

Казэкспортастык

Сабина Амангельды
sabinaa@halykbank.kz
+7(727) 330-0153

Бакытжан Хоцанов¹

22 ноября 2012 г.

Казэкспортастык - один из крупнейших сельскохозяйственных производителей Казахстана, который за последнее десятилетие прошел путь от зернового трейдера до вертикально интегрированной компании. Экономика масштаба, доступ к дешевому капиталу, в том числе на международном рынке дают компании преимущество перед конкурентами. В отношениях со своими партнерами по производственной деятельности, компания выступает как закупщик и кредитор, используя информацию о партнерах для снижения кредитных рисков.

Компания планирует дальнейшее расширение за счет покупки производственных активов и постепенное снижение доли лизинговых доходов. В перспективе, кредитоспособность компании будет зависеть от ее способности адаптировать отработанную бизнес-модель к своей стратегии развития, накапливать доходы урожайных лет, диверсифицировать производство и увеличивать долю экспортных продаж.

Основная деятельность: производство и реализация зерновых культур. Занимающий 2,8% посевных площадей Казахстана по пшенице, КЭА является третьим по размеру производителем зерновых культур. Основную часть этих земель компания арендует у государства на условиях долгосрочной аренды. Более половины реализуемого зерна компания закупает у партнеров по ценам ниже рыночных. Зерно в основном продается на внутреннем рынке, однако компания намерена наращивать долю экспортных продаж и достичь 1% от рыночной доли в мировой торговле пшеницей.

Компания также занимается хранением и переработкой зерна, имея свои элеваторы, склады и мукомольный комбинат. Это позволяет получать дополнительную прибыль за продукцию с более высокой добавленной стоимостью и экономить на расходах на хранение.

Растущие сегменты. Компания также занимается масличными культурами и животноводством. С целью диверсификации рисков, связанных с зерновым рынком, КЭА динамично расширяет данные сегменты. Так, в 2011 году 20% посевных площадей было отведено под рапс и лен. Компания планирует довести эту цифру до 40%. Рыночная доля компании среди производителей рапса и льна СНГ достигла 10%. Однако размеры этих двух сегментов сравнительно небольшие, чтобы существенно компенсировать колебания доходов от реализации зерновых культур.

Лизинг с низким риском. Лизинговая деятельность компании является выгодной и сравнительно низкорисковой. Доля выручки данного сегмента снизилась после недавних покупок партнеров, с которыми компания имела лизинговые отношения. Качество лизингового портфеля устойчиво высокое: за последние годы просрочек по задолженности арендаторов практически не было. Это обусловлено низкой информационной асимметрией между компанией и партнерами, с которыми компания ведет совместную деятельность.

Вхождение в капитал стратегического инвестора – ЕБРР. Вхождение ЕБРР в структуру капитала компании в марте 2012 года отражает доверие ЕБРР к КЭА и интерес сельскохозяйственному сектору Казахстана. ЕБРР поддержит КЭА в стремлении достичь «более высоких стандартов операционной эффективности, финансовой прозрачности и корпоративного управления».

¹ В настоящее время не является сотрудником Халык Финанс.

Волатильность денежного потока. Высокая зависимость от цен на зерно и погодных условий являются основными рисками компании. Некоторая негативная корреляция между этими факторами не исключает двойного шока. Значительные колебания потребностей в оборотном капитале создают дополнительное давление на денежный поток. Доля экспорта также сильно меняется год к году, что обусловлено политикой соседних стран по ограничению экспорта.

Высокая задолженность. Высокий долг стал результатом быстрого роста компании за последние пять лет, когда активы выросли более чем втрое. Привлеченные средства использовались на оборотный капитал, для приобретения агротехники для сдачи в аренду и покупки дочерних организаций. Займы включают в себя необеспеченные отзывные облигации номинальной стоимостью Т40млрд с погашением в июле 2016 года.

Волатильность денежного потока от сельскохозяйственного производства усиливает кредитные риски, но широкая маржа по посреднической деятельности и низкие риски по собственному лизинговому портфелю позволяют поглощать значительную часть этих рисков собственными средствами. Мы ожидаем, что долговая нагрузка не повысится существенно в 2013-2014 гг., а, возможно сократится, если компания ограничится двумя недавними приобретениями.

Оптимизация структуры долга. Компания снизила долю обеспеченных, краткосрочных деноминированных в иностранной валюте долгов в структуре финансирования за счет выпуска тенговых необеспеченных облигаций, тем самым снизив риск рефинансирования и валютный риск, а также повысив коэффициент восстановления в случае дефолта для необеспеченных кредиторов.

Рынок зерна

Внутренний рынок

Выращивание зерна в северном Казахстане сопровождается высокими производственными рисками, что связано с не только климатическими особенностями, но и с несоблюдением агротехники. Так, объемы внесения удобрений намного ниже международных норм. Агротехнические методы, снижающие зависимость урожая от погодных условий, применяются недостаточно, в основном, из-за недостатка техники и финансирования. В результате урожайность пшеницы сильно колеблется год от года и в среднем намного ниже международных норм (Рис. 1). Значительная часть произведенного зерна портится под дождем, в поле, из-за недостатка мощностей по хранению и первичной переработке, что особенно сильно бьет по доходам мелких фермеров и делает их зависимыми от партнеров, контролирующих токи и элеваторы. Крупные партнеры, как правило, лучше капитализированы и имеют доступ к необходимым мощностям по первичной переработке и хранению.

