

Обзор финансовых результатов за 1кв2016 27 апреля 2016

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

Тикер	KZTO.KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	930
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	1246
Ожидаемая доходность	34.0%

Дивиденды	
Дивиденд, ₸/акцию	133
Дивидендная доходность	14.3%
Совокупная доходность	48.3%

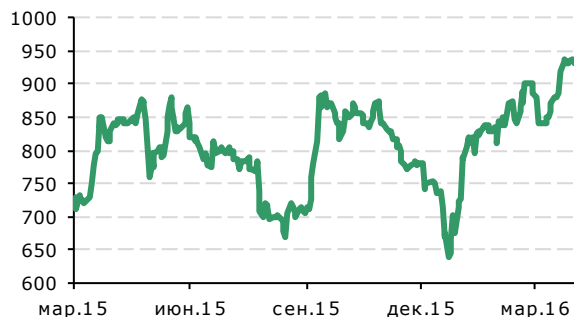
Данные по акциям	
Кол-во простых акций, млн	385
Средний дневной объем торгов (KASE, ₸ млн)	15.5
Доля акций в свободном обращении	10%
Рыночная капитализация (\$ млн)	1084

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Фин. показатели (млрд ₸)	2015Ф	2016П	2017П
Доходы	213.2	214.5	224.1
ЕБИТДА	110.2	102.2	104.4
Чистая прибыль	44.7	69.8	60.0
Собственный капитал	472.9	474.6	482.4
EPS (₸)	116.2	181.4	155.9
Дивиденд на акцию (₸)	120.7	133.0	127.0

Оценка	2015Ф	2016П	2017П
P/E (x)	8.0	5.1	6.0
P/B (x)	0.8	0.8	0.7
EV/ЕБИТДА (x)	2.5	3.0	3.5
Дивидендная доходность	13.0%	14.3%	13.7%
RoE	9.5%	14.7%	12.4%

Динамика стоимости акций	KZTO.KZ
1М	3.4%
3М	37.8%
12М	14.1%
Максимум за 52 недели	937
Минимум за 52 недели	639



Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

Предложенный Советом Директоров дивиденд, объем добычи нефти в 1кв2016, операционные и финансовые результаты за 1кв2016 – все превысили наши ожидания. Мы пересмотрели наши прогнозы, заложив более высокие доходы. Мы подтверждаем рекомендацию Покупать, и поднимаем целевую цену до Т1246 за акцию.

Результаты 1кв2016 выше ожиданий. Основным позитивным фактором первого квартала является менее значительное, чем ожидалось, снижение грузооборота (-0,6% г/г). В дополнение, доходы компании выросли на 1,5%, по сравнению с 1кв2015. Мы ожидали значительного снижения в обоих случаях: на 8,4% и 7,0%, соответственно.

Дивидендная история продолжается. Совет Директоров КТО предложил выплатить дивиденды в Т133 на акцию (114% от прибыли Группы) – на 10,2% выше, чем в прошлом году и на 8,0% выше наших ожиданий. В этом плане КТО стоит особняком на казахстанском рынке, продолжая дивидендную историю, несмотря на ухудшение экономической ситуации.

Устойчивость объемов добычи нефти в Казахстане. Статистические данные за 1кв2016 показали снижение добычи нефти всего на 1,3% г/г, в то время как мы ожидали 5,0% снижения, а МНЭ РК – 6,9%. На объеме добычи положительно сказался рост цен на нефть, которые уже уверенно перешли уровень в \$40 за баррель, и при котором куда больше казахстанских месторождений могут осуществлять добычу нефти.

Риск Кашагана и Тенгиза. Одним из основных драйверов роста выручки КТО в нашей модели является рост объема добычи нефти после запуска Кашагана и расширения Тенгиза, в 2016 и 2020 годах, соответственно. При запуске этих проектов на 2 года позже плана, наша оценка справедливой цены может снизиться до Т1168.

