

Прирост выручки на 25,2% г/г в 1П2015

07 сентября 2015

Бакытжан Хоцанов

b.khochshanov@halykfinance.kz

+7(727) 244 6538

РЕКОМЕНДАЦИЯ	ПОКУПАТЬ
Целевая цена, KZT/акцию	670
Потенциал роста/снижения	33%

Тикер	KEGS KZ
Последняя цена	505

Кол-во простых акций (млн)	260
Дневной объем торгов (тыс. шт. акций)	33
Доля акций в свобод.обращ. (%)	10%
Рыночн. кап-ция (\$ млн)	540

Основные акционеры:	
Самрук-Казына	90%

Финансовые показатели (млрд KZT)	2015П	2016П	2017П
Выручка	110.6	140.3	163.4
ЕБИТДА	37.7	57.3	69.7
Чистая прибыль	(2.1)	21.0	30.6
EPS	(7.9)	80.9	117.8
Собственный капитал	403.5	424.5	442.5
Чистый долг	63.9	97.5	126.6

Оценка	2015П	2016П	2017П
P/E (x)*	н/п	6.2	4.3
P/B (x)*	0.33	0.31	0.30
EV/ЕБИТДА (x)*	21.3	16.4	13.5
Дивидендная доходность (%)	11.2%	8.0%	19.7%
RoAE	(4.8%)	5.6%	5.7%

Динамика изменения цены акций	Относит.	
	Абсол.	KASE
1М	-3.3%	5.6%
3М	7.4%	-8.2%
6М	29.0%	5.8%
Максимум за 52 недели	580.9	
Минимум за 52 недели	300.0	

Источники: прогнозы Halyk Finance Research, Блумберг

Сегодня руководство АО «КЕГОК» объявило, что СД компании предложило выплату дивидендов в размере 40,01% от чистой прибыли за 1П2015 или Т9,4 тенге/акцию, предполагая дивидендную доходность 3,8% к вчерашней цене закрытия. Ввиду того, что компания планирует ряд корректировок в свой план капзатрат на фоне девальвации тенге, считаем пока целесообразным сохранить наши предыдущие прогнозы по капзатратам, а также целевую цену в Т670/акцию и рекомендацию «Покупать».

Рекомендуемая выплата дивидендов – Т9,4/акцию.

Сегодня на встрече с аналитиками представители компании объявили, что СД принял решение рекомендовать выплату дивидендов в размере 40,01% от чистой прибыли за 1П2015, т.е. Т9,4/акцию. Отметим, что при выплате указанного дивиденда, дивидендная доходность к вчерашней цене закрытия составит 3,8% годовых.

В ожидании повышения тарифов. Наиболее позитивным фактором для компании является поэтапное повышение тарифных планов. По нашим расчетам, в следующие 5 лет по основным услугам (передача, балансирование и тех.диспетчеризация э/э) тарифы кумулятивно вырастут в 1,5-2,0 раза, в т.ч. на 25% в следующем году. Помимо плановых графиков, компания может обратиться с заявкой на изменение тарифов на основании «чрезвычайных регулирующих мер», предусмотренных в Законе «О естественных монополиях и регулируемых рынках», которые возникают при «увеличении стоимости стратегических товаров или возникновения чрезвычайных ситуаций». Для большей ясности, планируются поправки в указанный Закон, которые конкретизируют параметры применения данной нормы.

Рост доходов и ЕБИТДА компании в 1П2015. Объемы предоставленных услуг практически не изменились в 1П2015 г/г (менее ±1,5%), а прирост доходов составил 25,2% ввиду увеличения тарифов на основные услуги (на 36-50%), при снижении прочих доходов с 9,0 млрд до Т2,7 млрд. Себестоимость услуг выросла незначительно на 1,3% г/г, и в результате ЕБИТДА компании улучшилась на 11,6пп до 33,9%. Чистая прибыль составила Т6,1 млрд в 1П2015, а чистый доход на инвестированный капитал (РБА) – 4,4%.

Убыток по курсовой разнице около Т16 млрд. По данным компании убыток по курсовой разнице составит около Т3,0

млрд тенге на каждое изменение курса тенге в 10KZT/USD. С учетом обесценения тенге на 22% с 20 августа до KZT243,10/USD на сегодня (+55KZT/USD) считаем, что убыток от курсовой разницы в 3 кв. составит около T16 млрд. На конец 1П2015 займы компании составляли T100,4 млрд, выраженные в валюте и привлеченные от ЕБРР и МБРР. Короткая валютная позиция частично компенсируется депозитами, размещенные в валюте (~\$179 млн на конец 1П2015), за счет которых компания может погашать задолженность по своим кредитам в последующие 2 года.

Пересмотр плана капзатрат. Компания подала смету расходов на утверждение тарифного плана на следующие 5 лет до девальвации тенге. Соответственно, в высланной смете объем капзатрат не отражает новые уровни курса тенге. Вместе с тем, компания планирует осуществить ряд мероприятий по оптимизации объемов капзатрат и в результате считаем, что пока преждевременно оценивать конечный эффект девальвации на капзатраты. По нашим расчетам, компания освоит T287 млрд в следующие 5 лет, из которых T73 млрд в 2016 году. Согласно оглашенной сегодня информации, компания планирует привлечь до T70 млрд в виде облигаций в тенге в течение следующего года на местном рынке.

Задолженность ГАК Узбекэнерго. Компания как оператор национальных сетей осуществляет услуги регулирования мощности по межгосударственным перетокам э/э, в том числе взаимодействуя с ГАК Узбекэнерго. По информации компании, Узбекэнерго оплатил около половины ранее предоставленных ему услуг, а на большую часть непогашенной задолженности КЕГОК начислил резервы в общей сумме \$60 млн по итогам 1П2015. Так как с учетом координации действий операторов, отклонения перетоков сведены к минимуму, в дальнейшем не ожидаем прироста данной статьи расходов, а по историческим оборотам компания может получить прибыль после урегулирования задолженности с узбекской стороной и сторнирования начисленных резервов.

Сохраняем рекомендацию «Покупать». Так как компания планирует оптимизировать свой план капзатрат, считаем, что 22%-ное обесценение тенге имеет негативное, но пока умеренное влияние на оценку компании. Капзатраты, начиная с 2016-2017 года, будут расти в номинальном выражении в тенге, но их прирост будет компенсирован приростом РБА (с 262 млрд на конец 2015 до T292 млрд на конец 2016 года) и соответственно тарифов, что нивелирует эффект девальвации тенге. Соответственно, мы сохраняем нашу целевую цену по компании на уровне T670/акцию и рекомендацию «Покупать». Мы обновим нашу целевую цену после релиза данных по новым тарифам на последующие 5 лет, а также после внесения ясности компанией по объемам освоения капзатрат на фоне девальвации и корректировок со стороны компании.

