на услуги по регулированию мощности, на услуги балансирования производства и потребления электроэнергии КЕГОК, а также в связи с учетом данных по ТОО "ГРЭС-1" в 100%-й доле с 1 апреля в 2014г. Кроме того, на рост себестоимости повлияло увеличение затрат по амортизации в результате проведения переоценки основных средств ТОО "ЭГРЭС-1", а также реализации инвестиционных программ во всех дочерних организациях.

Рост финансовых расходов более чем в три раза вместе со снижением финансовых и прочих доходов стали основными факторами получения чистого убытка в размере 77.4 млрд.тенге (2015г.: прибыль 13.3 млрд.тенге).

Значительный рост финансовых расходов в основном обусловлен убытком от курсовой разницы в размере 85.8 млрд.тенге. Согласно данным Компании, без учета расходов по курсовой разнице, итоговая прибыль за 2015 год составила 29 млрд.тенге.

#### Результаты за 1кв2016г.

В целом, тенденции снижения выручки и увеличения

Рис. 1. Операционные результаты 2015г.

	2014	2015	% г/г
Производство электроэнергии, млн кВтч	28 216	22 318	-20.9%
Передача электроэнергии, млн кВтч	12 344	12 114	-1.9%
Реализация электроэнергии, млн кВтч	8 605	8 414	-2.2%
Производство теплотенергии, тыс. Гкал	7 561	6 913	-8.6%
Реализация угля, млн тонн	38.1	33.9	-11.0%

Рис. 2. Финансовые результаты 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Выручка	221 150	228 865	3.5%
Себестоимость	-157 207	-165 932	5.5%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>63 943</b>	<b>62 933</b>	<b>-1.6%</b>
Расходы по реализации	-2 516	-3 029	20.4%
Общие и административные расходы	-13 891	-13 940	0.4%
Доля в (убытках)/доходах совместных п	12 958	-10 173	-
Обесценение гудвила	-75 875	0	-
Убытки от обесценения активов	-2 785	-3 590	28.9%
Финансовые доходы	8 710	2 729	-68.7%
Финансовые расходы	-24 018	-109 215	354.7%
Прочие доходы	58 978	1 995	-96.6%
Прочие расходы	-1 199	-1 750	46.0%
<b>(Убыток) / прибыль до налогообложения</b>	<b>24 305</b>	<b>-74 039</b>	<b>-</b>
Расходы по подоходному налогу	-11 055	-5 875	-46.9%
<b>(Убыток) / прибыль от продолжающей</b>	<b>13 251</b>	<b>-79 914</b>	<b>-</b>
Прибыль от прекращенной деятельности	0	2 469	-
<b>(Убыток) / прибыль за год</b>	<b>13 251</b>	<b>-77 445</b>	<b>-</b>
Переоц. обязательств по вознагражд.	-146	3	-
<b>Чистая прибыль и совокуп. убыток</b>	<b>13 104</b>	<b>-77 442</b>	<b>-</b>

Рис. 3. Финансовые результаты 1кв2016г.

млн тенге	1кв2015	1кв2016	% г/г
Выручка	66 029	62 350	-5.6%
Себестоимость	-44 314	-45 549	2.8%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>21 714</b>	<b>16 801</b>	<b>-22.6%</b>
Расходы по реализации	-905	-770	-15.0%
Общие и административные расходы	-3 260	-3 403	4.4%
Доля в (убытках)/доходах совместных п	1 901	1 047	-44.9%
Убытки от обесценения активов	5	-291	-
Финансовые доходы	581	1 037	78.7%
Финансовые расходы	-6 198	-7 110	14.7%
Прочие доходы, чистые	68	207	204.3%
<b>(Убыток) / прибыль до налогообложения</b>	<b>13 906</b>	<b>7 518</b>	<b>-45.9%</b>
Расходы по подоходному налогу	-3 299	-1 996	-39.5%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>10 607</b>	<b>5 522</b>	<b>-39.5%</b>

Рис. 4. Прогноз финансовых результатов на 2016-17 гг.

млн тенге	2015Ф	2016П	2017П
Выручка	228 865	255 685	121 292
Себестоимость	-165 932	-198 704	-72 277
<b>Валовая прибыль</b>	<b>62 933</b>	<b>56 981</b>	<b>49 014</b>
Расходы по реализации	-3 029	-3 153	-3 916
Общие и административные расходы	-13 940	-14 673	-8 841
Доля в (убытках)/доходах совместных п	-10 173	7 817	6 410
Финансовые доходы	2 729	257	1 759
Финансовые расходы	-23 412	-22 037	-22 200
Прочие доходы	4 028	913	155
Прочие расходы	-93 175	-12 295	-44
Прибыль от прекращенной деят-ти	2 469	0	27 197
Расходы по подоходному налогу	-5 875	-6 902	-7 597
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-77 445</b>	<b>6 908</b>	<b>41 939</b>
<b>Скорректированная чистая прибыль</b>	<b>29 016</b>	<b>6 908</b>	<b>41 939</b>

Источник: данные Компании

себестоимости, проявившиеся в течение 2015 года, сохранились и в 1 квартале 2016-го (Рис.3). Подобная динамика, наряду с увеличением административных и финансовых расходов, явилась основной причиной снижения чистой прибыли почти вдвое.

