

27 февраля 2017 г.

Выпуск облигаций			
	Цена	YTM	Объем в обращ., USD млн
USD SAMRUK 3.75% 'дек-17	100.72	2,9%	500

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB	Негатив.	19 фев 16
Fitch	BB+	Стабиль.	15 фев 17

Основные финансовые показатели				
(млрд тенге)	2013	2014	2015	30.сен.16
Денежные средства и экв.	15	22	32	20
Краткосрочные активы	98	94	118	90
Долгосрочные активы	520	860	908	950
Активы	618	954	1 026	1 040
Краткосрочные обязательства	49	87	116	62
Долгосрочные обязательства	185	374	427	467
Обязательства	234	461	544	529
Капитал	385	493	483	511

	2013	2014	2015	9М2016
Выручка	136	221	229	160
Себестоимость	-105	-157	-166	-124
Валовая прибыль	31	64	63	36
EBITDA	63	87	75	61
Чистая прибыль	42	13	-80	13

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	с нач.года
Денежные средства и экв.	-84,0%	42,1%	47,4%	-36,1%
Краткосрочные активы	-28,9%	-3,7%	24,9%	-23,4%
Долгосрочные активы	17,9%	65,3%	5,6%	4,6%
Активы	6,8%	54,3%	7,6%	1,4%
Краткосрочные обязательства	-21,4%	78,8%	33,0%	-46,5%
Долгосрочные обязательства	8,0%	102,3%	14,4%	9,2%
Обязательства	0,2%	97,3%	17,9%	-2,7%
Капитал	11,2%	28,2%	-2,1%	6,0%
Выручка	43,7%	62,8%	3,5%	-3,3%
Себестоимость	35,8%	50,2%	5,5%	4,0%
Валовая прибыль	78,2%	105,1%	-1,6%	-22,1%
EBITDA	95,4%	37,8%	-14,0%	15,2%
Чистая прибыль	125%	-68,4%	-	-

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	9М2016
Валовая маржа	23,0%	28,9%	27,5%	22,4%
Маржа EBITDA	46,4%	39,3%	32,6%	38,3%
Маржа чистой прибыли	30,9%	6,0%	-34,9%	8,4%
Долг	177	324	411	404
Чистый долг	162	302	379	384
Долг/Капитал	0,5	0,7	0,9	0,8
Долг/EBITDA	2,8	3,7	5,5	6,6
Чистый долг/EBITDA	2,6	3,5	5,1	6,3
Фин.расходы/EBITDA	0,1	0,3	1,5	0,2
RoA	6,8%	1,4%	-7,8%	1,3%
RoE	10,9%	2,7%	-16,6%	2,6%

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты HF

Мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** облигации Самрук-Энерго, деноминированные в долларах США. Хотя доходность данных облигаций на текущих уровнях невысока, они все еще остаются привлекательной альтернативой валютным депозитам, способной обеспечить сходный низкий уровень риска при более высоком доходе. Несмотря на ухудшение финансовых показателей вследствие общей негативной динамики макроэкономических факторов, мы считаем, что Компания сможет рефинансировать свои долговые обязательства, погашаемые в конце текущего года. Основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов, по-прежнему остается государственная поддержка в лице единственного акционера (Самрук-Казына).

Результаты за 9М2016 года

По итогам 9 месяцев 2016 года выручка Компании снизилась на 3,3% г/г в основном в связи со снижением доходов от реализации электроэнергии на 6,6% г/г, занимающих более 80% от общих доходов. Ранее Самрук-Энерго планировало в 2016 году увеличить объемы производства электроэнергии на 4,2% г/г, а общий прогноз выручки на 2016 год составлял 255,7 млрд.тенге (+11,7% г/г)¹. Согласно нашим расчетам на основании аннуализированных данных за 9 месяцев 2016 года, выручка Компании за весь 2016 год может составить 221,3 млрд.тенге, что на 13% ниже прогноза Самрук-Энерго скорее всего вследствие более низких фактических объемов производства электроэнергии.

Себестоимость выросла на 4,0%, что привело к падению валовой прибыли на 22,1% г/г. Основной рост себестоимости произошел за счет увеличения расходов, связанных с износом основных средств и амортизацией нематериальных активов, на 19,9% г/г (26,4% от общей себестоимости), оплатой труда и связанных расходов на 8,7% г/г (16,2% от себестоимости), а также оплатой услуг сторонних организаций на 49,4% г/г (3,3% от себестоимости).

На фоне роста не денежных расходов, связанных с износом и амортизацией, по результатам 9 месяцев 2016 года показатель EBITDA вырос на 15,2% г/г. В то же время, размер денежных средств и их эквивалентов снизился на 36,1% до 20 млрд.тенге. Анализ отчета о движении денежных средств показывает, что основной причиной сокращения денежных средств стало снижение потоков от операционной деятельности на 7,5% г/г (40,1 млрд.тенге против 43,3 млрд.тг) в совокупности с сокращением потоков от финансовой деятельности более чем в четыре раза (10,1 млрд.тенге против 38,1 млрд.тг), даже несмотря на уменьшение объемов денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности, на 28,6% г/г (62,4 млрд.тенге против 87,4 млрд.тенге).

На финансовые расходы Самрук-Энерго за 9М2015 года значительное влияние оказало обесценение тенге после перехода к политике плавающего обменного курса в августе 2015 года, а по итогам 9М2016 года влияние данного фактора значительно снизилось. В результате, снижение финансовых расходов более чем в четыре раза вместе с более чем двукратным ростом финансовых доходов обеспечили получение чистой прибыли в размере 13,3 млрд.тенге (9М2015г.: убыток 41,7 млрд.тенге).

Чистая прибыль и эмиссия акций на 17,7 млрд.тенге стали основными факторами увеличения акционерного капитала

¹ По данным Отчета руководства Самрук-Энерго о финансово-хозяйственной деятельности по итогам 2015 года

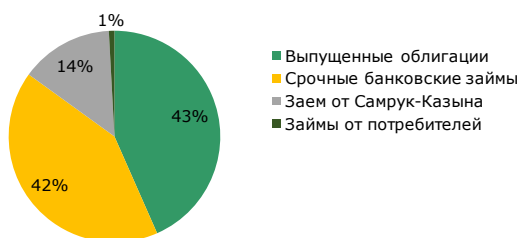
Рис. 1. Финансовые результаты 9М2016г.

млн тенге	9М2016	9М2015	% г/г
Выручка	159 814	165 277	-3,3%
Себестоимость	-123 982	-119 257	4,0%
Валовая прибыль	35 832	46 020	-22,1%
Прочие доходы (чистые)	416	-227	-
Расходы по реализации	-2 281	-2 227	2,4%
Общие и административные расходы	-10 697	-10 475	2,1%
Доля в (убытках)/доходах совместных п	4 255	-8 215	-
Финансовые доходы	5 647	2 131	165,0%
Финансовые расходы	-14 793	-64 432	-77,0%
(Убыток)/прибыль до налогообложения	18 378	-37 425	-
Расходы по подоходному налогу	-5 128	-6 781	-24,4%
Прибыль от прекращенной деят.	95	2 469	-96,1%
(Убыток)/прибыль за год	13 345	-41 736	-

Рис. 2. Финансовые результаты 3кв2016г.

млн тенге	3кв2016	3кв2015	% г/г
Выручка	50 646	51 185	-1,1%
Себестоимость	-39 946	-37 533	6,4%
Валовая прибыль	10 700	13 652	-21,6%
Прочие доходы (чистые)	333	-365	-
Расходы по реализации	-594	-663	-10,4%
Общие и административные расходы	-3 351	-2 973	12,7%
Доля в (убытках)/доходах совместных п	573	-11 070	-
Финансовые доходы	2 699	730	269,6%
Финансовые расходы	-4 509	-52 169	-91,4%
(Убыток)/прибыль до налогообложения	5 851	-52 856	-
Расходы по подоходному налогу	-1 287	-1 532	-16,0%
Прибыль от прекращенной деятельности	91	0	-
Чистая прибыль	4 656	-54 389	-

Рис.3. Основные источники финансирования



Источник: данные Компании

Компании на 6,0% за 9 месяцев 2016 года.

На 2016 год Компания планировала капитальные затраты в размере 91,8 млрд.тенге (41,4 млрд.тенге на новые инвестиции и 47,6 на поддержание)¹. Судя по данным за 9М2016 года о фактической величине денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности на аннуализированной основе, фактический показатель 2016 года может оказаться на 9,4% ниже прогноза.

Приватизация и трансформация Компании

Согласно последним заявлениям руководства, Самрук-Энерго планирует выход на IPO в 2019 году. До этого Компании предстоит приватизация части активов.

Планируется, что в составе Самрук-Энерго останутся крупные ГРЭС государственного значения, объекты совместного владения с иностранными партнерами (Экибастузская ГРЭС-2, 50/50 владение совместно с «Интер РАО», угольный разрез «Богатырь», контролируемый на паритетных правах с «РусАлом»), а также все объекты «зеленой энергетики».

Четыре наиболее готовых к реализации уже выставлены на продажу в ноябре 2016 года, они будут реализованы путем открытых двухэтапных конкурсов. В их число входят 100% акций АО «Восточно-Казахстанская региональная энергетическая компания» (включая 100 % доли в ТОО «Шыгысэнерготрейд»); 100% акций АО «Актобе ТЭЦ»; 78,64% акций АО «Мангистауская распределительная электросетевая компания» (МРЭК) и 100% доли участия в ТОО «Тегис Мунай» (включая 0,05% доли в ТОО «Мангышлак Мунай»). Совокупная рыночная стоимость активов по оценкам Компании может составить около 40 млрд.тенге.

Кредитные рейтинги и оценка облигаций

15 февраля 2017 года агентство Fitch подтвердило рейтинг Самрук-Энерго на уровне «BB+», прогноз «Стабильный». Подтверждение рейтингов отражает мнение агентства о сохранении сильных стратегических и операционных связей Компании с государством и ожидания, что компания рефинансирует еврооблигации на 500 млн. долларов США (около 156 млрд.тенге) со сроком погашения в декабре 2017 г., или правительство предоставит ей своевременную финансовую поддержку при недостаточном притоке денежных средств. По мнению агентства, кредитоспособность компании на самостоятельной основе остается слабой ввиду большой долговой нагрузки и высокого валютного риска.

С учетом необходимости погашения еврооблигаций в декабре 2017 года на сумму около 156 млрд.тенге, мы считаем, что даже в случае получения средств от планируемой продажи активов (40 млрд.тенге по оценке Самрук-Энерго), Компании потребуются рефинансирование данных обязательств.

Несмотря на то, что доходность данных облигаций на текущих уровнях невысока, мы считаем, что они все еще остаются привлекательной альтернативой валютным депозитам, способной обеспечить сходный низкий уровень риска при более высоком доходе. Несмотря на ухудшение финансовых показателей вследствие общей негативной динамики макроэкономических факторов, мы считаем, что Компания сможет рефинансировать свои долговые обязательства, погашаемые в конце текущего года при государственной поддержке со стороны единственного акционера (Самрук-Казына). В результате, мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** облигации Самрук-Энерго, деноминированные в долларах США.

Основными видами деятельности Самрук-Энерго являются производство электроэнергии, тепловой энергии и горячей воды с использованием угля, углеводородов и водных ресурсов и реализация населению и промышленным предприятиям, транспортировка электроэнергии и техническое распределение электричества в сети, строительство электростанций, а также добыча угля. Самрук-Энерго объединяет в составе своих активов крупнейшие генерирующие компании (станции национального значения

Экибастузские ГРЭС-1 и ГРЭС-2), а также станции, производящие тепловую и электрическую энергию в Алматинском регионе и в г. Актобе; основные гидроэлектростанции Республики, входящие в Иртышский каскад ГЭС, а также ГЭС южных регионов страны (Шардаринская ГЭС и Мойнакская ГЭС). Также в состав активов компании входят региональные распределительные сети и сбытовые компании Алматинского региона, Мангистауской, Восточно-Казахстанской областей, и самое крупное угледобывающее предприятие в Казахстане ТОО «Богатырь Комир».

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».

© 2017, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.talqatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance