

30 ноября 2016 г.

Выпуск облигаций			
	Цена	УТМ	Объем в обрац., млн
USD KTKZK 6.950 июл 2042	108,3	6,3%	1 100
CHF KTKZK 2.590 июн 2019	101,0	2,2%	100
CHF KTKZK 3.638 июн 2022	101,2	3,4%	185
USD KTKZK 6.375 июн 2020	107,6	4,3%	700

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB-	негатив.	19 окт 16
Moody's	Baa3	негатив.	27 апр 16
Fitch	BBB-	стаб.	05 май 16

Основные финансовые показатели				
(млн тенге)	2013	2014	2015	9М2016
Денежные средства и экв.	85 856	86 552	67 838	72 405
Краткосрочные активы	265 394	348 919	294 234	298 842
Долгосрочные активы	2 222 083	2 486 534	2 589 740	2 658 734
Активы	2 487 477	2 835 454	2 883 974	2 957 576
Краткосрочные обязательства	243 247	297 536	432 091	394 567
Долгосрочные обязательства	915 060	1 128 344	1 483 619	1 512 109
Обязательства	1 158 306	1 425 880	1 915 710	1 906 675
Капитал	1 329 171	1 409 574	968 264	1 050 901

	2013	2014	2015	9М2016
Доходы	870 199	881 269	760 510	605 715
Себестоимость	-575 433	-643 894	-622 968	-475 318
Валовая прибыль	294 765	237 375	137 541	130 397
ЕБИТДА	296 773	267 245	166 608	157 893
Чистая прибыль	118 436	33 557	-459 982	23 506
Скорр. чистая прибыль*	135 009	86 481	-10 685	19 857

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	9М2016
Денежные средства и экв.	23,2%	0,8%	-21,6%	6,9%
Краткосрочные активы	-4,6%	31,5%	-15,7%	3,7%
Долгосрочные активы	22,2%	11,9%	4,2%	3,6%
Активы	18,6%	14,0%	1,7%	3,6%
Краткосрочные обязательства	-14,6%	22,3%	45,2%	10,3%
Долгосрочные обязательства	20,0%	23,3%	31,5%	17,7%
Обязательства	10,6%	23,1%	34,4%	16,1%
Капитал	26,7%	6,0%	-31,3%	-13,3%

	2013	2014	2015	9М2016
Выручка	8,2%	1,3%	-13,7%	10,3%
Себестоимость	4,7%	11,9%	-3,2%	4,3%
Валовая прибыль	15,5%	-19,5%	-42,1%	39,2%
ЕБИТДА	17,2%	-9,9%	-37,7%	30,0%
Чистая прибыль (скорр.)	9%	-35,9%	-112,4%	336,7%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	9М2016
Валовая маржа	33,9%	26,9%	18,1%	21,5%
Маржа ЕБИТДА	34,1%	30,3%	21,9%	26,1%
Маржа скорр. чистой прибыли	15,5%	9,8%	-1,4%	3,3%

	2013	2014	2015	9М2016
Долг	674 032	857 926	1 377 321	1 165 588
Чистый долг	588 174	771 372	1 309 304	1 090 834
Долг/Капитал	0,5	0,6	1,4	1,1
Долг/ЕБИТДА	2,3	3,2	8,3	7,4
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	2,9	7,9	6,9
Фин. расходы/ЕБИТДА	124,3	175,8	397,2	409,0
RoA (скорр.)	5,4%	3,0%	-0,4%	0,7%
RoE (скорр.)	10,2%	6,1%	-1,1%	1,9%
ЕБИТДА/чист. проц. расходы	9,4	7,3	2,8	2,7

* С поправкой на эффект девальвации

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КТЖ на уровнях, близких к номиналу или ниже, так как их доходность превышает ставки по валютным депозитам. Несмотря на значительное ухудшение финансовых показателей в 2015 году, результаты 9 месяцев 2016 года свидетельствуют об улучшении ситуации, а государственная поддержка остается основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов.

Результаты за 9М2016 года

Согласно неаудированным данным за 9 месяцев 2016 года, выручка КТЖ увеличилась на 10.3% г/г, в основном в связи с ростом доходов по грузовым и пассажирским перевозкам на 10.6% и на 10.7% (общая доля в выручке – 93%), при этом снизились субсидии от государства на 17.2% г/г. Рост доходов от перевозок связан с ростом тарифов на перевозку железнодорожным транспортом (по данным САРК, на 10.4% - сентябрь 2016 к сентябрю 2015 года) и приростом грузооборота по нему на 2% г/г. По итогам 9 месяцев 2016 года, расходы по себестоимости в основном были на уровне аналогичного периода 2015 года, однако отмечается значительный прирост в затратах на ремонт и обслуживание в Т16.3 млрд., выросли также расходы по амортизации и износу на Т6.3 млрд., в итоге себестоимость выросла на 4.3% г/г. В результате, более высокий прирост выручки, чем прирост себестоимости, улучшил валовую маржу на 4.5пп г/г.