Повышение целевой цены до Т1246, Покупать. Мы видим основания для пересмотра целевой цены на фоне более высоких прогнозов по доходам и дивидендам, а также в связи с большими объемами добычи нефти. Новая целевая цена – Т1246, на 11,5% выше предыдущей, и на 34,0% выше текущей цены на KASE. Совместно с дивидендами, совокупная доходность составляет 48,3%, по нашему мнению.

Результаты 1кв2016. В своем отчете по операционным результатам, КТО заявила о значительном снижении объемов транспортировки нефти, как на консолидированной основе (-11,0%), так и отдельно по Компании (-11,1%). Результаты оказались ниже наших ожиданий (Таблица 1). Однако, объем перекачанной нефти не влияет на доходы компании напрямую – тарифы КТО рассчитываются за тонну*километр.

Таблица 1. Операционные и финансовые результаты - 1кв2016

Показатель	Ед. изм.	1кв2016	1кв2015	г/г	Прогноз ХФ	разница
Объем - конс.	тыс. тонн	14350	16117	-11.0%	-	-
Объем - отдельно	тыс. тонн	11068	12456	-11.1%	11565	-4.3%
Грузооборот - конс.	тонн*км	11186	11461	-2.4%	-	-
Грузооборот - отдельно	тонн*км	9109	9162	-0.6%	8395	8.5%
Доходы - отдельно	млн тенге	49204	48490	1.5%	45098	9.1%
Чистая прибыль - отдельно	млн тенге	18639	19174	-2.8%	-	-

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

В это же время, грузооборот Компании и Группы снизился лишь на 0,6% и 2,4%, соответственно, что говорит о перекачке нефти на большие расстояния (в среднем на 820 км, на 6,1% выше, чем в среднем за 2015 год). Результат значительно превысил наши ожидания – мы закладывали среднюю дистанцию в 730 км. В связи с этим, доходы также превысили наши ожидания.

Объем добычи нефти. Согласно прогнозу МНЭ РК, который исходит из цены на нефть в \$30 за баррель в 2016 году, объем добычи нефти в Казахстане составит 74 млн тонн. Теперь же, когда нефть находится на уровне \$40-45, более целесообразно исходить из предыдущего плана МНЭ РК, составленного при цене на нефть в \$40, и прогнозирующего добычу в 77 млн тонн. Более того, данные Комитета по Статистике показали добычу нефти в 1кв2016 на уровне 20,1 млн тонн, снизившись всего на 1,3% г/г. Сезонно-скорректированный объем добычи составил 19,9 млн тонн, и даже показал рост по отношению к 4кв2015 на 2,7%.

Сектор добычи нефти в Казахстане проявил устойчивость к внешнему шоку, и не снизил объемы производства до прогнозных значений. Это является положительным фактором для КТО, так как тарифы на перекачку нефти уже установлены, и в ближайшие годы дополнительным драйвером роста могут быть только объемы перекачки.

Дивиденды. Совет Директоров приятно удивил решением выплатить дивиденд в Т133 на акцию, что составляет 114% от прибыли Группы. Несмотря на высокий коэффициент выплаты, такой дивиденд не ослабит финансовую позицию компании. Мы ожидаем снижения коэффициента выплаты до 70% в течение 2017-2019 годов, в связи с высокими капзатратами, а затем – восстановления до 100%. Согласно модели дисконтированных дивидендов, справедливая стоимость одной акции КТО составляет Т1309 за акцию, на 40,8% выше текущей цены на KASE.

Мы обновили наши ожидания по доходам, в основном в связи с ростом среднего расстояния перекачки нефти. Также, мы допустили более высокие темпы роста расходов, в связи с некоторым улучшением экономических прогнозов.