Рисунок 1. Урожайность пшеницы

(ц/га)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	CO*
Китай	42,3	45,9	46,1	47,6	47,4	47,4	48,7	4,5%
Россия	18,8	18,9	20,2	23,9	21,5	15,6	21,8	13,3%
Украина	28,6	25,5	23,4	23,9	30,9	26,8	32,8	12,9%
Казахстан	10	11,3	13	9,7	11,9	7,3	16,6	25,7%
Германия	74,5	72	69,6	82	78,1	73,7	70,6	5,9%
США	28,2	26,0	27,0	30,2	29,9	31,2	29,4	6,4%
Канада	27,3	26,1	23,2	28,5	27,9	28	29,6	7,6%

Источник: Минсельхоз США

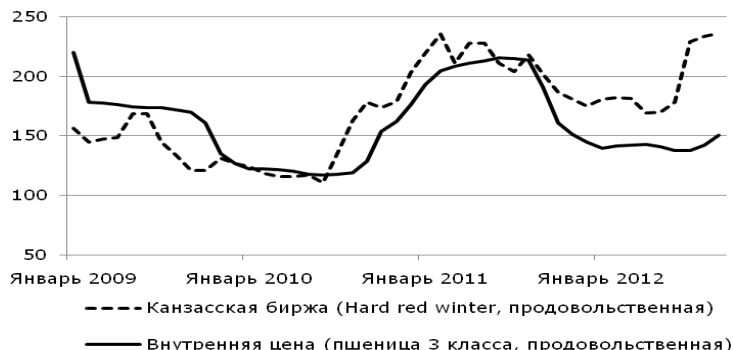
**-Стандартное отклонение, поделенное на среднеарифметическое значение*

Казахстан в 2010 году занимал 15-е место в мире по производству пшеницы и 7-е по экспорту. Основными конкурентами на региональном рынке являются Россия и Украина. В 2010 году примерно 15% международного зернового экспорта приходилось на эти три страны. Россия была пятым крупнейшим экспортером зерна в мире в 2010 году². Из-за засухи и пожаров, охвативших евразийских производителей в 2010 году, Россия потеряла до трети своего урожая и в августе ввела запрет на экспорт зерна, продлившийся около года. Украина ввела квоту на экспорт, которая ограничила экспорт до конца 2010 года на уровне 2,7 млн. тонн. Казахстан не вводил ограничений на экспорт.

²Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН.

Введение Россией запрета на экспорт спровоцировало рост мировых цен на пшеницу, которые достигли \$230/тонну в марте 2011 (Рис. 2). В дальнейшем цена стала снижаться, упав до \$170-180/тонну к концу декабря 2011. В июле-сентябре 2012 года цены поднялись до \$228-235/тонну, из-за роста спроса на пшеницу, так как был недостаток кукурузы для корма животным³. А также вследствие неблагоприятных погодных условий прогнозируется сокращение объема урожаев в России, Казахстане и Украине в 2012 году, что поддержит высокую цену на пшеницу.

Рисунок 2. Цена на пшеницу, \$/тонну



Источник: Bloomberg, САПК

По итогам 2011 года сбор зерна в Казахстане превысил 29 млн. тонн по оценкам министерства сельского хозяйства⁴. Это рекордно высокий урожай, вдвое выше засушливого 2010 года, когда было собрано 12,2 млн. тонн. Урожай 2012 года составил около 14 млн. тонн зерна. Урожайность в стране варьируются год к году, из-за погодных условий. Объем конечного потребления зерна стабилен на уровне 4,5-5 млн. тонн в год, а объем промежуточного и производственного потребления (на корм и семена) составляет около 6-6,8 млн. тонн зерна.

Экспорт зерна

Казахстан экспортирует пшеницу в Северную Африку, ЕС и Ближнего Востока через украинские, российские и балтийские порты. В 2009 году высокий урожай в России (108 млн. тонн) и на Украине (53 млн. тонн) сделал казахстанскую пшеницу менее конкурентоспособной на традиционных для нее рынках. В результате, экспорт по этим направлениям существенно снизился, а казахстанские экспортеры были вынуждены перенаправить свои поставки в страны Средней Азии, Закавказья, Афганистана и Ирана.

В 2010 году экспорт зерна Казахстана составил 5,6 млн. тонн, но был обеспечен в основном за счет запасов прошлых лет, снизившихся на 43% г/г до 9,3 млн. тонн на конец 2010 года. За период с сентября 2011 года по август 2012 года экспорт составил 12,7 млн. тонн, из них 8,9 млн. тонн зерна и 2,6 млн. тонн муки, ввиду рекордно высокого урожая 2011 года, передает ИА «Казах-зерно». Согласно главе зернового союза, в 2012-2013 маркетинговом году экспорт может составить около 7 млн. тонн зерна.

Рыночная доля компании

По площади земельных участков КЭА третья по размеру компания в Казахстане. Общие площади компании превышают 1млн га, из них 40% являются собственными, а остальная часть принадлежит 23 агрофирм-партнеров. Около 70% земель – посевные площади, 23% – пастбища.

Другими крупными производителями зерна в Казахстане являются Иволга Холдинг (1,5 млн. га), Богви (1,3 млн. га, из них посевные – 800 тыс. га) и Агроцентр-Астана (700 тыс. га, из них посевные – 400 тыс. га).

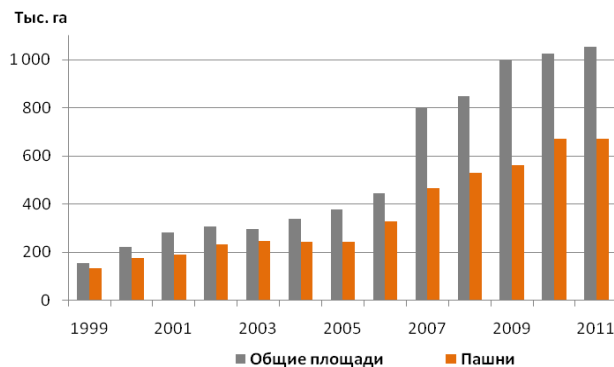
В 2011 году 55% посевных площадей компания выделила под пшеницу, 20% - под масличные культуры. В частности, под рапс было отведено 9% от всех посевных площадей компании (34% посевных площадей страны по рапсу) и под лен –11% (7% посевных площадей страны по льну).

³ <http://quote.rbc.ru/topnews/2012/07/26/33724310.html>

⁴ <http://profinance.kz/2011/10/26/kazastan-povysil-prognoz-ksporta-zerna-uroa-2011.html>

Посевные площади компании и ее партнеров увеличились более чем на 50% за последние пять лет (Рис. 3). До 2010 года компания занимала около 5% от общей площади, а после КЭА довела эту долю до 40%, за счет приобретения двух крупных агрофирм-партнеров (Кзылту-Нан и Тайынша-Астык).

Рисунок 3. Общие площади и пашни компании и ее партнеров



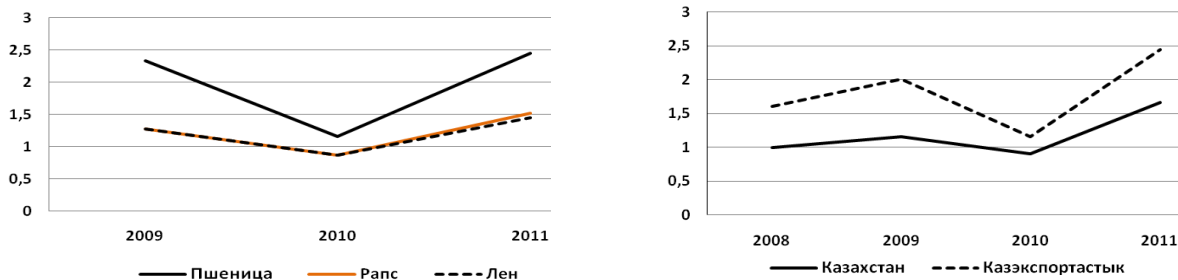
Источник: данные компании

Обзор операционной деятельности

Основная деятельность: производство и реализация зерновых культур

Основные культуры, выращиваемые КЭА — пшеница, ячмень, рапс, лен и, в меньшей степени, подсолнечник. Пшеница является ключевой культурой с наиболее высоким показателем тонн на гектар. КЭА имеет более высокую урожайность зерновых культур, чем по Казахстану в целом (Рис. 4), что достигается путем интенсивного внесения удобрений и более эффективного использования технологии обработки. Так, в 2009 году более трети использованной агрохимии казахстанскими сельхозпроизводителями приходилось на КЭА⁵.

Рисунок 4. Урожайность по культурам и в среднем, тонн/га



Источник: данные компании, САПК

Более 60% реализуемого зерна компания производит не на своей земле, а приобретает у агрофирм-партнеров по ценам ниже рыночных на основе долгосрочных соглашений. По словам гендиректора компании, г-на Ермоленко, «закупочные цены КЭА выше, чем у трейдеров, если бы они закупают продукцию у агрофирм-партнеров, которые вырастили урожай за счет банковских кредитов». Это означает что соглашение между КЭА и ее агрофирмами-партнерами выгодно для обеих сторон. КЭА финансирует своих партнеров, а взамен получает весь их урожай.

Зерно в основном продается на внутреннем рынке, однако, в 2008 году более половины проданной пшеницы и ячменя составляли отгрузки на экспорт. В 2009 году доля экспорта в продажах упала до 4.9%. В 2010-2011 годах доля экспорта выросла и составила около 13%, но все еще ниже, чем в 2008 году. Основными направлениями экспорта являются такие страны как: Россия, Таджикистан, Иран, Германия и страны Балтии.

В среднесрочной перспективе компания намерена достигнуть 1% (или примерно 1,3 млн. тонн пшеницы) от рыночной доли в мировой торговле пшеницей. Для расширения географии экспорта

⁵ 5 Акимов М., «Рациональное зерно», «Прямые инвестиции» от августа 2010 года

компания может использовать свой портовый терминал на Украине (Херсонский), который обеспечит ей доступ к Черному морю. Увеличение объема экспорта зерновых культур может помочь компании диверсифицировать свою клиентскую базу, которая является сконцентрированной (на четырех крупнейших клиентов приходилось около 55% объема выручки компании в 2011 году).

Рисунок 5. Объем реализации пшеницы и ячменя компании на экспорт



Источник: данные компании

Переработка и хранение зерна

В 2008 компания приобрела Кзылтуский мукомольный комбинат с мощностью перемолки 250 тонн зерна в сутки, а в 2009 году – Кокшетау Мельинвест с такой же мощностью. После этого, по словам гендиректора, главной задачей компании стало «максимально возможное количество зерна перерабатывать на своих мощностях, получая 15-20% прибыли дополнительно».⁶

Производство муки обеспечивает дополнительную прибыль компании, но размер данного сегмента сравнительно небольшой. Компания планирует расширить вертикальную интеграцию (производство муки, растительного масла, и молочных продуктов) в 2012-2014гг, что может потребовать значительных капитальных вложений.

Компания также занимается хранением зерна на своих элеваторах и складах. Собственные складские мощности элеваторов составляют 238 тыс. тонн, партнеров – 562 тыс. тонн. Этого достаточно для того, чтобы компания и ее партнеры могли принять на хранение все собранное зерно в большинство лет (в 2010 году 592 тыс. тонн), кроме годов рекордного урожая (в 2011 году компания собрала 947 тыс. тонн). Наличие собственных складских мощностей позволяет компании снизить расходы на хранение, а также выбирать клиентов, которым она продает свою продукцию.

Растущие сегменты бизнеса: масличные культуры и животноводство

В 2011 году КЭА увеличил долю масличных культур в посевных площадях до 20%. В частности, под рапс было отведено 9% от всех посевных площадей компании и 11% - под лен. Тем самым, КЭА стал крупнейшим производителем рапса в СНГ, и льна в мире урожайностью 1,51 т/га и 1,35 т/га, соответственно.

В отличие от рынка зерна, на рынке масличных культур Казахстан выступает импортером. Объем импорта постепенно снижается на фоне растущего внутреннего производства (импорт рапсового масла снизился с 960 тонн в 2008 году до 48 тонн в 2010 году⁷). Часть своей масличной продукции (рапс, лен) компания экспортирует на переработку напрямую заводам в западной Европе (Эстония, Германия, Бельгия). КЭА ожидает дальнейший рост спроса на масличные культуры со стороны Евросоюза для производства биотоплива и планирует довести долю площадей под масличные до 40%.

В состав КЭА входит одна из крупнейших молочных ферм в Казахстане. В 2010-2011 годах КЭА приобрел существенное количество поголовья скота для увеличения молочного производства.

В 2011 году доли доходов от реализации масличных культур и скота увеличились до 15% и 1,8% общих доходов, соответственно. Таким образом, компания диверсифицирует свои источники доходов, снижая риски и зависимость от рыночных цен на зерновые культуры.

⁶ Акимов М., «Рациональное зерно», «Прямые инвестиции» от августа 2010 года

⁷ Алшанов Р., «Масличные культуры», «Казахстанская правда» от 11 ноября 2011 года.

Лизинговая деятельность

КЭА предлагает услуги финансового лизинга техники и оборудования своим агрофирмам - партнерам. Лизинговая деятельность составила 12% общих доходов и 25% валовой прибыли КЭА в 2011 г. Эти показатели существенно сократились из-за приобретений двух крупных агрофирм, которые арендовали наибольшее количество техники. В 2010 году компания выдала 165 единиц сельскохозяйственного оборудования в аренду, в пять раз меньше, чем в 2008 году.

Компания покупает технику по прямым линиям EDC, Гермес, и Deere Credit⁸, которые предоставляют страховые и финансовые услуги своим экспортерам и их международным покупателям. Ставки по этим линиям низкие, в основном привязаны к шестимесячным ставкам LIBOR и EURIBOR плюс 0,5-3,5%. А ставка, по которой компания начисляет вознаграждение на дебиторскую задолженность по финансовой аренде составила 26,5% в 2011 году.

Судя по отчетности компании, последние три года просрочек по лизингу практически не было. По нашему мнению это обусловлено тем, что компания эффективно проводит мониторинг и скрининг заемщиков в процессе совместной производственной деятельности. Агрофирмы также заинтересованы в поддержании дисциплины платежей, так как зависят от агрономических, инженерных и других услуг КЭА.

Такая синергия между производственной и лизинговой деятельностью компании делает ее очень выгодной и низкорисковой.

Факторы кредитного риска

Умеренные капзатраты

Благоприятным фактором для денежного потока компании является то, что основное направление деятельности имеет умеренные капзатраты.

Основные средства компании (Т22 млрд или 16% от активов на конец 2011 года) представлены преимущественно зданиями и сооружениями (10 млрд) и сельхозтехникой (10,5 млрд). Земля отражена как нематериальный актив (права землепользования, 4,8 млрд), так как компания имеет доступ к земле в основном на правах долгосрочной аренды, а не на правах собственника.

Из-за умеренной доли основных средств в активах, затраты на их обновление и модернизацию не являлись крупной статьей оттока денег компании. В 2010-2011 годах капитальные затраты составили 9-14% EBITDA, что, на наш взгляд, сохранится и в будущем (Рис. 7). Основную часть капзатрат составляют расходы на приобретение сельхозтехники. Покупка нового оборудования, и техники зависит от темпа роста компании и расширения вертикальной интеграции, что ожидается, быть умеренными в 2012-2013 годах.

Участие ЕБРР в корпоративном управлении

С момента создания компании ее единственным конечным акционером являлся Молдабеков Р.Ж. В марте 2012 года Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) выкупил 61,280 ранее неразмещенных акций, или 13%, по цене \$45 млн. В течение месяца общее собрание акционеров включило в состав совета директоров еще одного независимого директора, а также двух представителей ЕБРР. Оставшаяся часть акций принадлежит Молдабекову Р.Ж., 44,7% напрямую и 42,3% через ТОО «Инвестиционная компания АПК».

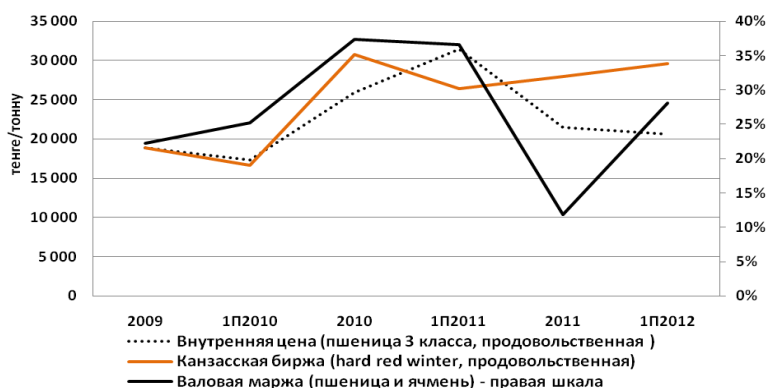
Вхождение ЕБРР в структуру капитала отражает доверие банка к КЭА и интерес к сельскохозяйственному сектору Казахстана. ЕБРР поддержит КЭА в стремлении достичь «более высоких стандартов операционной эффективности, финансовой прозрачности и корпоративного управления».

⁸ *Export Development Canada (EDC) – официальное экспортное кредитное агентство Канады, ориентированное на содействие экспорта канадских товаров, технологий и услуг. Гермес – экспортно-кредитное агентство Германии, которое предоставляет гарантии на экспортные кредиты. Deere Credit агентство, финансирующее продажи и аренды новой и подержанной сельскохозяйственной техники, дилеров John Deere.*

Зависимость от цен на зерно и доступа к внешним рынкам

Основными рисками компании является зависимость от внутренних цен на зерно и погодных условий и доступа к внешним рынкам. Из-за крайней нестабильности цен и урожайности зерна валовая маржа по основной деятельности является очень волатильной. Так, в последние три года маржа колебалась в пределах 12-37% (Рис. 6).

Рисунок 6. Цена на пшеницу и валовая маржа



Источник: Bloomberg, CAPK, данные компании, расчеты ХФ

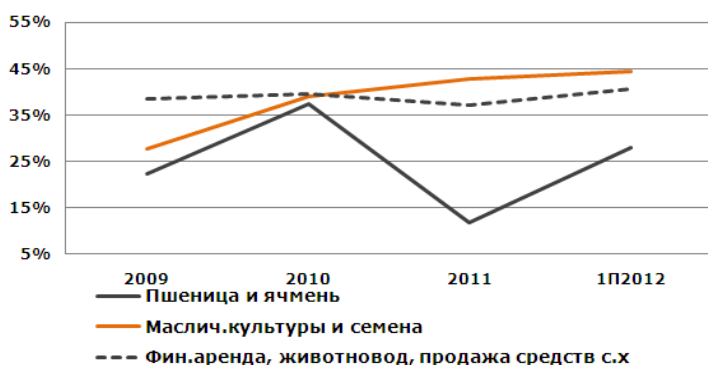
Несмотря на низкий урожай в 2010 году валовая маржа достигла 37% за счет высоких цен на зерно. В 2011 году валовая маржа резко снизилась до 11% из-за снижения цен в конце года, тогда как урожай был рекордно высоким (Рис 4). Валовая маржа снизилась в 1P2012 по сравнению с 1P2011 до 28%, также из-за низких цен на внутреннем рынке. Однако за счет роста экспортных продаж, маржа была выше, чем в 2011 году. В 1P2012 наблюдается существенный рост доли экспорта, что можно отметить, судя по увеличению транспортных расходов, которые составили ТЗ,6млрд в 1P2012. Данные расходы за 1P2012 превысили совокупную сумму расходов последних трех лет.

Компания намерена наращивать долю экспортных продаж и достичь 1% от рыночной доли в мировой торговле пшеницей в среднесрочной перспективе, что с одной стороны увеличит маржу. Увеличение операционных расходов, в частности, транспортных, является необходимым условием для повышения доли экспорта.

Мы понимаем, что компания в определенной степени может контролировать ценовые риски и маржу с помощью собственных элеваторов и складов для хранения урожая. Эти мощности дают возможность продавать продукцию при более выгодных ценах. Однако в урожайные года компании не будет хватать своих мощностей по хранению.

Что касается остальной деятельности (продажа агрохимии, оборудования и запчастей, лизинг техники), компания получает трейдерскую маржу, слабо зависящую от динамики рыночных цен. К примеру, валовая маржа в 2009-2011гг оставалась почти неизменной (Рис. 8). Стабилизация доходов данных сегментов положительна для кредитоспособности компании и позволяет сглаживать волатильность денежного потока от сельскохозяйственного производства.

Рисунок 8. Валовая маржа КЭА по сегментам, %



Источник: данные компании, расчеты ХФ

Сезонные колебания в оборотном капитале

Операционный поток компании был отрицательным в период с 2008 по 2011 годы, за исключением 2010 года, из-за крупных инвестиций в оборотный капитал, в основном, на авансы на поставку зерна и на дебиторскую задолженность. Компания получала вливания акционерного капитала, а также привлекала долги (Рис. 9). В 2010 году операционный поток стал положительным, на фоне сокращения дебиторской задолженности, что позволило уменьшить объем заимствований.

Высокие потребности в оборотном капитале обусловлены планами роста КЭА. В 2012 году инвестиции в оборотный капитал сохранятся на уровне не ниже 2011 года. В дальнейшем отток денежных средств сохранится, хотя не в таких масштабах, как в 2008 и 2009, по мере увеличения производства и экспорта зерна.

В 2012-2013 годах, на наш взгляд, компания будет генерировать минимально положительный свободный денежный поток. Часть прибыли компания направит на инвестиции в оборотные средства, а остальную – на погашение долгов.

Рисунок 9. Денежные потоки

	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П
ЕБИТДА	9 885	16 858	20 203	17 873	21 119	22 943
Инвестиции в оборотные средства	-24 943	-18 465	5 803	-13 383	-8 091	-4 617
Поток от операционной деятельности	-17 519	-6 685	18 576	-4 014	6 714	12 018
Инвестиции в основные средства	-1 036	-300	-1 824	-2 676	-2 702	-2 791
Приобретение дочерних организации	0	-1 808	-6 841	0	0	0
Инвестиции по лизингу	-4 469	-1 309	377	-261	0	0
Поток от инвестиционной деятельности	-2 785	-928	-7 884	-5 257	-2 702	-2 791
Выпуск акций	3 000	3 000	0	0	6 615	0
Нетто-привлечение (погашение) займов	18 415	7 876	843	5 857	-6 794	-4 661
Выплата дивидендов	541	1 389	1 163	3 694	-3 608	-3 410
Поток от финансовой деятельности	20 874	9 503	-321	2 163	-3 787	-8 071

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Большой долг

Коэффициент покрытия процентных платежей (ЕБИТДА / Процентные расходы) исторически не превышал 2,7х, а в 2009 году был на минимальном уровне 1,1х, из-за резкого роста процентных расходов (Рис.10). Процентные расходы в 2009 году включали в себя убыток от курсовой разницы в размере Т8,5 млрд., коэффициент без данного убытка составлял бы 2,7х. По нашим оценкам, в 2012-2013 годах ожидается улучшение этого показателя примерно до уровня 3,2-3,5х из-за ожидаемого снижения долга.

В 2011 году соотношение общий долг (скорректированный на аренду)/ЕБИТДАР увеличилось до 4,3х. Высокий долг обусловлен интенсивной инвестиционной программой (инвестиции в оборотный капитал, покупка дочерних организаций) компании в 2008-2011 годах. Для того, чтобы сохранить рост прибыли, компания продолжит инвестировать в оборотный капитал. Однако если компания будет предоставлять партнерам возможность производить оплату в более длинные сроки, то оборотный капитал будет расти быстрее, чем продажи, что повысит потребности в финансировании.

К тому же компания заинтересована в дальнейшем увеличении собственного производства. Реализация данной стратегии скорее всего потребует повышения и без того высокого долга.

Однако мы ожидаем, что компания ограничится двумя приобретениями в ближайший год, и денежные потоки в основном направятся на погашения займов и на инвестицию в оборотный капитал.

Рисунок 10. Лeverедж и показатель обеспеченности

	2008	2009	2010	2011
Скорректир. долг/ЕБИТДАР	5,7х	4,0х	3,4х	4,3х
Долг/ЕБИТДА	4,8х	3,9х	3,5х	4,3х
ЕБИТДА/Процентные расходы	2,7х	1,1х	2,4х	2,4х

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Валютный риск

Основная часть долговых обязательств КЭА деноминирована в долларах США и евро (56% общего долга в 1П2012), что не соответствует структуре денежного потока, и создает валютный риск для компании. По мнению Халык Финанс, при падении цены на нефть ниже 80 долларов за баррель разовая девальвация практически неизбежна. Этот риск реализовался в 2009 году, когда компания потеряла Т8,5млрд при девальвации тенге. Эти потери были частично компенсировано доходом (Т5,9млрд) от валютного опциона по дебиторской задолженности по финансовой аренде. По расчетам компании в 2011 году при ослаблении курса тенге на 10%, убыток составил бы Т2,4млрд (11% EBITDA). По нашим расчетам на 2012 год, эта цифра составляет 25% EBITDA.

Мы ожидаем, что доля займов, деноминированных в долларах, снизится с 61% в 2011 до примерно 32% на конец 2012 в результате замещения банковского долга тенговыми облигациями. Валютный риск также будет снижаться в случае дальнейшего роста доли экспортных продаж.

Низкая ликвидность

Ликвидность КЭА в 2011 году была выше по сравнению с ликвидностью четырех других крупных сельскохозяйственных компании (Рис. 11). Низкая ликвидность свойственна компаниям, работающих в данной индустрии, так как основную часть краткосрочных активов составляют дебиторская задолженность и авансы, сезонного характера, выдаваемые хозяйствам.

Денежные средства компании сократились до Т0,4млрд, а краткосрочная займы составили Т22,6млрд в 1П2012. Мы ожидаем, что компания рефинансирует свои краткосрочные банковские кредиты, и увеличит денежные средства примерно до Т5млрд к концу 2012 года. Тенденцию снижения ликвидности можно отметить в первом полугодии в течение 2009-2011, тогда как к концу каждого года соотношение денежные средства/общие активы восстанавливалось до 3-5%.

Рисунок 11. Соотношение денежные средства/общие активы

	2010	2011
Цесна-Астык	1,8%	1,3%
АПК-Инвест	0.1%	0.3%
Продовольственная Контрактная Корпорация	16.1%	3.0%
Атамекен-Агро	1,7%	0,4%
Казэкспортастык	10,9%	3,4%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Оптимизация структуры долга

В 1П2012 года компания улучшила структуру долга, снизив долю краткосрочных обязательств (с 41% до 30,6%), долю займов выраженных в долларах и евро (с 66% до 56%), долю обеспеченного долга (с 62% до 52%) в результате погашения банковских займов и выпуска облигаций.

Рисунок 12. Структура долга КЭА

	1П2012	(%)	2011	(%)
Обеспеченный долг	38 710	52,3%	47 746	62,3%
Кредиты	38 710	52,3%	47 746	62,3%
Необеспеченный долг	35 241	47,7%	28 915	37,7%
Кредиты	6 319	8,5%	8 303	10,8%
Тенговые облигации со ставкой 8,5%	28 922	39,1%	20 612	26,9%
Валютная структура				
Доллары США	33 854	45,8%	46 723	60,9%
Евро	7 281	9,8%	4 278	5,6%
Тенге	32 816	44,4%	25 660	33,5%
Совокупный долг	73 951	100%	76 661	100%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Это заметно снизило стоимость фондирования, риск рефинансирования и валютный риск, а также повысило коэффициент восстановления в случае дефолта для необеспеченных кредиторов. Однако доля обеспеченного долга все еще остается высокой. Значительно увеличился буфер, защищающий необеспеченных кредиторов, за счет вливания денег ЕБРР.

Необеспеченные облигации

В июле 2011 года КЭА выпустила необеспеченные отзывные облигации номинальной стоимостью Т40 млрд с фиксированной купонной ставкой 8,5% и погашением в июле 2016 года. Досрочные погашения могут иметь место в полном объеме по номинальной стоимости на даты выплат купонного вознаграждения не ранее июля 2014 года⁹.

В августе 2011 года, вскоре после выпуска облигаций Агентство Fitch Ratings присвоило эмитенту долгосрочные рейтинги дефолта в иностранной и национальной валюте на уровне "B" и национальный долгосрочный рейтинг "BB(kaz)", поставив рейтинг под наблюдение в списке "Негативный", ссылаясь на необходимость получения компанией более долгосрочных заимствований, в основном за счет размещения облигаций. В феврале Fitch Ratings подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента, исключило ее из списка "Негативный" и присвоило "Стабильный" прогноз в связи с размещением облигаций.

Необеспеченным облигациям был присвоен более низкий рейтинг "B-, Негативный" в связи с более высокой, чем ожидалось, долей обеспеченных кредитов в структуре обязательств и «ввиду уменьшения объема выпуска необеспеченных облигаций до 22 млрд. тенге в сравнении с ожидавшимся агентством уровнем в 40 млрд. тенге». В сентябре Агентство Fitch исключило эмитента из списка "Негативный", в связи с улучшением структуры долга.

На сегодняшний день в обращении находятся облигаций на сумму Т38,7млн. Их котируемые доходности спроса и предложения составляют 10% и 6%, соответственно. Большая часть размещения произошла в конце 2011 года, когда эмитент разместил 21млн. облигаций, в основном на неорганизованном рынке ценных бумаг. Последняя сделка по размещению прошла 26 сентября 2012 года. Эмитент предложил к размещению 3,6млн. облигаций, или 9% от выпуска. В качестве продавца выступал BCC Invest. В торгах приняли участие четыре члена KASE, подавшие шесть заявок на покупку 3,55млн. облигаций, из которых заявки были сделаны пенсионными фондами и одной брокерско-дилерской компанией. Все заявки были полностью удовлетворены и заключались по доходности 10%.

С учетом вышеописанных характеристик компании (зависимость от цен и урожайности зерна и его низкая добавленная стоимость, высокая задолженность, колебания в оборотном капитале), мы также считаем, что рейтинг компании находится в категории «B» по шкале международных рейтинговых агентств.

Ниже приведена таблица - сравнения облигаций компании с аналогичными выпусками в части сроков до погашения и кредитного качества других эмитентов (категория «B»).

Рисунок 13. Спрэды по облигациям компании и схожих выпусков

Выпуск (тикер KASE)	Рейтинг выпуска	Дата погашен	Доход-сть спроса	Доход-сть пред.	Срок до пог (годы)	Доход-сть ГЦБ	Спрэд, б.п.
Казинвестбанк (KIBNb5)	Moody's: Caa1	29 июн 15	9,0%	5,0%	2,60	4,51%	249
Алматыэнергосбыт (AESOb1)	РА РФЦА: A1	2 июл 15	13,0%	11,0%	2,61	4,51%	749
Евразийский банк (EUBNb6)	Moody's: B2	1 сен 15	10,0%	8,0%	2,78	4,64%	436
Беккер и К (BKKB1)	РА РФЦА: BBB3	2 фев 16	7,0%	7,0%	3,20	4,92%	206
Казэкспортастык (KASTb3)	Fitch: B-; РА РФЦА: BBB3	18 июл 16	10,2%	6,2%	3,65	5,18%	302
Цесна банк (TSBNb8)	РА РФЦА: BBB2	13 апр 18	10,0%	8,0%	5,39	5,84%	316
CS Development (CSDVb1)	РА РФЦА: C1	27 сен 18	10,0%	8,0%	5,85	5,96%	304

* Номинальный спрэд доходностей по котировкам спроса и предложения к кривой доходности ГЦБ
Источник: KASE, IRBIS, расчеты Халык Финанс

Сравнение с выпусками близкими по кредитному качеству показывает, что текущий спрэд (302 б.п.) по отношению к безрисковой кривой является справедливым. Широкий спрэд между доходностями по цене спроса и предложения связан с низкой ликвидностью выпуска. Размер заявок соответствует минимальному размеру маркетмейкера.

⁹ Раскрытие информации. Halyk Finance является андеррайтером данного выпуска.

Приложение. Финансовая отчетность за 2009-2011 и прогнозы на 2012-2016

Отчет о финансовом положении (млн. тенге)

	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Денежные средства	2 575	12 947	5 839	5 473	5 911	6 384	6 671	6 971
Биологические активы	49	503	955	955	955	955	955	955
Чистые инвестиции в фин.аренду	4 927	4 465	4 968	4 968	4 968	4 968	4 968	4 968
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	29 267	14 419	18 955	22 474	23 867	25 340	26 023	26 023
Запасы	9 344	12 916	14 647	17 194	18 286	19 443	19 998	19 998
Предоплата	31 337	25 519	27 627	30 786	33 249	35 909	37 525	37 525
Прочие текущие активы	340	210	250	296	320	347	362	379
Итого текущие активы:	77 839	70 979	73 240	82 147	87 557	93 345	96 502	96 819
Основные средства, нетто	7 540	22 040	22 473	23 211	23 974	24 762	25 576	26 416
Нематериальные активы	1 647	9 010	8 897	8 897	8 897	8 897	8 897	8 897
Гудвилл	0	0	0	0	0	0	0	0
Предоплата	129	5 059	12 337	12 337	12 337	12 337	12 337	12 337
Чистые инвестиции в фин.аренду	15 656	9 656	8 935	8 935	8 935	8 935	8 935	8 935
Биологические активы	50	1 410	3 964	3 964	3 964	3 964	3 964	3 964
Прочие долгосрочные активы	14	88	33	33	33	33	33	33
Итого активы	102 875	118 241	129 878	139 524	145 696	152 272	156 243	157 400
Краткосрочные займы	40 307	48 269	31 627	18 027	15 382	11 608	4 283	15 164
Кредиторская задолженность	5 608	4 866	6 552	7 692	8 024	8 359	8 416	8 460
Прочие краткосрочные обязательства	0	201	46	54	58	63	66	69
Отложенные налоговые обязательства	67	54	200	235	253	274	286	299
Итого краткосрочные обязательства	45 982	53 390	38 425	26 007	23 718	20 304	13 051	23 992
Долгосрочные займы	25 003	22 486	45 034	50 964	47 964	44 964	41 964	16 964
Отложенные налоговые обязательства	1 419	2 576	2 630	2 630	2 630	2 630	2 630	2 630
Прочие обязательства	0	189	48	48	48	48	48	48
Итого обязательства	72 405	78 640	86 137	79 648	74 359	67 946	57 692	43 633
Доля миноритариев	126	534	622	847	1 095	1 415	1 830	2 366
Акц ионерный капитал	14 806	14 808	14 407	14 407	14 407	14 407	14 407	14 407
Нераспределенная прибыль	15 538	24 259	28 711	44 621	55 835	68 503	82 313	96 993
Итого собственный капитал:	30 470	39 601	43 741	59 875	71 337	84 326	98 551	113 767
Итого обязательства и собств. капитал:	102 875	118 241	129 878	139 524	145 696	152 272	156 243	157 400

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Отчет о совокупном доходе (млн. тенге)

	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	59 880	48 263	57 699	68 413	73 886	79 797	83 388	87 141
Себестоимость (кроме амортизации)	44 207	26 676	38 849	45 926	49 692	53 763	56 208	58 764
Валовая прибыль	15 673	21 588	18 850	22 488	24 194	26 034	27 180	28 377
Административные расходы	2 642	2 754	4 039	8 210	5 172	5 586	5 837	6 100
Другие операционные (доходы)/расходы	-3 826	-1 370	-3 062	-6 841	-3 921	-4 235	-4 425	-4 625
ЕБИТDA	16 858	20 203	17 873	21 119	22 943	24 683	25 769	26 902
Амортизация	508	1 594	1 945	1 964	2 028	2 095	2 164	2 235
ЕБИТ	16 350	18 609	15 929	19 156	20 915	22 588	23 605	24 667
Финансовые расходы	14 692	8 317	7 606	6 501	6 498	5 944	5 062	4 720
Финансовые доходы	-97	-483	-917	-1 034	-1 101	-1 173	-1 209	-1 220
Прибыль до уплаты налогов	1 755	10 775	9 240	13 688	15 518	17 818	19 752	21 167
Налог на прибыль	804	699	1 404	1 437	1 629	1 871	2 074	2 223
Чистая прибыль	950	10 076	7 836	12 251	13 889	15 947	17 678	18 944
Миноритарные доли участия	110	193	182	224	248	321	415	536
Прибыль относимая акц ионерам группы	841	9 883	7 653	12 027	13 641	15 626	17 263	18 408

Отчет о движение денег (млн. тенге)

	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Денежные потоки от операц. дея-ти.	-6 685	18 576	-4 014	6 714	12 018	13 522	17 094	20 859
Инвестиционная деятельность	-928	-7 884	-5 257	-2 702	-2 791	-2 883	-2 977	-3 075
Денежные потоки от финансовой дея-ти.	9 503	-321	2 163	-3 787	-8 071	-9 731	-13 778	-17 848
Суммарное изменение денежных средств	1 890	10 372	-7 108	224	438	473	287	300

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Финансовые показатели

	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Коэффициенты покрытия процентных расходов								
EBITDA / Процентные расходы	1,1x	2,4x	2,4x	3,2x	3,5x	4,2x	5,1x	5,7x
EBIT / Процентные расходы	1,1x	2,2x	2,1x	2,9x	3,2x	3,8x	4,7x	5,2x
[EBITDA - Capex] / Процентные расходы	1,1x	2,2x	2,0x	2,8x	3,1x	3,7x	4,5x	5,0x
Цикл оборотного капитала								
Средний срок оборота дебиторской задолженности (дней)	178,4	109,0	119,9	119,9	117,9	115,9	113,9	111,9
Средний срок оборота запасов (дней)	76,3	166,8	131,0	131,0	129,0	127,0	125,0	123,0
Средний срок оборота кредиторской задолженности (дней)	45,8	62,8	58,6	58,6	56,6	54,6	52,6	50,6
Лeverедж								
Долг / EBITDA	3,9x	3,5x	4,3x	3,8x	3,2x	2,9x	2,5x	2,1x
Долг/ Собственный капитал	2,14	1,79	1,75	1,26	1,05	0,88	0,70	0,53
Чистый долг /Собственный капитал	2,06	1,46	1,62	1,16	0,97	0,80	0,63	0,47
Обязательства/Собственный капитал	2,38	1,99	1,97	1,44	1,21	1,02	0,83	0,64
Возврат на собственный капитал (ROE)	3%	25%	18%	20%	21%	20%	19%	18%

Источник: данные компании, расчеты ХФ

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».

© 2012, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
Sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 244-6984
MadinaK2@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
SabinaA@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау",
3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfin.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, +7 (727) 244-6538
MiramqulM@halykbank.kz

Бакай Мадьбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>