

## Обзор финансовых результатов за 2015 год 30 марта 2016

**Ахмедов Аскар**  
a.akhmedov@halykfinance.kz  
+7(727) 330 0157

Тикер	KZTO.KZ
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, ₸/акцию	885
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	1118
<b>Ожидаемая доходность</b>	<b>26.3%</b>

Дивиденды	
Дивиденд, ₸/акцию	116
Дивидендная доходность	13.1%
<b>Совокупная доходность</b>	<b>39.5%</b>

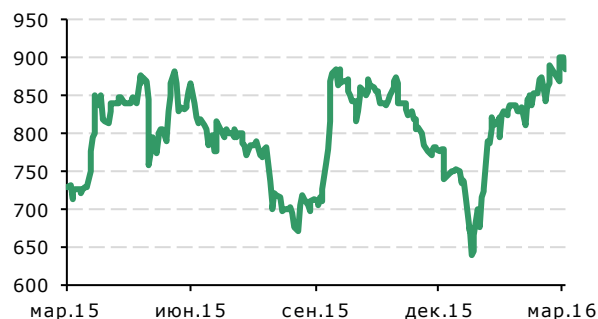
Данные по акциям	
Кол-во простых акций, млн	385
Средний дневной объем торгов (KASE, ₸ млн)	15.5
Доля акций в свободном обращении	10%
Рыночная капитализация (\$ млн)	1007

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Фин. показатели (млрд ₸)	2015Ф	2016П	2017П
Доходы	213.2	206.9	215.0
EBITDA	110.2	95.3	96.3
Чистая прибыль	44.7	64.2	53.5
Собственный капитал	472.9	475.5	480.8
EPS (₸)	116.2	167.0	139.2
Дивиденд на акцию (₸)	120.7	116.2	116.9

Оценка	2015Ф	2016П	2017П
P/E (x)	7.6	5.3	6.4
P/B (x)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	2.3	3.1	3.5
Дивидендная доходность	13.6%	13.1%	13.2%
RoE	9.5%	13.5%	11.1%

Динамика стоимости акций	KZTO.KZ
1М	4.3%
3М	22.2%
12М	23.0%
Максимум за 52 недели	885
Минимум за 52 недели	639



Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

Несмотря на сопротивление повышению внешних тарифов КТО со стороны нефтедобывающих компаний, которое вызовет снижение выручки в 2016 г., мы ожидаем ее восстановления в 2017 г. и значительного роста после запуска Кашагана и расширения Тенгиза. Мы также понизили прогнозируемые темпы роста расходов Компании, после того как КТО продемонстрировала способность сдерживания и даже снижения затрат. Мы повышаем целевую цену до T1118 и ожидаем дивиденд на уровне T116 по результатам 2015 года.

**Результаты 2015 года.** Доходы КазТрансОйл выросли на 3,2% г/г в 2015 году. Расходы показали очень позитивную динамику: компания сумела сдержать рост затрат, несмотря на всплеск инфляции. Прибыль отдельно по Компании достигла рекордного уровня: T79,6 млрд (по Группе – T44,7 млрд).

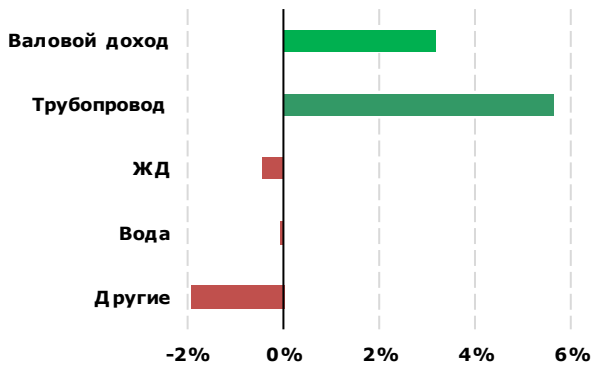
**Тарифы.** В 2015 году КРЕМ установил тарифы для КТО на 2015-2019 годы, поднимая ставку на перекачку нефти на местном рынке на 10% каждый год. Внешний тариф в 2015 году составил T5,8 тыс. и, по словам Компании, он вряд ли будет повышен в ближайшее время – нефтедобывающие компании будут усиленно сопротивляться повышению расходов на фоне падения выручки.

**Ожидания по доходам.** Учитывая рост тарифов на внутреннем рынке и неизменность тарифов на внешние поставки, мы ожидаем, что драйвером роста выручки будет увеличение объемов перекачки нефти. Запуск Кашагана в 2017-2018 годах и расширение месторождения Тенгиз в 2020 году позволят компании уверенно наращивать доходы, несмотря на стагнацию цен.

**Дивиденды.** В последние два года КТО выплачивала 100% чистой прибыли в виде дивидендов. Мы ожидаем, что в этом году КТО снизит коэффициент выплаты до 56,1% (всю консолидированную чистую прибыль). Соответственно, мы ожидаем дивиденд на уровне T116 на акцию по результатам 2015 года.

**Повышение ЦЦ до T1118, Покупать.** В совокупности более высокие ожидания доходов с 2018 года и более медленный рост расходов, поддержанные целевой инфляцией НБК в 3-4%, дают повод пересмотреть целевую цену вверх до T1118 за акцию (на 22,2% выше предыдущей ЦЦ), с сохранением рекомендации Покупать.

Рис. 1. Взвешенное влияние источников доходов на изменение валового дохода - 2015 год



Источник: данные Компании, расчеты ХФ

**Результаты 2015 года.** Доходы КТО выросли на 3,2% до Т213,2 млрд в 2015 году, благодаря росту выручки с транспортировки по трубопроводам (+7,1% г/г, Т176,0 млрд). Доходы от железнодорожной транспортировки, перекачки воды и другие доходы снизились в 2015 году на 6,1%, 1,7% и 20,3%, соответственно. Объем перекачанной нефти отдельно по Компании составил 36,9 млрд тонн\*км, по Группе – 61,0 млрд тонн\*км.

Себестоимость без учета амортизации выросла на 2,7% в прошлом году, что увеличило валовую маржу на 0,2пп до 57,4%. В дополнение, Компании удалось сократить общие и административные расходы на 11,0%, несмотря на инфляционное давление. В результате, маржа EBITDA выросла на 0,7пп до 51,7%.

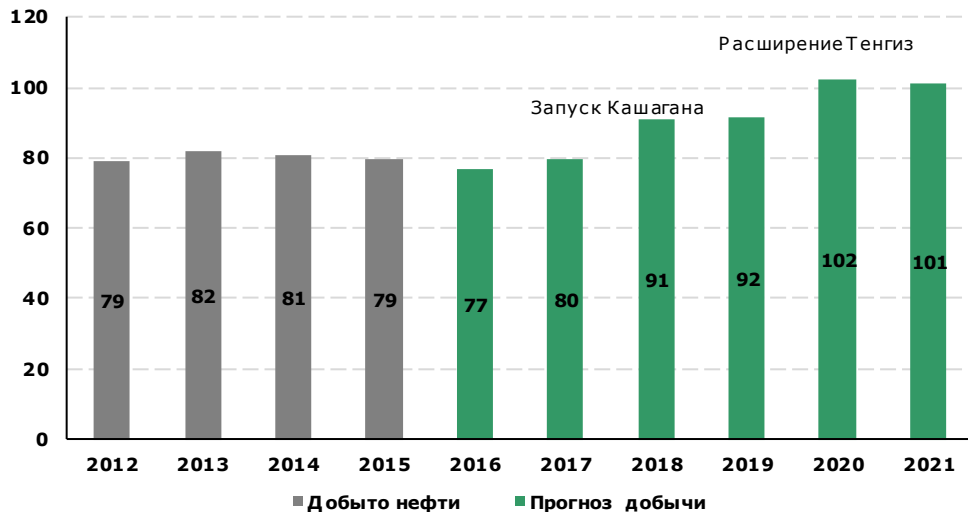
В связи с девальвацией тенге, КТО зафиксировала убыток от совместных предприятий в Т34,7 млрд (в основном за счет переоценки валютного долга), и прибыль в Т25,5 млрд (переоценка валютных депозитов). Чистая прибыль отдельно по Компании составила Т79,6 млрд, а по Группе – Т44,7 млрд.

**Ожидание будущих доходов**

**Объемы.** По нашим прогнозам, объем добычи нефти в Казахстане продолжит снижаться в 2016 году на фоне истощения и нерентабельности старых месторождений. Затем мы видим два фактора роста добычи нефти: запуск Кашагана в 2017-2018 гг., и расширение Тенгиз в 2020.

Рисунок 2. Добыча нефти и газового конденсата в Казахстане

млн тонн



Источник: КС МНЭ РК (факт), расчеты ХФ (прогноз)

Из добытой нефти, около 60% объемов транспортируется Компанией (77% - Группой). Затем, по нашим расчетам, каждая тонна нефти перекачивается на 730 км (в среднем за 2013-2015 годы, по Компании). Исходя из этого, мы ожидаем

объем транспортировки на уровне 33,5 млрд тонн\*км в 2016 году, с последующим ростом до 44,4 млрд тонн\*км к 2020 году.

**Тарифы.** Местные тарифы на транспортировку нефти регулируются Комитетом по Регулированию Естественных Монополий и защите Конкуренции (КРЕМ). Осенью прошлого года КТО в суде доказал незаконность временных тарифов, в связи с чем КРЕМ пересмотрел стоимость перекачки нефти вверх на 10,4% (до Т3225 за тонну\*км) на местные направления до 2019 года (Рис. 3).

**Рис. 3. Ожидания по тарифам**

Тариф	2015	2016	2017	2018	2019
Местный (КРЕМ)	3225	3548	3902	4292	4722
Местный - эффективно	3004	3306	3636	4000	4400
Внешний	5796	5796	5796	5796	5796

Источник: КРЕМ, расчеты ХФ

По словам Компании, внешний тариф вряд ли будет пересматриваться в ближайшее время, несмотря на ослабление тенге – нефтедобывающие компании будут сопротивляться повышению расходов. **Эффективно система доходности на Регуляторную базу активов (РБА) не работает** – КТО не в состоянии установить необходимый уровень тарифов. Такое поведение негативно сказывается на доходах ближайших двух лет, однако, после запуска Кашагана и Тенгиза, мы, соответственно, не ожидаем снижения внешнего тарифа. И после 2017 года доходы будут превышать уровень, который бы был предписан системой доходности на РБА.

**Доходы.** Мы ожидаем небольшой спад выручки до Т207 млрд (-3,0% г/г) в 2016 году на фоне снижения объемов добычи нефти, и последующего роста на фоне запусков мощностей и роста тарифов на местные направления. После 2019 года мы ожидаем стабилизации объемов добычи нефти в Казахстане на уровне 101 млн тонн в год и роста внешних и местных тарифов на 3% в год.

**Капзатраты.** Запуски Кашагана и Тенгиз потребуют увеличения пропускных мощностей, в связи с чем мы прогнозируем высокие капзатраты в 2016-2018 годах (около Т61-77 млрд в каждом году). В остальное время мы прогнозируем инвестиции, соответствующие износу и амортизации, для поддержания стабильного уровня основных средств.

**Дивиденды.** Согласно дивидендной политике КТО, дивиденды выплачиваются из наибольшей из прибылей – отдельно по Компании или по Группе. Валютная переоценка исказила операционные результаты Группы и Компании, в связи с чем мы не ожидаем, что Совет Директоров будет распределять всю отдельную прибыль в Т79,6 млрд в виде дивидендов. Более вероятно, что СД распределит всю консолидированную прибыль, установив КВД на уровне 56,1% от наибольшей прибыли (отдельной).

Мы ожидаем повышения КВД до 70% в 2017-2019 годах и до 100% с 2020 года, после того, как капзатраты на развитие прекратятся. У КТО имеются значительные денежные запасы, в том числе депозиты и *выданные займы*, которые позволяют поддерживать этот уровень выплат. Согласно методу дисконтирования дивидендов (DDM), стоимость акции КТО составляет T1165 за акцию.

Наш основной метод оценки – дисконтирование свободных денежных потоков. Мы оцениваем стоимость капитала (WACC) на уровне 17,25%, на фоне высоких процентных ставок и наличии регуляторного риска. Мы также закладываем терминальный темп роста в 3%, что соответствует нашим ожиданиям по долгосрочному темпу росту экономики Казахстана.

