

Тарифы ниже ожиданий

09 декабря 2015

Бакытжан Хошанов

b.khochshanov@halykfinance.kz

+7(727) 244 6538

РЕКОМЕНДАЦИЯ	ДЕРЖАТЬ
Целевая цена, KZT/акцию	789
Потенциал роста/снижения	5%

Тикер	KEGC KZ
Последняя цена	749

Кол-во простых акций (млн)	260
Дневной объем торгов (тыс. шт. акций)	48
Доля акций в свободобращ. (%)	10%
Рыночн. кап-ция (\$ млн)	632

Основные акционеры:	
Самрук-Казына	90%

Финансовые показатели (млрд KZT)	2015П	2016П	2017П
Выручка	113.1	125.7	170.1
ЕБИТДА	33.9	35.3	72.1
Чистая прибыль	(24.5)	18.4	31.5
EPS	(94.3)	70.9	121.0
Собственный капитал	327.1	343.1	363.5
Чистый долг	142.7	176.3	209.4

Оценка	2015П	2016П	2017П
P/E (x)*	н/п	10.6	6.2
P/B (x)*	0.60	0.57	0.54
EV/ЕБИТДА (x)*	9.9	10.5	5.6
Дивидендная доходность (%)	1.3%	5.7%	9.7%
RoAE	(4.4%)	3.1%	4.9%

Динамика изменения цены акций	Абсол.	Относит.
		КASE
1М	7.0%	-3.6%
3М	51.3%	4.3%
6М	50.4%	-6.7%
Максимум за 52 недели	775.0	
Минимум за 52 недели	300.0	

Источники: прогнозы ХФ, Блумберг

Регулятор утвердил компании тарифы на 2016-2020гг, которые растут в среднем на 7,4% в год, что ниже, чем ожидавшийся нами ранее рост по 12,5% в год. Так как заявка на тарифы была подана до девальвации, ожидаем, что фактические расходы, начиная со 2П2015, превысят сметные. Мы также ожидаем, что компания воспользуется правом подать на пересмотр тарифов в рамках так называемых «чрезвычайных регулирующих мер». Считаем, что в случае пересмотра, тарифы вступят в силу не ранее 2017 года. Мы предполагаем, что утвержденные тарифы на 2016 год останутся в силе, но, начиная с 2017 года и до 2020 года, тарифный план может быть пересмотрен в сторону повышения. В нашей модели прирост тарифов составляет в среднем 12,3% в год в 2017-2020гг. Мы меняем рекомендацию с «Покупать» на «Держать» с 12-месячной целевой ценой Т789/акцию.

Тарифы ниже ожиданий, но ждем их пересмотра на 2017-2020гг. Компания подала заявку на утверждение тарифов в 1П2015, и 22 октября объявила об утверждении новых тарифов на следующие пять лет. Предполагаем, что утвержденные относительно низкие тарифы с ростом в среднем на 7,4% в год основаны на допущении о низкой инфляции. Скорее всего, после прошедшей девальвации расходы будут расти быстрее. Компания имеет право подать заявку на пересмотр тарифов до истечения тарифного периода в рамках так называемой нормы «чрезвычайные регулирующие меры». Считаем, что рост расходов может стать основанием для применения ЧРМ, что произойдет впервые в практике компании.

Задолженность ГАК Узбекэнерго Компания создала резервы на большую часть непогашенной задолженности от ГАК Узбекэнерго, (~\$54 млн на конец 9М2015). В случае погашения задолженности, компания получит прибыль от восстановления провизий, но в дальнейшем задолженность может снова сформироваться.

Риск нарушения ковенантов. 17 ноября Fitch подтвердило рейтинг на уровне «BBB+», и снизило прогноз на «Негативный», так как доля гарантированного долга может снизиться ниже 40% в 2016-2017гг. при выпуске дополнительного долга. Левередж возрастает ввиду девальвации тенге, и в случае привлечения дополнительного заимствования. Чтобы не нарушить ковенанты, ожидаем, что компания будет проводить переговоры с кредиторами по их пересмотру.

Рекомендация «Держать». Наша целевая цена приближена к текущей цене, и дальнейший прирост цены ограничен в ближайшие 12 месяцев, на наш взгляд. Рекомендация по КЕГОК – «Держать» (ранее – «Покупать»), а 12-месячная целевая цена Т789/акцию.

Использование возможности «ЧРМ» 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, в том числе список конкретных товаров и индикаторов и уровень их изменения для применения данной нормы.

Ожидаем пересмотра тарифов 22 октября компания объявила об утверждении нового тарифного плана на следующие 5 лет с датой ввода с 1 января 2016г. Согласно данному графику ежегодный прирост тарифов в последующие четыре года составит 7,4% в среднем в следующие 5 лет.

Рисунок 1. Новый тарифный план

тг/к-Втч	2016	2017	2018	2019	2020
Передача	2.080	2.246	2.496	2.823	2.797
Тех. диспетчеризация	0.231	0.234	0.249	0.306	0.306
Балансирование	0.084	0.086	0.091	0.098	0.098

Источник: данные компании

Объявленное увеличение тарифов (+7,4% в среднем в следующие 5 лет) оказалось ниже наших ожиданий против нашего раннего прогноза на 12,5%. По информации компании, эффект произошедшей девальвации не учитывается в новом тарифном плане, который в случае учета, на наш взгляд, повысит прогнозируемые расходы компании. На наш взгляд, данный утвержденный тарифный план будет исполнен в 2016 году, но, наиболее вероятно, будет пересмотрен в сторону повышения с 2017 года, учитывая изменения рыночных условий.

Вероятность нарушения ковенантов. 17 ноября 2015 рейтинговое агентство Fitch подтвердило рейтинг КЕГОК на уровне «BBB+», но снизило прогноз на «Негативный», ожидая, что в 2015-2018 годах компания может нарушить ковенанты, установленные в рамках займов перед ЕБРР и Всемирным банком, в частности в случае если доля гарантированного долга перед государством снизится ниже 40% и/или отношение чистого долга к EBITDA превысит 4.0. На наш взгляд, в случае выпуска дополнительного негарантированного долга, в том числе в виде облигаций, либо если не будут пересмотрены утвержденные тарифы, то нарушение ковенантов возможно реализуется в 2015-2017 годах. В случае нарушения ковенантов, агентство информировало, что может снизить рейтинг на 1 пункт. Мы считаем, что по аналогии с предыдущей девальвацией, компания будет вести переговоры с кредиторами в целях пересмотра ковенантов.

По информации компании, она имеет достаточный запас ликвидности, чтобы обеспечить платежи по своим обязательствам на следующие 2 года. Соответственно, считаем, что риск неисполнения обязательств перед кредиторами является на данный момент низким.

Следующие дивиденды не ранее итогов 1П2016. Во второй половине ноября компания выплатила дивиденд на уровне Т9,4/акцию или 40,01% от чистой прибыли за 1П2015. По итогам 2015 года ожидаем, что компания дивиденды выплачивать не будет, так как убыток от курсовой разницы во 2П2015 приведет к убытку также по итогам 2015 года.

Убыток от курсовой разницы образуется ввиду наличия крупных займов (около Т100,4 млрд на конец 1П2015), выраженные в валюте и привлеченные от ЕБРР и МБРР. Компания имела значительную короткую валютную позицию, которая 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. Убыток от курсовой разницы составил Т26 млрд в 3 кв. В дальнейшем ожидаем, что компания будет увеличивать долю займов в тенге, в том числе за счет выпуска облигаций.

Рисунок 2. Динамика по доходам и дивидендам

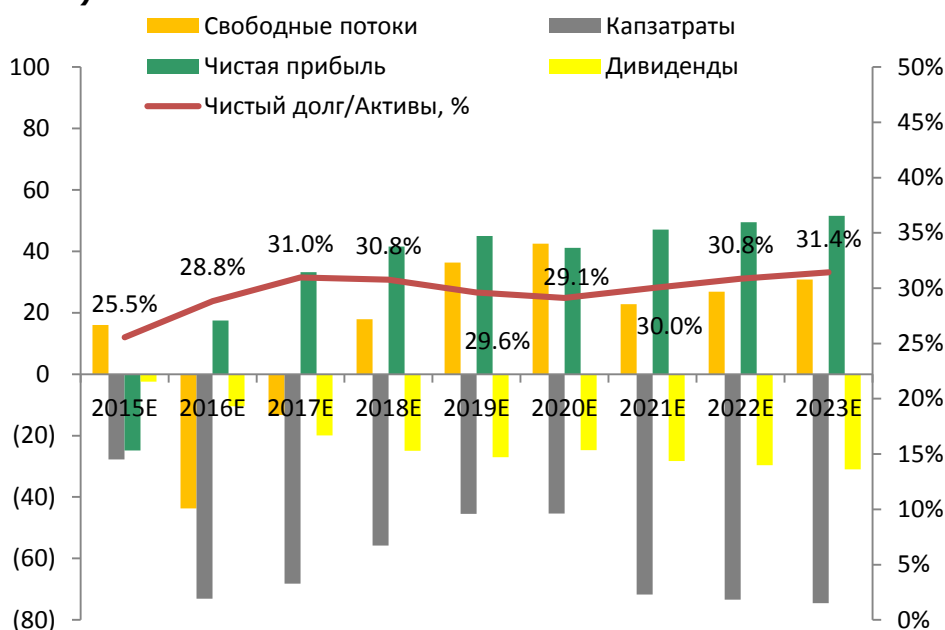
в млрд тт	2016	2017	2018	2019	2020
Доходы	125.7	170.1	191.9	205.6	216.6
ЕВITDA	35.3	72.1	86.0	94.1	99.3
Чистая прибыль	18.4	31.5	39.7	43.5	40.1
Дивиденды (тт/акцию)	42.6	72.6	91.6	100.3	92.6

Источник: расчеты ХФ

Несмотря на убыточность деятельности по итогам 2015 года, считаем, что дивиденды будут повышаться на фоне прироста тарифов и доходов в последующие годы. Так, по итогам 2016 года ожидаем дивиденд на уровне Т43/акцию при коэффициенте выплаты в 60%.

План капзатрат на пересмотре. Смета расходов на следующие 5 лет в целях утверждения тарифного плана была подана до девальвации тенге и, соответственно, не отражает новые уровни курса тенге. Вместе с тем, компания планирует осуществить ряд мероприятий по «оптимизации» объемов капзатрат, что компенсирует эффект увеличения капзатрат от девальвации. Мы ожидаем, что компания освоит около Т290 млрд в следующие 5 лет, из которых более 60% придется на 2016-2018 года.

Рисунок 3. Прогнозы по свободным денежным потокам, капвложениям, дивидендам (в млрд KZT)



Обзор изменений в финансовой модели. Мы считаем, что новый тарифный план будет действовать в 2016 году, но ожидаем, что компания на основании изменения рыночных условий подаст обновленную заявку с пересмотром утвержденных тарифов.

Рисунок 4. Обзор изменений в прогнозах

	2015	2016	2017	2018
<i>Выручка (KZT млрд)</i>				
Предыдущий	115	149	174	198
Новый	113	126	174	196
% изменение	(1.6%)	(15.5%)	0.0%	(1.1%)
% рост	20.9%	11.2%	38.2%	12.9%
<i>EBITDA (KZT млрд)</i>				
Предыдущий	39	63	78	92
Новый	34	35	76	90
% изменение	(12.5%)	(44.0%)	(2.7%)	(1.9%)
% рост	36.8%	3.9%	115.0%	19.2%
<i>Чистая прибыль (KZT млрд)</i>				
Предыдущий	8	25	35	43
Новый	(25)	18	34	43
% изменение	-	(24.8%)	(0.6%)	0.2%
% рост	-	-	87.0%	25.8%
<i>EPS (KZT/акцию)</i>				
Предыдущий	32	94	133	166
Новый	(94)	71	133	167
% изменение	-	(24.8%)	(0.6%)	0.2%
<i>Дивиденд (KZT/акцию)</i>				
Предыдущий	19	57	80	100
Новый	9	43	80	100
% изменение	(51.1%)	(24.8%)	(0.6%)	0.2%
Коэф-т выплаты дивид.	-	60%	60%	60%

Источник: прогнозы ХФ

В нашей финансовой модели мы обновили следующие данные: 1) учли новый тарифный план на 2016 год, при этом ожидаем ревизию тарифного плана в сторону увеличения с датой ввода

с 2017 года; 2) обнулили вес метода сравнительных аналогов из расчета 12-месячной целевой цены в связи с тем, что компания не имеет прямых аналогов в Казахстане, а на международном уровне различия в регуляторных режимах существенны; 3) обновили финансовые данные с учетом выхода исторической финансовой отчетности за 9М2015.

Задолженность ГАК Узбекэнерго Одной из предоставляемых услуг компании является регулирование мощности по межгосударственным перетокам э/э, в том числе взаимодействуя с ГАК Узбекэнерго. По информации компании, озвученной в сентябре, Узбекэнерго оплатил около половины ранее предоставленных ему услуг, а на большую часть непогашенной задолженности КЕГОК начислил резервы в общей сумме около \$54 млн по итогам 9М2015. С учетом координации действий операторов, отклонения перетоков сведены к минимуму, и в дальнейшем не ожидаем существенного прироста данной статьи расходов, а по историческим оборотам компания может получить прибыль после урегулирования задолженности с узбекской стороной и сторнирования начисленных резервов.

Рекомендация по КЕГОК «Держать». Уровни тарифов, объявленные 22 октября, вышли меньше наших ожиданий, но считаем, что они могут быть пересмотрены в сторону повышения. Наша целевая цена приближена к текущей цене, и дальнейший прирост цены носит ограниченный характер, на наш взгляд. Наша рекомендация по компании – «Держать» (ранее – «Покупать»), а 12-месячная целевая цена Т789/акцию.

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

<i>в млрд тенге, кроме значений за акции</i>	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Отчет о прибылях и убытках								
Доходы	73.8	93.5	113.1	125.7	170.1	191.9	205.6	216.6
Себестоимость услуг (не вкл. амортиз)	47.3	55.7	59.9	70.0	76.7	83.7	88.3	93.3
Валовая прибыль	26.5	37.8	53.2	55.7	93.4	108.2	117.2	123.3
Общие и административные расходы	6.1	12.8	19.1	20.2	21.1	22.0	22.9	23.8
Расходы по реализации	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ЕБИТДА	20.2	24.8	33.9	35.3	72.1	86.0	94.1	99.3
Амортизация	8.5	19.0	22.9	22.9	23.5	25.2	26.8	28.1
ЕБИТ	11.7	5.8	11.1	12.3	48.6	60.8	67.3	71.1
Финансовые (доходы)	(1.8)	(1.9)	(1.0)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(1.0)	(1.1)
Финансовые расходы	2.0	4.3	6.0	9.0	10.0	12.0	13.9	15.3
Прочие (доходы)	(0.4)	(1.9)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Прочие расходы	26.8	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Доля в убытках ассоциир. компаний	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Доходы)/расходы от курс. разницы	2.7	7.5	36.8	(19.0)	-	-	-	6.8
Прибыль до вычета налогов	(17.7)	11.6	(30.7)	23.1	39.3	49.6	54.3	50.1
Расходы по подоходному налогу	(3.2)	3.0	(6.1)	4.6	7.9	9.9	10.9	10.0
Чистая прибыль	(14.5)	8.6	(24.5)	18.4	31.5	39.7	43.5	40.1
Разводненное кол-во акций	238	260	260	260	260	260	260	260
Прибыль на акцию (EPS)	(60.8)	33.1	(94.3)	70.9	121.0	152.7	167.1	154.3
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	-	-	-	-	-	-
Торговая и прочая деб. задол-сть	8.5	14.7	20.3	22.6	30.6	34.5	36.9	38.9
Налоги к возмещению	1.1	3.6	2.3	2.5	3.4	3.8	4.1	4.3
Товарно-материальные запасы, нетто	1.9	2.0	4.5	5.1	5.5	6.0	6.3	6.7
Текущий подоходный налог	2.8	1.4	4.5	5.0	6.8	7.7	8.2	8.7
Прочие краткосрочные активы	0.9	0.3	2.3	2.5	3.4	3.8	4.1	4.3
Всего краткосрочные активы	47.7	66.8	56.1	61.5	75.6	86.2	93.9	100.2
Основные средства, нетто	308.8	477.4	492.9	542.9	587.3	617.4	635.3	651.5
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	559.8	615.2	673.7	714.5	740.0	762.5
Краткосрочная часть займов	10.2	12.9	35.3	73.5	95.9	105.0	105.1	97.7
Кредиторская задолженность	14.7	12.0	26.8	30.6	33.0	35.8	37.9	39.9
Авансы полученные	0.8	1.0	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
Дивиденды к уплате	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	2.0	2.7	3.5	3.9	4.2	4.6	4.9	5.1
Всего краткосрочные обязательства	27.7	28.6	67.0	109.6	134.8	147.2	149.8	144.8
Долгосрочные займы	82.3	94.7	129.7	126.5	139.4	146.9	150.2	163.6
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	232.7	272.2	310.2	330.2	336.1	344.5
Уставный капитал	107.2	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8	126.8
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	221.8	221.8	221.8	221.8	221.8	221.8
Непокрытый убыток	3.2	11.4	(21.3)	(5.3)	15.1	35.9	55.6	69.6
Собственный капитал	221.2	359.8	327.1	343.1	363.5	384.3	403.9	418.0
Итого обязательства и собственный капитал	367.3	549.9	559.8	615.2	673.7	714.5	740.0	762.5

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

Мария Пан, +7 (727) 244-6545

m.pan@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:

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 Хошанов, +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

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance