

2 марта 2015 г.

KEGOC

**Правильная программа, Правильная компания,
Неправильное время.....**

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

В декабре 2014 года завершилось размещение акций компании KEGOC на вторичном рынке. В отличие от КазТрансОйл акции KEGOC после выхода на вторичный рынок снизились в стоимости, несколько разочаровав рынок. Должны отметить, что спрос со стороны институциональных инвесторов в первый день торгов отсутствовал, а единственный крупный участник в лице ЕНПФ решил воздержаться от приобретения акций. Помимо этого выход компании на вторичный рынок совпал с «черным вторником» в России, когда курс рубля резко вырос по отношению к доллару, достигая 80 рублей за один доллар. Эти события в соседней республике взволновали многих инвесторов и это также негативно отразилось на котировках простых акций KEGOC.

В случае с КазТрансОйл основной спрос на ценные бумаги обеспечивали частные пенсионные фонды, которые открывали специальные лимиты на покупку интересных дивидендных ценных бумаг. Поскольку, спрос со стороны частных инвесторов был высоким, институциональным инвесторам достался небольшой объем акций, вследствие чего происходили покупки уже на вторичном рынке, что обеспечило рост цены на акции. Стоит отметить, что КазТрансОйл с момента выхода на вторичный рынок обещал выплачивать инвесторам хорошие дивиденды, а дивиденды по акциям KEGOC на текущий момент четко неопределенны. В связи с этими событиями акции компании снизились в стоимости.

Инвестиционные возможности

Мы считаем, что акции KEGOC являются среднесрочной инвестиционной идеей благодаря новой методике тарифообразования. Текущие уровни цен выглядят привлекательно для долгосрочных инвесторов, с горизонтом инвестирования 2-3 года. Привлекательность компании обуславливается стратегическим значением компании на рынке, поддержкой акционера, привлекательной дивидендной политикой и новой методикой тарифообразования. На текущий момент стоимость одной простой акции компании составляет 410 тенге.

В связи со сложившейся макроэкономической ситуацией акции значительно упали в стоимости. Однако если рассматривать акции в горизонте 18 месяцев дивидендная доходность от текущей цены составляет порядка 20%. Наша целевая цена до конца 2015 года составляет 590 тенге за одну акцию, а общий инвестиционный доход может составить приблизительно 65%.

Обновление оценки и рекомендации

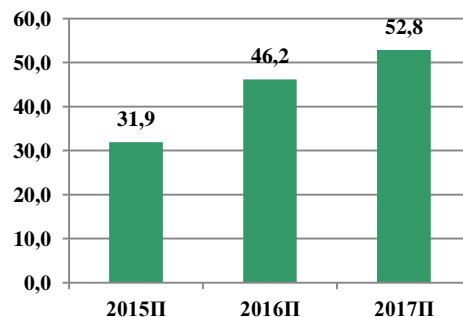
ПОКУПАТЬ

Капитализация	105 млрд. тг.
Простые акции	KEGC KZ
В составе индекса	KASE
Последняя цена	408 KZT
Целевая цена	550 KZT
Потенциал роста	25 %
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Итоги 2014 года * (в млн. тенге)	2014	2013	%
Доходы	92 757	72 517	27.9%
Себестоимость	-73 792	-54 725	34.8%
Валовая прибыль	18 965	17 792	6.6%
Администр. расходы	13 352	6 284	123%
Чистая прибыль	8 013	-14 013	---

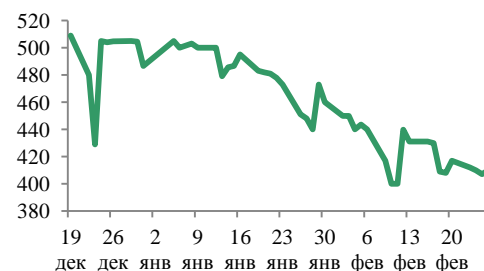
*Неконсолидированные данные
Источник: данные компании

Прогнозируемые дивиденды



Источник: прогнозы BCC Invest

Стоимость акций с момента выхода на вторичный рынок



Источник: Bloomberg

SWOT-анализ

В таблице ниже представлена краткая информация о компании, ее сильных и слабых сторонах, возможностях и рисках.

Внутренние ресурсы	Внешние факторы
<p>Сильные стороны: Стратегическая роль в экономике Казахстана; Монопольное положение на рынке; Высокопрофессиональное руководство; Значительная база активов и опыт успешных капиталовложений; Растущий спрос на электричество; Сильная поддержка акционера и Правительства; Достижение устойчивых партнерских взаимоотношений с электроэнергетическими компаниями сопредельных стран; Устойчивое финансовое положение эмитента и высокие кредитные рейтинги (Вааз и ВВВ+); Привлекательная дивидендная политика.</p>	<p>Возможности: Инновационное развитие за счет использования передовых технологий; Реализация инновационных проектов с применением механизмов государственной финансовой поддержки;</p>
<p>Слабые стороны: Валютные займы; Устаревшее оборудование.</p>	<p>Угрозы: Возможные регуляторные изменения; Колебания обменного курса доллара США и других валют по отношению к тенге; Возможное ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане и/или в мире; Замедление экономического роста Казахстана.</p>

Среди сильных сторон можно выделить тот момент, что компания «KEGOC» занимает монопольное положение на рынке и выполняет стратегическую роль в экономике Казахстана. В рамках выхода компании на первичный рынок в методике тарифообразования произошли существенные изменения. Компания изменила учетную политику с модели учета по исторической стоимости на модель учета по справедливой стоимости. В результате основные средства выросли, сумма переоценки составила 199 млрд. тенге. Должны напомнить, что в расчете тарифов регулируемая база активов будет увеличиваться постепенно на протяжении 5-ти лет. Новая методика тарифообразования позволяет прогнозировать тарифы на оказываемые услуги, в результате показатель чистой прибыли и выплачиваемые дивиденды. Эти изменения положительно отразятся на финансовых результатах компании, что позволит ей получать большую выручку и чистую прибыль.

Среди слабых сторон можно выделить наличие заемных средств, представленных в иностранной валюте, вследствие чего возникают валютные риски при корректировке обменного курса тенге к доллару. В краткосрочной перспективе корректировка обменного курса негативно отразится на финансовых результатах компании, однако в среднесрочной перспективе в расчете тарифов будут учтены возросшие обоснованные затраты компании. В среднесрочной перспективе финансовое положение компании стабилизируются вследствие повышения тарифов на оказываемые услуги.

Итоги 2014 года

Финансовые результаты – превысили ожидания рынка

Неконсолидированные итоги 2014 года

Тыс. тенге	2014	2013	%
Выручка	92 756 903	72 516 710	27.9%
Себестоимость	-73 791 680	-54 725 189	34.8%
Валовая Прибыль	18 965 223	17 791 521	6.6%
Расходы по реализации	-165 061	-154 807	6.6%
Административные расходы	-13 351 683	-6 284 280	112.5%
Прибыль за год	8 013 354	-14 012 562	---
Прибыль на акцию	36.4	-65.4	---

Источник: www.kase.kz

Согласно неконсолидированной финансовой отчетности общая выручка компании в 2014 году выросла на 27.9% до показателя 92 756 903 тыс. тенге, в основном за счет увеличения тарифов на предоставляемые услуги. За этот же период себестоимость выросла на 34.8% и по итогам 2014 года составила 73 791 680 тыс. тенге. В результате переоценки основных средств, их стоимость возросла, как и затраты по износу и амортизации. Неконсолидированная прибыль на акцию составила 36.4 тенге в 2014 году в сравнении с убытком на акцию в размере 65.4 тенге.

Стоит отметить, что консолидированные и неконсолидированные финансовые результаты компании должны быть примерно одинаковые. К дочерним компаниям KEGOC относится АО «Энергоинформ» и ТОО «Расчетно-финансовый центр по поддержке возобновляемых источников энергии». Доля компании в уставном капитале АО «Батыс-Транзит» составляет 20%.

Результаты дочерних компаний по итогам 9 месяцев 2014 года

За 9 мес. 2014 года (в тыс. тенге)	Энергоинформ (100%)	РФЦ (100%)
Доходы	2 356 800	90 600
Расходы	2 080 960	80 700
Прибыль	233 700	8 000

Источник: комментарии руководства к финансовым результатам деятельности за 9М 2014 года

Операционные результаты

	9М 2014	9М 2013	%
Объем передачи электроэнергии (Млн. кВт*ч)	28 306	30 677	-7.7%
Объем по технической диспетчеризации (Млн. кВт*ч)	61 698	61 295	0.7%
Объем балансированию производства и потребления электроэнергии (Млн. кВт*ч)	115 839	111 422	3.96%

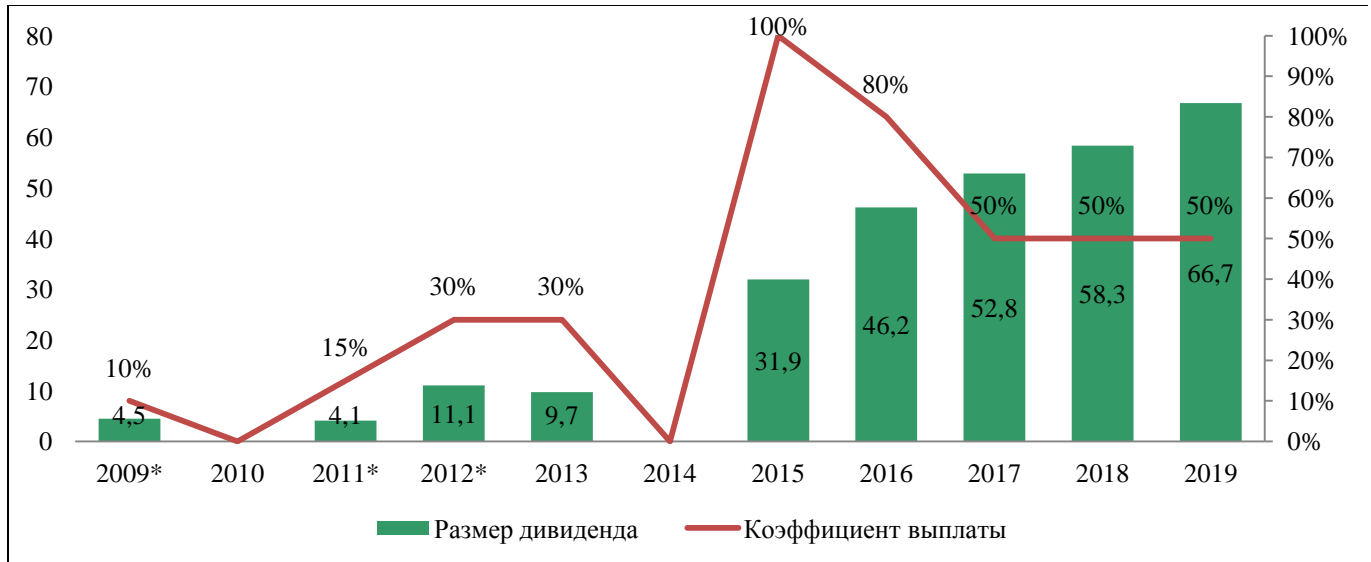
Источник: комментарии руководства к финансовым результатам деятельности за 9М 2014 года

Объемы передачи электроэнергии за 9 месяцев 2014 года сократились на 7.7% за счет снижения межгосударственного транзита, а также снижения объемов передачи электрической энергии субъектам оптового рынка Республики Казахстан. Услуги компании имеют ярко выраженный сезонный характер, в осенне-зимний период объемы передачи высокие, а в весенне-летний период пониженные. Снижение передачи компенсируется повышенными тарифами на оказываемые услуги.

Дивидендные выплаты

В рамках выхода компании на фондовый рынок в дивидендной политике компании был установлен минимальный уровень выплаты дивидендов в размере не менее 40% от чистой прибыли за соответствующий финансовый период. Однако коэффициент выплаты может превышать этот минимальный коэффициент.

График выплачиваемых компаний дивидендов



Источник: инвестиционный меморандум

Неконсолидированные итоги финансовой деятельности компании KEGOC уже известны. Согласно неконсолидированным данным чистая прибыль компании по итогам 2014 года составила 8 013 354 тыс. тенге, а базовая прибыль на акцию составила 36.4 тенге. На момент выхода компании на вторичный рынок количество акций увеличилось до 260 000 000 штук, исходя из этого количества акций мы рассчитали прибыль на акцию в размере 30.8 тенге на одну акцию.

Мы считаем, что по итогам 2014 года компания может выплатить 100% от чистого дохода за 2014 год, что составит приблизительно 31 тенге. Далее компания будет придерживаться 40-50% выплаты дивидендов.

Договорные обязательства в отношении выплаты дивидендов

Существующие финансовые договоры с ЕБРР устанавливают определенные ограничения в отношении выплаты Компанией дивидендов. В частности, Компания обязуется не выплачивать дивиденды, если:

- имеет место Случай неисполнения обязательств или если Случай неисполнения обязательств возникнет в результате принятия решения о выплате дивидендов;
- размер дивидендов превышает наименьший из следующих показателей: (а) доступные денежные средства и (б) прибыль, доступную для выплат в финансовом году, за который выплачиваются дивиденды.

На текущий момент компания выполняет вышеперечисленные требования и на выплату дивидендов данные финансовые договоры с ЕБРР не повлияют.

Расчетная дивидендная доходность по акциям KEGOC	
Текущая цена акций	406 тенге
Дивиденд за 2014 год	31.9 тенге
Дивидендная доходность	7.85%
Дивиденд за 2015 год	46.2 тенге
Дивидендная доходность	11.37%
Сумма дивидендов за 2 года	78.1 тенге
Дивидендная доходность за 2 года	19.23%

Источник: расчеты BCC Invest

Пересмотр оценки

Мы пересмотрели наш подход к оценке и решили отразить в наших расчетах вероятные валютные риски. Мы считаем, что Национальный Банк РК не допустит резких колебаний курса тенге к доллару согласно сделанным ранее заявлениям, однако мы провели оценку с учетом ослабления тенге на 10%. Кроме того эмитент может страховать свою валютные риски. Вследствие данных предположений мы рассчитали чистую прибыль, размер дивиденда и расчетную стоимость акций.

В тыс. тенге	Текущая ситуация	Ослабление тенге на 10%
Чистая прибыль по итогам 2015 года	21 000 000	15 000 000
Коэффициент выплаты		
За 2014 финансовый год	100%	100%
За 2015 финансовый год	80%	80%
Размер Дивиденда за 1.5 года	100 тенге	78.1 тенге
Оценка	630 тенге	550 тенге

Источник: расчеты BCC Invest

Основываясь на наших предположениях, мы определили целевую цену как средневзвешенное значение двух вышеперечисленных сценариев. В результате наша целевая цена до конца 2015 года составляет 590 тенге за одну акцию.

1) Модель дисконтирования дивидендов

	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Чистая прибыль (в млн. тенге)	-14 500	8 301	15 005	27 471	30 337	34 687
Количество акций (в тыс.)		260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
Прибыль на акцию		31,93	57,71	105,66	116,68	133,41
Коэффициент выплаты дивидендов		100%	80%	50%	50%	50%
Дивиденд на акцию		31,93	46,17	52,83	58,34	66,71
Период дисконтирования		1,00	1,14	1,30	1,48	1,69
Дисконтированный дивиденд/акцию		31,93	40,50	40,65	39,38	39,50

Безрисковая ставка доходности	6.5%
Премия за риск инвестирования в акции	7.5%
Ожидаемая рыночная доходность инвестирования в акции (Er)	14%
Специфический риск компании (Бета)	1,00
Стоимость привлечения акционерного капитала	14%

Темпы роста	3%
Терминальная стоимость	625
Дисконтированная терминальная стоимость	370
Стоимость акций	562

Источник: расчеты BCC Invest

Чувствительность модели дисконтирования дивидендов на исходные данные

Стоимость привлечения капитала \ Темпы роста	14%	13%	12%	11%	10%
3%	562 тенге	617 тенге	684 тенге	769 тенге	877 тенге
2%	528 тенге	575 тенге	632 тенге	701 тенге	788 тенге
1%	499 тенге	540 тенге	588 тенге	647 тенге	718 тенге

Источник: расчеты BCC Invest

В наших расчетах мы взяли за базовый сценарий ставку привлечения акционерного капитала в размере 14% и темпы роста в размере 3%. На текущий момент ставка привлечения на денежном рынке составляет 14-15%, однако как только ситуация нормализуется мы ожидаем снижения ставки привлечения акционерного капитала до 12%, что положительно повлияет на оценку стоимости акций.

2) На основе сравнения с КазТрансОйл

Помимо оценки по модели дисконтирования дивидендов мы решили произвести оценку стоимости акций компании путем сопоставления дивидендной доходности акций КазТрансОйл с предполагаемым размером дивиденда KEGOC по итогам 2015 года. Мы решили произвести сравнение именно с компанией КазТрансОйл, так как обе компании являются монополистами в своей сфере, у них один метод тарифообразования («затраты плюс») и единый крупный акционер. Отличительной чертой KEGOC является его более капиталоемкая инвестиционная программа и постепенно растущий размер дивидендов в перспективе.

Дивидендная доходность по акциям КазТрансОйл

Выплачиваемый дивиденд	2013 год	2014 год	2015 год
Дивиденд	75	109	109
Средняя цена	870	1250	750
Дивидендная доходность	8.6%	8.7%	14.5%

Источник: Расчеты BCC Invest

С момента выхода компании КазТрансОйл на первичный рынок, акции торговались на уровне 8.6-8.7% (дивидендная доходность). В связи со сложившейся экономической ситуацией на сегодняшний день акции КазТрансОйл торгуются с дивидендной доходностью в размере 14.5%. Мы ожидаем, что в скором времени акции вернуться к своей исторической доходности.

Мы решили применить значение средней дивидендной доходности к акциям KEGOC. По нашим ожиданиям, по итогам 2015 года компания выплатит в виде дивидендов 57 тенге на одну акцию, что составляет 80% от чистой прибыли за 2015 год. Исходя из этого, мы рассчитали расчетную стоимость акций на конец 2015 года на уровне 530 тенге за одну акцию.

Таким образом, с учетом исходных допущений, приведенных выше, на основе применяемых моделей, мы определили теоретическую справедливую стоимость акций KEGOC на конец 2015 года на уровне 590 тенге за акцию. Потенциал роста от текущей цены составляет 44%.

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

Web: www.bcc-invest.kz

Надилова Айлана

Финансовый консультант

+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)

anadirova@bcc-invest.kz

Ким Ирина

Финансовый консультант

+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 91)

ikim@bcc-invest.kz

Наина Романова

Ведущий аналитик

+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)

nromanova@bcc-invest.kz

Нургали Нурмахамбетов

**Директор департамента
розничных продаж**

+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 32)

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 2015