**Рис. 4. Модель DCF**

млрд тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Доходы	213	207	215	246	255	290	297	307	317	327	338
Себестоимость	91	99	105	111	118	125	133	140	149	158	167
Общие и адм. расходы	12	13	14	15	17	19	20	21	23	24	26
ЕБИТДА	110	95	96	120	120	146	145	145	145	145	145
- Капзатраты	-71	-77	-69	-66	-61	-46	-46	-46	-46	-46	-46
- Изм. в оборотном капитале	-1	2	3	1	3	1	4	4	4	4	4
- Подоходный налог	-23	-12	-11	-15	-15	-20	-20	-20	-20	-20	-20
<b>Свободные потоки</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
WACC	17.3%										
Коеф. временного периода		0.76	1.76	2.76	3.76	4.76	5.76	6.76	7.76	8.76	9.76
Коеф. дисконта		0.89	0.76	0.64	0.55	0.47	0.40	0.34	0.29	0.25	0.21
<b>Дисконтированные потоки</b>		<b>7</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>18</b>

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

**Рис. 5. Расчет целевой цены**

	млрд тенге
Потоки в стадии роста	236
Терминальная стоимость	606
Приведенная терминальная стоимость	128
Дивиденды совместных предприятий	20
<b>Стоимость Компании</b>	<b>384</b>
Чистый долг	-46
Акционерная стоимость Компании	430
Кол-во акций в обращении (млн)	385
<b>Справедливая стоимость, ₸/акцию</b>	<b>1118</b>
Текущая цена, ₸/акцию	885
Потенциал роста (снижения цены)	26.3%
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>

**Рекомендация Покупать.** Согласно нашей оценке DCF, справедливая стоимость акции КТО составляет T1118 за акцию. Мы подтверждаем рекомендацию Покупать. Этот рейтинг также поддерживается моделью DDM (T1165). Мы пересмотрели наши прогнозы по себестоимости, рост которой теперь зависит от инфляции, а также отказались от системы РБА, которая не работает не только для КТО, но и для КЕГОК. Потенциал роста акции составляет более 25%, который, в купе с дивидендной доходностью, предоставляет очень привлекательный возврат на капитал.

## **Риски**

*Регуляторный.* Есть вероятность, что возникнет ситуация, где КРЕМ подстроит КТО к системе РБА после 2017 года (когда доходы компании превысят регуляторно-допустимый уровень из-за роста объемов). В этом случае доходы Компании могут значительно снизиться, и целевая цена может упасть до Т997 за акцию.

*Рост расходов.* Несмотря на то, что Компании удалось сдержать затраты в 2015 году, стоит рассмотреть вариант, где инфляция и рост зарплат окажутся выше наших прогнозов. При росте себестоимости и общих и административных расходов на 1пп быстрее наших ожиданий, наша оценка одной акции может составить Т1010.

*Нулевая прибыльность совместных предприятий.* В нашем базовом сценарии мы ожидаем, что участие КТО в ККТ и Мунайтас будет прибыльным с 2016 года. Однако, в случае если дочерние компании не принесут прибыли и, соответственно, дивидендов, наша оценка акции КТО может снизиться до Т1065.

*Более высокий уровень капзатрат на развитие.* При более высоком уровне инвестиций в 2016-2019 годах (Т60-88 млрд, вместо Т61-77 млрд), наша целевая цена для акции КТО может составить Т1036.

**При реализации всех вышеуказанных рисков, справедливая стоимость одной акции может снизиться до Т844 за акцию, на 24,5% ниже базового сценария и на 4,7% ниже текущей цены на КАСЕ.**

**Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности**
**Отчет о прибылях и убытках**

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Доходы	207	213	207	215	246	255	290
Доход совместных пред-тий, не FX	12	13	17	8	9	9	10
Себестоимость	-88	-91	-99	-105	-111	-118	-125
<b>Валовая прибыль</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>119</b>	<b>144</b>	<b>146</b>	<b>175</b>
Общие и админ. расходы	-14	-12	-13	-14	-15	-17	-19
Прочие опер. расходы	1	0	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>112</b>	<b>105</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>156</b>
Износ и амортизация	-33	-33	-37	-40	-43	-44	-46
<b>Операционная прибыль</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	<b>75</b>	<b>64</b>	<b>86</b>	<b>85</b>	<b>110</b>
Процентные расходы	3	1	1	0	-1	-1	-1
Эффект курсовой разницы	-17	-22	0	0	0	0	0
Убыток от выбытия основных средств	-8	-1	0	0	0	0	0
Доход до налогообложения	62	67	76	65	85	83	109
Подходный налог	-16	-23	-12	-11	-15	-15	-20
<b>Чистая прибыль</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>64</b>	<b>54</b>	<b>70</b>	<b>69</b>	<b>89</b>

**Отчет о финансовом положении**

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Текущие активы	100	107	68	49	55	56	73
Денежные средства и эквиваленты	74	82	46	26	30	29	43
Оборотные активы	25	26	22	23	26	27	30
Долгосрочные активы	486	512	552	580	603	620	620
Основные средства	415	479	518	547	569	586	586
Прочие долгосрочные активы	70	34	34	34	34	34	34
<b>Всего активы</b>	<b>585</b>	<b>619</b>	<b>620</b>	<b>629</b>	<b>658</b>	<b>676</b>	<b>693</b>
Текущие обязательства	50	60	58	62	66	70	74
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0	0
Оборотные обязательства	50	60	58	62	66	70	74
Долгосрочные обязательства	77	86	86	86	86	86	86
Долгосрочный долг	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	77	86	86	86	86	86	86
<b>Всего обязательства</b>	<b>128</b>	<b>146</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>156</b>	<b>160</b>
Всего капитал	458	473	476	481	507	520	533
Уставной капитал	62	62	62	62	62	62	62
Прочие резервы	151	158	158	158	158	158	158
Нераспределенная прибыль	244	253	256	261	287	300	314
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>585</b>	<b>619</b>	<b>620</b>	<b>629</b>	<b>658</b>	<b>676</b>	<b>693</b>

**Отчет о движении денежных средств**

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционные денежные потоки	111	144	86	88	104	107	126
Инвестиционные денежные потоки	-35	-59	-77	-43	-63	-59	-47
Финансовые денежные потоки	-42	-55	-45	-45	-37	-49	-69
Чистое изменение денежных средств	33	30	-35	0	4	-1	11
Баланс на начало периода	26	42	50	15	15	19	18
Положительная курсовая разница	-17	-22	0	0	0	0	0
<b>Баланс на конец периода</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>29</b>

**Приложение 2. Чувствительность целевой цены**

Чувствительность целевой цены к стоимости капитала и долгосрочному темпу роста

Темп роста	Стоимость капитала				
	16.25%	16.75%	17.25%	17.75%	18.25%
2.0%	1102	1064	1029	996	965
2.5%	1152	1110	1072	1036	1002
3.0%	1205	1160	1118	1079	1042
3.5%	1263	1213	1167	1125	1085
4.0%	1326	1271	1221	1174	1131

Источник: расчеты ХФ

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Аналитик, покрывающий эту компанию, владеет ее акциями.

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.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент исследований

Мурат Темирханов  
Нурфатима Джандарова  
Борис Бойко  
Станислав Чуев  
Салтанат Мадиева  
Гульмария Жапакова  
Аскар Ахмедов

##### Управление

Директор  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты  
Долевые инструменты

##### Телефон

+7 (727) 244-6541  
+7 (727) 330-0157  
+7 (727) 330-0157  
+7 (727) 244-6538  
+7 (727) 330-0153  
+7 (727) 244-6538  
+7 (727) 330-0157

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)  
[n.boiko@halykfinance.kz](mailto:n.boiko@halykfinance.kz)  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[s.madiyeva@halykfinance.kz](mailto:s.madiyeva@halykfinance.kz)  
[g.zhapakova@halykfinance.kz](mailto:g.zhapakova@halykfinance.kz)  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Дарья Манеева  
Сабина Муканова

##### Инвесторы

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### Телефон

+7 (727) 244-6545  
+7 (727) 244-6991  
+7 (727) 259-6202  
+7 (727) 244-6980  
+7 (727) 259-6203

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[d.maneyeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneyeva@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.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

Bloomberg  
Thomson Reuters  
Factset  
Capital IQ  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

HLFN  
Halyk Finance  
Halyk Finance  
Halyk Finance