

KEGOC

Продавать

Тикер (KASE)	KEGC
Сектор	Энергетический
Кол-во простых акций, тыс. шт.:	260 000
Капитализация (рассчитанная):	
млрд. тенге:	102,7
Рыночная цена (тенге)	503
Целевая цена (тенге):	470
Website Компании:	http://www.kegoc.kz

Источник: сайт Компании

Основные производственные показатели, млн. кВтч

Наименование	2011Ф	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П
Передача электроэнер.	41 042	43 487	41 055	40 237	40 568
Тех. диспет. электро-ии	80 812	83 512	83 863	85 418	85 845
Орг. баланс-я электро-ии	145 887	152 909	153 521	160 465	161 267
Продажа электроэнер-ии	2 360	3 500	4 086	1 230	1 230

Источник: Данные Компании и расчеты CS

Основные финансовые показатели, млрд. тенге

Наименование	2011Ф	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П
Выручка	57 250	65 855	73 812	93 520	115 169
EBITDA	17 225	17 871	-6 599	38 909	38 545
Прибыль до КПП	10 700	8 485	-17 688	11 580	2 228
Чистая прибыль	7 822	6 941	-14 500	8 616	1 414
Net Debt	46 944	47 920	61 821	64 770	93 749

Источник: Данные Компании и расчеты CS

Финансовые коэффициенты

Наименование	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П
P/E	-0,04x	0,07x	0,45x	0,10x	0,11x
EV/EBITDA	-15,68x	4,85x	4,27x	3,89x	3,99x
EV/Sales	1,40x	2,02x	1,43x	1,34x	1,31x
EPS	-67,60x	33,14x	5,44x	24,49x	22,44x
Debt/Equity	0,42x	0,30x	0,36x	0,35x	0,35x
ROE	-6,56%	2,39%	0,39%	1,75%	1,59%
ROA	-3,95%	1,57%	0,24%	1,08%	1,00%
EBIT	-20,52%	21,23%	11,24%	14,05%	13,38%
EBITDA	-8,94%	41,60%	33,47%	34,36%	32,77%

Источник: Расчеты CS

Дивиденды по итогам первого полугодия... Пересмотр целевой цены...

АО «Кегос» (далее Компания) 7 сентября 2015 г. провело встречу с аналитиками брокерских компаний по подведению итогов деятельности Компании за первое полугодие 2015 г. На встрече руководство Компании объявило о рекомендации Совета директоров KEGOC, которая будет рассмотрена на общем собрании акционеров Компании, по выплате дивидендов акционерам по итогам первого полугодия. Так, Советом директоров рекомендовано направить около 40,01% чистой прибыли за первое полугодие, эквивалентное 2,44 млрд. тенге, что в расчете на 1 простую акцию составит 9,4 тенге с дивидендной доходностью (при цене 503 тенге/акцию) 1,9%. Дополнительно, в связи с изменением денежно-кредитной политики Нацбанка РК, вследствие чего курс тенге по отношению к доллару США обесценился до 240 тенге руководство Компании ожидает по итогам 2015 г. ухудшение финансовых показателей в результате получения курсового убытка из-за высоких долговых обязательств, номинированных в валюте, и роста расходов. Кроме того, вследствие девальвации тенге Компания не исключает вероятность удорожания капитальных затрат, так как большинство основных средств импортируются.

В настоящее время Компания уже направила заявку на утверждение предельных уровней тарифов на 5-ти летний период в Комитет по регулированию естественных монополий и защите конкуренции Министерства экономики РК (КРЕМизК). Утвержденные тарифы будут введены в действие с 1 января 2016 г. и будут действовать в течение последующих пяти лет до 2021 г.

Доходы/Расходы

Согласно консолидированной финансовой отчетности Компании за первое полугодие 2015 г. **чистая прибыль** составила 6 108 млн. тенге, увеличившись в 10 раз показателя аналогичного периода прошлого года. Увеличение чистой прибыли было обусловлено преимущественно, получением дохода от курсовой разницы вследствие снижения курса евро (часть кредитных займов номинированы в евро) против значительного курсового убытка в размере 13 367 млн. тенге, полученного во 2 кв. 2014 г. из-за девальвации тенге.

Валовая прибыль Компании за первое полугодие 2015 г. выросла на 128% по сравнению с показателем аналогичного периода 2014 г. вследствие значительного роста выручки на 25,2% на фоне роста тарифов на услуги. В структуре выручки по итогам отчетного периода наблюдается увеличение доходов от передачи электроэнергии на 50,6%, услуг по технической диспетчеризации на 34,1% и услуг по организации и балансированию производства и потребления электроэнергии на 37,7%. Тогда как доходы от продажи электроэнергии с целью компенсации почасовых объемов отклонений межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии снизились на 25,2%, доходы от реализации покупной электроэнергии упали на 84,4% и доходы от регулирования мощности отсутствуют. **Себестоимость реализации** выросла незначительно на 1,1%, составив 35 138 млн. тенге. В структуре себестоимости за отчетный период увеличились расходы на амортизацию основных средств вследствие их переоценки, расходы по оплате труда в результате, вероятно, ежегодной индексации заработной платы и выплаты бонусов. При этом рост себестоимости частично был нивелирован за счет снижения себестоимости покупной электроэнергии, расходов по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии и сокращения технологических расходов электроэнергии.

