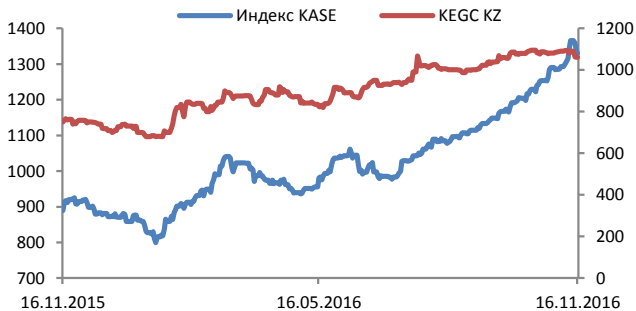


**Продавать**

Тикер (KASE)	KEGC
Сектор	Энергетический
Кол-во простых акций, тыс. шт.:	260 000
Капитализация (рассчитанная):	
млрд. тенге:	275,9
Рыночная цена (тенге)	1061,3
Мак. цена 52 нед. (13.10.2016)	1095
Мин. цена 52 нед. (12.01.2016)	680
Целевая цена (тенге):	761
Website Компании:	<a href="http://www.kegoc.kz">http://www.kegoc.kz</a>

Источник: Bloomberg

**Ценовой график**

**Основные производственные показатели, млн. кВтч**

Наименование	2013Ф	2014Ф	2015Ф	2016П
Передача электроэнергии	47 046	57 766	73 344	83 838
Тех. диспет. электро-ии	10 827	12 226	15 071	19 929
Орг. баланс-я электро-ии	6 843	10 330	13 017	13 614
Продажа электроэнергии	3 995	3 932	3 020	3 450

Источник: Данные Компании и расчеты CS

**Основные финансовые показатели, млрд. тенге**

Наименование	2013Ф	2014Ф	2015Ф	2016П
Выручка	73 812	93 520	110 061	117 806
ЕБИТДА	-6 599	38 909	48 205	43 490
Прибыль до КПП	-17 688	11 580	-9 947	3 235
Чистая прибыль	-14 500	8 616	-7 780	2 206
Net Debt	61 821	64 770	96 628	27 115

Источник: Данные Компании и расчеты CS

**Финансовые коэффициенты**

Наименование	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П
P/E	0,07x	-0,08x	0,29x	-1,77x	-0,21x
EV/ЕБИТДА	8,78x	7,08x	7,85x	7,82x	7,67x
EV/Sales	3,65x	3,10x	2,90x	2,74x	2,50x
EPS	33,14x	-29,92x	8,48x	-1,37x	-11,33x
Debt/Equity	0,30x	0,38x	0,38x	0,37x	0,38x
ROE	2,39%	-2,28%	0,64%	-0,10%	-0,87%
ROA	1,57%	-1,31%	0,35%	-0,06%	-0,47%
ЕБИТ	21,23%	23,43%	15,70%	15,45%	15,09%
ЕБИТДА	41,60%	43,80%	36,92%	35,02%	32,57%

Источник: Расчеты CS

## KEGOC

### Пересмотр целевой стоимости акций...

15 ноября АО "KEGOC" (далее Компания) опубликовало на сайте Казахстанской фондовой биржи KASE консолидированную финансовую отчетность за январь-сентябрь 2016 г., согласно которой Компания получила чистую прибыль в размере 22 415 млн. тенге против чистого убытка за 9 мес. 2015 г. в размере 12 584 млн. тенге, преимущественно, за счет роста доходов от операционной деятельности и сокращения убытка от курсовой разницы.

**Доходы/Расходы**

За отчетный период **доходы** Компании увеличились на 17,6% до 93 010 млн. тенге относительно 9 мес. прошлого года, что было связано, в основном, с ростом выручки от передачи электроэнергии на 7,4%, а также в связи с ростом доходов от услуг по технической диспетчеризации – на 28,5%.

**Себестоимость** оказанных услуг за 9 мес. 2016 г. увеличилась на 4,7% и составила 56 448 млн. тенге вследствие роста расходов по оплате труда и прочих отчислений, связанных с оплатой труда на 2,0%, себестоимости покупной электроэнергии – на 222,2%, а также расходов по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо – на 222,2%. При этом издержки, связанные с износом и амортизацией снизились на 2,8%, технологические расходы электрической энергии – на 19,9%.

В результате, **валовая прибыль** Компании составила 236 561 млн. тенге, увеличившись относительно показателя за 9 мес. прошлого года на 45,1%.

За отчетный период в Компании наблюдается снижение **общих и административных расходов** на 39,4% до 8 968 млн. тенге, что связано с сокращением начисленного резерва по сомнительной задолженности и по обесценению авансов – на 90,5%.

**Операционная прибыль** Компании за 9 мес. 2016 г. составила 27 462 млн. тенге, увеличившись относительно показателя 9 мес. прошлого года в 2,6 раза.

**Финансовый доход** Компании значительно увеличился на 101,9% до 4 765 млн. тенге вследствие роста процентного дохода от депозитов, текущих счетов и котируемых облигаций на 245,1%. Стоит отметить, что около 70% депозитов, текущих счетов и котируемых облигаций номинированы в долларах США с годовой процентной ставкой 4-6%, оставшаяся часть выражена в тенге с годовой процентной ставкой 10-16%.

**Финансовые расходы** Компании составили 4 252 млн. тенге, что выше показателя аналогичного периода прошлого года на 63,1%. Увеличение финансовых расходов обусловлено ростом процентов по займам на 200,8%, комиссий по банковским гарантиям – на 81,8% и амортизации комиссии за организацию займа – на 2,7%.

За 9 мес. 2016 г. Компания получила **убыток от курсовой разницы** в размере 740 млн. тенге, что ниже относительно аналогичного периода прошлого года на 97,0%. При этом в квартальном разрезе Компания признала прибыль в размере 275 млн. тенге в 3 кв. 2016 г. против убытка от курсовой разницы в размере 26 633 млн. тенге. Получение отрицательной курсовой разницы было обусловлено ослаблением тенге в течение 3 кв. 2015 г. вследствие отмены Правительством и НБРК валютного коридора и перехода к свободно плавающему обменному курсу тенге с 20 августа 2015 г.

**Активы/Пассивы**

Активы Компании по состоянию на конец 3 кв. 2016 г. составили 655 182 млн. тенге, увеличившись на 10,1%, в результате роста денежных средств и их эквивалентов на 356,2%, основных средств – на 0,6%, авансов, выданных

за долгосрочные активы - на 264,8%, запасов – на 14,6% и денежных средств, ограниченных в использование - на 66,3%.

Обязательства по итогам 9 мес. 2016 г. увеличились на 14,7%, составив 291 789 млн. тенге, за счет, преимущественно, выпуска облигаций. В рамках государственной программы «Нурлы Жол», в период с июня по август 2016 г. с целью финансирования проектов «Строительство линии 500кВ Экибастуз-Семей-Усть-Каменогорск» и «Строительство линии 500кВ Семей-Актогай-Талдыкорган-Алма», Компания разместила купонные облигации на АО «Казахстанская фондовая биржа» номинальной стоимостью 47 500 млн. тенге. Все облигации в рамках данной программы были выкуплены Единым Национальным Пенсионным Фондом. Полученные денежные средства были временно размещены на краткосрочных банковских депозитах.

Капитал Компании составил 363 392 млн. тенге, увеличившись на 6,6% с начала текущего года в результате признания нераспределенной прибыли в размере 15 724 млн. тенге против накопленного убытка в размере 6 950 млн. тенге на начало года.

#### **Рекомендации**

По итогам 9 месяцев, закончившихся 30 сентября 2016 г., финансовые показатели Компании заметно улучшились, в частности, зафиксирована чистая прибыль против чистого убытка годом ранее. Основными причинами появления чистой прибыли являются рост доходов, полученных от передачи электроэнергии, увеличение выручки от услуг по технической диспетчеризации, сокращение общих и административных расходов, а также эффект от сокращения убытка от курсовой разницы.

В пользу увеличения рыночной стоимости акций национальной компании Казахстана отразились итоги внеочередного общего собрания акционеров в конце октября 2016 г. Решением Общего собрания акционеров 40% чистого дохода за первое полугодие 2016 г. в размере 6,48 млрд. тенге распределено между всеми держателями простых акций KEGOC, что в расчете на одну простую акцию, составляет 24,93 тенге (двадцать четыре тенге девяносто три тиын). Таким образом, в текущем году дивиденды за первое полугодие выросли в 2,7 раза. Кроме того, KEGOC планирует ввести I -ый этап проекта «Строительство ВЛ 500 кВ транзита Север-Восток-Юг» уже в конце года либо в начале следующего года, что отразится на росте активов на 10% по сравнению с первым полугодием 2016 г. Реализацию I этапа, а именно - высоковольтных линий (ВЛ) 500 кВ «Экибастуз Шульбинская ГЭС (Семей) - Усть-Каменогорск» планируется досрочно завершить к 25-летию Независимости Республики Казахстан, то есть в 2017 г. Ввод в эксплуатацию ВЛ 500 кВ «Экибастуз - Шульбинская ГЭС (Семей) - Усть-Каменогорск» увеличит пропускную способность сетей в направлении «Север – Восток», обеспечит покрытие дефицитов электроэнергии Восточно-Казахстанской области вне зависимости от состояния существующих сетей, соединяющих ВКО с энергосистемой и проходящих через сети ЕЭС России. Строительно-монтажные работ по II этапу восточного транзита «Строительство ВЛ 500 кВ Шульбинская ГЭС (Семей) - Актогай - Талдыкорган – Алма» начаты уже в текущем году. Срок завершения данного этапа 2018 г.

Несмотря на уверенный рост котировок энергомонополиста в течение анализируемого периода, мы считаем, что фундаментальные факторы не являются столь весомой поддержкой для акций и удорожание ценных бумаг носит, скорее всего, спекулятивный характер. Таким образом, мы сохраняем рекомендацию «Продавать» акции KEGOC, наша целевая цена составляет 761 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 ГЭК «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](mailto:info@centras.kz)  
Website: [www.cesec.kz](http://www.cesec.kz)

**Аналитический Департамент:**

Директор аналитического департамента  
Меланич Маржан  
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722  
Email: [MMelanich@centras.kz](mailto:MMelanich@centras.kz)

Аналитик  
Соколова Анна  
Телефон: +7 (727) 259 87 99 вн.727  
Email: [asokolova@centras.kz](mailto:asokolova@centras.kz)

Аналитик  
Турьскулова Салтанат  
Телефон: +7 (727) 259 87 99 вн.727  
Email: [sturykulova@centras.kz](mailto:sturykulova@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.