

Транспортный сектор

Казахстан Темир Жолы

Сабина Амангельды

Sabinaa@halykbank.kz

+7 (727) 330 01 57

16 января 2014 г.

Рекомендация Прогноз

**Держать
Стабильный**

Еврооблигации, деноминированные в USD

Дата погашения	Объем вып., \$ млн	Купон	Дох. Спроса
Май 2016	350	7,00%	2,13%
Октябрь 2020	700	6,38%	4,67%
Июль 2042	1100	7,00%	6,75%

Рейтинг

	Долгосроч.	Старш. необ.	Прогноз
Moody's	Baa3	Baa3	позит.
S&P	BBB-	NR	стаб.
Fitch	BBB	BBB	стаб.

Основные финансовые показатели

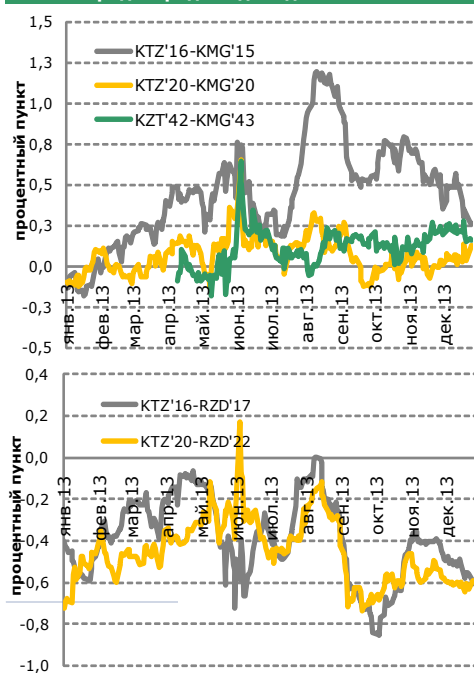
(млрд тенге)	2012	2013П
Доход	795,8	851,0
ЕВИТДА	251,7	264,8
Операц. денеж. поток	221,7	247,4
Чистый долг	472,0	702,2

Ключевые коэффициенты

	2012	2013П
Маржа ЕВИТДА	31,6%	31,1%
ЕВИТДА/Проц.расходы	8,6x	6,2x
Чистый долг / ЕВИТДА	1,9x	2,6x
Долг/ЕВИТДА	2,3x	2,9x
Опер.ден.поток/чистый долг	0,5x	0,4x

Источник: данные компании, прогнозы ХФ

Рис 1. Спрэды средних доходностей



Источник: Bloomberg

Мы начинаем аналитическое покрытие долговых инструментов Казахстана Темир Жолы (КТЖ) (Ваа3/BBB-/BBB) с рекомендации Держать долларовые еврооблигации КТЖ'2016, КТЖ'2020 и КТЖ'2042, которая отражает наш стабильный прогноз по кредитному качеству эмитента и мнение о справедливости уровня доходностей инструментов в сравнении с бумагами других квазисуверенных компаний с рейтингами инвестиционной категории.

Спрэд между еврооблигациями КТЖ и НК КазМунайГаз (КМГ) в 10-30бп, по нашему мнению, на данный момент является справедливым. Узкий спрэд означает, что рынок одинаково оценивает риски, связанные с КМГ (Ваа3/BBB-/BBB) и КТЖ, с чем мы согласны. Текущий спрэд между еврооблигациями КТЖ и Российские Железные Дороги (РЖД) в минус 60бп мы считаем слишком широким. Однако увеличение спрэда было связано с ростом доходностей бумаг РЖД (Ваа1/BBB/BBB). По нашему мнению, спрэд был бы справедливым в диапазоне от нуля до минус 30бп с учетом разницы в рейтингах и сроках погашения.

Казахстан Темир Жолы (КТЖ) является монопольным оператором магистральных железнодорожных путей, занимающим лидирующие позиции в сегментах грузовых и пассажирских перевозок. КТЖ полностью принадлежит государству через фонд Самрук-Казына. Мы считаем вероятность получения компанией государственной поддержки высокой, что определяется стратегической ролью компании для экономики страны.

Стабильный прогноз по кредитному качеству эмитента основан на наших ожиданиях сохраняющейся сырьевой структуры экономики Казахстана, в которой роль железнодорожного транспорта остается неизбежно высокой, что обуславливает высокую степень государственной поддержки, как в виде предоставления капитала, так и посредством тарифного регулирования. Бизнес-профиль компании отражает стабильность регулирования сектора железнодорожных перевозок, сильной рыночной позиции, и высокого потенциала роста транзитных и экспортных перевозок, которые совместно обеспечивают высокий уровень самостоятельной кредитной надежности. Самостоятельная кредитная надежность ограничивается высокой взаимозависимостью железнодорожных систем Казахстана и России, растущей конкуренцией со стороны частных железнодорожных операторов и трубопроводного транспорта, высокий уровень изношенности основных средств, а также, продолжающееся субсидирование социально-значимых пассажирских перевозок за счет грузовых.

Сравнительно высокая долговая нагрузка и высокие инвестиционные потребности, которые могут впоследствии существенно увеличить долг, а также отрицательный свободный денежный поток оказывают давление на кредитный профиль компании. Однако рост рентабельности за счет повышения тарифов и стабильные операционные денежные потоки поддерживают кредитный профиль компании.

Мы считаем, что кредитный риск КТЖ будет и дальше тесно связан с суверенным кредитным риском Казахстана. По нашему

мнению, кредитное качество останется высоким за счет продолжающейся поддержки со стороны государства.

Инвестиционное резюме

Стабильный и регулируемый сектор. Грузооборот железнодорожного транспорта постепенно рос в течение 2008-2012 годов со средним годовым темпом в 2,3% за счет роста ВВП и спроса на транспортировку товаров. Позитивная динамика, по нашим ожиданиям, продолжится благодаря росту экономики и сохранению устойчивого спроса на железнодорожный транспорт из-за высокой зависимости экономики страны от сырьевого сектора. В 2008-2012 гг. ценовое регулирование обеспечило стабильный рост доходов за счет повышения тарифов в среднем на 15% в год, кроме 2009 года, когда тарифы не повышались. В 2013-2014 годах КТЖ ожидает рост тарифов прежними темпами.

Высокая стратегическая роль. КТЖ принадлежит стратегический объект страны - магистральная железнодорожная сеть. Таким образом, компания имеет стратегическое значение для экономики государства, осуществляя почти половину грузооборота. В частности, КТЖ играет ключевую роль в экспортных и внутренних перевозках массивных насыпных грузов, таких как уголь, руда, металлы. КТЖ исторически получала и продолжает получать значительную государственную поддержку, которая включает в себя предоставление дешевых займов для инвестиций в ключевые инфраструктурные проекты и обновления вагонного парка.

Доминирующая роль сохраняется, но рыночная доля будет сокращаться. Компания сохраняет доминирующую рыночную долю на экспортно-внутренних маршрутах, несмотря на ее снижение за последние пять лет. Компания испытывает конкуренцию со стороны трубопроводного транспорта и частных железнодорожных операторов. Мы считаем крайне низкой вероятность снижения роли железнодорожного транспорта в ближайшее десятилетие по ряду технических, экономических и институциональных ограничений для развития несырьевой экономики.

Высокие инвестиционные потребности на фоне большого долга. Высокая инвестиционная потребность связана с неудовлетворенным спросом на железнодорожный транспорт, низким уровнем развития сети и высоким уровнем изношенности. Однако, риски, связанные с инвестиционными планами, во многом компенсируются стабильным уровнем доходности на инвестированный капитал, который обеспечивается механизмами регулирования, при сохранении монопольного статуса компании, и высоким спросом на железнодорожные перевозки, в случае крайне маловероятного дерегулирования отрасли. Компания нуждалась во внешнем зарубежном финансировании из-за крупных капвложений, в результате чего соотношение долга к EBITDA выросло с 1,8x в 2010 году до 2,2x в конце 1П2013. В 2013-2014 гг. уровень капвложений останется высоким, и мы ожидаем, что свободные денежные потоки будут отрицательными.

Продолжающееся кросс-субсидирование. КТЖ обслуживает убыточные, но социально важные пассажирские перевозки и транспортировку отдельных низкорентабельных категорий грузов, что сдерживает рост доходов. Ежегодные государственные субсидии начали полностью покрывать убытки от пассажирских перевозок с 2011 года. Кросс-субсидирование социальных планово-убыточных видов деятельности и некоторая спонсорская деятельность могут интерпретироваться как косвенные дивиденды КТЖ в пользу государства. Такая социальная нагрузка отрицательно влияет на уровень денежных потоков и снижает доходность на капитал.

Потенциал роста рынка. Транзитные и экспортные перевозки имеют высокий потенциал роста. К 2020 году государство планирует увеличить транзитные перевозки в два раза. В связи с этим КТЖ строит новые железнодорожные линии, которые сокращают расстояния перевозок и открывают новые коридоры. Все же большинство транспортных коридоров страны имеет направление север-юг, так как железнодорожные линии были построены в период Советского Союза. Это означает взаимозависимость железнодорожной системы Казахстана с российской и требует координации транзитной политики на государственном уровне и создает риск, в случае изменения политики северного соседа. Доходы сегмента экспортных поставок могут быть ограничены унификацией тарифа в рамках Единого экономического пространства.

Рекомендация. Мы рекомендуем держать еврооблигации КТЖ, так как считаем текущие доходности справедливыми по отношению к бумагам НК КазМунайГаз (КМГ) и Российские Железные Дороги (РЖД). На данный момент еврооблигации КТЖ'16, КТЖ'20 и КТЖ'42 торгуются близко к выпускам КМГ'15, КМГ'20 и КМГ'43, соответственно. Спрэд между средними доходностями составляет 10-20бп, что по нашему мнению является справедливым. Узкий спрэд означает, что рынок одинаково оценивает риски, связанные с КМГ (Ваа3/BBB-/BBB) и КТЖ, с чем мы согласны, при одинаковых рейтингах обоих эмитентов.

Текущий спрэд между еврооблигациями КТЖ и РЖД в минус 60бп мы считаем слишком широким. Однако, увеличение спреда было связано с ростом доходностей бумаг РЖД (Ваа1/BBB/BBB). Для сравнения доходностей мы применили премию в 30бп за годовую разницу в сроках погашения и за разницу в рейтингах в одну ступень. Мы считаем, что более короткие бумаги двух железнодорожных операторов должны торговаться примерно на одном уровне. Премия РЖД'17 к КТЖ'16 за разницу в сроках погашения компенсирует дисконт за разницу в рейтингах в одну ступень. По нашим оценкам, спрэд между КТЖ'20 и РЖД'22 был бы справедливым на уровне -30бп с учетом разницы в сроках погашения в два года (-60бп) и одноступенчатую разницу в рейтингах (+30бп).

Профиль компании

Казахстан Темир Жолы (КТЖ) является единственным владельцем и оператором железнодорожной инфраструктуры, крупнейшим оператором железнодорожного подвижного состава и локомотивного парка в Казахстане. Основным и единственным акционером компании является государство через Самрук-Казына. По состоянию на 2012 год подвижной состав компании составил 55 659 вагонов разного типа, что представляет около 52% общего подвижного состава страны. Самые крупные промышленные компании страны, Богатырь-Комир, ENRC, Казахмыс и Тенгизшевройл и т.д. пользуются услугами КТЖ, и ее роль является ключевой в их логистической цепочке.

Компания генерирует большую часть доходов от грузовых перевозок (86% выручки в 2012 году), в то время как сегмент пассажирских перевозок занимает только 8% от общей выручки и субсидируется государством. В 2012 году грузооборот КТЖ составил 235,8млрд тонн-км или 49% от общего грузооборота страны, пассажирооборот – 19,1млн пассажиро-км или 9% от общего пассажирооборота страны. Основная товарная продукция, предъявляемая к перевозке, представляет собой массивные, насыпные и наливные грузы, такие как уголь, нефть, руда, металлы и т.д.

По объему транспортировки уголь является основным грузом и занимает 37% от общего объема грузов перевезенных в 2012 году. Перевозка нефти и нефтяных продуктов приносит больше доходов (26% от общей выручки в 1П2013), чем перевозка угля (10%) из-за более высоких тарифов. Перевозка других типов груза, таких как химические и минеральные удобрения, металлолом черных металлов и т.д. приносит 34% доходов.

Рис 2. Структура грузооборота КТЖ в 2012 году

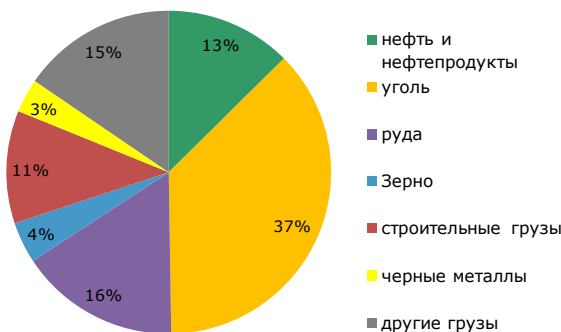
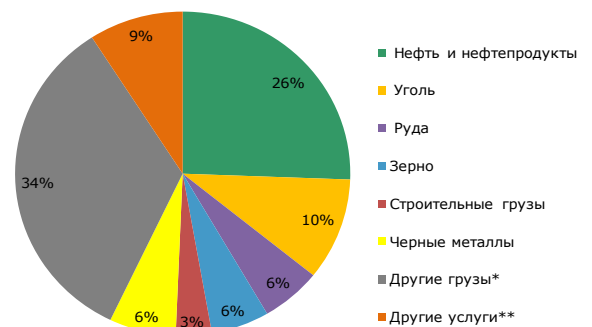


Рис 3. Структура доходов КТЖ за 6М2012



*мин. и хим. удобрения, недргоценные металлы и т.д.

**грузовые и коммерческие работы

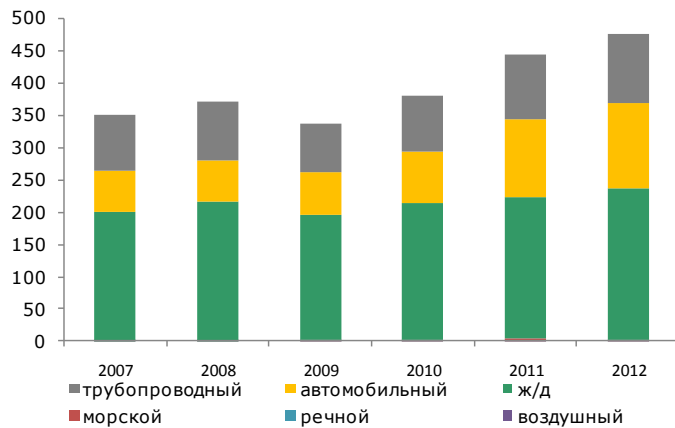
Источник: данные компании

Обзор отрасли

Транспортная отрасль играет важную роль в экономике страны ввиду ее сырьевой направленности и обширной территории. Учитывая континентальное расположение страны, по объему перевозок грузов водный транспорт занимает незначительную часть. Автомобильный транспорт не

выгоден для перевозок на большие расстояния из-за высокой себестоимости. Поэтому основа транспортной системы страны – это железные дороги, которые в 2012 году обеспечили 51,9% грузооборота страны (294,8млрд тонн-км), в то время как автомобильный транспорт – 27,8%, трубопроводы – 22,6%, воздушный, речной и морской транспорт – 0,6%. Однако по объему грузоперевозок (тонн) автомобильный транспорт превышает железнодорожный транспорт в 9 раз. Это обусловлено коротким средним расстоянием транспортировки автомобильным транспортом примерно в 48км по сравнению с железнодорожным – около 800км.

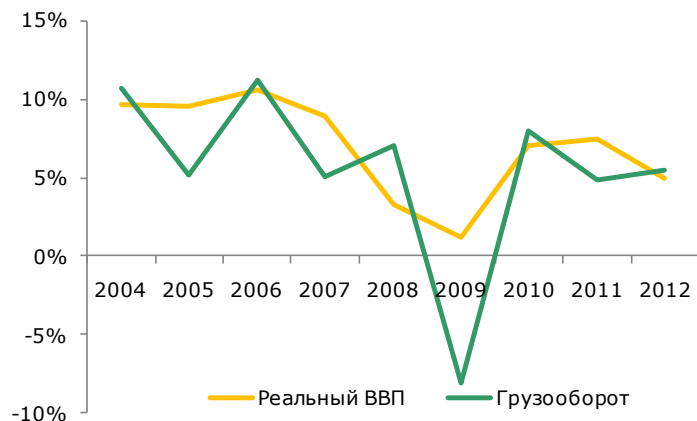
Рис 4. Структура грузооборота по способу транспортировки грузов, млрд тонн-км



Источник: данные САРК

В течение последних пяти лет грузооборот страны стабильно рос, достигнув 475млрд тонн-км в 2012 году (Рис 4). Наибольший вклад в рост грузооборота внес автомобильный транспорт: его доля выросла с 17,9% в 2007 году до 27,8% в 2012 году. Грузооборот страны связан с уровнем ВВП. Замедление экономического роста в 2008 году привело к падению грузооборота страны в 2009 году на 8,9% до 336,8млрд тонн-км, на 9,4% до 194,9млрд тонн-км грузооборота КТЖ. С 2010 года началось восстановление, и грузооборот КТЖ вырос на 8%, а в 2011 и 2012 году – еще на 5% и 6%, соответственно. Рост обусловлен в основном увеличением объема экспортных и внутренних поставок угля, зерна и строительных материалов.

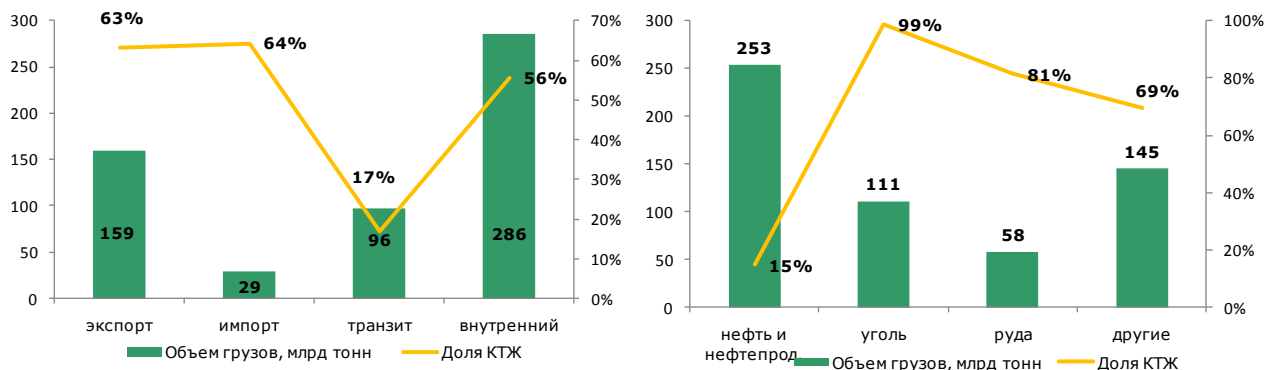
Рис 5. Годовой прирост ВВП и грузооборот КТЖ



Источник: данные САРК и КТЖ

КТЖ играет важную роль в экспортной и внутренней транспортировке массивных грузов страны.

Рис 6. Доля КТЖ в транспортировке грузов в 2012 году



Источник: данные САРК и КТЖ

Мы полагаем, что динамика объема железнодорожных грузоперевозок будет и далее сильно коррелировать с макроэкономическими показателями. Мы ожидаем позитивную динамику во всех сегментах рынка по мере роста экономики. Объемы транспортировки угля сохраняют позитивную динамику, по нашему мнению, что будет связано с увеличением спроса со стороны энергетических компаний. Доля в транспортировке нефти и нефтяных продуктов будет снижаться по мере развития трубопроводного транспорта.

Государственное регулирование и тарифы

Агентство по регулированию естественных монополий устанавливает и утверждает тарифы на услуги предоставления магистральной ж/д сетей (МЖС). Тарифы на остальные услуги устанавливаются КТЖ и также утверждаются регулятором. Компания рассчитывает тарифы на услуги МЖС (внутренние, импортные и экспортные) по принципу затраты плюс, что предполагает покрытие всех затрат возникающих при предоставлении услуг и производстве соответствующих инвестиций. АРЕМ утверждает данные тарифы, если представленные документы на изменение тарифа КТЖ соответствуют установленным правилам и при согласии участников общественного слушания. Транзитные тарифы устанавливаются компанией на основании тарифной политики железных дорог государств-участников Содружества Независимых Государств.

Министерство транспорта и коммуникации осуществляет реализацию государственной политики в области железнодорожного транспорта, и ответственен за координацию, регулирование и контроль деятельности транспортного комплекса. Самрук-Казына управляет деятельностью компании, и решает задачи совершенствования системы корпоративного управления и повышения прозрачности бюджета. Деятельность компании, как естественной монополии, регулируется АРЕМ. АРЕМ и МТК также утверждают инвестиционную программу компании.

В 2004 году был утвержден План развития КТЖ на 2004-2006 годы, согласно которому единый тариф на услуги КТЖ был

разделен на четыре составляющие: тариф за услуги магистральной железнодорожной сети (МЖС), тариф за предоставление в пользование вагонов (ПС), и локомотивов (ЛТ) и тариф за грузовые коммерческие погрузочно-разгрузочные работы (ГК). Целью реформы была идея разделения монопольного и конкурентного секторов отрасли. Одно из важных следствий этого разделения – привлечение частных инвестиций и создание в отрасли конкурентную среду. К 2012 году уже действовало 190 частных операторов. В составе КТЖ были созданы акционерные общества Локомотив для оказания услуг локомотивной тяги и Казтемиртранс, задачей которого является содержание оптимального парка грузовых вагонов и выполнение функций перевозчика. Казтемиртранс и Локомотив занимают доминирующее положение на рынке, и соответственно их деятельность регулируется Агентством по защите конкуренции.

Деятельность компании

Железнодорожная инфраструктура

Согласно статье 13 Закона РК от 6 января 2012 года «О национальной безопасности РК», магистральная железнодорожная сеть является стратегическим объектом страны, не подлежащим приватизации. КТЖ предоставляет частным перевозчикам доступ к магистральной ж/д сети в соответствии с установленными АРЕМ тарифами. По данным компании, тариф за доступ к услугам магистральной железнодорожной сети составляет в среднем 33% от общего тарифа компании.

В 2012 году протяженность железнодорожной системы Казахстана составила 14 200 км, из которых 4 504 км электрифицированы. По эксплуатационной длине железных дорог Казахстан занимает 3-е место в СНГ после России и Украины. Однако плотность железнодорожной сети Казахстана является низкой - 5,5 км на 1000 км², по сравнению с Украиной (35,9 км) и примерно на таком же уровне, что и Россия (5,1 км).

Железнодорожная система Казахстана включает в себя девять магистральных железнодорожных сетей и имеет 16 стыковых пунктов с железнодорожными сетями соседних стран, в том числе 11 с сетью Российской Федерацией, и по одному с Кыргызстаном, Узбекистаном, Туркменистаном, и два с Китаем. Это означает, что большинство транспортных коридоров имеет направление север-юг, так как железнодорожные линии были построены в период Советского Союза. Это подразумевает взаимозависимость железнодорожной системы Казахстана с российской и требует координации транзитной политики на государственном уровне, и создает риск, в случае изменения политики северного соседа.

Рис 7. Международные транспортные коридоры РК



Источник: презентация КТЖ

Плохое развитие сети и исторические обстоятельства стали основными причинами плохой связи между западом и югом. В последние годы компания начала строить новые линии, которые позволяют оптимизировать маршруты между западом и югом страны и сократить расстояние транспортировки по сравнению с существующими маршрутами в обход. В 2012 году КТЖ завершила строительство железнодорожной линии Жетыген–Хоргос, протяженность которой составляет 298,4км. Компания ожидает, что новая линия сократит расстояние между Китаем и южной частью Казахстана и с Центральной Азией на 500км.

В 2012 году компания начала строительство новых железнодорожных линий Жезказган-Бейнеу (планируется завершить во 2П2015) и Аркалык-Шубарколь (во 2П2016). Целью строительства линии Жезказган-Бейнеу протяженностью 988км является обеспечение прямого маршрута проезда поездов между центральной и западной частями страны, а также сокращение расстояния доставки грузов в порт Актау более чем на 500км. В то время как новая железнодорожная линия между Аркалыком и Шубарколь протяженностью 214км обеспечит доступ к месторождениям в центральной части Казахстана. В течение 2013-2015 годов компания намерена инвестировать Т619млрд в строительство этих двух линий, что составляет 39% общих инвестиционных расходов компании на этот период.

Компания также начала развивать стыковые и перевалочные пункты. До 2012 года единственным железнодорожным

выходом в Китай была станция Достык, загруженность которой является высокой. Большое количество импортных и экспортных грузов проходили через эту станцию. После строительства станции Хоргос грузонапряженность на станции Достык сократится. К тому же есть потенциал увеличения транзитных перевозок в связи с растущим спросом на транзит внутри Таможенного союза, между странами Европейского Союза и Китаем. К 2020 году государство планирует увеличить транзитные перевозки в два раза.

Локомотивная тяга и подвижной состав

В настоящее время доминирующим поставщиком услуг локомотивной тяги является КТЖ. В конце 2012 года парк локомотивной тяги КТЖ насчитывал 1 865 локомотивов, из них электровозы составили 552 ед. Парк тягового состава КТЖ довольно сильно изнашивается: возраст 64% электровозов, 50% тепловозов сегодня превышает 25 лет. Компания планирует до 2015 года приобрести еще 300 локомотивов, инвестировав Т195млрд.

Рис 8. Закупки локомотивов КТЖ с 2010 года, ед

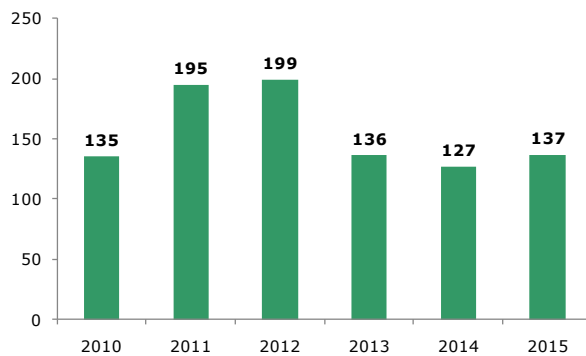
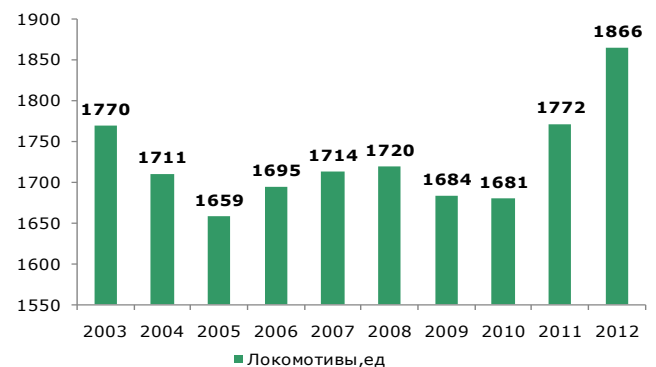


Рис 9. Количество локомотивов КТЖ на конец года, ед



Источник: данные компании

КТЖ решает проблему изношенности локомотивов путем создания совместных предприятий с зарубежными партнерами для локомотивостроения. В июне 2010 года дочерняя компания КТЖ, Ремлокомотив, Трансмашхолдинг (ТМХ) (Россия) и Alstom Transport (Франция) подписали договор о создании совместного предприятия по производству электровозов. Доля участия Ремлокомотив в СП составила 50%, а у ТМХ и Alstom - по 25%. Проект оценивается в Т19,8млрд, из которых Т8,1млрд было инвестировано сторонами на основании своих долей участия в СП, а остальная часть является предоплатой клиентов. В декабре 2012 года завершилось строительство завода, планируемая производственная мощность которого ожидается на уровне 50 электрических локомотивов в год. По словам Аскара Мамина, президента КТЖ, в этом году было произведено 13 электровозов, и компания участвует на тендере в Азербайджане по поставке электровозов. Завод планирует поставить 295 новых пассажирских и грузовых электровозов до конца 2020 года КТЖ.

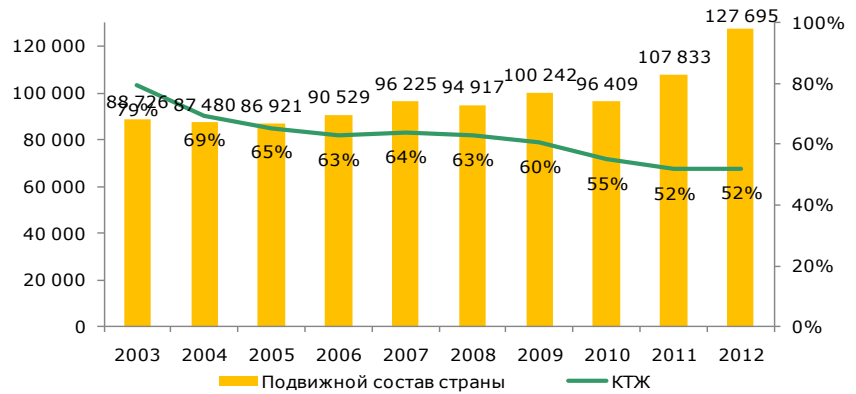
Производством локомотивов также занимается СП между КТЖ и General Electric «Локомотив курастыру зауыты», основанное в 2009 году. Общая стоимость проекта составила \$141млн, для финансирования которого КТЖ получил заем от ABN Amro Bank. По словам г-на Мамина, за время работы завода было выпущено 200 тепловозов, а в 2013 году планируется произвести 92 локомотива. Проектная мощность завода составляет 100 локомотивов в год. На начальном этапе процесс производства состоял только из сборки тепловоза из запчастей, закупленных у компании GE. Для повышения рентабельности предприятия доля казахстанского содержания в продукции завода увеличивается, и на данный момент она достигла 32%.

Целью создания производства локомотивов является обновление парка подвижного тягового состава страны, а также перспективный экспорт продукции в страны СНГ. Мы считаем, что иметь собственное железнодорожное машиностроение является стратегически важным и выгоднее в долгосрочной перспективе. Однако зависимость от зарубежных предприятий пока еще высокая, так как запчасти в основном закупаются у них.

В 2012 году средний возраст вагонного парка КТЖ составил порядка 25 лет. До 2003 года парк вагонов КТЖ практически не пополнялся. Тарифная политика не позволяла окупить стоимость вагонов в течение их срока службы. Отмена ценового регулирования на услуги по предоставлению грузовых вагонов создала благоприятные условия для обновления подвижного состава и для создания частного вагонного парка. В 2003-2004 годы часть грузовых вагонов инвентарного парка - порядка 6 тыс. была передана предприятиям, обслуживающим горнорудную промышленность — ENRC, Богатырь. Созданное тогда дочернее предприятие КТЖ, Казтемиртранс, приняла на баланс порядка 65 тыс. ед. грузовых вагонов со степенью износа более 70%. При этом фактическое управление вагонным парком осуществляется КТЖ.

Частные компании активно вкладывали средства в приобретение подвижного состава. Их доля в совокупном вагонном парке страны выросла с 20,7% в 2003 году до 47,9% в конце 2012 года. Многие частные компании активно осваивали сегмент перевозки нефти и нефтяных продуктов. В 2012 году подвижной состав страны составил 127 тыс., из них 52% принадлежит КТЖ. В период с 2004 по 2012 год произошло значительное обновление подвижного состава, КТЖ приобрел 31 тыс. грузовых вагонов из них только за последние два года более 21 тыс., но и выбыло по сроку службы 30 тыс. единиц. До 2020 года КТЖ планирует приобрести 48,5 тыс. грузовых вагонов на общую сумму порядка \$576млрд как за счет собственных, так и заемных средств.

Рис 10. Подвижной состав страны и КТЖ



Источник: данные САРК и КТЖ

КТЖ импортирует вагоны из Украины и России ввиду практически полного отсутствия железнодорожного машиностроения в стране. Несмотря на масштабные приобретения, существует значительная нехватка грузовых вагонов, что негативно сказывается на экспортном потенциале, и на интенсивности внутренних перевозок. В 2011 году в период высокого урожая, для экспорта зерна страна арендовала у соседних стран 2 900 вагонов-зерновозов.

Тариф за пользование грузовыми вагонами составляет примерно 25% от общего тарифа за перевозку груза и единственным, в отношении которого компания испытывает конкуренцию со стороны частных перевозчиков. В секторе действует около 190 частных компаний, владеющих собственными вагонами, большинство которых владеют парками менее чем 5 единиц. Лишь четыре оператора имеют более 5 тыс. вагонов: Исткомтранс с долей в общем количестве подвижного состава в 9%, Транссистема, ТенгизТрансГаз, и Богатырь Транс с долями по 5%. Компания также испытывает конкуренцию со стороны российских операторов, таких как, Первая грузовая компания, Вторая грузовая компания, Глобалтранс, Трансгарант и т.д. По данным Министерства транспорта и коммуникации российские операторы вагонов увеличили долю присутствия на рынке Казахстана до 25%.

Пассажирские перевозки

В 2012 году общий пассажирооборот составил 211млрд пассажиро-км, на 15,7% выше годом ранее. Доля КТЖ в общем пассажирообороте страны составила 9%, доля автомобильного транспорта - 87%, воздушного транспорта - 4%. Сравнительно низкая доля КТЖ в пассажирообороте является следствием высокого износа пассажирских вагонов и низкой скорости движения.

Пассажирские вагоны КТЖ насчитывали около 2 302 ед. в 2012 году, что на 257 ед. ниже, чем в 2003 году (Рис 11). Более 47% пассажирских вагонов находится в эксплуатации свыше 25 лет. В связи с этим в течение 2010-2012 годов компания приобрела около 491 пассажирских вагонов, и планирует до 2015 года приобрести еще 811 ед.

Рис 11. Закупки пассажирских вагонов КТЖ с 2010 года, ед.

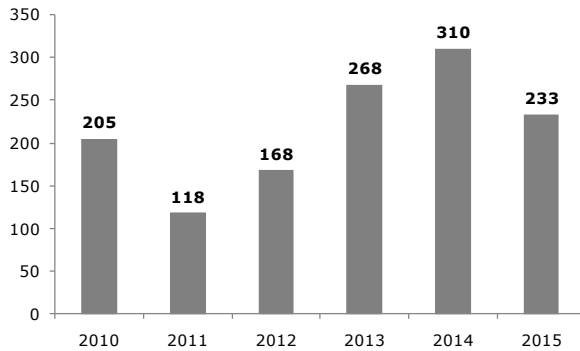
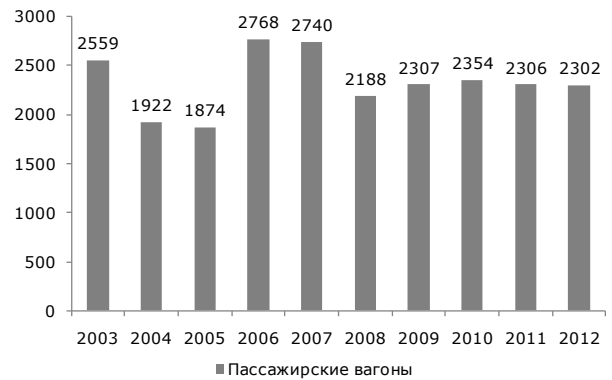


Рис 12. Количество пассажирских вагонов КТЖ на конец года, ед.



Источник: Данные компании, расчеты ХФ

Общий доход от пассажирских перевозок КТЖ составил Т63,5млрд или 8% от общих доходов на конец 2012 года, что на 16% выше, чем в 2011 году в Т54,9млрд. Пассажирские перевозки осуществляются дочерней компанией КТЖ, Пассажирские перевозки. Тарифы по пассажирским перевозкам сохраняются на низком уровне, так как предоставление этих услуг рассматривается в качестве социальной ответственности КТЖ. Данный сегмент является нерентабельным, и убытки по нему частично компенсируются за счет государственных субсидий. Субсидии для межобластных и международных маршрутов финансируются из республиканского бюджета, тогда как субсидии для междугородних и пригородных маршрутов финансируются из местных бюджетов. В 2012 году компания получила государственных субсидий в размере Т22млрд, или 2,78% от общих доходов. Мы полагаем, что субсидий сохранятся на том же уровне, пока пассажирские перевозки не станут рентабельными.

КТЖ построил завод по выпуску пассажирских вагонов совместно с испанской компанией Patents Talgo S.L. По состоянию на 30 июня 2012 года, общая сумма инвестиций, вложенных в проект КТЖ, составила Т7,5млрд, из них Т4,7млрд должны быть возмещены испанской компанией в 2014 году. На конец 2012 года балансовая стоимость актива составила Т9млрд, с долей владения КТЖ в 99%. Казахское содержание в Тулпар-Тальго составляет пока 22%, и планируется довести эту цифру до 56% к 2015 году.

Ежегодный прогнозируемый объем производства составляет 150 пассажирских вагонов. По данным КТЖ, на начальном этапе производство будет варьироваться от 30-140 вагонов в год. В 2012 году было произведено 52 вагона, а в 2013 году компания планировала произвести 158 вагонов. По состоянию на август 2013 года, был выпущен состав из 27 вагонов, который был отправлен по маршруту Астана-Атырау. На сегодняшний день существуют еще три маршрута Астана-Алматы и Павлодар-Астана (запуск был в январе 2013), Астана-Курорт-Боровое (в июле 2013) по которым курсируют скоростные поезда Talgo. Согласно МТК, в 2014 году планируется запуск скоростных поездов по маршрутам Астана-Кызылорда, Алматы-Актобе, Алматы-Защита, Астана-Защита и Алматы-Ташкент. Мы ожидаем, что запуск новых

маршрутов увеличит пассажиропоток, и соответственно, доходы от пассажирских перевозок, так как тариф на скоростном поезде намного выше. Однако тот факт, что компания отстает от своего графика по выпуску вагонов, может сдвинуть планы МТК по запуску новых маршрутов.

Новое производство играет ключевую роль в реализации программы развития скоростного пассажирского движения в стране и позволит сократить время следования поездов в пути по всем межобластным направлениям примерно в 2 раза. Однако отставание от графика производства и низкое казахстанское содержание являются сдерживающими факторами отдачи на капитал.

Инвестиционные риски

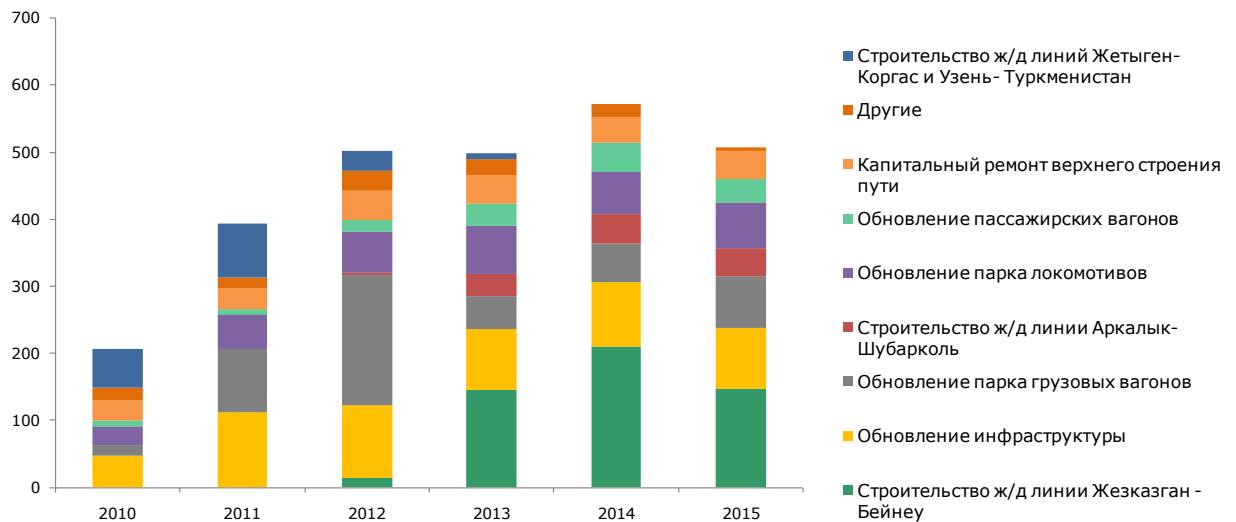
Кредитный профиль КТЖ характеризуется высоким долгом, и большими инвестиционными потребностями, в то же время сильными возможностями генерировать операционные денежные потоки и ростом рентабельности за счет более высоких тарифов.

Большие инвестиционные потребности

Стареющий парк подвижного состава, локомотивов и железнодорожной инфраструктуры требуют постоянного ремонта и модернизации, что привело к росту основных средств в среднем на 18,7% в год.

В 2011-2012 годы уровень капитальных затрат составил Т338млрд и Т496млрд, соответственно, намного выше уровня по сравнению с 2009-2010 годами (Т101млрд и Т195млрд). Капзатраты компании составят Т490млрд в среднем ежегодно в 2013-2015 годах, которые будут направлены на обновление парка и строительство новых железнодорожных линий. До 2015 года компания будет реализовать довольно капиталоемкую программу инвестиций, связанную с исполнением плана по развитию железнодорожной индустрии РК. Данный план включает строительство новых линий – Аркалык-Шубарколь и Жезказган-Бейнеу. Стоимость данных проектов оценивается в \$4,73млрд, из которых \$3,82млрд будут инвестированы в строительство линии Жезказган-Бейнеу. Период строительства составит около 33-36 месяцев.

Рис 13. Прогноз капитальных инвестиций в 2013-2015 гг.



Источник: данные компании

На наш взгляд, инвестиции в строительство новых железнодорожных линий способствуют развитию транспортных коридоров, что приведет к росту транзитных перевозок. Однако операционный денежный поток компании не будет достаточен, без привлечения капитала от акционера или долга для финансирования высоких капвложений, по нашим оценкам.

Высокий валютный долг

В 2012 году долг компании составил Т582млрд, а соотношение долга к капиталу было на уровне 28%. Основную часть займов или 58% от общих займов (Т339млрд в 2012 году) составляют еврооблигации. Займы от акционера составили Т136млрд или 23% от общего долга, а банковские кредиты - Т102млрд или 18%.

Рис 14. Займы компании на конец 2012 года

Кредитор	Сумма долга, млрд т	Процентная ставка
Самрук-Казына	136,1	0,75-7,20%
ЕБРР	49,3	Libor+2,95-3,35%
Халык банк	11,5	7,0-12,5%
HSBC	10,3	Libor+3,0%
Другие	30,8	2,5-15%
Еврооблигации	339,3	6,4-7,0%

Источник: Данные компании, расчеты ХФ

Соотношение долга к собственному капиталу выросло в более чем в два раза за последние пять лет, составив 57% в 2012 году, а коэффициент покрытия процентных расходов снизился до 8,6х (Рис 15). Увеличение долга обусловлено высокими капвложениями. Мы прогнозируем дальнейшее увеличение долга по мере реализации компанией инвестиционной программы. В 1П2013 года компания получила займы от акционера на финансирование строительства железных дорог Жезказган-Бейнеу и Аркалык-Шубраколь в размере Т118млрд со сроком до ноября 2062 года по ставке 0,1%, а также на обновление парка подвижного состава в размере Т24,7млрд по ставке 0,75% до февраля 2038 года. В 1П2013 чистый долг компании составил Т477,6млрд, EBITDA за полугодие - Т145,7млрд, Чистый долг/EBITDA - 1,6х.

Рис 15. Левередж КТЖ на конец года

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Левередж						
EBITDA/Процентные расходы	10,1х	11,0х	11,3х	13,1х	12,3х	8,6х
Долг/EBITDA	1,4х	1,4х	1,6х	1,8х	1,5х	2,3х
Чистый долг/EBITDA	0,3х	0,7х	0,9х	0,5х	0,8х	1,9х
Долг/Собственный капитал	21%	21%	26%	41%	38%	57%
Долг/Активы	15%	14%	17%	23%	22%	28%

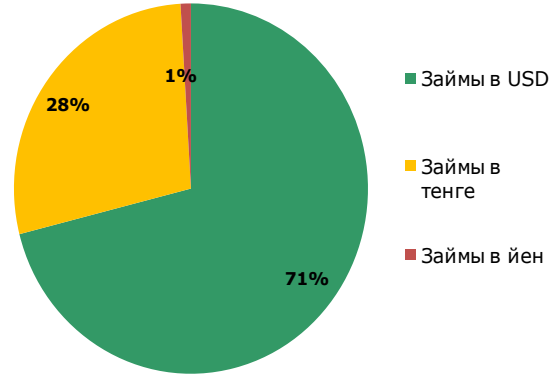
Источник: данные компании, расчеты ХФ

Основная часть займов КТЖ деноминирована в долларах США (71% общего долга в 2012 году), что не соответствует структуре денежного потока и создает валютные риски. Этот риск реализовался в 2009 году, когда компания потеряла Т21,8млрд при девальвации тенге. КТЖ не хеджирует валютную позицию производными инструментами, что по нашему мнению, могло бы сократить потери в случае очередной девальвации.

Рис 16. Структура долга КТЖ в 2012 году, млрд тенге



Рис 17. Валютная структура долга КТЖ в 2012 году



Источник: данные компании, расчеты ХФ

Рост прибыльности

Согласно САПК, тарифы на грузоперевозки железнодорожного транспорта выросли в среднем на 19,1% в 2010, и на 21,4% в 2011 и на 14,8% в 2012 году. По данным компании, тарифы в среднем росли по 15% в течение 2010-2012 годов. В результате, прибыльность компании выросла за последние четыре года. В частности маржа EBITDA составила 32% в 2012 году против 23% в 2009 году, при этом маржа чистого дохода повысилась с 4% до 15%. Рост EBITDA был сглажен трехкратным ростом процентных расходов (с Т9,7млрд в 2009 году до Т29,1млрд в 2012) из-за увеличения долга компании.

Рис 18. Рост тарифов ж/д транспорта



Источник: данные САПК

На наш взгляд, маржа EBITDA продолжит расти в следующие годы по мере роста тарифов и грузооборота по экспортным и транзитным маршрутам. Согласно проспекту третьего выпуска, рост тарифов в 2013-2014 годах составит в среднем 15%, с последующим ежегодным увеличением, соответствующим коэффициенту инфляции.

Рис 19. Маржа прибыльности

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Маржа EBITDA	22%	20%	23%	29%	33%	32%
Маржа чистой прибыли	6%	13%	4%	11%	18%	15%
ROE	4%	10%	3%	9%	15%	12%
ROA	3%	7%	2%	6%	8%	6%

Источник: Данные компании, расчеты ХФ

Продолжающееся кросс-субсидирование

КТЖ обслуживает убыточные, но социально важные пассажирские перевозки и перевозки отдельных низкорентабельных категорий грузов, что сдерживает рост доходов. Ежегодные государственные субсидии начали полностью покрывать убытки от пассажирских перевозок с 2011 года. Кросс-субсидирование социальных планово-убыточных видов деятельности и некоторая спонсорская деятельность могут интерпретироваться как косвенные дивиденды КТЖ в пользу государства. Такая социальная нагрузка отрицательно влияет на уровень денежных потоков и снижает доходность на капитал.

Еврооблигации

У КТЖ имеется три выпуска необеспеченных приоритетных еврооблигаций в обращении. Дочерние компании КТЖ, Локомотив и Казтемиртранс, предоставили гарантию по всем трем выпускам.

Рис 20. Еврооблигации КТЖ

Эмитент	Объем (млн \$)	Купон	Дата выпуска	Дата погаш.	Дох. спроса	Цена спроса	Рейтинг
КТЖ	350	7,0%	май.06	май.16	2,08%	110,98	BBB Baa3 BBB-
КТЖ	700	6,375%	окт.10	окт.20	4,67%	109,72	BBB Baa3 BBB-
КТЖ	1100	7,0%	июл.12	июл.42	6,73%	102,81	BBB Baa3 BBB-

Источник: Bloomberg

Рейтинги КТЖ от Fitch, Moody's и S&P находятся на уровне BBB, Baa3 и BBB-, соответственно. В ближайшее время ожидается, что Moody's повысит рейтинг КТЖ, так как прогноз по нему – позитивный, а S&P не обновлял рейтинг КТЖ с января 2011 года.

Рекомендация

На самостоятельной основе финансовые показатели компании выглядят умеренными. Мы считаем, что высокая стратегическая значимость КТЖ для государства, и соответственно, низкая вероятность потери господдержки нивелирует кредитные риски и выводит компанию в категорию BBB по шкале международных рейтинговых агентств. Наш прогноз по кредитной надежности компании является стабильным.

Мы рекомендуем держать еврооблигации КТЖ, так как считаем текущие доходности справедливыми по отношению к бумагам НК КазМунайГаз (КМГ) и Российские Железные Дороги (РЖД). На данный момент еврооблигации КТЖ'16,

КТЖ'20 и КТЖ'42 торгуются близко к выпускам КМГ'15, КМГ'20 и КМГ'43, соответственно. Спрэд между средними доходностями составляет 10-20бп, что по нашему мнению является справедливым. Узкий спрэд означает, что рынок одинаково оценивает риски, связанные с КМГ (Ваа3/BBB-/BBB) и КТЖ, с чем мы согласны, учитывая роли компаний в экономике, связь с государством и одинаковые рейтинги.

Текущий спрэд между еврооблигациями КТЖ и РЖД в минус 60бп мы считаем слишком широким. Однако, увеличение спреда было связано с ростом доходностей бумаг РЖД (Ваа1/BBB/BBB). Для сравнения доходностей мы применили премию в 30бп за годовую разницу в сроках погашения и за разницу в рейтингах в одну ступень. Мы считаем, что более короткие бумаги двух железнодорожных операторов должны торговаться примерно на одном уровне. Премия РЖД'17 к КТЖ'16 за разницу в сроках погашения компенсирует дисконт за разницу в рейтингах в одну ступень. По нашим оценкам, спрэд между КТЖ'20 и РЖД'22 был бы справедливым на уровне -30бп с учетом разницы в сроках погашения в два года (-60бп) и одноступенчатую разницу в рейтингах (+30бп).

Приложение А. Финансовая отчетность за 2011-2012 и прогнозы на 2013-2017

в млн. KZT	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Отчёт о прибылях и убытках							
Выручка	702 740	795 789	850 955	985 887	1 175 218	1 305 666	1 448 005
Себестоимость	409 307	470 605	503 228	583 023	694 988	772 131	856 306
Валовая прибыль	293 433	325 184	347 726	402 864	480 230	533 535	591 699
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	62 108	78 801	84 263	87 132	103 865	115 394	127 974
Прочие операционные расходы	-3 230	-5 310	-1 359	-1 574	-1 876	-2 085	-2 312
ЕВИТДА	234 555	251 693	264 821	317 305	378 241	420 225	466 037
Износ и амортизация	60 973	76 537	86 821	109 712	131 143	153 416	177 289
ЕВИТ	173 582	175 156	178 001	207 593	247 098	266 809	288 748
Финансовые расходы	19 023	29 189	42 944	52 506	66 066	81 731	93 834
Финансовые (доходы)	-4 638	-3 991	-4 056	-1 800	-2 036	-2 270	-2 485
Прочие расходы/(доходы)	1 472	4 126	3 981	3 981	3 981	3 981	3 981
Прибыль до уплаты налога на прибыль	157 725	145 833	135 131	152 906	179 086	183 367	193 418
Налог на прибыль	32 554	30 305	27 026	30 581	35 817	36 673	38 684
Чистая прибыль	125 171	115 528	108 105	122 325	143 269	146 694	154 734
Балансовый отчет							
Денежные средства	130 437	67 537	70 509	66 670	75 405	84 080	92 053
Краткосрочные инвестиции	51 222	43 051	0	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	4 568	7 690	8 223	9 526	11 356	12 616	13 992
Инвентарь	41 485	33 795	38 742	43 287	49 696	53 097	56 540
Предоплаченные расходы	5 539	2 126	2 273	2 634	3 139	3 488	3 868
Прочие оборотные активы	86 214	75 928	46 740	49 222	52 799	52 131	50 574
Итого оборотные активы	319 464	230 125	166 486	171 339	192 395	205 413	217 027
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	1 269 469	1 618 331	2 030 864	2 331 152	2 771 709	3 125 193	3 578 872
Нематериальные активы и гудвилл	8 357	8 523	8 523	8 523	8 523	8 523	8 523
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	4 940	15 479	15 479	15 479	15 479	15 479	15 479
Инвестиционная недвижимость	6 579	7 129	6 579	6 579	6 579	6 579	6 579
Прочие долгосрочные активы	55 428	177 910	110 822	93 550	86 679	86 679	86 679
Итого активы:	1 664 237	2 057 497	2 338 753	2 626 622	3 081 363	3 447 865	3 913 158
Краткосрочные займы	35 790	35 419	43 289	88 330	135 194	177 025	339 680
Кредиторская задолженность	70 964	98 356	95 958	111 174	132 524	147 234	163 285
Налоги к выплате	7 887	9 579	10 051	11 293	13 448	14 644	15 965
Прочие краткосрочные обязательства	135 641	121 840	130 286	150 945	179 933	199 905	221 698
Итого краткосрочные обязательства:	250 282	265 194	279 585	361 742	461 098	538 807	740 627
Долгосрочные займы	327 319	546 967	729 468	831 203	1 064 810	1 228 913	1 360 862
Отложенные налоговые обязательства	118 599	150 505	150 505	150 505	150 505	150 505	150 505
Прочие долгосрочные обязательства	17 560	63 406	63 406	63 406	63 406	63 406	63 406
Итого обязательств:	713 759	1 026 072	1 222 964	1 406 856	1 739 819	1 981 631	2 315 400
Акционерный капитал	579 417	675 526	675 526	675 526	675 526	675 526	675 526
Прочие капитальные резервы	102 924	43 296	43 296	43 296	43 296	43 296	43 296
Нераспределенная прибыль	268 136	312 604	396 968	500 944	622 722	747 412	878 936
Итого собственный капитал	950 478	1 031 425	1 115 789	1 219 766	1 341 544	1 466 234	1 597 758
Итого обязат-ва и собственный капитал	1 664 237	2 057 497	2 338 753	2 626 622	3 081 363	3 447 865	3 913 158

Приложение В. Основные финансовые коэффициенты

в млн. KZT	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Рост и маржа							
Выручка	702 740	795 789	850 955	985 887	1 175 218	1 305 666	1 448 005
% рост	20,7%	13,2%	6,9%	15,9%	19,2%	11,1%	10,9%
Валовая маржа	293 433	325 184	347 726	402 864	480 230	533 535	591 699
% маржа	41,8%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%
ЕБИТДА	234 555	251 693	264 821	317 305	378 241	420 225	466 037
% маржа	33,4%	31,6%	31,1%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%
% рост	37,8%	7,3%	5,2%	19,8%	19,2%	11,1%	10,9%
ЕБИТ	173 582	175 156	178 001	207 593	247 098	266 809	288 748
% маржа	24,7%	22,0%	20,9%	21,1%	21,0%	20,4%	19,9%
% рост	47,5%	0,9%	1,6%	16,6%	19,0%	8,0%	8,2%
Чистая прибыль	125 171	115 528	108 105	122 325	143 269	146 694	154 734
% маржа	17,8%	14,5%	12,7%	12,4%	12,2%	11,2%	10,7%
% рост	88,1%	(7,7%)	(6,4%)	13,2%	17,1%	2,4%	5,5%
Показатели доходности							
Возврат на собственный капитал (ROE)	14,6%	11,7%	10,1%	10,5%	11,2%	10,4%	10,1%
Дивидендная доходность	8,7%	29,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Возврат на активы (ROA)	8,4%	6,2%	4,9%	4,9%	5,0%	4,5%	4,2%

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

Коэффициенты покрытия процентных расходов

ЕБИТДА / Процентные расходы	12,3x	8,6x	6,2x	6,0x	5,7x	5,1x	5,0x
ЕБИТ / Процентные расходы	9,1	6,0	4,1	4,0	3,7	3,3	3,1
[ЕБИТДА - Сарех] / Процентные расходы	(5,5)	(8,4)	(5,5)	(1,8)	(2,9)	(1,1)	(1,8)

Ликвидность

Current ratio	1,3x	0,9x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
Quick ratio	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Cash ratio	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1

Лeverедж

Долг/ ЕБИТДА	1,5x	2,3x	2,9x	2,9x	3,2x	3,3x	3,6x
Долг/ Собственный капитал	38%	56%	69%	75%	89%	96%	106%
Чистый долг/ Собственный капитал	24%	50%	63%	70%	84%	90%	101%
Обязательства / Собственный капитал	75%	99%	110%	115%	130%	135%	145%
Долг/Капитал	22%	28%	33%	35%	39%	41%	43%
Чистый долг /Капитал	14%	25%	30%	32%	36%	38%	41%

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».

© 2014, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

ArdakN@halykbank.kz

Для институциональных инвесторов:

Анель Акиянова, +7 (727) 259-6202

AkiyanovaA@halykbank.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

AselI@halykbank.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

Sabitkh@halykbank.kz

Для розничных инвесторов:

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

SabinaM@halykbank.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

MariyamZh1@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157

Nurfatimad@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

BakaiM@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986

ErulanM@halykbank.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

ErkinA@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.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN <Go>