Чистая прибыль за 9 месяцев 2016 года составила Т23.5 млрд. против убытка в Т19.9 млрд. за аналогичный период в 2015 году. Улучшение показателя связано в основном с получением прибыли в Т9.2 млрд., против значительного убытка за 9 месяцев 2015 года в Т255.1 млрд., также получением дохода от реализации доли в совместном предприятии в Т7.1 млрд. (в феврале 2016 КТЖ продал 25% доли ТОО «Электровоз курастыру зауыты»), получением доли прибыли в совместных и ассоциированных предприятиях в Т3.3 млрд. раз г/г против убытка в Т10.1 млрд. за 9 месяцев 2015 года.

ЕБИТДА выросла на 30.0% до Т157.9 млрд., при этом маржа ЕБИТДА составила 26.1%, увеличившись на 4.0пп г/г. Чистый долг увеличился всего на 3% г/г, в результате, соотношение чистого долга к ЕБИТДА уменьшилось с 8.8х (по данным за 9 месяцев 2015 года) до 6.9х (по итогам 9 месяцев 2016 года), однако показатель остается достаточно высоким.

Денежные средства увеличились с Т67.8 млрд. с конца 2015 года до Т72.4 млрд. в сентябре 2016 года, капитальные затраты компании (снижение на 16.0% г/г до Т132.3 млрд.) были профинансированы в основном заемными средствами (Т141.7 млрд.) и выпуском акций (Т46.4 млрд.).

Результаты за 2015 год

В 2015 году девальвация тенге, падение грузооборота значительно ухудшили финансовые показатели компании. Так, по итогам 2015 года выручка компании уменьшилась на 13.7% г/г, из-за падения доходов по всем сегментам, при этом наибольшее снижение отмечается в грузовых перевозках – на 15.4% г/г. Данное снижение связано с уменьшением грузооборота железнодорожным транспортом на 16.0% относительно 2014 года до 235.6 млрд. ткм. Себестоимость снизилась незначительно на 3.2% г/г, благодаря оптимизации затрат. Таким образом, валовая маржа уменьшилась на 8.8пп г/г и составила 18.1%.

Отмечается увеличение общих административных расходов на 10% г/г (из-за значительного роста резервов по сомнительной

Рис. 1. Сегменты выручки 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Грузовые перевозки	743 243	629 050	-15,4%
Пассажирские перевозки	77 386	71 787	-7,2%
Государственные субсидии	24 638	21 722	-11,8%
Прочие доходы	36 001	37 951	5,4%

Рис. 2. Финансовые результаты 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Выручка	881 269	760 510	-13,7%
Себестоимость	-643 894	-622 968	-3,2%
Валовая прибыль	237 375	137 541	-42,1%
Общие административные расходы	-71 327	-78 452	10,0%
Прочие прибыли и убытки	3 663	886	-75,8%
Доля прибыли в совм. и ассоц. предприятия	45	-12 188	-
Прибыль от выбытия дочерних предприятий	821	1 512	84,1%
Убытки от обесценения осн. средств	-2 736	-4 961	81,3%
Операционная прибыль	167 842	44 338	-73,6%
Финансовые доходы	10 530	6 001	-43,0%
Финансовые расходы	-46 981	-66 171	40,8%
Отр. курс. разницы, нетто	-71 979	-449 940	525,1%
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	59 412	-465 772	-
Экономия/(расходы) по подоход. налогу	-21 105	7 956	-
(Убыток)/прибыль за год	38 307	-457 816	-

Рис. 3. Сегменты выручки 9М2016г.

млн тенге	9М2015	9М2016	% г/г
Грузовые перевозки	453 675	501 730	10,6%
Пассажирские перевозки	54 667	60 529	10,7%
Государственные субсидии	14 631	12 114	-17,2%
Прочие доходы	26 280	31 341	19,3%

Рис. 4. Финансовые результаты 9М2016г.

млн тенге	9М2015	9М2016	% г/г
Выручка	549 252	605 715	10,3%
Себестоимость	-455 607	-475 318	4,3%
Валовая прибыль	93 645	130 397	39,2%
Общие административные расходы	-52 265	-57 190	9,4%
Прочие прибыли и убытки	879	2 859	225,3%
Доля прибыли в совм. и ассоц. предприятия	-10 079	3 259	-
Прибыль от выбытия дочерних предприятий	1 216	2 225	83,0%
Прибыль от реализации доли в совместном	-	7 099	-
Убытки от обесценения осн. средств	-2 614	-2 276	-12,9%
Операционная прибыль	30 782	86 373	180,6%
Финансовые доходы	3 938	5 215	32,4%
Финансовые расходы	-47 610	-64 583	35,7%
Отр. курс. разницы, нетто	-255 148	9 300	-
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	-268 037	36 304	-
Экономия/(расходы) по подоход. налогу	49 215	-11 683	-
Чистая прибыль	-218 822	24 621	-

Источник: данные Компании

задолженности и прочих расходов на Т10.0 млрд., при этом компания также сократила расходы на благотворительность и спонсорскую помощь на Т3.2 млрд.), убыток в Т12.2 млрд. от доли в совместных и ассоциированных предприятиях и от обесценения основных средств в Т5 млрд. Компания также понесла большой убыток по курсовой разнице в Т466.0 млрд., в итоге, чистый убыток за год составил Т460.0 млрд. (скорректированный убыток без учета курсовой разницы составил Т10.6 млн.).

Компания увеличила объем чистого долга на 70% г/г (компания получила займы на финансирование приобретения грузовых и пассажирских электровозов, строительство аппаратно-программного комплекса платформы связи вдоль ж/д путей, а также \$350 млн. для рефинансирования Еврооблигаций, погашаемых в 2016 году). Показатель EBITDA снизился на 37.7% г/г до Т166.6 млн. в связи с падением выручки и ростом административных затрат, таким образом соотношение чистого долга к EBITDA увеличилось до 7.9x в 2015 году с 2.9x – в 2014 году.

Капитальные затраты компании снизились на 41% г/г до Т209.1 млрд., которые были частично профинансированы посредством выпуска акций в размере Т68.3 млрд., получением займов на Т81.9 млрд.

Кредитные рейтинги и ценка облигаций

19 октября Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's понизила долгосрочные кредитные рейтинги национального железнодорожного оператора Казахстана АО «НК «Казахстан Темир Жолы» (КТЖ) и его «ключевой» дочерней компании — казахстанского оператора грузового вагонного парка АО «Казтемиртранс» (КТТ) с «ВВ» до «ВВ-» с «негативным» прогнозом. Понижение рейтингов, по мнению агентства, связано с ухудшением собственного кредитного качества КТЖ и невмешательством государства для улучшения долговой нагрузки компании. Так, дочерняя компания КТЖ АО «Востокмашзавод» задержала выплаты по долгу на сумму \$31.9 млн. более, чем на 5 дней АО «Halyk Bank» (часть долга которого была гарантирована КТЖ (\$17.2 млн.)). По мнению агентства, рейтинг также отражает содержание высокой доли заемного капитала, связанной с инфляцией валютных кредитов, а также пониженный показатель EBITDA, обусловленный уменьшением объемов транспортировочных услуг.

Агентство Moody's 27 апреля 2016 года подтвердило рейтинги КТЖ на уровне Ваа3, прогноз – «негативный». Основными драйверами рейтингового действия были ожидаемое улучшение выручки и прибыли после их падения в 2015 году, а также продолжающаяся поддержка государства.

Агентство Fitch понизило рейтинг КТЖ 5 мая 2016 года после понижения суверенного рейтинга Казахстана до уровня ВВВ-со «стабильным» прогнозом. По мнению агентства, несмотря на ухудшение кредитоспособности КТЖ, государства готово предоставить достаточную материальную поддержку для погашения или обслуживания обязательств.

Судя по финансовым данным, в 2015 году финансовые показатели компании серьезно ухудшились вследствие ухудшения экономической ситуации, о чем свидетельствует значительное последовательное снижение всех ключевых коэффициентов в последние три года. К тому же, получая доходы в национальной валюте, КТЖ понес серьезные убытки от девальвации тенге, что уже привело к значительному убытку по итогам 2015 г. Тем не менее, результаты 9 месяцев 2016 года свидетельствуют об улучшении ситуации, а государственная поддержка остается основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов.

Сравнительно невысокий уровень долговой нагрузки является позитивным фактором, предоставляя компании пространство для маневра. Однако стоит отметить неуклонно увеличивающиеся показатели долговой нагрузки, свидетельствующие об увеличении объемов заимствований.

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КТЖ на уровнях, близких к номиналу или ниже, так как их доходность превышает ставки по валютным депозитам.

Казахстан Темир Жолы (КТЖ) является монопольным оператором магистральных железнодорожных путей Казахстана, занимающим лидирующие позиции в сегментах грузовых и пассажирских перевозок. КТЖ принадлежит стратегический объект страны – магистральная железнодорожная сеть. Компания является единственным владельцем и оператором железнодорожной инфраструктуры и крупнейшим оператором локомотивного парка в Казахстане. Таким образом, компания имеет стратегическое значение для экономики государства, осуществляя почти 40% грузооборота в Казахстане.

Компания генерирует большую часть доходов от грузовых перевозок (более 80% выручки), в то время как сегмент пассажирских перевозок занимает только 9% от общей выручки и субсидируется государством. В 2015 году грузооборот КТЖ составил чуть менее 200 млрд тонн-км или 37% от общего грузооборота страны, пассажирооборот – менее 10% от общего пассажирооборота страны. Основная перевозимая товарная продукция представляет собой массивные, насыпные и наливные грузы, такие как уголь, нефть, руда, металлы и т.д.

Акционеры. КТЖ полностью принадлежит государству через фонд Самрук-Казына.

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

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2016, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.talqatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

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

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance