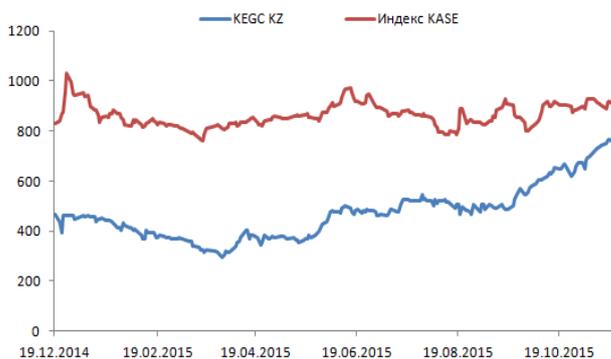


Продавать	
Тикер (KASE)	KEGC
Сектор	Энергетический
Кол-во простых акций, тыс. шт.:	260 000
Капитализация (рассчитанная):	
млрд. тенге:	102,7
Рыночная цена (тенге)	765
Мак. цена 52 нед. (18.11.2015)	775
Min. цена 52 нед. (30.03.2015)	300
Целевая цена (тенге):	470
Website Компании:	<a href="http://www.kegoc.kz">http://www.kegoc.kz</a>

Источник: Bloomberg

### Ценовой график



### Основные производственные показатели, млн. кВтч

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

Источник: Данные Компании и расчеты CS

### Основные финансовые показатели, млрд. тенге

Наименование	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П
Выручка	65 855	73 812	93 520	115 169
ЕБИТДА	17 871	-6 599	38 909	38 545
Прибыль до КПП	8 485	-17 688	11 580	2 228
Чистая прибыль	6 941	-14 500	8 616	1 414
Net Debt	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/ЕБИТДА	-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%
ЕБИТ	-20,52%	21,23%	11,24%	14,05%	13,38%
ЕБИТДА	-8,94%	41,60%	33,47%	34,36%	32,77%

Источник: Расчеты CS

## KEGOC

### Серьезные последствия девальвации...

16 ноября АО "KEGOC" (далее Компания) опубликовало на сайте Казахстанской фондовой биржи KASE консолидированную финансовую отчетность за январь-сентябрь 2015 г., согласно которой Компания получила чистый убыток в размере 12 584 млн. тенге против чистой прибыли за 9 мес. 2014 г. в размере 1 804 млн. тенге.

#### Доходы/Расходы

За отчетный период **доходы** Компании увеличились на 29,4% до 79 110 млн. тенге относительно 9 мес. прошлого года, что было связано, в основном, с ростом выручки от передачи электроэнергии (с учетом скидок) на 51,9% вследствие повышения тарифа по передаче электрической электроэнергии, а также в связи с ростом доходов от услуг по технической диспетчеризации – на 33,4% на фоне увеличения тарифа по технической диспетчеризации отпуска в сеть и потребления электрической энергии.

**Себестоимость** оказанных услуг за 9 мес. 2015 г. увеличилась на 3,5% и составила 53 906 млн. тенге вследствие увеличения расходов на износ и амортизацию на 24,6% из-за произведенной переоценки основных средств. Кроме того, за отчетный период компания увеличила расходы по оплате труда и прочие отчисления, связанные с оплатой труда на 9,5%, что было связано с повышением должностных окладов/тарифных ставок производственного персонала с 1 апреля 2014 г. на 10% по поручению Главы Государства РК и с 1 января 2015 г. на уровень инфляции - 6%, а также с выплатой премии по итогам работы за 1 квартал 2015 г.

В результате, **валовая прибыль** Компании составила 25 204 млн. тенге, увеличившись относительно показателя за 9 мес. прошлого года на 178,3%.

За отчетный период в Компании наблюдается рост **общих и административных расходов** на 39,8% до 14 787 млн. тенге, что связано с увеличением начисленного резерва по сомнительной задолженности и по обесценению авансов 89,8%, в частности, с увеличением расходов по созданию резервов связанного, главным образом, с просрочкой платежа со стороны ГАК "Узбекэнерго". В настоящее время Компания ведет претензионно-исковую работу и предпринимает меры по погашению имеющейся задолженности ГАК "Узбекэнерго".