Таблица 2. Модель DCF

млрд тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистая прибыль	80	53	52	61	68	92	90	90	89	88	87
+ Амортизация	33	37	40	43	46	47	47	47	47	47	47
+ Проценты*(1-налог)	-1	-1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
- Капзатраты	71	70	80	82	61	47	47	47	47	47	47
- Изм. в оборотном капитале	1	-1	-3	-2	-2	-1	-4	-4	-4	-5	-5
Свободные потоки	40	20	14	25	57	94	95	95	95	94	93
WACC	17.3%										
Коэф. временного периода		0.68	1.68	2.68	3.68	4.68	5.68	6.68	7.68	8.68	9.68
Коэф. дисконта		0.90	0.77	0.65	0.56	0.47	0.40	0.35	0.29	0.25	0.21
Дисконтированные потоки		18	10	17	31	45	38	33	28	24	20

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

Таблица 3. Расчет целевой цены

	млрд тенге
Потоки в стадии роста	264
Терминальная стоимость	673
Приведенная терминальная стоимость	144
Дивиденды совместных предприятий	20
Стоимость Компании	428
Чистый долг	-51
Акционерная стоимость Компании	479
Кол-во акций в обращении (млн)	385
Справедливая стоимость, ₸/акцию	1246
Текущая цена, ₸/акцию	930
Потенциал роста (снижения цены)	34.0%
Рекомендация	Покупать

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

Отчет о прибылях и убытках

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Доходы	207	213	214	224	249	270	310
Доход совместных пред-тий, не FX	12	13	17	8	9	9	10
Себестоимость	-88	-91	-99	-105	-112	-120	-128
Валовая прибыль	130	135	133	127	146	159	192
Общие и админ. расходы	-14	-12	-13	-15	-16	-17	-19
Прочие опер. расходы	1	0	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	117	123	119	113	130	142	173
Износ и амортизация	-33	-33	-37	-40	-43	-46	-47
Операционная прибыль	84	90	82	73	87	96	126
Процентные расходы	3	1	1	0	-1	-2	-2
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	83	73	86	94	124
Подходный налог	-16	-23	-13	-13	-15	-17	-23
Чистая прибыль	46	45	70	60	70	77	101

Отчет о финансовом положении

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Текущие активы	100	107	74	45	44	54	65
Денежные средства и эквиваленты	74	82	51	21	17	26	33
Оборотные активы	25	26	22	24	26	28	32
Долгосрочные активы	486	512	545	586	625	640	640
Основные средства	415	479	512	552	591	606	606
Прочие долгосрочные активы	70	34	34	34	34	34	34
Всего активы	585	619	619	631	668	694	705
Текущие обязательства	50	60	58	62	78	82	76
Краткосрочный долг	0	0	0	0	11	11	0
Оборотные обязательства	50	60	58	62	66	71	76
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
Всего обязательства	128	146	144	148	164	168	162
Всего капитал	458	473	475	482	504	526	543
Уставной капитал	62	62	62	62	62	62	62
Прочие резервы	151	158	158	158	158	158	158
Нераспределенная прибыль	244	253	255	263	285	306	323
Всего обязательства и капитал	585	619	619	631	668	694	705

Отчет о движении денежных средств

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционные денежные потоки	111	144	91	94	106	116	140
Инвестиционные денежные потоки	-35	-59	-70	-50	-74	-58	-47
Финансовые денежные потоки	-42	-55	-51	-49	-31	-49	-89
Чистое изменение денежных средств	33	30	-30	-5	2	9	5
Баланс на начало периода	26	42	50	20	16	17	26
Положительная курсовая разница	-17	-22	0	0	0	0	0
Баланс на конец периода	74	82	51	21	17	26	33

Приложение 2. Чувствительность целевой цены

Чувствительность целевой цены к стоимости капитала и долгосрочному темпу роста

		Стоимость капитала				
		16.25%	16.75%	17.25%	17.75%	18.25%
Темп роста	2.0%	1229	1187	1148	1111	1076
	2.5%	1284	1238	1195	1155	1118
	3.0%	1344	1293	1246	1203	1162
	3.5%	1408	1352	1301	1253	1209
	4.0%	1477	1416	1360	1308	1260

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
n.jandarova@halykfinance.kz
n.boiko@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
s.madiyeva@halykfinance.kz
g.zhapakova@halykfinance.kz
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
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
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

HLFN
Halyk Finance
Halyk Finance
Halyk Finance