### Реструктуризация активов

В 2016-2017 гг. Самрук-Энерго предстоит оптимизация структуры активов с продажей низкорентабельных и негенерирующих предприятий. Планируется, что в составе Самрук-Энерго останутся крупные ГРЭС государственного значения, объекты совместного владения с иностранными партнерами (Экибастузская ГРЭС-2, 50/50 владение совместно с «Интер РАО», угольный разрез «Богатырь», контролируемый на паритетных правах с «РусАлом»), а также все объекты «зеленой энергетики».

### Прогноз на 2016-17 годы

Руководство Самрук-Энерго предоставило прогноз финансовых показателей на 2016-17 годы (Рис.4). Увеличение объемов производства электроэнергии в 2016 году на 941 млн.кВтч планируется в основном за счет станций АО «Экибастузская ГРЭС-2» и ТОО «Экибастузская ГРЭС-1». Объемы производства теплотенергии в плане на 2016-2017гг. прогнозируются с ростом на 6 -15 % к факту 2015 года в основном за счет увеличения объемов производства теплотенергии АО «Алматинские электрические станции». По объемам передачи и распределению электроэнергии в 2016 году ожидается рост за счет роста заявок потребителей АО «АЖК» и АО «ВКРЭК». Объем реализации угля в прогнозе на 2016 году снижается на 1.4 млн тонн или на 4 % ниже факта за 2015 год в связи со снижением прогнозного потребления угля ключевыми потребителями в РФ и РК.

В прогнозе на 2017 год объем реализации угля увеличивается на 10 % или на 3.2 млн тонн к 2016 году. Объемы добычи и реализации угля на 2015-2016 годы предусмотрены с учетом прогнозных объемов выработки электроэнергии в РК и РФ.

В 2016 году руководство компании ожидает увеличения дохода от реализации до 255.7 млрд тенге с ростом к 2015 году на 12% в связи с увеличением объемов по производству, передаче и реализации электроэнергии и по производству теплотенергии. Годом позже, в результате реструктуризации активов, прогнозируется снижение доходов почти вдвое, в то время как показатели прибыльности должны увеличиться.

### Оценка облигаций

В случае покупки облигаций, которые погашаются 20 декабря 2017 года, по текущей цене 100.75, инвестор получит доходность за период удержания (HPR) вблизи 3.5%. Таким образом, облигации компании являются привлекательной альтернативой валютным депозитам, способной обеспечить сходный низкий уровень риска при более высоком доходе.

Основными видами деятельности Самрук-Энерго являются производство электроэнергии, тепловой энергии и горячей воды с использованием угля, углеводородов и водных ресурсов и реализация населения и промышленным предприятиям, транспортировка электроэнергии и техническое распределение электричества в сети, строительство электростанций, а также добыча угля. Самрук-Энерго объединяет в составе своих активов крупнейшие генерирующие компании (станции национального значения Экибастузские ГРЭС-1 и ГРЭС-2), а также станции, производящие тепловую и электрическую энергию в Алматинском регионе и в г. Актобе; основные гидроэлектростанции Республики, входящие в Иртышский каскад ГЭС, а также ГЭС южных регионов страны (Шардаринская ГЭС и Мойнакская ГЭС). Также в состав активов компании входят региональные распределительные сети и сбытовые компании Алматинского региона, Мангистауской, Восточно-Казахстанской областей, и самое крупное угледобывающее предприятие в Казахстане ТОО «Богатырь Комир».

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».

© 2016, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент исследований

Мурат Темирханов  
Асан Курманбеков  
Борис Бойко  
Станислав Чуев  
Салтанат Мадиева  
Алтынай Ибраимова

##### Управление

Директор  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты

##### Телефон

+7 (727) 244-6541  
+7 (727) 330-0157  
+7 (727) 330-0157  
+7 (727) 244-6538  
+7 (727) 330-0153  
+7 (727) 330-0157

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[b.boiko@halykfinance.kz](mailto:b.boiko@halykfinance.kz)  
[s.chuhev@halykfinance.kz](mailto:s.chuhev@halykfinance.kz)  
[s.madiyeva@halykfinance.kz](mailto:s.madiyeva@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Дарья Манеева  
Сабина Муканова

##### Инвесторы

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### Телефон

+7 (727) 244-6545  
+7 (727) 244-6991  
+7 (727) 259-6202  
+7 (727) 244-6980  
+7 (727) 259-6203

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[d.maneyeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneyeva@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, БЦ "Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance