

## **ОГРАНИЧЕНИЕ ЮРИДИЧЕСКОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ**

*Настоящий документ предназначен только для граждан Республики Казахстан и институциональных инвесторов Республики Казахстан. Распространение или воспроизведение данного документа или его копий за пределами республики Казахстан запрещается. Несоблюдение данных требований может нарушать требования применимого законодательства о ценных бумагах.*

*Распространение данного документа в Республике Казахстан также может быть ограничено. Любое лицо, получившее данный документ должно проверить наличие и ознакомиться с такими ограничениями, а также соблюдать их. Любое несоблюдение ограничений может являться нарушением законодательства Казахстана. Посредством принятия данного документа вы обязуетесь соблюдать такие ограничения.*

*Настоящий документ был подготовлен АО ВСС Invest для предоставления общей информации об АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» «KEGOC» («**эмитент**»). Настоящий отчет предоставляется без участия эмитента и все прогнозы, заключения и ожидаемые результаты, содержащиеся в настоящем отчете, являются прогнозами, заключениями и предположениями о результатах, сделанными АО ВСС Invest. Таким образом, эмитент не несет ответственности за содержание настоящего документа.*

*Настоящий документ не является предложением покупки или приглашением к участию в подписке или размещении или иной формой предложения приобрести какие-либо ценные бумаги. Ни настоящий документ, ни какая-либо содержащаяся в нем информация не составляют и не являются договором или основанием для заключения договора или обязательства какого-либо рода. Любое решение о приобретении ценных бумаг в рамках какого-либо размещения должно приниматься исключительно на основании информации, содержащейся в окончательной редакции инвестиционного меморандума, который будет опубликован в установленном порядке, в связи с предполагаемым размещением.*

**14 ноября 2014 г.**

## KEGOC

### Независимая Оценка акций перед IPO

Наина Романова  
nromanova@bcc-invest.kz

**Народное IPO продолжается.** Вторую волну программы открывает компания KEGOC, системный оператор единой электроэнергетической сети. KEGOC является монополистом и выполняет стратегическую роль в экономике Казахстана. Основная выручка компании формируется за счет передачи электроэнергии, в основном промышленным предприятиям.

Основным акционером компании является Самрук-Казына, а конечным владельцем – правительство.

Дальнейший рост компании обуславливается общим ростом экономики РК, что в свою очередь приведет к увеличению объема потребляемых услуг. С ростом потребления электроэнергии в стране будет развиваться и KEGOC.

Дивидендная политика компании предусматривает выплату дивидендов не менее 40% от чистой прибыли компании за год. Мы ожидаем, что по итогам 2014 года компания выплатит своим инвесторам 100% от чистой прибыли за 2014 год. В 2015 году не стоит ожидать высокой дивидендной доходности акций, но уже к 2016 году доходность сравняется с другими казахстанскими компаниями. После 2015 года компания будет придерживаться выплаты дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли.

Привлекательность компании обуславливается стратегическим значением компании на рынке, поддержкой акционера, привлекательной дивидендной политикой и новой методикой тарифообразования.

#### Наша рекомендация

По нашему мнению первичное размещение KEGOC пройдет довольно успешно и в среднесрочной перспективе инвесторы смогут заработать как от прироста стоимости акций, так и в виде дивидендов. Стоит отметить, что в связи с тем, что объем размещения намного ниже чем у дебютанта программы «Народное IPO», мы ожидаем, что институциональным инвесторам акции не достанутся, вследствие чего институциональные инвесторы будут покупать акции уже на вторичном рынке, что может положительно повлиять на цену акций в первый день торгов.

По нашим прогнозам, размер дивидендов KEGOC по итогам 2014 года может составить 14 тенге в расчете на одну акцию. Размер дивидендов KEGOC по итогам 2015 года может составить 44 тенге в расчете на одну акцию.

С учетом принятых нами исходных допущений мы определили теоретическую справедливую стоимость акций KEGOC на конец 2015 года на уровне 630 тенге за акцию. Потенциал роста от цены первичного размещения составляет 25%.

Таким образом, общий инвестиционный доход за период держания (доход от прироста стоимости + дивидендный доход) по акциям АО «KEGOC» за последующие 12 месяцев после IPO может составить порядка 28%.

#### Обновление оценки и рекомендации

**ПОКУПАТЬ**

#### Капитализация

<b>Простые акции</b>	KEGC KZ
В составе индекса	---
Цена размещения	505 KZT
Целевая цена	630 KZT
Потенциал роста	25 %
<b>Рекомендация</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>

<b>Простые акции</b>	<b>260 000 000 (100%)</b>
Самрук Казына	234 000 000 (90%)
Размещаемые акции, в рамках Народного IPO	26 000 000 (10%)
<i>Источник: www.kase.kz</i>	

Финансовые показатели в млн. тенге	6М 2013	6М 2014	%
Доходы	34 977	42 686	+22%
Себестоимость	-26 153	-34 651	+32%
Валовая прибыль	8 824	8 035	-8.9%
Администр. расходы	-2 837	-6 332	123%
Финансовые расходы	-968	-1 694	+75%
Чистая прибыль	4 310	561	-87%
<i>Источник: данные компании</i>			



**Содержание обзора**

<b>1. Условия размещения акций на IPO</b>	стр.3
<b>2. Обзор отрасли –Национальная Энергосистема</b>	стр.4
<b>3. Обзор компании – чем занимается KEGOC?</b>	стр.5
<b>4. Корпоративная структура</b>	стр.7
<b>5. Производственные активы</b>	стр.8
<b>6. Производственные и финансовые показатели</b>	стр.9
<b>7. Инвестиционные проекты</b>	стр.13
<b>8. Тарифное регулирование</b>	стр.14
<b>9. Дивидендная политика</b>	стр.16
<b>10. Оценка справедливой стоимости</b>	стр.17
<b>11. Риски</b>	стр.18
<b>12. Приложение</b>	стр.19
<b>13. Контактная информация</b>	стр.20

## Условия размещения акций на IPO



30 октября 2012 года Совет директоров АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Қазына» утвердил количество акций АО «KEGOC», размещаемых по программе «Народное IPO», и цену их размещения.

31 октября 2012 года простые акции АО «KEGOC» прошли процедуру листинга на Казахстанской Фондовой Бирже (KASE) и включены в торговые списки по первой категории – торговый код KEGC (НИН - KZ1C34930012, ISIN - KZ1C00000959).

Об открытии торгов акциями АО «KEGOC» на KASE будет объявлено дополнительно.

Количество размещаемых акций АО «KEGOC» составляет **25 999 999** простых акций, что составляет “10% минус одна акция” от общего числа объявленных акций эмитента. Общий объем размещения на IPO – 13.13 млрд. тенге.

Цена размещения утверждена в размере **505 тенге** за одну простую акцию.

Таким образом, АО «KEGOC» оценено в 131.3 млрд. тенге (или приблизительно в 721 млн. долларов США по текущему курсу).

Первичное размещение акций АО «KEGOC» осуществляется в торговой системе KASE. Прием заявок от инвесторов проводится закрытым способом в период с 05 ноября по 03 декабря 2014 года по рабочим дням с 10:00 до 17:00 алматинского времени.

Реестр принятых KASE заявок от инвесторов будет представлен Продавцу 10 декабря 2014 года. Продавец предоставит KASE реестр удовлетворенных заявок 15 декабря 2014 года, и расчеты по результатам подписки начнутся с 18 декабря 2014 года.

С 19 декабря акции АО «KEGOC» будут находиться в свободном обращении.

К участию в подписке помимо маркет-мейкера допускаются физические лица – граждане Республики Казахстан (розничные инвесторы) и АО «Единый накопительный пенсионный фонд».

### Порядок распределения акций по подписке выглядит следующим образом:

**В первую очередь** удовлетворяется заявка маркет-мейкера в количестве не менее 200 000 штук акций и не более 400 000 штук акций.

**Во вторую очередь** удовлетворяются заявки розничных инвесторов в пределах 14 000 штук акций.

В случае, если количество акций, указанных в заявках розничных инвесторов превысит количество размещаемых акций (за вычетом заявки маркет-мейкера), размер максимального количества удовлетворения заявок будет снижен, начиная с максимального количества удовлетворения заявок равного 14 000 штук акций с шагом снижения в одну акцию до момента выравнивания спроса и предложения.

**В третью очередь** удовлетворяются заявки розничных инвесторов подавших заявки свыше 14 000 штук акций.

**В четвертую очередь** удовлетворяется заявка институциональных инвесторов. Акции, невостребованные розничными инвесторами, распределяются в пользу АО «Единый накопительный пенсионный фонд» согласно поданной заявке.

Объем акций Компании, невостребованный инвесторами размещается на организованном рынке ценных бумаг не ранее 6 (шести) месяцев после даты размещения в рамках Программы "Народное IPO" в установленном законодательством порядке.

## Обзор отрасли – Национальная Энергосистема

На текущий момент Казахстан является нетто-экспортером, выработка электроэнергии превышает потребление. В 2013 году было выработано 92 млрд. кВт. ч. электроэнергии, на 5.4% больше показателя за предыдущий год. В этом же году потребление электроэнергии составило 90 млрд. кВт.ч.

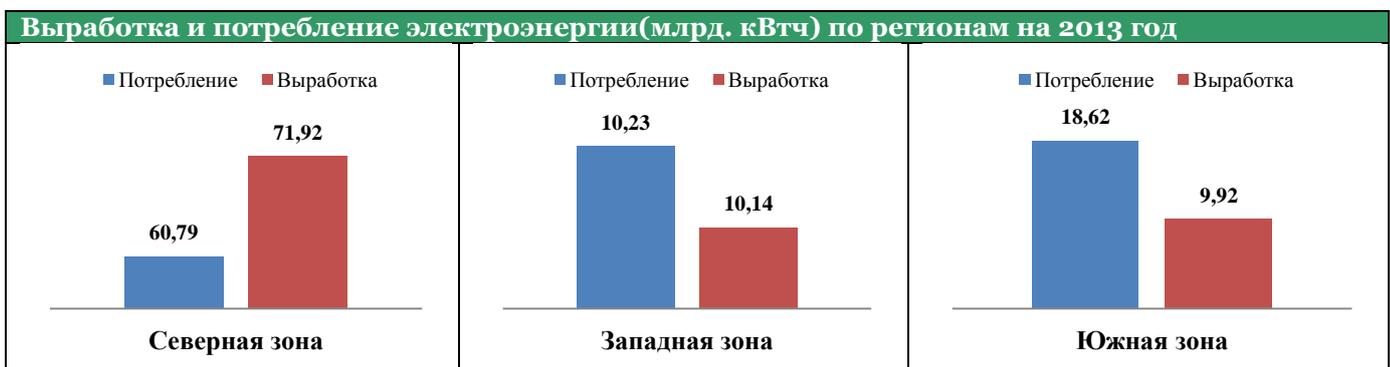


Источник: презентации KEGOC для аналитиков, статистические данные

### География распределения электроэнергии

Казахстан можно разделить на 3 энергетические зоны:

1. **Северная Зона** - Восточно-Казахстанская, Павлодарская, Акмолинская, Карагандинская, Северо-Казахстанская, Костанайская, Актюбинская области и столица республики – город Астана. Даная зона является центром единой электроэнергетической системы РК. Здесь вырабатывается большая часть электроэнергии, которая обеспечивает северную зону, компенсирует возникающий дефицит, складывающийся в южной зоне, и часть экспортируется в Россию.
2. **Южная Зона** - Жамбылская, Кызылординская, Южно-Казахстанская области, город Алматы и район Байконура. Зона с дефицитом электроэнергии из-за отсутствия топливно-энергетических ресурсов. Даная зона объединена общей сетью с Кыргызстаном и Узбекистаном, что позволяет компенсировать дефицит электроэнергии в регионе.
3. **Западная зона** - Атырауская, Западно-Казахстанская, Мангистауская области, не имеет электрических связей с ЕЭС Казахстана по территории республики. Данные области объединены между собой протяженным одноцепным транзитом (около 1400 км и напряжением 220 кВ). Атырауский энергоузел имеет связь с Астраханским энергоузлом России. Западно-Казахстанская область имеет связи с ОЭС Средней Волги (Россия).



Источник: данные компании

Наибольший избыток выработки наблюдается в северной зоне. Южная зона является дефицитной, в 2013 году потребление в зоне составило 18.62 млрд. кВтч, в то время как выработка в регионе составила всего лишь 9.92 млрд. кВтч. Западная зона большую часть потребления обеспечивает собственными генерирующими источниками, что объясняется наличием предприятий нефтегазовой отрасли.

Деление на регионы показывает в какой области нужно развиваться ЕЭС. НЭС неэффективна тем, что Северный регион не соединяется с Южным и Западным. В связи с этим Казахстан не может обеспечить дефицит электроэнергии в Южном регионе в полном объеме из собственных ресурсов. Западная зона также отделена от Южной и Северной зоны. В случае каких-либо неполадок, разногласий между сотрудничающими странами, электроэнергия не сможет передаваться из собственных ресурсов. В целях

улучшения эффективности НЭС, «KEGOC» планирует множество проектов, направленных как на увеличение передачи электроэнергии, так и на построение новых ВЛ и подстанций. **К 2030 году «KEGOC» планирует устранить разъединенность зон, соединив западную зону с северной и южной зоной**

### Поток электроэнергии

Выработку электроэнергии обеспечивают крупные тепловые и гидравлические электростанции. Далее идет передача электроэнергии через национальную энергетическую систему (НЭС). С помощью региональных энергетических систем идет распределение электроэнергии по регионам. Энергоснабжающие организации распределяют потоки электроэнергии между промышленными и розничными потребителями. Основными потребителями электроэнергии в Казахстане являются промышленные предприятия.

Производство	Передача	Распределение	ЭСО	Потребители
Экибастузская ГРЭС 1	Национальная Энергетическая система (НЭС)	Региональные Энергетические Компании (РЭК)	АлматыЭнергоСбыт	Промышленные потребители
Экибастузская ГРЭС 2			АстанаЭнергоСбыт	
Аксуская ГРЭС и др.			и др.	Розничные потребители

Источник: презентация KEGOC для аналитиков

## Обзор компании - чем занимается KEGOC?

Компания АО «Казахстанская компания по управлению электрическими сетями» (Kazakhstan Electricity Grid Operating Company) (далее – по тексту «KEGOC») является национальным системным оператором единой электроэнергетической системы. Компания была образована в 1997 году в рамках инициативы Правительства по реструктуризации управления энергетической системой Казахстана. В связи со стратегическим значением 100% акций принадлежит правительству в лице фонда «Самрук-Казына». Компания является естественной монополией, тарифы на ее услуги регулируются агентством по регулированию естественных монополий (АРЕМ).

К основным приоритетам «KEGOC» можно отнести обеспечение надежного функционирования и развитие Национальной электрической сети (далее – НЭС) Казахстана, а также обеспечение роста акционерной стоимости.

Головной офис «KEGOC» расположен в городе Астана, компания имеет 9 филиалов по всему Казахстану и Национальный Диспетчерский Центр (НДЦ), который также расположен в городе Астана.

### Деятельность KEGOC регулируется

- Министерством по инвестициям и развитию РК - одобрение инвестиционных проектов;
- Министерством национальной экономики РК (МНЭРК) - установление тарифов на услуги компании;
- Министерством энергетики РК (МЭРК) - Энергонадзор и контроль за соблюдением требований по эксплуатации НЭС.

АО «KEGOC» является естественной монополией в сфере передачи электроэнергии. В соответствии с действующим законодательством Компания включена в Государственный регистр субъектов естественной монополии. Тарифы на услуги устанавливаются агентством по регулированию естественных монополий (АРЕМ).

К регулируемым услугам, подпадающим под действия АРЕМ, относятся услуги по передаче данных, услуги по технической диспетчеризации и услуги балансирования рынка электроэнергии.

## Основные виды услуг KEGOC

Оказывает системные услуги по передаче электрической энергии по НЭС

Оказывает системные услуги по технической диспетчеризации (включая составление фактических балансов и формирование суточного графика производства-потребления электрической энергии)

Осуществляет организацию функционирования балансирующего рынка электрической энергии в режиме реального времени и рынка системных и вспомогательных услуг

Осуществляет финансовое урегулирование дисбалансов электрической энергии

Взаимодействует с энергосистемами сопредельных государств по управлению и обеспечению устойчивости режимов параллельной работы

Источник: годовой отчет компании за 2013 год

**К сильным сторонам АО «KEGOC» мы относим следующие пункты:**

- KEGOC является системным оператором, монополист на рынке РК;
- Компания располагает значительной базой активов и имеет успешные капиталовложения;
- Стабильная макроэкономическая ситуация в Казахстане с растущим спросом на электрическую энергию;
- Сильная поддержка акционера и Правительства;
- Компетентное руководство, обладающее большим опытом и высококвалифицированная рабочая сила;
- Привлекательная дивидендная политика;
- Достижение устойчивых партнерских взаимоотношений с электроэнергетическими компаниями сопредельных стран;
- Устойчивое финансовое положение эмитента и высокие кредитные рейтинги (Вааз и ВВВ-);

**К факторам, которые в будущем могут положительно повлиять на котировки акций KEGOC, мы относим следующие свершившиеся события и возможные события в будущем:**

- Одобренное АРЕМ повышение тарифов на регулируемые услуги компании;
- Успешная реализация проектов по расширению НЭС;

**К факторам, которые в будущем могут негативно повлиять на котировки акций KEGOC, мы относим следующие свершившиеся события и возможные события в будущем:**

- KEGOC является субъектом естественных монополий, и, как следствие, изменение тарифов подлежит утверждению регулируемыми органами;
- Опережающий рост операционных расходов, и, как следствие, снижение операционной рентабельности;
- Изменение макроэкономической ситуации в Казахстане;
- Колебания обменного курса доллара США;
- Затруднения с финансированием капитальных затрат за счет привлечения заемного капитала или выпуска собственных акций;
- Другие форс-мажорные обстоятельства.

## Корпоративная структура

### Организационная структура

Единственным акционером KEGOC является АО «Самрук-Казына», которое на текущий момент владеет 100% долей в компании. В рамках первичного размещения простых акций KEGOC доля владения Самрук-Казына снизится до 90%. Дочерние компании АО «Самрук-Казына» зарекомендовали себя на рынке Казахстана, как одни из самых надежных, стабильных компаний с высокой дивидендной доходностью.



Совет директоров компании состоит из 6 профессиональных директоров. Стоит отметить, что в составе совета директоров имеется 3 независимых директора. Мы расцениваем корпоративное управление компании как прозрачное.

Состав совета директоров KEGOC	
Куаныш Бектемиров	<b>Председатель Совета директоров</b> Управляющий директор АО «ФНБ «Самрук-Казына»
Лука Сутера	<b>Независимый директор</b> Вице-президент Группы и Финансовый директор (CFO) Global Power & Water Division
Анатолий Спицын	<b>Независимый директор</b> Директор Института стратегических исследований интеграционных проблем ЕврАзЭС
Гумарбек Даукеев	<b>Независимый директор</b> Ректор Алматинского университета энергетики и связи
Алмасадам Саткалиев	<b>Член Совета директоров</b> Председатель Правления АО «Самрук-Энерго»
Бакытжан Кажиев	<b>Член Совета директоров</b> Председатель Правления АО «KEGOC»

*Источник информации: корпоративный сайт KEGOC*

В настоящее время в состав Правления входит 9 человек, обладающих большим опытом в сфере электроэнергетики. Председателем Правления является Бакытжан Кажиев, который работает в сфере электроэнергетики с 1986 года.

Состав Правления KEGOC	
Бакытжан Кажиев	Председатель правления
Бакытхан Жазыкбаев	Первый заместитель Председателя правления

*Источник информации: корпоративный сайт KEGOC*

Головной офис KEGOC находится в городе Астана. В компании работают приблизительно 4 731 человек.

### Дочерние и совместно-контролируемые организации

KEGOC является материнской компанией дочерней организации АО «Энергоинформ» и ТОО «расчетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии». Помимо этого владеет 20% долей в уставном капитале АО «батыс-Транзит».

Компания	Доля владения KEGOC	Основная деятельность
АО «Энергоинформ»	<b>100%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- оказание услуг по эксплуатационному обслуживанию оборудования электрических сетей;</li> <li>- консалтинговые услуги в сфере информационно-телекоммуникационной области и ИТ;</li> <li>- оказание услуг, выполнение работ и поставка товаров в сфере информационно-телекоммуникационных технологий, системной интеграции и информационных систем</li> </ul>

АО «Батыс-транзит».

20%

управления;

За 2013 года АО «Энергоинформ» выплатило дивиденды АО «KEGOC» в размере 10% от чистой прибыли.

Создано в целях строительства межрегиональной линии передач, соединяющей Северный Казахстан и Актюбинскую область. KEGOC полагает, что линия электропередачи будет передана государством Компании после 2022 года.

- содействие развитию электроэнергетики Казахстана путем участия в усовершенствовании структуры Единой энергетической системы Казахстана;
- поддержка реализации государственной политики в области государственно-частного партнерства в Казахстане;

ТОО «Рачетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии».

100%

- стимулирование инвестиций в производство энергии с использованием возобновляемых источников;

- увеличение доли возобновляемых источников в энергетике Казахстана;

- осуществление централизованной покупки и продажи электрической энергии, полученной из возобновляемых источников.

Источник: годовой отчет компании за 2013 год

## Производственные активы

Карта-схема электрических сетей KEGOC



Источник: годовой отчет компании за 2013 год

Основным активом компании является национальная электрическая сеть. Компания является естественной монополией, которая оказывает системные услуги по передаче электрической энергии. Баланс компании представлен 302 линиями электропередач, напряжением 35-1150 кВ и общей протяженностью 24 533.03 км. Помимо этого в НЭС входит 76 подстанций с установленной мощностью 35 875.05 МВа. Основная выработка электроэнергии приходится на север, в то время как юге Казахстана наблюдается дефицит электроэнергии. На текущий момент недостаток электроэнергии возмещается за счет передачи электроэнергии по линии Север-Юг и импорта из Киргизии. Всего в распоряжении компании имеется 24 533 км линий электропередач.

Воздушные линии 1150 кВ	1 421.225 км	5.8%
Воздушные линии 500 кВ	6 483.043 км	26.4%
Воздушные линии 330 кВ	1 759.482 км	7.2%
Воздушные линии 220 кВ	14 473.371 км	59.0%
Воздушные линии 110 кВ	351.781 км	1.4%
Воздушные линии 35 кВ	44.130 км	0.2%
<b>Всего</b>	<b>24 533 км</b>	<b>100%</b>

Линии электропередач с напряжением в 220 кВ являются наиболее продолжительными. Протяженность данных линий составляет 14 421 км, что составляет 59% от общей протяженности линий электропередач.

Линии электропередач с напряжением в 500 кВ являются вторыми по протяженности на территории Казахстана, доля этих линий составляет приблизительно 26.4%

## Производственные и финансовые показатели

### Производственные показатели

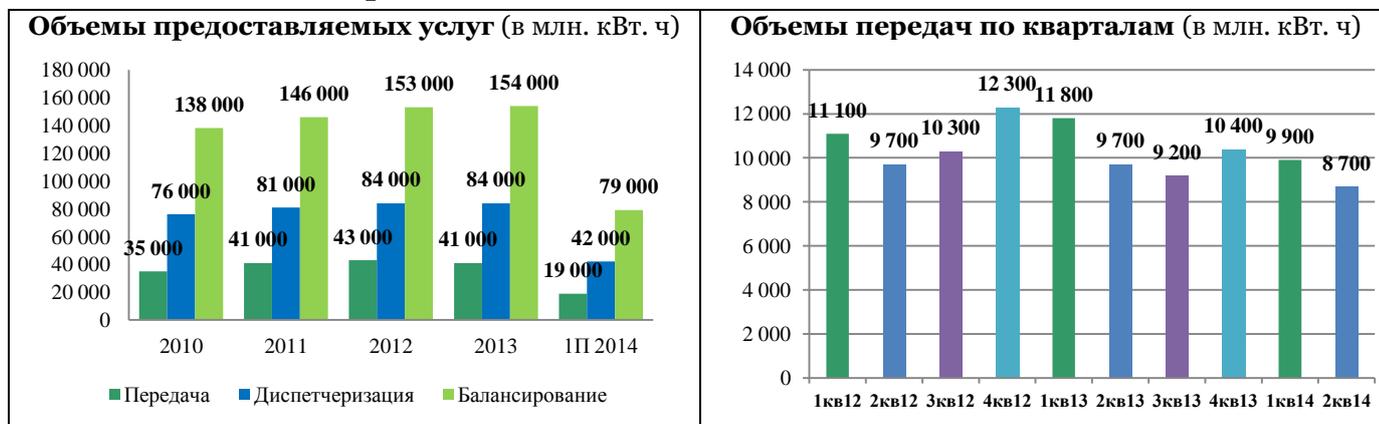
В 2013 году объемы передачи составили 41 055 млн. кВт. ч., что на 5.6% ниже показателя за 2012 год. В первом полугодии данная динамика продолжилась. В 1 полугодии 2014 года объем передачи электроэнергии KEGOC составил 19 000 млн. кВт.ч. Сокращение объемов передачи объясняется снижением передачи электроэнергии субъектам оптового рынка и снижением российского транзита. Так, в 2013 году объемы передач ОАО «ФСК ЕЭС» снизились на 2 292.6 млн. кВт.ч, АО «АрселорМиттал Темиртау» на 356 млн. кВт.ч, АО «ТНК «Казхром» на 233.5 млн. кВт.ч.

Крупные потребители услуг (2013г.)	Млн. кВт. ч	Доля от общей передачи – (41 055 млн. кВт. ч)
ОАО «ФСК ЕЭС»	5 080	12.4%
ТОО «Теміржолэнерго»	3 466	8.4%
ТОО «АлматыЭнергоСбыт»	2 539	6.2%
ТОО «Казфосфат»	1 993	4.9%
ТОО «Шыгысэнерготрейд»	1 697	4.1%

Источник: годовой отчет за 2013 год

Стоит отметить, что услуги по передаче электроэнергии имеют свою сезонность. Так, в 1кв. и 4кв. объемы передачи электроэнергии высокие, в во 2кв. и 3кв. объемы передачи электроэнергии более низкие. На графике ниже мы представили данные объемов передач электроэнергии по кварталам. На нем сезонность хорошо просматривается.

### Динамика основных операционных показателей



Источник: презентация компании для аналитиков

### Финансовые показатели

Выручка компании формируются от оказания следующих услуг:

- Услуги по передаче электроэнергии;
- Услуги по технической диспетчеризации;
- Услуги по организации балансирования производства и потребления электроэнергии;
- Доходы от продажи электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии;
- Доходы от реализации покупной электроэнергии.

**Распределение выручки в разрезе услуг**



Источник: финансовая отчетность

Из графика видно, что в 2013 году основную прибыль компания получила от передачи электроэнергии (61.5%) и услуг по технической диспетчеризации (14.2%). Доля выручки от услуги по организации балансирования производства и потребления электроэнергии продолжает постепенно расти.

**Себестоимость оказываемых услуг формируются за счет следующих расходов:**

- Технологический расход электрической энергии;
- Расходы по закупке электроэнергии с целью компенсации межгосударственного сальдо перетоков электрической энергии;
- Расходы по оплате труда и прочие отчисления, связанные с оплатой труда;
- Износ и амортизация;
- Расходы по эксплуатации и ремонту;
- Себестоимость покупной электроэнергии;
- Запасы;
- Расходы по охране сторонними организациями.

**Распределение себестоимости в разрезе расходов**



Источник: финансовая отчетность

Из графика видно, что технологический расход электрической энергии является основной статьей себестоимости(32%). Затраты на износ и амортизацию(15%) и на оплату труда(16%) также являются существенными расходами компании.

**Выборочные статьи отчета о прибылях и убытках**

В тыс. тенге	2011	2012	1П 2013	2013	1П 2014	К-к-К	CAGR 5 лет
Доход от оказания услуг	57 249 517	65 855 173	34 976 552	73 811 723	42 685 668	22%	19%
Себестоимость оказанных услуг	-41 451 948	-49 268 483	-26 152 847	-55 574 322	-34 650 783	32%	21%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>15 797 569</b>	<b>16 586 690</b>	<b>8 823 705</b>	<b>18 237 401</b>	<b>8 034 885</b>	<b>-9%</b>	<b>13%</b>
Общие и административные расходы	-5 976 393	-5 829 446	-2 837 073	-6 422 878	-6 332 064	123%	10%
Доход от переоценки ОС				-26 807 757	14 194 012		
<b>Прибыль от операционной деятельности</b>	<b>9 665 034</b>	<b>10 588 632</b>	<b>5 899 501</b>	<b>-15 147 642</b>	<b>15 822 444</b>	<b>168%</b>	<b>-221%</b>
Доходы в виде процентов по депозитам и текущим счетам и купона по облигациям	1 699 050	1 604 788	862 971	1 797 051	822 647	-5%	21%
Финансовые расходы	-2 457 956	-1 991 132	-967 831	-2 021 023	-1 693 881	75%	12%
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>8 906 128</b>	<b>10 202 288</b>	<b>5 794 641</b>	<b>-15 371 614</b>	<b>14 951 210</b>	<b>158%</b>	<b>-224%</b>
Доходы/Расходы по курсовой разнице	1 306 839	-1 806 822	-100 897	-2 680 967	-13 367 026	13148%	62%
<b>Прибыль до учета расходов по подоходному налогу</b>	<b>10 700 334</b>	<b>8 484 826</b>	<b>5 647 458</b>	<b>-17 688 347</b>	<b>1 663 929</b>	<b>-71%</b>	<b>-225%</b>
Расходы по подоходному налогу	-2 878 089	-1 543 797	-1 337 303	3 188 073	-1 076 012	-20%	14%
<b>Прибыль за год</b>	<b>7 822 245</b>	<b>6 941 029</b>	<b>4 310 155</b>	<b>-14 500 274</b>	<b>587 917</b>	<b>-86%</b>	<b>-214%</b>

Источник: финансовая отчетность

С полной финансовой отчетностью вы можете ознакомиться в Приложении #1.

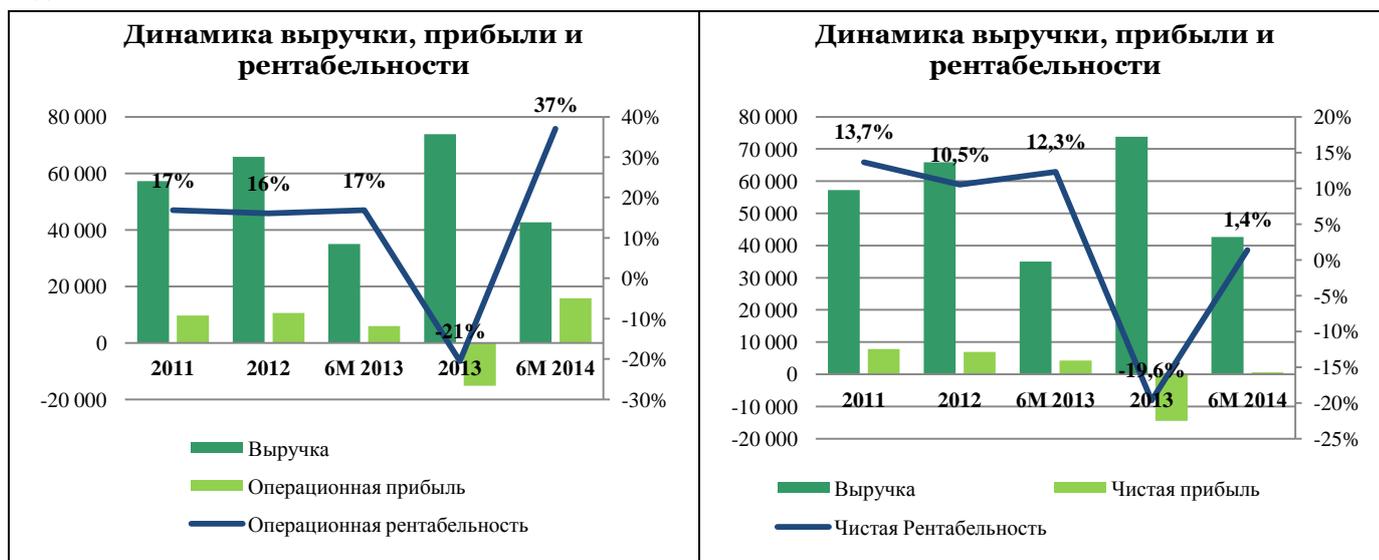
Выручка компании увеличилась в первом полугодии 2014 на 22% до 42 686 млн. тенге, в основном за счет увеличения тарифов на оказываемые услуги. Доходы от передачи электроэнергии в 1 полугодии 2014 года составили 24 343 млн. тенге, что на 1.8% больше показателя за аналогичный период прошлого года.

Себестоимость оказанных услуг выросла на 32% с 26 153 млн. тенге до 34 651 млн. тенге. Наибольшее увеличение в разрезе услуг показали расходы на износ и амортизацию(+147%) и расходы на технологический расход электрической энергии(+17%). Стоит отметить, что в связи с переоценкой основных активов, база активов выросла вместе с расходами на износ и амортизацию.

В результате валовая прибыль компании уменьшилась на 9% до 8 035 млн. тенге.

Общие и административные расходы увеличились на 123% с показателя 2 837 млн. тенге до 6 332 млн. тенге. Значительное увеличение данной статьи обуславливается начислением резерва по сомнительной задолженности и по обесценению авансов в размере 2 284 млн. тенге в сравнении с 274 млн. тенге периодом ранее. Помимо этого налоги, кроме подоходного налога выросли с 807 млн. тенге до 2 048 млн. тенге.

Операционная прибыль в первом полугодии составила 15 822 млн. тенге, в сравнении с 5 899 млн. тенге. Однако если убрать единовременную статью дохода от переоценки основных средств, операционная прибыль составила бы 1 628 млн. тенге в сравнении с 5 890 млн. тенге в аналогичном периоде предыдущего года.



Источник: финансовая отчетность

В результате девальвации тенге в феврале текущего года эмитент признал убыток от курсовой разницы в размере 13 367 млн. тенге в связи с переоценкой долларовых займов.

В итоге чистая прибыль компании в первом полугодии 2014 года уменьшилась на 86% до 587 917 тыс. тенге. Уменьшение чистой прибыли связано с увеличением операционных расходов. Стоит отметить, что в связи с

выходом компании на рынок ценных бумаг Правительство приняло решение об увеличении тарифа по передаче электроэнергии на 50% с 1 ноября 2014 года. Это несомненно положительно отразится на будущем финансовом положении компании.

**Выборочные статьи баланса**

в тыс. тенге	2011	2 012	30.06.2013	2 013	30.06.2014	Сначал а года	СAG R 5 лет
Основные средства	146 143 536	163 444 227	167 436 435	308 819 165	461 096 910	49%	22%
Авансы, выданные на приобретение долгосрочных активов	26 547 321	23 967 873	21 901 696	8 765 506	7 487 279	-15%	-1%
<b>Итого долгосрочных активов</b>	<b>176 699 251</b>	<b>189 344 946</b>	<b>191 189 064</b>	<b>319 615 756</b>	<b>473 445 342</b>	<b>48%</b>	<b>21%</b>
Торговая дебиторская задолженность	4 357 098	3 944 197	2 758 550	8 501 318	13 093 000	54%	56%
Прочие финансовые активы	17 942 595	24 844 456	26 508 319	18 992 431	15 473 092	-19%	17%
Денежные средства и их эквиваленты	9 543 637	8 044 502	11 583 872	11 727 555	18 213 201	55%	58%
<b>Итого краткосрочных активов</b>	<b>40 869 277</b>	<b>43 059 890</b>	<b>47 033 014</b>	<b>47 705 971</b>	<b>55 809 639</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>
<b>Всего активы</b>	<b>217 568 528</b>	<b>232 404 836</b>	<b>238 222 078</b>	<b>367 321 727</b>	<b>529 254 981</b>	<b>44%</b>	<b>21%</b>
<b>Капитал</b>	<b>120 965 687</b>	<b>126 560 042</b>	<b>129 075 310</b>	<b>221 181 463</b>	<b>332 197 751</b>	<b>50%</b>	<b>20%</b>
Долгосрочная часть займов	68 022 832	72 674 498	75 033 442	82 323 069	104 079 840	26%	16%
Обязательства по отсроченному подоходному налогу	10 098 604	11 728 828	12 412 033	36 090 576	64 901 783	80%	53%
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>78 121 436</b>	<b>84 403 326</b>	<b>87 445 475</b>	<b>118 413 645</b>	<b>168 981 623</b>	<b>43%</b>	<b>22%</b>
Торговая кредиторская задолженность	10 220 047	11 348 499	10 549 954	14 713 802	10 536 211	-28%	28%
Краткосрочная часть займов	6 407 716	8 134 316	8 753 315	10 218 204	13 402 909	31%	18%
Краткосрочные обязательства	<b>18 481 405</b>	<b>21 441 468</b>	<b>21 701 293</b>	<b>27 726 620</b>	<b>28 075 607</b>	<b>1%</b>	<b>22%</b>
<b>Всего капитал и обязательства</b>	<b>217 568 528</b>	<b>232 404 836</b>	<b>238 222 078</b>	<b>367 321 728</b>	<b>529 254 981</b>	<b>44%</b>	<b>21%</b>

Источник: финансовая отчетность

Доля денежных средств и их эквивалентов на 30 июня 2014 года составила 32.6% от текущих активов и 3.4% от общих активов. Финансовые активы представлены депозитами в банках, а также облигациями АО «Батыс-Транзит». Краткосрочные финансовые активы на 30 июня 2014 года составили 15 473 млн. тенге, а долгосрочные финансовые активы 3 672 млн. тенге. Общая доля финансовых активов составляет 3.6% от общих активов.

С 1 ноября 2013 года KEGOC изменило метод учёта основных средств на модель переоценки и провело переоценку основных средств по состоянию на эту дату. Для этих целей был задействован независимый оценщик ТОО «Делойт ТСФ». Стоимость замещения основных средств НЭС по состоянию на 1 июня 2014 года составляет 487 255 млн. тенге. В связи с этим расходы на амортизацию существенно выросли.

Общие активы увеличились сначала года с 367 322 млн. тенге до 529 255 млн. тенге(+21%). Увеличение произошло в основном за счет переоценки основных средств.

Большую часть инвестиционной программы компания финансирует за счет займов. Все займы представлены в иностранной валюте либо в долларах, либо в евро. Отсюда возникает положительная или отрицательная курсовая разница. В связи с этим долговая нагрузка компании растет вместе с ослаблением тенге. По состоянию на 30 июня 2014 года общие займы компании составляли 117 483 млн. тенге, что приблизительно равняется 22% от общих активов.

Капитал вырос на 50% сначала года, в основном за счет увеличения фонда переоценки резервов в связи с переходом на метод справедливой стоимости переоценки основных средств.

**Выборочные статьи отчета о движении денежных средств**

Чистые денежные потоки от операционной деятельности составили 5 839 млн. тенге в первом полугодии 2014 года, что на 41% меньше чем в 1 полугодии 2013 года. Денежные потоки от операционной деятельности не покрывают денежные затраты от инвестиционной деятельности компании. Компания использует заемные средства для привлечения дополнительного финансирования на осуществление своей инвестиционной деятельности.

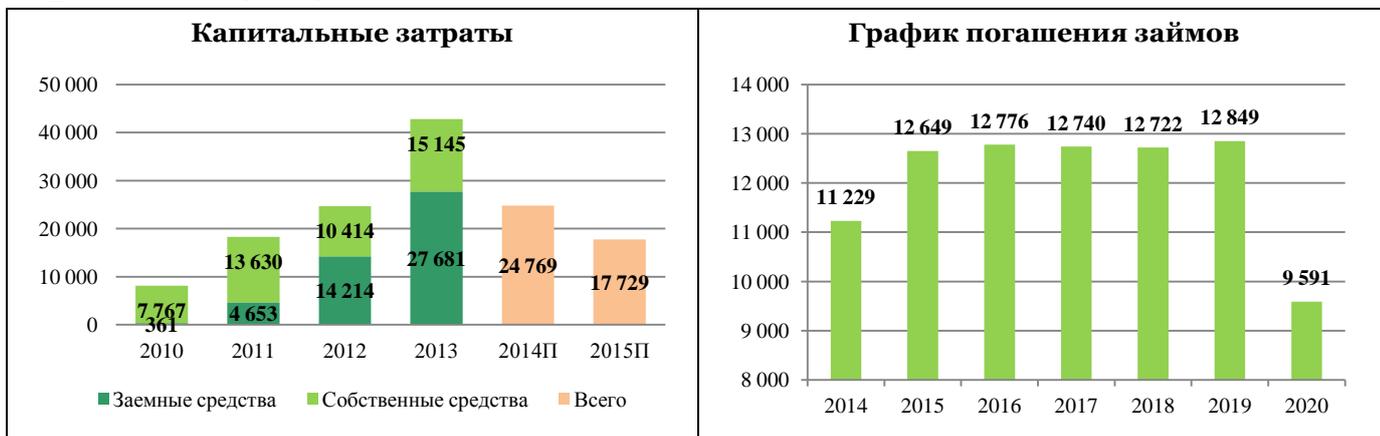
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности показывают, как компания развивается, куда вкладывает деньги, куда инвестирует. Основными инвестиционными затратами по-прежнему являются расходы на приобретение основных средств. В перспективе, инвестиционные затраты будут увеличиваться в силу множественных реализуемых проектов. В первом полугодии 2014 года денежные средства использованные в инвестиционной деятельности составили 7 034 млн. тенге в сравнении с 7 358 млн. тенге в 1 полугодии 2013 года.

Чистые денежные потоки от финансовой деятельности в 1 полугодии 2014 года составили 6 915 млн. тенге. KEGOC привлек дополнительное финансирование в виде займа в размере 11 925 млн. тенге, а также в этом же периоде погасил займ на сумму 5 010 млн. тенге.

## Инвестиционные проекты

KEGOC имеет обширную инвестиционную программу, направленную на развитие национальной сети электропередач. В рамках инвестиционной программы планируется соединить запад к национальной сети, увеличить пропускную способность линии Север-Юг, а также подключение новых генерирующих мощностей.

**Освоение капитальных затрат начиная с 2010 года и прогноз компании по капитальным затратам на 2014-2015гг.**



Источник: презентация KEGOC для аналитиков

Наиболее интенсивные затраты на инвестиционные проекты наблюдались в 2013 году. В этом году инвестиционные затраты насчитывали порядка 42 826 млн. тенге, главным образом за счет строительства административного здания, и более крупных затрат, потраченных на модернизацию НЭС в рамках II этапа.

Из общей динамики видно, что финансируются инвестиционные проекты в основном за счет заемных средств. В 2013 году доля заемных средств от общих капитальных инвестиций составляла приблизительно 65%.

### Распределение капитальных затрат по проектам и прогноз на 2014-2018 года

В млн. тенге	Дата завершения	Стоимость проекта	Освоено на 2013 год	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Строительство ПС Алма с присоединением к НЭС РК	2014 год	28 600	22 353	2 835				
Реконструкция ВЛ 220 кВ "ЦГПП-Оскарровка"	2014 год	4 100	1 859	1 793				
Модернизация НЭС, II этап	2016 год	46 900	36 249	7 030	361	3 260		
Усиление связи Павлодарского энергозла с ЕЭС Казахстана	2016 год	5 500	56	44	1 025	4 375		
Выдача мощности Балхашской ТЭС	2017 год	3 700	9	6	0	1 843	1 843	
Поддержание текущего уровня производства	---	---	---	3 780	4 588	4 685	5 052	5 282
Строительство линии 500кВ Экибастуз-ШГЭС-Усть-Каменогорск	2017 год	43 300	653	8 053	11 031	11 783	11 783	
Строительство линии 500кВ Шулбинская ГЭС-Актогай-Талдыкорган-Алма	2018 год	76 800	424	292	22	25 354	25 354	25 354
Строительство ВЛ 500кВ ЮКГРЭС-Жамбыл	2018 год	30 300	63	7	152	10 026	10 026	10 026
Реабилитация НЭС	2023 год	84 800	71	167		12 080	12 080	12 080
<b>Всего капитальных затрат</b>				<b>24 769</b>	<b>17 279</b>	<b>73 505</b>	<b>66 238</b>	<b>52 842</b>

Источник: презентация для аналитиков

## Тарифное регулирование

KEGOC является естественной монополией. АРЕМ регулирует тарифы на оказываемые услуги. Методика тарифообразования основана на принципе «затраты плюс».

**В основе данного метода заложена формула:**

- Тариф = (Обоснованные Затраты + Допустимая прибыль) / Ожидаемый объем услуг.
- Допустимая прибыль = Регулируемая база активов \* Коэффициент задействованности активов \* Норма доходности.

Тарифный цикл составляет приблизительно 210-270 дней, столько требуется времени для утверждения нового тарифа с момента подачи тарифной сметы в АРЕМ.

В рамках выхода компании на «Народное IPO» в методику тарифного регулирования были внесены параметрические изменения. KEGOC перешел на новую учетную политику в отношении основных средств, в связи с чем регулируемая база активов увеличилась на 200 млрд. тенге. Данная сумма будет учитываться пропорционально в расчете тарифов в течение 5 лет. Помимо этого регулятор увеличил коэффициент задействованности активов с 0.69 до 1 и ставку прибыли (регуляторный WACC) с 12.21% до 14.97%.

В таблице ниже представлены исторические тарифы за 2010-2013 гг, и прогноз на 2014 год. В рамках выхода KEGOC на «Народное IPO» тариф по передаче электроэнергии составит 1.954 тенге/кВт.ч.(49.7%) с ноября 2014 года, тариф по технической диспетчеризации составит 0.182 тенге/кВт.ч.(+36%), а тариф по организации балансирования составит 0.083 тенге/кВт.ч.(+38%).

### Исторические тарифы

Тенге / кВт. ч	08/10	09/11	10/12	11/13	%	11/14	%
Услуги по передаче электроэнергии	0,940	0,953	1,113	1,305	17.3%	1,954	49.7%
Услуги по технической диспетчеризации	0,113	0,118	0,128	0,134	4.7%	0,182	35.8%
Услуги по организации балансирования	0,032	0,032	0,041	0,06	46.3%	0,083	38.3%

Источник: презентация KEGOC для аналитиков

Тариф на услуги по передаче электроэнергии в 2013 году составил 1.305 тенге/ кВтч, что на 17.3% больше чем за 2012 год. Среднегеометрический темп роста тарифа за период 3 года (2010-2013 года) составил 12%.

Тариф на услуги по технической диспетчеризации электроэнергии в 2012 году составил 0.134 тенге/ кВтч, что на 4.7% больше чем за 2011 год. Среднегеометрический темп роста тарифа за период 3 года (2010-2013 года) составил 6%.

Тариф на услуги по организации балансирования электроэнергии в 2012 году составил 0.06 тенге/ кВтч, что на 46.3% больше чем за 2011 год. Среднегеометрический темп роста тарифа за период 3 года (2010-2013 года) составил 23%.

### Прогнозируемые тарифы

На основе предоставленной информации мы сделали прогноз тарифов на регулируемые услуги KEGOC.

Исходные допущения:

- Переоценка РБА будет включаться в тарифы поэтапно на протяжении 5 лет;
- Коэффициент задействованности активов не изменится в прогнозном периоде и составит 1;
- Ставка регуляторной прибыли останется неизменной в прогнозном периоде и будет находиться на уровне 14.97%;
- Распределение допустимой выручки по видам оказываемых услуг останется неизменным;
- Темпы роста объема услуг составят 3%-4.5%.

Методика «затраты плюс» подразумевает под собой получение допустимого уровня прибыли после покрытия производственно-необходимых расходов. Изменения в тарифообразовании KEGOC в рамках выхода компании на фондовый рынок положительно повлияют на динамику финансовых показателей.

**Ниже представлены данные о прогнозируемых тарифах на 2015-2020гг:**

Тенге / кВт. ч	11/14	С 2016г.	С 2017г.	С 2018г.
Услуги по передаче электроэнергии	1.954	2.173	2.321	2.487
Услуги по технической диспетчеризации	0.182	0.202	0.218	0.236
Услуги по организации балансирования	0.083	0.086	0.092	0.099

Источник: прогнозы BCC Invest

При расчете тарифов амортизация на переоцененную сумму основных средств включается в тарифную смету по мере включения переоценки в расчет задействованных активов. В расчет амортизации регулируемой базы активов (РБА) амортизация используется на всю сумму переоценки.

Мы прогнозируем рост тарифов на прогнозный период. Увеличение тарифов объясняется поэтапным включением переоцененных основных средств в расчет тарифов. Помимо этого увеличение таких параметрических параметров как коэффициент задействованности активов и ставка прибыли (WACC) позволит компании получать большую «Допустимую прибыль», что в свою очередь положительно повлияет на тарифы. Должны отметить, что увеличение обоснованных затрат включается при расчете тарифной сметы.

По мере выполнения инвестиционной программы и с момента ввода основных средств регулируемая база активов будет увеличиваться, что будет отражаться при расчете тарифной сметы.

#### Прогнозный отчет о прибылях и убытках

В млн. тенге	2012	2013	1П 2014	2 014П	2 015П	2 016П	2 017П	2 018П
Доход от оказания услуг	65 855	73 812	42 686	89 032	122 040	138 999	154 704	172 312
Себестоимость оказанных услуг	-49 268	-55 574	-34 651	-72 886	-77 038	-81 930	-89 511	-96 853
<b>Валовая прибыль</b>	<b>16 587</b>	<b>18 237</b>	<b>8 035</b>	<b>16 145</b>	<b>45 002</b>	<b>57 070</b>	<b>65 193</b>	<b>75 459</b>
Расходы по реализации	-169	-154	-74	-211	-290	-330	-367	-409
Общие и административные расходы	-5 829	-6 423	-6 332	-10 919	-12 011	-13 212	-14 533	-15 986
Доход от переоценки ОС		-26 808	14 200	14 200	0	0	0	0
<b>Прибыль от операционной деятельности</b>	<b>10 589</b>	<b>-15 148</b>	<b>15 829</b>	<b>19 216</b>	<b>32 702</b>	<b>43 528</b>	<b>50 293</b>	<b>59 064</b>
Доходы в виде процентов по депозитам и текущим счетам и купона по облигациям	1 605	1 797	823	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310
Финансовые расходы	-1 991	-2 021	-1 694	-2 906	-2 846	-3 668	-4 377	-4 875
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>10 202</b>	<b>-15 372</b>	<b>14 957</b>	<b>17 620</b>	<b>31 166</b>	<b>41 170</b>	<b>47 226</b>	<b>55 499</b>
Прочие доходы	139	388	116	419	313	371	368	351
Прочие расходы	-49	-18	-36	-105	-57	-60	-74	-64
Доходы/Расходы по курсовой разнице	-1 807	-2 681	-13 400	-13 400	-2 244	-2 244	-2 244	-2 244
<b>Прибыль от неосновной деятельности</b>	<b>-1 717</b>	<b>-2 317</b>	<b>-13 320</b>	<b>-13 086</b>	<b>-1 988</b>	<b>-1 932</b>	<b>-1 950</b>	<b>-1 957</b>
<b>Прибыль до учета расходов по подоходному налогу</b>	<b>8 485</b>	<b>-17 689</b>	<b>1 637</b>	<b>4 533</b>	<b>29 178</b>	<b>39 237</b>	<b>45 276</b>	<b>53 542</b>
Расходы по подоходному налогу	-1 544	3 188	-1 076	-963	-6 195	-8 331	-9 613	-11 368
<b>Прибыль за год</b>	<b>6 941</b>	<b>-14 500</b>	<b>561</b>	<b>3 571</b>	<b>22 983</b>	<b>30 906</b>	<b>35 663</b>	<b>42 173</b>
Прибыль на акцию	26,7*	-55,8*	2,2*	13,7	88,4	118,9	137,2	162,2

\*с учетом нового количества акций в размере 260 000 000 штук

Источник: данные компании

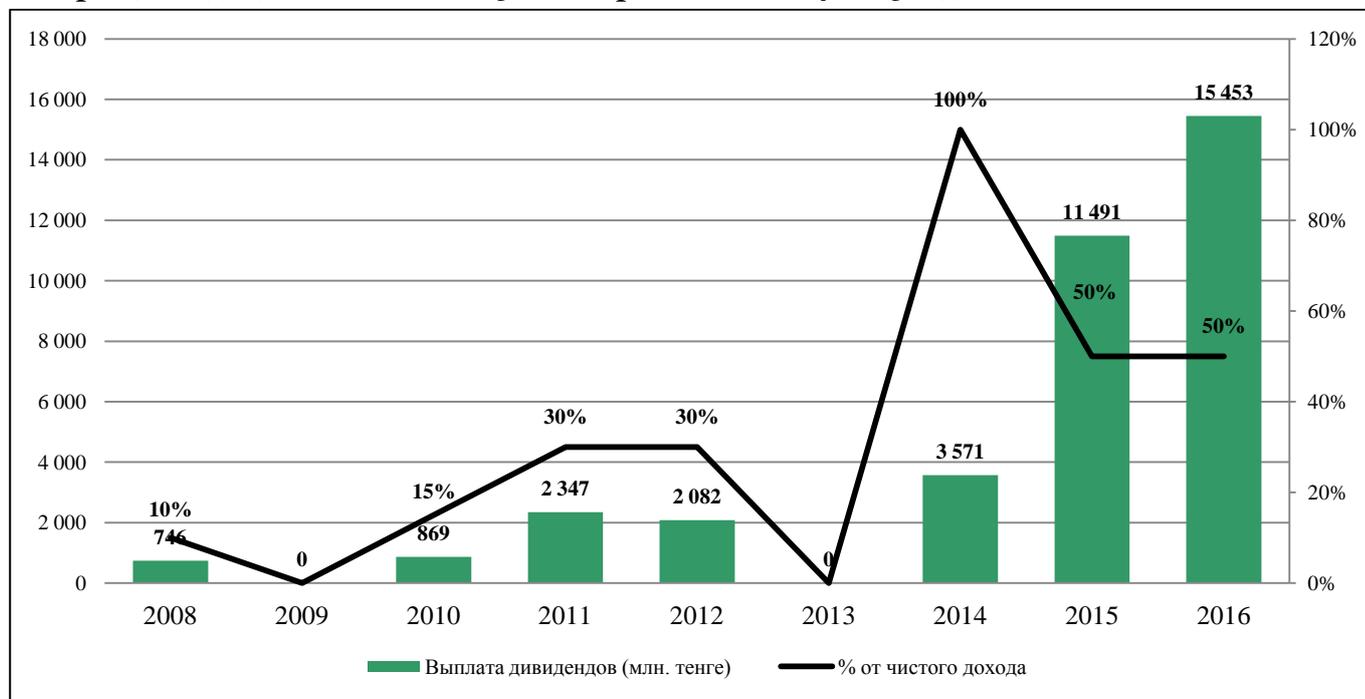
Мы прогнозируем, что за счет увеличения тарифов выручка и соответственно чистая прибыль компании будут увеличиваться. В результате переоценки основных средств резко выросла статья «износ и амортизация». В связи с этим в первом полугодии 2014 года прибыль компании составила всего лишь 561 млн. тенге. С 1 ноября 2014 года вступили в силу новые тарифы на регулируемые услуги компании, в связи с чем ожидаем, что финансовые показатели увеличатся.

Стоит отметить, что в случае ослабления тенге компания получит убыток от курсовой разницы, а также доход от переоценки основных средств, так как все оборудование закупается за рубежом. Стоит отметить, что прирост стоимости от переоценки отражается в составе ПСД и относится на увеличение фонда переоценки активов, входящего в состав капитала, за исключением той его части, которая восстанавливает убыток от переоценки этого же актива, признанный вследствие ранее проведенной переоценки в составе прибыли или убытка. Мы ожидаем, что по итогам 2014 года чистая прибыль компании составит 3 571 млн. тенге, а в 2015 году прибыль увеличится до 22 983 млн. тенге.

## Дивидендная политика

На протяжении 5 лет KEGOC выплачивал дивиденды. В 2009 и 2013 году компания получила чистый убыток в связи с чем дивидендные выплаты не производились. В 2011 году коэффициент выплаты дивидендов составил 15%, но уже к 2012-2013 году вырос до 30% от чистого дохода. Новая дивидендная политика KEGOC подразумевает выплату дивидендов не менее 40% от чистого дохода за год.

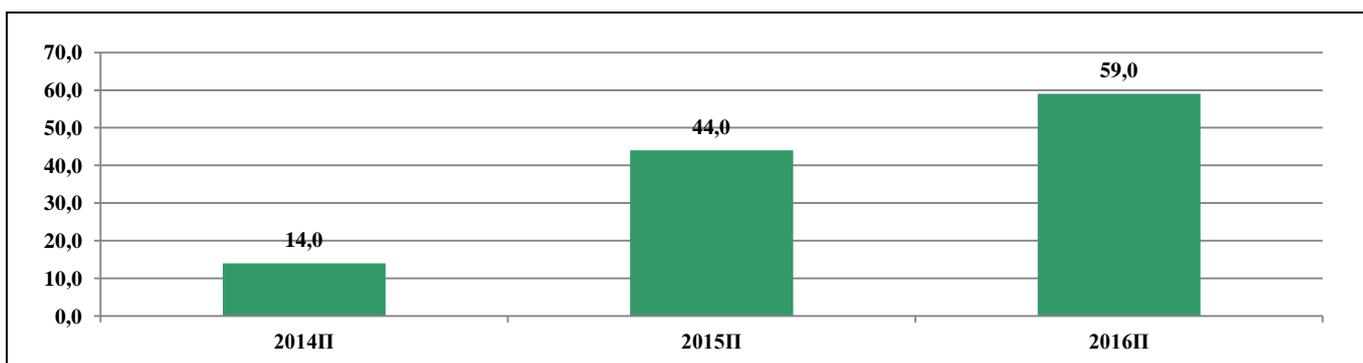
### История дивидендных выплат за 5 лет и прогноз на 2014-2015 года



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

Мы считаем, что по итогам 2014 года компания может выплатить 100% от чистого дохода за **2014 год**, что составит приблизительно 14 тенге. Далее компания будет придерживаться 40-50% выплаты дивидендов.

### Прогнозируемые дивиденды на 2014 -2016 гг.



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

По нашему прогнозу дивиденд по итогам 2015 года может составить уже 44 тенге, а по итогам 2016 года 59 тенге. Дивидендная доходность по акциям от первичной цены размещения составит 3%(6% годовых) в 2015 году, а в 2016 году сравняется уже с доходностью по другим казахстанским бумагам и составит 9%(18% годовых).

## Оценка справедливой стоимости

При выборе модели оценки акций для определения теоретической справедливой цены акций KEGOC на момент IPO и прогнозирования динамики котировок акций KEGOC на вторичном рынке мы исходили из теоретической и практической обоснованностью применения тех или иных моделей.

В итоге мы решили использовать модель дисконтирования дивидендов. Модель основывается на том, что стоимость компании можно определить, основываясь на текущей стоимости будущих дивидендных потоков. Мы осуществили прогноз по чистой прибыли компании на 2014-2018гг., и исходя из предположения, что компания будет придерживаться выплаты дивидендов в среднем на уровне 50% от чистой прибыли мы рассчитали прогнозируемые выплаты дивидендов.

В результате мы рассчитали цену акции как сумму приведенных стоимостей дивидендов ожидаемых на конец года и ожидаемой бездивидендной цены, дисконтированной по требуемой ставке доходности.

### Исходные допущения применяемой нами модели оценки акций KEGOC:

- Оценка теоретической справедливой стоимости акций KEGOC проводится на конец 2015 года;
- Долгосрочная Безрисковая ставка доходности в Казахстане = 6.5% (доходность по долгосрочным ГЦБ МФ РК);
- Премия за риск инвестирования в акции (как класс активов) в Казахстане = 7.5%;
- Коэффициент Бета по акциям KEGOC = 1.00 – по нашему мнению, индивидуальный рыночный риск по акциям KEGOC равен среднему значению индивидуального рыночного риска по выборке акций, входящих в индекс KASE;
- Коэффициент выплаты дивидендов KEGOC в долгосрочном периоде составит 0.50 (50% чистой прибыли будет направляться на выплату дивидендов);
- Количество акций KEGOC после IPO составит 260 млн. штук.

Для определения требуемой доходности по акциям мы использовали Модель оценки долгосрочных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), формула расчета выглядит следующим образом:

**“требуемая доходность по акциям компании r” =  $R_f + B * (R_m - R_f)$**

где:

$R_f$  – долгосрочная безрисковая ставка доходности;

$R_m$  – ожидаемая рыночная доходность по классу активов (по акциям в целом);

$B$  – коэффициент Бета, отражающий индивидуальный рыночный риск по акциям компании.

В таблице ниже представлена наша модель оценки теоретической справедливой стоимости акций KEGOC на основе дисконтирования дивидендов (DDM):

### Модель дисконтирования дивидендов

	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Чистая прибыль	3 570 892	22 982 752	30 906 248	35 662 790	42 173 461
Количество акций (в тыс.)	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
Прибыль на акцию	13,73	88,40	118,87	137,16	162,21
Коэффициент выплаты дивидендов	100%	50%	50%	50%	50%
Дивиденд на акцию	13,73	44,20	59,44	68,58	81,10
Период дисконтирования	1,00	1,14	1,30	1,48	1,69
<b>Дисконтированный дивиденд/акцию</b>	<b>13,73</b>	<b>38,77</b>	<b>45,73</b>	<b>46,29</b>	<b>48,02</b>

Безрисковая ставка доходности	7%
Премия за риск инвестирования в акции	8%
Ожидаемая рыночная доходность инвестирования в акции ( $E_r$ )	14%
Специфический риск компании (Бета)	1,00
<b>Стоимость привлечения акционерного капитала</b>	<b>14%</b>

Темпы роста	3%
Терминальная стоимость	759
Дисконтированная терминальная стоимость	450
<b>Стоимость акций</b>	<b>630</b>

Источник: расчеты BCC Invest

**Таким образом, с учетом исходных допущений, приведенных выше, на основе применяемой модели, мы определили теоретическую справедливую стоимость акций KEGOC на конец 2015 года на уровне 630 тенге за акцию. Потенциал роста от цены размещения составляет 25%.**

## Риски

**Риск девальвации.** KEGOC имеет обширную инвестиционную программу, которая в основном финансируется займами в иностранной валюте. Основными кредиторами являются ЕБРР и МБРР. Основной причиной привлечения денежных средств в иностранной валюте является их привлекательная ставка. Ставка по займам KEGOC варьируется в диапазоне 0.83%-4.27%. В случае ослабления тенге мы сможем пронаблюдать следующие тенденции на финансовых результатах компании. Во-первых, увеличится долговая нагрузка и процентные выплаты по займам, в результате чего возникнет отрицательная курсовая разница. В среднесрочной перспективе увеличатся операционные затраты и скорее всего сумма инвестиционной программы вырастет. Стоит отметить, что процентные расходы и инвестиционные проекты по мере ввода будут приниматься в учет при составлении тарифной сметы и расчете тарифов.

### **Риски эмитента**

- приобретение или продажа эмитентов активов по ценам, отклоняющимся от теоретической справедливой и / или рыночной стоимости;
- структура долгосрочных тарифов может не обеспечить необходимого уровня прибыли в случае существенных отклонений фактических объемов услуг и их себестоимости от запланированных;
- возможные затруднения с финансированием капитальных затрат;
- возможное изменение обменного курса доллара США и других валют по отношению к тенге;
- возможное ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане и/или в мире;
- замедление экономического роста в Казахстане;
- возможное влияние негативных событий в экономике других стран;
- возможные отклонения операционных и финансовых показателей от прогнозных, причем как в меньшую, так и в большую сторону;
- возможное изменение тарифной политики/налогового режима в Казахстане;
- возможные стихийные действия и другие форс-мажорные обстоятельства.

### **Инвесторы сталкиваются со следующими рисками при инвестировании в акции:**

- **Рыночный риск** – это риск неблагоприятного изменения рыночных цен на акции на вторичном рынке. Котировки акций и фактические цены заключения сделок по акциям на вторичном рынке могут отклоняться от цены приобретения (первичного размещения) как в большую, так и в меньшую сторону, причем амплитуда таких колебаний может быть очень широкой.
- **Риск ликвидности** – это риск отсутствия на вторичном рынке в достаточном объеме встречных котировок на покупку (при продаже) или на продажу (при покупке). Таким образом, инвесторы, могут затратить больше времени (чем ожидают) на продажу (или покупку) акций и могут неблагоприятно повлиять на рыночные котировки при выставлении собственных приказов на покупку (или продажу) акций.
- **Дивиденды не гарантированы** – эмитент не гарантирует выплату дивидендов в будущем. Размер дивидендов, в случае их выплаты, может меняться как в большую, так и в меньшую сторону, в широком диапазоне под воздействием множества факторов.

## Приложение 1

### Прогнозный отчет о прибылях и убытках

В млн. тенге	2012	2013	1П 2014	2 014П	2 015П	2 016П	2 017П	2 018П
Доход от оказания услуг	65 855	73 812	42 686	89 032	122 040	138 999	154 704	172 312
Себестоимость оказанных услуг	-49 268	-55 574	-34 651	-72 886	-77 038	-81 930	-89 511	-96 853
<b>Валовая прибыль</b>	<b>16 587</b>	<b>18 237</b>	<b>8 035</b>	<b>16 145</b>	<b>45 002</b>	<b>57 070</b>	<b>65 193</b>	<b>75 459</b>
Расходы по реализации	-169	-154	-74	-211	-290	-330	-367	-409
Общие и административные расходы	-5 829	-6 423	-6 332	-10 919	-12 011	-13 212	-14 533	-15 986
Доход от переоценки ОС		-26 808	14 200	14 200	0	0	0	0
<b>Прибыль от операционной деятельности</b>	<b>10 589</b>	<b>-15 148</b>	<b>15 829</b>	<b>19 216</b>	<b>32 702</b>	<b>43 528</b>	<b>50 293</b>	<b>59 064</b>
Доходы в виде процентов по депозитам и текущим счетам и купона по облигациям	1 605	1 797	823	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310
Финансовые расходы	-1 991	-2 021	-1 694	-2 906	-2 846	-3 668	-4 377	-4 875
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>10 202</b>	<b>-15 372</b>	<b>14 957</b>	<b>17 620</b>	<b>31 166</b>	<b>41 170</b>	<b>47 226</b>	<b>55 499</b>
Прочие доходы	139	388	116	419	313	371	368	351
Прочие расходы	-49	-18	-36	-105	-57	-60	-74	-64
Доходы/Расходы по курсовой разнице	-1 807	-2 681	-13 400	-13 400	-2 244	-2 244	-2 244	-2 244
<b>Прибыль от неосновной деятельности</b>	<b>-1 717</b>	<b>-2 317</b>	<b>-13 320</b>	<b>-13 086</b>	<b>-1 988</b>	<b>-1 932</b>	<b>-1 950</b>	<b>-1 957</b>
<b>Прибыль до учета расходов по подоходному налогу</b>	<b>8 485</b>	<b>-17 689</b>	<b>1 637</b>	<b>4 533</b>	<b>29 178</b>	<b>39 237</b>	<b>45 276</b>	<b>53 542</b>
Расходы по подоходному налогу	-1 544	3 188	-1 076	-963	-6 195	-8 331	-9 613	-11 368
<b>Прибыль за год</b>	<b>6 941</b>	<b>-14 500</b>	<b>561</b>	<b>3 571</b>	<b>22 983</b>	<b>30 906</b>	<b>35 663</b>	<b>42 173</b>
Прибыль на акцию	26,7*	-55,8*	2,2*	13,7	88,4	118,9	137,2	162,2

\*с учетом нового количества акций в размере 260 000 000 штук

Источник: финансовая отчетность, расчеты BCC Invest

**Контактная информация**

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит

Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж

Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31

E-mail: [info@bcc-invest.kz](mailto:info@bcc-invest.kz)

Web: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

<http://www.ipo-prosto.kz>

**Станислав Ким**

**Финансовый консультант**

+7 (727) 244 32 24

+7 701 742 87 98

[skim@bcc-invest.kz](mailto:skim@bcc-invest.kz)

**Владимир Хмель**

**Финансовый консультант**

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7291)

+7 701 985 30 61

[vkhamel@bcc-invest.kz](mailto:vkhamel@bcc-invest.kz)

**Наина Романова**

**Ведущий аналитик**

+7 (727) 2 598 598 (вн. 7266)

[nromanova@bcc-invest.kz](mailto:nromanova@bcc-invest.kz)

**Надинова Айдана**

**Финансовый консультант**

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)

[anadirova@bcc-invest.kz](mailto:anadirova@bcc-invest.kz)

**Нургали Нурмахамбетов**

**Директор департамента**

**розничных продаж**

+7 (727) 2 598 598 (вн. 7232)

[nnurmakhambetov@bcc-invest.kz](mailto:nnurmakhambetov@bcc-invest.kz)

**\* Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «BCC Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «BCC Invest», 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 в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2014