

17 октября 2016 г.

Станислав Чуев
s.chuyev@halykfinance.kz
+7 (727) 244 65 38
Салтанат Мадиева
s.madiyeva@halykfinance.kz
+7 (727) 330 01 53

Выпуск облигаций	Цена	YTM	Объем в обрац., USD млн	Ср.3-м. объем сделок, USD
USD EASTCM 7.75% 'апр-18	96,1	10,6%	78,5	3 218

Рейтинги	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	-	-	-
Moody's	B3	негатив.	18 фев 16
Fitch	B	негатив.	18 дек 15

Основные финансовые показатели (млн тенге)	2013	2014	2015	30.июн.16
Денежные средства и экв.	3 554	5 437	12 795	6 183
Краткосрочные активы	11 773	14 444	36 323	22 736
Долгосрочные активы	99 476	105 311	95 873	94 284
Активы	111 249	119 756	132 196	117 020
Краткосрочные обязательства	11 230	11 083	30 332	21 877
Долгосрочные обязательства	55 899	63 843	83 312	73 721
Обязательства	67 128	74 926	113 644	95 598
Капитал	44 121	44 830	18 552	21 422

	2013	2014	2015	1П2016
Выручка	25 513	31 897	26 537	12 870
Себестоимость	-7 710	-10 931	-10 834	-5 078
Валовая прибыль	17 803	20 966	15 703	7 793
ЕВITDA	21 863	23 876	19 393	9 481
Чистая прибыль	8 158	2 749	-26 868	2 870
Скорр.чистая прибыль*	9 015	9 615	6 339	2 255

Темпы роста, г/г	2013	2014	2015	С нач.года
Денежные средства и экв.	238,2%	53,0%	135,3%	-51,7%
Краткосрочные активы	112,5%	22,7%	151,5%	-37,4%
Долгосрочные активы	5,4%	5,9%	-9,0%	-1,7%
Активы	11,3%	7,6%	10,4%	-11,5%
Краткосрочные обязательства	-22,1%	-1,3%	173,7%	-27,9%
Долгосрочные обязательства	9,5%	14,2%	30,5%	-11,5%
Обязательства	2,6%	11,6%	51,7%	-15,9%
Капитал	28,0%	1,6%	-58,6%	15,5%

	2013	2014	2015	1П2016
Выручка	13,5%	25,0%	-16,8%	-3,5%
Себестоимость	-12,1%	41,8%	-0,9%	-12,3%
Валовая прибыль	29,9%	17,8%	-25,1%	3,2%
ЕВITDA	129,2%	9,2%	-18,8%	-0,6%
Чистая прибыль (скорр.)	50%	6,7%	-34,1%	-24,4%

Ключевые коэффициенты	2013	2014	2015	1П2016
Валовая маржа	69,8%	65,7%	59,2%	60,5%
Маржа ЕВITDA	85,7%	74,9%	73,1%	73,7%
Маржа скорр.чистой прибыли	35,3%	30,1%	23,9%	17,5%

	2013	2014	2015	1П2016
Долг	56 133	63 577	101 186	87 428
Чистый долг	52 579	58 139	88 391	81 245
Долг/Капитал	1,3	1,4	5,5	4,1
Долг/ЕВITDA	2,6	2,7	5,2	4,6
Чистый долг/ЕВITDA	2,4	2,4	4,6	4,3
Фин.расходы/ЕВITDA	0,2	0,2	0,3	0,5
RoA (скорр.)	8,1%	8,0%	4,8%	1,9%
RoE (скорр.)	20,4%	21,4%	34,2%	10,5%

* С поправкой на эффект девальвации

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Несмотря на сравнительно высокую доходность, мы рекомендуем **ДЕРЖАТЬ** облигации Исткомтранс, деноминированные в долларах США, по причине высокого кредитного риска. Отношение долг/капитал составляет 4,1, а финансовые расходы/ЕВITDA – 0,5, в связи с чем компания может столкнуться с трудностями в обслуживании своих обязательств. Тем не менее, Исткомтранс демонстрирует хорошую способность поиска источников рефинансирования – в 2014-15гг. поступления от займов ежегодно составляли 21,5млрд.тенге и использовались для погашения кредитов.

Результаты за 2015 год

В 2015 году выручка упала на 16,8% г/г в ответ на снижение доходов во всех основных сегментах деятельности. Выручка от предоставления вагонов в аренду упала на 17% г/г и составила 73% от общей выручки. Выручка от оперирования вагонов сократилась на 11% г/г, составив 25% от общей выручки. Выручка от экспедирования перевозок и перевалки грузов снизилась на 57% г/г, составив 3% от общей выручки. Доля выручки в долл. США в 2015 г. составила 62% против 66% годом ранее.

Себестоимость в 2015 г. сохранилась практически на уровне показателя предыдущего года (-1% г/г). В 2015 г. общая структура производственных затрат претерпела ряд изменений: снизились расходы по ремонту и ТО вагонов по причине снижения количества деповского и капитального ремонтов; увеличились расходы по ж/д по причине роста затрат на отстой нефтяных вагоноцистерн; увеличение роста затрат по страхованию вагонов произошло за счет увеличения взносов по добровольному страхованию. Маржа валовой прибыли снизилась с 66% в 2014 г. до 59% в 2015 г.

Общедминистративные расходы в 2015 г. сократились на 20% г/г. Основными причинами сокращения стали снижение расходов по страхованию (-27% г/г из-за эффекта высокой базы, обусловленный крупной суммой по добровольному страхованию в 2014 г.), расходов по заработной плате (-48% г/г, не использован премиальный фонд) и налогам (-45% г/г по причине уменьшения налоговой нагрузки, возникшей вследствие пересмотра договоров с частью контрагентов).

ЕВITDA Компании в 2015 г. снизилась на 19% в тенговом выражении, а в долларах США данный показатель снизился на 34% с \$132 млн в 2014 г. до \$87 млн в 2015 г. Маржа ЕВITDA составила 73%, что на 2 пп меньше показателя 2014 г.

Суммарные финансовые расходы составили 41 510 млн тенге (\$187 млн, рост в 2,8х г/г), 85% которой составили убытки от курсовой разницы, произошедшие в результате ослабления тенге после перехода Национального банка РК к политике свободного плавания обменных курсов в августе 2015 г. По состоянию на 31.12.2015 г., доля валютных займов в общей структуре кредитного портфеля Компании составляла 91%.

Рост финансовых расходов стал основным фактором получения чистого убытка впервые за всю историю деятельности в размере 26 868 млн тенге против 2 749 млн тенге чистой прибыли в 2014 г.

Вследствие значительных убытков по курсовой разнице собственный капитал Компании снизился в 2,4 раза.

Рис. 1. Сегменты выручки 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Предоставление подвижного состава	23 227	19 349	-16,7%
Оперирование	7 293	6 525	-10,5%
Экспедирование грузов	765	403	-47,4%
Услуги отправителя и получателя грузов	530	157	-70,4%
Прочее	83,0	103,2	24,4%

Рис. 2. Финансовые результаты 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Выручка	31 897	26 537	-16,8%
Себестоимость	-10 931	-10 834	-0,9%
Валовая прибыль	20 966	15 703	-25,1%
Административные расходы	-2 794	-2 249	-19,5%
Прочие доходы	151	187	23,6%
Прочие расходы	-142	-239	68,7%
Убытки от обесценения осн.средств	-101	-6 065	5891,3%
Операционная прибыль	18 081	7 336	-59,4%
Финансовые доходы	35	688	1849,0%
Финансовые расходы	-5 820	-6 189	6,3%
Отр. курс.разницы, нетто	-8 752	-35 320	303,6%
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	3 544	-33 486	-
Экономия/(расходы) по подоход.налогу	-795	6 618	-
(Убыток)/прибыль за год	2 749	-26 868	-

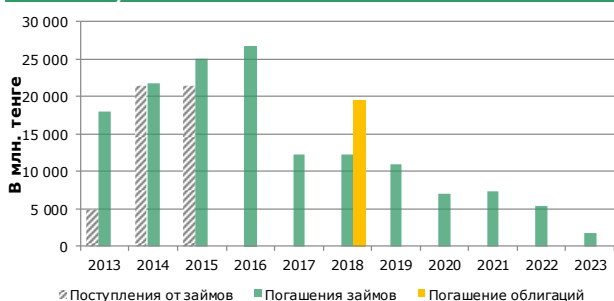
Рис. 3. Сегменты выручки 1П2016г.

млн тенге	1П2015	1П2016	% г/г
Предоставление подвижного состава	9 447	10 488	11,0%
Оперирование	3 529	2 225	-36,9%
Экспедирование грузов	116	152	30,9%
Услуги отправителя и получателя грузов	157	0	-100,0%
Прочее	70,5	4,8	-93,2%

Рис. 4. Финансовые результаты 1П2016г.

млн тенге	1П2015	1П2016	% г/г
Выручка	13 339	12 870	-3,5%
Себестоимость	-5 788	-5 078	-12,3%
Валовая прибыль	7 551	7 793	3,2%
Административные расходы	-1 022	-785	-23,2%
Прочие доходы	94	269	185,2%
Прочие расходы	-70	-397	465,7%
Убытки от обесценения осн.средств	-7	-10	48,0%
Операционная прибыль	6 546	6 869	4,9%
Финансовые доходы	195	534	174,1%
Финансовые расходы	-3 011	-4 594	52,6%
Отр. курс.разницы, нетто	-987	61	-
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	2 743	2 870	4,6%
Экономия/(расходы) по подоход.налогу	-237	-0	-99,9%
Чистая прибыль	2 506	2 870	14,5%

Рис.5. Поступления от займов и погашения



Источник: данные компании, расчеты Халык Финанс

Результаты за 1 полугодие 2016г.

В 1 полугодии Компании удалось частично улучшить финансовые результаты в основном за счет эффективного управления расходами. Снижение выручки в целом замедлилось, составив 3,5% г/г. Компании удалось сократить себестоимость на 12,3% г/г и административные расходы на 23,2% г/г в основном за счет снижения расходов по страхованию, амортизации, а также по ремонту и обслуживанию вагонов.

В результате, показатель EBITDA практически не изменился (-0,6% г/г), а чистая прибыль увеличилась на 14,5% г/г. Однако стоит отметить, что без учета эффекта отрицательной курсовой разницы, зафиксированного в 1П2015г., скорректированная чистая прибыль за 1П2015г. снизилась на 24% г/г.

В 2015г. и в 1П2016г. около 51% от выручки было получено от одного клиента, ТОО «Тенгизшевройл», договора с которым были продлены до 2019г., но они не являются нерасторгаемыми.

Оценка облигаций

Несмотря на сравнительно высокую доходность (более 10% годовых, что намного выше, чем предельная ставка по валютным депозитам 2%), мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ облигации Исткомтранс, деноминированные в долларах США, по причине высокого кредитного риска. По итогам 1 полугодия 2016г. показатель долг/капитал составляет 4,1, а финансовые расходы/EBITDA – 0,5, что свидетельствует о значительном уровне долговой нагрузки, и в связи с чем компания может столкнуться с трудностями в обслуживании своих обязательств.

По результатам 2015 г. Компания нарушила ряд финансовых ковенант по некоторым договорам займа, по которым получила от кредиторов отказ от требования на краткосрочный период. Компания намерена продолжить переговоры с кредиторами в части удлинения сроков действия отказов от требований и смягчения уровня действующих финансовых ковенант. Сама Компания признает, что при сохранении негативных тенденций в секторе грузовых железнодорожных перевозок, у нее могут возникнуть сложности с обслуживанием долговых финансовых обязательств в 2018 г., т.е. в год выплаты основного долга по облигациям.

К тому же, с учетом текущей экономической ситуации, а также принимая во внимание большую зависимость от одного клиента, мы оцениваем уровень операционного риска как высокий.

С другой стороны, до текущего момента Исткомтранс демонстрирует хорошую способность поиска источников рефинансирования – в 2014-15гг. поступления от займов в отчете о движении денежных средств ежегодно составляли 21,5млрд.тенге. Эти суммы в основном использовались для погашения кредитов (рис.5), что свидетельствует о способности Компании довольно успешно рефинансировать собственные обязательства. По состоянию на 30 июня 2016г. объем Еврооблигаций в обращении составил 19,5млрд.тенге, а наибольший объем выплат по займам (включая погашение облигаций) приходится как раз на 2018г., когда Компании предстоит выплатить около 32млрд.тенге. Поэтому мы считаем, что Исткомтрансу удастся погасить выпуск облигаций только путем рефинансирования.

ТОО "Исткомтранс" – один из лидеров казахстанского рынка операторов железнодорожного подвижного состава. Операционный парк насчитывает 12 900 вагонов (9% от общего кол-ва вагонов в Казахстане), 80% выручки приходится на операционный лизинг вагонов. Половина выручки получена за услуги, предоставленные ТОО "Тенгизшевройл". 93,3% акционерного капитала принадлежит прямо и косвенно Сарсену М.Ж, 6,7% принадлежит Международной Финансовой Корпорации.

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».

© 2016, все права защищены.

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Салтанат Мадиева
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
s.madiyeva@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Дарья Манеева
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

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

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77 Вн. 3320
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance