

**Тикер (KASE)** -  
**Сектор** Энергетический  
**Кол-во простых акций, тыс. шт.:** 213 686  
**Капитализация (рассчитанная):**  
**млрд. тенге:** 147,8  
**Справедливая цена (тенге):** 670  
**Website Компании:** <http://www.kegoc.kz>

Источник: сайт Компании

#### Основные производственные показатели, млн. кВтч

Наименование	2011Ф	2012Ф	2013Ф	2014П	2015П
Передача электроэнергии.	41 042	43 487	41 055	40 932	41 269
Тех. диспет. электро-ии	80 812	83 512	83 863	85 854	87 893
Орг. баланс-я электро-ии	145 887	152 909	153 521	157 850	162 301
Продажа электроэнер-ии	2 360	3 500	4 086	5 904	7 214

Источник: Данные Компании и расчеты CS

#### Основные финансовые показатели, млрд. тенге

Наименование	2011Ф	2012Ф	2013Ф	2014П	2015П
Выручка	57 250	65 855	73 812	92 107	122 959
ЕБИТДА	17 225	17 871	-6 599	23 964	30 135
Прибыль до КПП	10 700	8 485	-17 688	12 415	16 899
Чистая прибыль	7 822	6 941	-14 500	9 521	13 151
Net Debt	46 944	47 920	61 821	66 747	75 313

Источник: Данные Компании и расчеты CS

#### Финансовые коэффициенты

Наименование	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П
P/E	-0,04x	0,07x	0,05x	0,04x	0,03x
EV/ЕБИТДА	-15,68x	5,29x	4,21x	3,89x	3,62x
EV/Sales	1,40x	1,38x	1,03x	0,92x	0,83x
EPS	-67,60x	44,39x	61,31x	72,74x	84,73x
Debt/Equity	0,42x	0,45x	0,44x	0,43x	0,43x
ROE	-6,56%	4,20%	5,60%	6,39%	7,13%
ROA	-3,95%	2,37%	3,05%	3,52%	3,95%
ЕБИТ	-20,52%	16,16%	16,55%	16,55%	16,45%
ЕБИТДА	-8,94%	26,02%	24,51%	23,71%	22,95%

Источник: Расчеты CS

## KEGOC

На сайте казахстанской фондовой биржи 21 октября 2014 г. после закрытия торговой сессии был опубликован предварительный инвестиционный меморандум по размещению акций KEGOC. Согласно представленным данным в инвестиционном меморандуме KEGOC мы пересмотрели нашу модель оценки справедливой цены с учетом приведенной тарифной политикой компании и установленного минимального размера коэффициента дивидендных выплат.

В настоящее время в Компании действуют следующие тарифы на регулируемые услуги Компании, утвержденные на период с 1 ноября 2013 года по 31 октября 2015 года:

- услуги по передаче электроэнергии
  - ✓ с 1 ноября 2013 г. по 31 октября 2014 г. в размере 1,305 тенге/кВтч (без НДС);
  - ✓ с 1 ноября 2014 г. по 31 октября 2015 г. в размере 1,469 тенге/кВтч (без НДС);
- услуги по технической диспетчеризации
  - ✓ с 1 ноября 2013 г. по 31 октября 2014 г. в размере 0,134 тенге/кВтч (без НДС);
  - ✓ с 1 ноября 2014 г. по 31 октября 2015 г. в размере 0,148 тенге/кВтч (без НДС);
- услуги балансирования
  - ✓ с 1 ноября 2013 г. по 31 октября 2014 г. в размере 0,060 тенге/кВтч (без НДС);
  - ✓ с 1 ноября 2014 г. по 31 октября 2015 г. в размере 0,068 тенге/кВтч (без НДС)

Согласно Инвестиционному меморандуму исторически Компания применяла фиксированные тарифы. В 2013 году, в преддверии Программы Народное IPO, руководство KEGOC решило изменить практику применения годовых тарифов и перейти к "предельным уровням тарифов". Действующий Закон о естественных монополиях также обязывает Компанию обращаться за предельными уровнями тарифов. Принципы расчета предельных уровней тарифов аналогичны расчету ежегодных тарифов за исключением того, что предельные уровни тарифов утверждаются сроком на несколько последовательных лет. В рамках подготовки к Потенциальному предложению KEGOC провело работу по увеличению утвержденных тарифов, действующих на среднесрочный период. В соответствии с Приказом АРЕМ от 16 мая 2014 г. №105-ОД увеличенные тарифы вступят в силу при условии принятия решения о Потенциальном предложении.

С момента принятия решения о Потенциальном предложении до 31 октября 2015 г., при оказании Компанией регулируемых услуг будут действовать предельные уровни тарифов в следующих размерах:

- ✓ услуги по передаче в размере 1,954 тенге/кВтч (без НДС) с ростом на 50% к действующему (1,305 тенге/кВтч);
- ✓ услуги по технической диспетчеризации в размере 0,182 тенге/кВтч (без НДС) с ростом на 36% к действующему (0,134 тенге/кВтч);
- ✓ услуги балансирования в размере 0,083 тенге/кВтч (без НДС) с ростом 38% к действующему (0,060 тенге/кВтч).

Источник: Предварительный инвестиционный меморандум

Нами была рассчитана средневзвешенная цена простых акций на основе трех методов – метод дисконтирования денежных потоков, сравнительный/рыночный метод и метод дисконтированных дивидендов. При расчете справедливой цены в модель оценки мы заложили вероятность увеличения тарифов в 2015 г. на 50% по передаче электроэнергии, на 36% по услугам по технической диспетчеризации и на 38% на услуги по балансированию. В последующих годах рост тарифов заложен на уровне 10%. Коэффициент дивидендных выплат определен на уровне 40% согласно данным Инвестиционного меморандума.

Таким образом, наша целевая цена составила **670 тенге за акцию**. Количество размещаемых акций по нашим подсчетам составляет порядка 24 млн. простых акций.

#### **Краткий обзор Компании**

- АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» (далее Компания) - национальная компания, осуществляющая услуги по передаче электрической энергии, технической диспетчеризации и организации балансирования производства-потребления электрической энергии в Казахстане. Единственным акционером компании по состоянию на 01.07.2014г. является АО «ФНБ «Самрук Казына».
- По состоянию на 01.07.2014 г. Компания имеет 100% доли участия в АО «Энергоинформ» и ТОО «Расчетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии».
- В рамках национальной программы «Народное IPO» Компания планирует в конце текущего года разместить около 10 - 15% от объема простых акций на KASE.
- Наша целевая цена будет предоставлена по получении дополнительной информации.

#### **Результаты анализа финансовой отчетности за 2013 г. и 1 п. 2014 г.**

В сентябре Компания опубликовала промежуточные результаты финансовой деятельности за первое полугодие 2014 г., согласно которым:

- Выручка Компании по итогам первого полугодия выросла на 22,04%, составив 42 686 млн. тенге по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. за счет преимущественно, роста доходов от услуг по организации и балансирования производства-потребления электроэнергии на 51,2%, доходов от реализации покупной электроэнергии в 4 раза.
- Доходы от передачи электроэнергии выросли на 1,8%, составив 24 343 млн. тенге по сравнению с показателем аналогичного периода 2013 г. Услуги по технической диспетчеризации выросли на 5,1%, составив 5 662 млн. тенге.
- Чистая прибыль Компании по итогам первого полугодия составила 588 млн. тенге, сократившись на 86% показателя аналогичного периода прошлого года, равного 4 310 млн. тенге. Снижение чистой прибыли Компании обусловлено получением убытка от курсовой разницы в размере 13 367 млн. тенге, тогда как показатель за аналогичный период 2013 г. был равен 101 млн. тенге.
- Административные расходы Компании составили 6 332 млн. тенге, увеличившись на 123,2% по сравнению с показателем первого полугодия 2013 г. При этом в отчетном периоде Компания признала прибыль от переоценки основных средств в размере 14 194 млн. тенге.
- Маржа операционной прибыли по итогам первого полугодия 2014 г. составила 37,1%. Маржа чистой прибыли составила 1,4%.

#### **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.
- 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](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)

Младший 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. Целевая цена, определенная в рамках данной публикации, является условной и рассчитана с учетом текущих доступных информации, указанных на официальном сайте Компании по состоянию на 22.09.2014 и может быть пересмотрена в зависимости от раскрытия дополнительных сведений относительно объема капитальных затрат и размера дивидендных выплат и др.. 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 2014r.