При этом **операционные доходы Компании** по итогам первого полугодия 2015 г. снизились на 56%, составив 6 960 млн. тенге в результате роста административных расходов на 78,4% и отсутствия доходов от переоценки основных средств. Увеличение административных расходов связано, преимущественно, увеличением расходов по созданию резервов на 3,9 млрд. тенге по дебиторской задолженности ГЭК «Узбекэнерго» и расходов по налогу на имущество на 0,5 млрд. тенге в связи с произведенной переоценкой основных средств по классу «Сооружения». Финансовые доходы Компании в отчетном периоде выросли на 87,3% по сравнению с показателем аналогичного периода 2014 г., составив 1 541 млн. тенге в результате, скорее всего, пополнения депозитных счетов в валюте. При этом, финансовые расходы остались почти неизменными в размере 1 693 млн. тенге.

Активы/Пассивы

Активы Компании по состоянию на конец 2 кв. 2015 г. составили 538 272 млн. тенге, сократившись на 2,1% в результате, скорее всего, уменьшения основных средств на 2% и торговой дебиторской задолженности на 45,2%.

Обязательства по итогам первого полугодия 2015 г. сократились на 4,8%, составив 180 963 млн. тенге за счет, преимущественно, уменьшения долгосрочных и краткосрочных займов на 7,3% и 2,1%, соответственно в результате, скорее всего, ослабления евро по отношению к доллару США. Отметим, что на встрече с аналитиками руководство Компании заявило, что рассматривает вероятность привлечения долгового займа в тенге в размере около 70 млрд. тенге путем выпуска облигаций.

Капитал Компании составил 357 309 млн. тенге, сократившись на 0,7% аналогичного показателя прошлого года. В структуре капитала за год наблюдается снижение фонда переоценки резервов на 0,1% до 221 528 млн. тенге и нераспределенной прибыли на 19,7%.

В целом опубликованные финансовые результаты за первое полугодие 2015 г. вышли позитивные за счет, в основном, увеличения тарифов на реализуемые услуги и получения курсовой прибыли от ослабления евро к доллару США. Кроме того, руководство Компании сообщило о рекомендации СД выплатить дивиденды по итогам 1 полугодия 2015 г., что также является позитивным фактором, несмотря на низкую дивидендную доходность. Однако, из-за девальвации тенге по отношению к доллару США до 240 тенге вследствие перехода к свободноплавающему курсу в рамках политики инфляционного таргетирования, финансовые показатели Компании по итогам 2015 г. могут значительно ухудшиться из-за получения значительного курсового убытка и роста расходов. Кроме того, ежегодно Компания создает резервы по дебиторской задолженности ГАК «Узбекэнерго» (задолженность составляет около 68,8 млн. долл. США, из них на 50,9 млн. долл. США созданы резервы), что отражается на увеличении операционных расходов. В связи с этим у Компании присутствует риск неплатежей ГАК «Узбекэнерго», что может повлечь за собой создание дополнительных резервов и рост расходов.

В связи с возникшими рисками и девальвацией тенге мы пересмотрели нашу модель оценки справедливой стоимости в результате чего, наша целевая цена снизилась и составила 470 тенге/акцию. Рекомендация «Продавать».

Перспективы

- На рост/падение стоимости акций могут оказать влияние следующие основные факторы:
 - Рост/снижение тарифов;
 - Увеличение/снижение чистой прибыли Компании;
 - Увеличение/снижение уровня заимствований и др.
- Завершение и введение в эксплуатацию инвестиционных проектов для увеличения объемов передачи электроэнергии.

Риски

- Замедление темпов роста экономики РК, и как следствие, снижение объема потребления электроэнергии.
- Неплатежеспособность ГАК «Узбекэнерго»;
- Удорожание инвестиционной программы;
- Колебание курса иностранных валют по отношению к тенге;
- Повышение ключевой процентной ставки ФРС США;
- Политическая и экономическая нестабильность в Казахстане;
- Измен. законодательства естественных монополий и налогообложения в РК.

Контактная информация:

АО “Сентрас Секьюритиз”
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический Департамент

Заместитель Директора Аналитического департамента
Ибраева Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

Аналитик
Ибраимова Алтынай
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727
Email: aibraimova@centras.kz

Младший аналитик
Соколова Анна
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718
Email: asokolova@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.

© Centras Securities 2015 г.