**Операционная прибыль** Компании за 9 мес. 2015 г. составила 10 299 млн. тенге, сократившись относительно показателя 9 мес. прошлого года на 17,5%.

**Финансовый доход** Компании значительно увеличился на 105,1% до 2 360 млн. тенге вследствие существенного роста процентного дохода от депозитов, текущих счетов и котируемых облигаций на 173%.

**Финансовые расходы** Компании составили 2 607 млн. тенге, что выше показателя аналогичного периода прошлого года на 6,3% и обусловлено ростом комиссий по банковским гарантиям - на 1,2%. При этом, увеличение финансовых расходов было частично нивелировано снижением процентов по займам на 4,3%.

За 9 мес. 2015 г. Компания получила **убыток от курсовой разницы** в размере 24 433 млн. тенге, что существенно выше относительно аналогичного периода прошлого года на 167,7%. При этом в квартальном разрезе Компания признала убыток в размере 26 633 млн. тенге в 3 кв. 2015 г. против прибыли от курсовой разницы в размере 4 238 млн. тенге. Получение отрицательной курсовой разницы было обусловлено ослаблением тенге в течение 3 кв. текущего года вследствие отмены Правительством и НБРК валютного коридора и перехода к свободно плавающему обменному курсу тенге с 20 августа текущего года.

В результате, в течении августа и сентября 2015 года Компания признала расходы от переоценки валютных займов и резервов (в основном по сомнительной задолженности ГАК «Узбекэнерго») в размере 50 361 478 тыс. тенге, а также доходы от переоценки денежных средств на депозитных счетах в иностранной валюте и торговой дебиторской задолженности в размере 23 422

588 тыс. тенге.

#### **Активы/Пассивы**

Активы Компании по состоянию на конец 3 кв. 2015 г. составили 560 960 млн. тенге, увеличившись на 2,0% в результате, скорее всего, роста авансов, выданных за долгосрочные активы с 425 млн. тенге до 4 840 млн. тенге, увеличения нематериальных активов – на 2,1% и прочих долгосрочных и краткосрочных финансовых активов – на 40,3% и 64,8%, соответственно. Обязательства по итогам 9 мес. 2015 г. увеличились на 16,9%, составив 222 344 млн. тенге за счет, преимущественно, роста долгосрочных и краткосрочных займов на 30,8% и 40,9%. 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 338 616 млн. тенге, сократившись на 5,9% с начала текущего года в результате признания накопленного убытка в размере 9 416 млн. тенге против нераспределенной прибыли в размере 11 392 млн. тенге на начало года.

#### **Рекомендации**

В целом опубликованные финансовые результаты за 9 мес. 2015 г. оказались на уровне наших ожиданий. Из-за девальвации тенге по отношению к доллару США 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. Так, доходы Компании выражаются в тенге, в то время как большая часть заемного капитала и расходов по вознаграждениям выражаются в долларах США и евро. При этом, в целях регулирования валютного риска на депозитных счетах по состоянию на 30 сентября 2015 г. Компанией была размещена сумма в долларах США в размере 49 270 182 тыс. тенге, что обеспечивает обслуживание долга в течение 1,8-2 лет.

Между тем, ежегодно Компания создает резервы по дебиторской задолженности ГАК «Узбекэнерго», 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.

Несмотря на уверенный рост котировок энергомонополиста в течение осеннего периода на 61%, мы считаем, фундаментальные факторы не являются поддержкой для акций.

В связи с существующими рисками мы сохраняем рекомендацию «продавать» акции KEGOC, наша целевая цена составляет 470 тенге/акцию.

#### **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.



**Centras  
SECURITIES**

20.11.2015

АО "Сентрас Секьюритиз"  
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А  
Телефон: 8 (727) 259 88 77  
Email: [info@centras.kz](mailto:info@centras.kz)  
Website: [www.cesec.kz](http://www.cesec.kz)

#### **Аналитический Департамент**

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

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

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