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

в млрд тенге, кроме значений за акции	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Отчет о прибылях и убытках								
Доходы	73,8	93,5	110,6	140,3	163,4	187,5	203,6	218,4
Себестоимость услуг (не вкл. амортиз)	47,3	55,7	64,2	73,7	83,6	94,1	103,0	112,9
Валовая прибыль	26,5	37,8	46,4	66,6	79,7	93,5	100,6	105,6
Общие и административные расходы	6,1	12,8	8,5	9,1	9,9	10,7	11,5	12,4
Расходы по реализации	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
ЕБИТДА	20,2	24,8	37,7	57,3	69,7	82,6	88,8	92,9
Амортизация	8,5	19,0	22,9	22,9	23,5	25,2	26,9	28,2
ЕБИТ	11,7	5,8	14,9	34,3	46,1	57,4	62,0	64,7
Финансовые (доходы)	(1,8)	(1,9)	(1,0)	(1,4)	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,1)
Финансовые расходы	2,0	4,3	4,7	5,2	4,9	6,2	7,7	9,0
Прочие (доходы)	(0,4)	(1,9)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)
Прочие расходы	26,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Доля в убытках ассоциир. компаний	-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
(Доходы)/расходы от курс. разницы	2,7	7,5	13,8	4,2	3,8	3,8	3,7	3,2
Прибыль до вычета налогов	(17,7)	11,6	(2,6)	26,3	38,3	48,2	51,5	53,7
Расходы по подоходному налогу	(3,2)	3,0	(0,5)	5,3	7,7	9,6	10,3	10,7
Чистая прибыль	(14,5)	8,6	(2,1)	21,0	30,6	38,6	41,2	42,9
Разводненное кол-во акций	238	260	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию (EPS)	(60,8)	33,1	(7,9)	80,9	117,8	148,3	158,6	165,1
Балансовый отчет								
Деньги и их эквиваленты	11,7	14,0	20,2	21,7	23,9	28,4	32,2	35,2
Деньги, ограничен. в использовании	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Прочие финансовые активы	19,0	28,9	20,6	5,6	-	-	-	-
Торговая и прочая деб. задол-сть	8,5	14,7	19,9	25,2	29,4	33,7	36,6	39,3
Налоги к возмещению	1,1	3,6	2,2	2,8	3,3	3,8	4,1	4,4
Товарно-материальные запасы, нетто	1,9	2,0	4,8	5,3	5,9	6,5	7,1	7,7
Текущий подоходный налог	2,8	1,4	4,4	5,6	6,5	7,5	8,1	8,7
Прочие краткосрочные активы	0,9	0,3	2,2	2,8	3,3	3,8	4,1	4,4
Всего краткосрочные активы	47,7	66,8	76,4	71,0	74,2	85,7	94,2	101,7
Основные средства, нетто	308,8	477,4	492,9	543,0	587,7	618,3	636,9	654,2
Нематериальные активы	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Авансы, выданные	8,8	0,4	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Инвестиции в ассоц.предприятия	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Прочие финансовые активы	0,9	3,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Прочие долгосрочные активы	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Итого активы	367,3	549,9	580,1	624,9	672,8	714,8	742,0	766,7
Краткосрочная часть займов	10,2	12,9	-	-	8,9	14,6	12,2	4,2
Кредиторская задолженность	14,7	12,0	28,6	31,8	35,2	39,2	42,7	46,4
Авансы полученные	0,8	1,0	1,5	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4
Дивиденды к уплате	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	2,0	2,7	3,7	4,1	4,5	5,1	5,5	6,0
Всего краткосрочные обязательства	27,7	28,6	33,8	37,5	50,5	60,8	62,6	58,9
Долгосрочные займы	82,3	94,7	106,7	126,8	143,6	155,2	162,5	172,8
Обязательства по отсроченному налогу	36,1	66,8	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Итого обязательства	146,1	190,1	176,6	200,4	230,2	252,1	261,2	267,7
Уставный капитал	107,2	126,8	139,3	139,3	139,3	139,3	139,3	139,3
Резервный капитал	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Резерв переоценки основных средств	110,9	221,8	263,2	263,2	263,2	263,2	263,2	263,2
Непокрытый убыток	3,2	11,4	1,2	22,2	40,2	60,4	78,5	96,7
Собственный капитал	221,2	359,8	403,5	424,5	442,5	462,7	480,8	499,0
Итого обязательства и собственный капитал	367,3	549,9	580,1	624,9	672,8	714,8	742,0	766,7

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».

© 2015, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Директор департамента продаж

Ардак Нурахаяева, +7 (727) 244-6991
a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:

Мария Пан, +7 (727) 244-6545
m.pan@halykfinance.kz

Айжан Туралиева, +7 (727) 244-6545
a.turaliyeva@halykfinance.kz

Директор департамента исследований

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Макроэкономика

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Бахытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538
b.khochshanov@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
s.amangeldi@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Tel. +7 (727) 259 0467
Fax. +7 (727) 259 0593
<http://www.halykfinance.kz/en>

Для розничных инвесторов:

Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980
d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203
s.mukanova@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538
g.zhapakova@halykfinance.kz

Bloomberg

HILFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance