

6 сентября 2017 г.

Выпуски облигаций	Цена	УТМ	Объем в обращ., млн
USD KTKZK 6.950 июл 2042	113,2	5,9%	1 100
CHF KTKZK 2.590 июн 2019	101,2	1,9%	100
CHF KTKZK 3.638 июн 2022	104,1	2,7%	185
USD KTKZK 6.375 июн 2020	108,6	3,4%	700

Рейтинги	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB-	негатив.	19 окт 16
Moody's	Baa3	стаб.	01 авг 17
Fitch	BBB-	стаб.	28 апр 17

Основные финансовые показатели (млн тенге)	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и экв.	85 856	86 552	67 838	48 978
Краткосрочные активы	265 394	348 919	294 234	376 452
Долгосрочные активы	2 222 083	2 486 534	2 589 740	2 658 999
Активы	2 487 477	2 835 454	2 883 974	3 035 452
Краткосрочные обязательства	243 247	297 536	432 091	514 374
Долгосрочные обязательства	915 060	1 128 344	1 483 619	1 353 045
Обязательства	1 158 306	1 425 880	1 915 710	1 867 419
Капитал	1 329 171	1 409 574	968 264	1 168 033

	2013	2014	2015	2016
Доходы	870 199	881 269	752 505	823 112
Себестоимость	-575 433	-643 894	-616 769	-658 853
Валовая прибыль	294 765	237 375	135 737	164 259
ЕБИТДА	296 773	267 245	167 333	203 199
Чистая прибыль	118 436	33 557	-459 982	41 277
Скорр. чистая прибыль*	135 009	86 481	-5 245	25 340

Темпы роста, г/г	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и экв.	23,2%	0,8%	-21,6%	-27,8%
Краткосрочные активы	-4,6%	31,5%	-15,7%	27,9%
Долгосрочные активы	22,2%	11,9%	4,2%	2,7%
Активы	18,6%	14,0%	1,7%	5,3%
Краткосрочные обязательства	-14,6%	22,3%	45,2%	19,0%
Долгосрочные обязательства	20,0%	23,3%	31,5%	-8,8%
Обязательства	10,6%	23,1%	34,4%	-2,5%
Капитал	26,7%	6,0%	-31,3%	20,6%

	2013	2014	2015	2016
Выручка	8,2%	1,3%	-14,6%	9,4%
Себестоимость	4,7%	11,9%	-4,2%	6,8%
Валовая прибыль	15,5%	-19,5%	-42,8%	21,0%
ЕБИТДА	17,2%	-9,9%	-37,4%	21,4%
Чистая прибыль (скорр.)	9%	-35,9%	-	-

Ключевые коэффициенты	2013	2014	2015	2016
Валовая маржа	33,9%	26,9%	18,0%	20,0%
Маржа ЕБИТДА	34,1%	30,3%	22,2%	24,7%
Маржа скорр. чистой прибыли	15,5%	9,8%	-0,7%	3,1%

	2013	2014	2015	2016
Долг	674 032	857 926	1 377 321	1 239 680
Чистый долг	588 176	771 374	1 309 483	1 190 702
Долг/Капитал	0,5	0,6	1,4	1,1
Долг/ЕБИТДА	2,3	3,2	8,2	6,1
Чистый долг/ЕБИТДА	2,0	2,9	7,8	5,9
Фин. расходы/ЕБИТДА	0,1	0,2	0,4	0,4
RoA (скорр.)	5,4%	3,0%	-0,2%	0,8%
RoE (скорр.)	10,2%	6,1%	-0,5%	2,2%
ЕБИТДА/чист. проц. расходы	9,4	7,3	3,0	2,6

* С поправкой на эффект девальвации

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КТЖ на уровнях, близких к номиналу или ниже, так как их доходность превышает ставки по валютным депозитам. Улучшение финансовых показателей в 2016 году и результаты 6 месяцев 2017 года свидетельствуют о способности Компании обслуживать свои долговые обязательства, а государственная поддержка остается основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов.

Результаты 2016 года

Согласно результатам 2016 года (Рис.1), выручка КТЖ увеличилась на 9,4% г/г в связи с ростом доходов по грузовым перевозкам на 9,4% и по пассажирским перевозкам на 11,6% (общая доля в выручке – 93%), при этом субсидии от государства повысились на 3,7% г/г. Рост доходов от перевозок связан с ростом тарифов на перевозку железнодорожным транспортом и приростом грузооборота. Грузовые перевозки остаются самым прибыльным бизнесом Компании – маржа чистой прибыли по итогам 2016 года составила 6% против 3% у сегмента пассажирских перевозок, причем государственные субсидии составили более 20% от общих доходов сегмента пассажирских перевозок.

По итогам 2016 года, расходы по себестоимости увеличились на 6,8% г/г, где отмечался значительный прирост в затратах на ремонт и обслуживание в Т15,1 млрд., выросли также затраты на персонал на Т10,6 млрд и расходы по амортизации и износу на Т9,4 млрд (Рис.2). Тем не менее, более высокий прирост выручки, чем прирост себестоимости, привел к росту валовой прибыли на 21,0% г/г и улучшил валовую маржу на 2,0пп г/г (Рис.3).

Показатель ЕБИТДА вырос на 21,4% до Т203,2 млрд., при этом маржа ЕБИТДА составила 24,7%, увеличившись на 2,5пп г/г.

Чистая прибыль за 2016 год составила Т41,3 млрд. против убытка в Т460,0 млрд. в 2015 г. Улучшение показателя связано в основном с получением прибыли по курсовым разнице в Т20,9 млрд., против значительного убытка за 2015 год в размере Т460,0 млрд.

Мы также отмечаем рост финансовых расходов на 40,3% г/г, несмотря на общее снижение долговой нагрузки. Чистый долг снизился на 9% г/г, в результате чего соотношение чистого долга к ЕБИТДА уменьшилось с 7.8x (по итогам 2015 года до 5,8x по итогам 2016 года).

По состоянию на конец 2016 г. текущие обязательства КТЖ превысили текущие активы на Т137,9 млрд. Денежные средства снизились на 27,8% г/г до Т49,0 млрд. по состоянию на конец 2016 года в ответ на рост капитальных затрат на 12,9% г/г до Т320,1 млрд.

Кредиты, полученные от ЕБРР (Т92,9 млрд.) и HSBC Франция (Т53,7 млрд.), содержат финансовые ковенанты, несоблюдение которых позволяет кредиторам требовать досрочного погашения. Компания не смогла соблюсти некоторые ковенанты в 2016 г., но получила согласие кредиторов на неприменение требований по ковенантам.

Результаты 1П2017 года

Итоги первого полугодия подтвердили тенденции, характерные для КТЖ в 2016 году. Выручка Компании увеличилась на 8,8% г/г (Рис.4) за счет роста грузовых перевозок на 9,1% и пассажирских перевозок на 4,2% (гос. субсидии пассажирских перевозок составили 17,8% от их доходов).

Рис. 1. Сегменты выручки

млн тенге	2015	2016	% г/г
Грузовые перевозки	629 050	688 204	9,4%
Пассажирские перевозки	71 787	80 134	11,6%
Государственные субсидии	21 722	22 529	3,7%
Прочие доходы	29 946	32 245	7,7%

Рис. 2. Сегменты себестоимости

млн тенге	2015	2016	% г/г
Затраты на персонал	219 811	230 446	4,8%
Износ и амортизация	99 688	109 123	9,5%
Ремонт и обслуживание	60 337	75 480	25,1%
Топливо и ГСМ	66 053	72 176	9,3%
Работы и услуги производств. характера	51 480	46 699	-9,3%
Материалы и запасы	40 069	46 062	15,0%
Электроэнергия	40 441	39 797	-1,6%
Налоги	13 036	14 183	8,8%
Вознаграждение работников	3 933	3 980	1,2%
Услуги связи	1 623	3 355	106,7%
Содержание зданий	2 576	2 789	8,3%
Командировочные расходы	2 320	2 098	-9,6%
Страхование	2 143	1 309	-38,9%
Операционная аренда	1 638	1 220	-25,6%
Транспортные услуги	1 083	1 029	-4,9%
Прочее	10 538	9 106	-13,6%

Рис. 3. Финансовые результаты

млн тенге	2015	2016	% г/г
Выручка	752 505	823 112	9,4%
Себестоимость	-616 769	-658 853	6,8%
Валовая прибыль	135 737	164 259	21,0%
Общие и административные расходы	-75 923	-76 444	0,7%
Прочие прибыли и убытки	815	3 586	340,1%
Доля прибыли в совм. и ассоц. предприятия	-12 188	670	-105,5%
Прибыль от выбытия дочер. предприятий	1 512	9 748	544,7%
Убытки от обесценения осн. средств	-4 961	-2 168	-56,3%
Финансовые доходы	5 582	6 325	13,3%
Финансовые расходы	-60 884	-85 418	40,3%
Курсовые разницы, нетто	-450 998	20 863	-104,6%
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	-461 308	41 421	-109,0%
Экономия/(расходы) по подоход. налогу	9 001	4 763	-47,1%
Убыток от прекращенной деятельности	-7 675	-4 908	-
(Убыток)/прибыль за год	-459 982	41 277	-

Рис. 4. Сегменты выручки 6М2017г.

млн тенге	6М2016	6М2017	% г/г
Грузовые перевозки	322 899	352 326	9,1%
Пассажирские перевозки	36 136	37 651	4,2%
Государственные субсидии	10 251	8 550	-16,6%
Прочие доходы	14 194	18 783	32,3%

Рис. 5. Сегменты себестоимости 6М2017г.

млн тенге	6М2016	6М2017	% г/г
Затраты на персонал	112 681	117 827	4,6%
Износ и амортизация	54 026	53 417	-1,1%
Ремонт и обслуживание	36 741	41 400	12,7%
Топливо и ГСМ	31 340	41 524	32,5%
Работы и услуги производств. характера	20 527	22 359	8,9%
Материалы и запасы	15 271	19 161	25,5%
Электроэнергия	19 610	22 104	12,7%
Налоги	6 839	8 541	24,9%
Вознаграждение работников	709	516	-27,2%
Услуги связи	1 245	2 084	67,4%
Содержание зданий	1 431	1 496	4,6%
Командировочные расходы	1 057	1 395	31,9%
Страхование	543	940	73,0%
Операционная аренда	676	1 364	101,7%
Транспортные услуги	480	378	-21,2%
Прочее	9 135	7 795	-14,7%

Рис. 6. Финансовые результаты 6М2017г.

млн тенге	6М2016	6М2017	% г/г
Выручка	383 480	417 310	8,8%
Себестоимость	-312 310	-342 302	9,6%
Валовая прибыль	71 169	75 008	5,4%
Общие и административные расходы	-35 963	-38 635	7,4%
Прочие прибыли и убытки	2 094	669	-68,0%
Доля прибыли в совм. и ассоц. предприятия	1 991	588	-70,4%
Прибыль от выбытия дочер. предприятий	189	251	32,4%
Прибыль от реализации доли в СП	7 099	7 967	12,2%
Убытки от обесценения осн. средств	-1 717	-13 628	693,8%
Финансовые доходы	3 333	3 256	-2,3%
Финансовые расходы	-39 897	-47 898	20,1%
Курсовые разницы, нетто	1 214	28 245	2227,3%
(Убыток)/прибыль до налогооблож.	9 512	15 824	66,4%
Экономия/(расходы) по подоход. налогу	-1 719	-9 490	452,0%
Чистая прибыль	7 793	6 333	-18,7%

Источник: данные Компании

Себестоимость (Рис.5) выросла на 9,6% г/г в основном за счет продолжения роста расходов на ремонт и обслуживание, а также на топливо и ГСМ и прочие материалы и услуги, непосредственно связанные с производством. В результате, валовая прибыль увеличилась на 5,4% г/г, а валовая маржа составила 18,0% по сравнению с 18,6% за 1П2016 года.

Отмечается увеличение общих административных расходов на 7,4% г/г, рост убытков от обесценения основных средств почти в 8 раз, а также продолжение роста финансовых расходов на 20,1% г/г. В итоге, только положительная курсовая разница в Т28,3 млрд. позволила Компании получить чистую прибыль в размере Т6,3 млрд., что ниже показателя 1П2016 года на 18,7%. Без учета курсовой разницы скорректированный убыток КТЖ до налогообложения за полугодие составил бы Т12,4 млрд. (скорректированная прибыль до налогообложения за 1П2016 года составила бы Т8,3 млрд.).

13 июня 2017 г. КТЖ, в лице дочерней организации ООО «КТЖ Финанс», осуществила выпуск и размещение облигаций на ПАО «Московская Биржа ММВБ-ПТС» («МОЕХ») в сумме 15 млрд. российских рублей (83.1 млрд. тенге) сроком на 5 лет с купонной ставкой 8.75% годовых.

Компания увеличила объем общей суммы долга на 6,8% за полугодие, а объем денежных средств на балансе вырос более чем в 3 раза до Т153,8 млрд. Показатель EBITDA незначительно увеличился на 0,3% г/г до Т92,3 млрд. а соотношение чистого долга к аннуализированному EBITDA увеличилось до 6,3х на конец 1П2017 г. с 5,9х на конец 2016 г.

Оценка облигаций и рисков

Судя по финансовым данным последних полутора лет, финансовые показатели компании стабилизировались в результате адаптации к ухудшению экономической ситуации в 2015 году, сопровождавшейся девальвацией национальной валюты. Тем не менее, результаты 2016 года и 1П2017 года свидетельствуют о сохранении значительной зависимости КТЖ от государственных субсидий сегмента пассажирских перевозок и о неуклонно растущих финансовых расходах в связи с рефинансированием долговых обязательств по более высоким ставкам.

В таких условиях государственная поддержка остается основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов. К тому же, все еще сравнительно невысокий уровень долговой нагрузки (соотношение долг/капитал 1,1х) является позитивным фактором, предоставляя компании пространство для маневра.

С другой стороны, мы отмечаем некоторые признаки снижения уровня господдержки КТЖ, что выразилось в усложнении механизмов ее предоставления (через госбюджет, в то время как ранее применялись прямые трансферты из Нацфонда) и в ограниченном участии государства в снижении долговой нагрузки Компании (в результате чего для рефинансирования обязательств в частности использовался выпуск рублевых облигаций). Помимо этого, сложная организационная структура препятствует эффективному контролю над обслуживанием долга, что возможно стало причиной просрочки выплаты по кредиту дочерним АО "Востокмашзавод" Народному банку в 2016 году. В ответ на данные факторы, агентство S&P даже понизило рейтинги КТЖ в октябре прошлого года на одну ступень до BB-.

Помимо этого, мы считаем, что на финансовые показатели негативно влияет непрофильная деятельность КТЖ (в первую очередь, контроль над Актауским морским портом и управление состоящими на балансе государства аэропортами в гг. Астана, Петропавловск, Костанай, Шымкент, Актобе, Атырау и Павлодар, а также АО Авиакомпания Кокшетау). В частности, в 1П2017г. Компанией была предоставлена беспроцентная финансовая помощь Международному аэропорту Астана в размере Т27,5 млрд., в результате анализа возмещаемости которой был создан резерв на

обесценение в размере Т12,8 млрд. (46,4% от общей суммы помощи).

Также определенную долю беспокойства вызывает ослабление тенге по отношению к российскому рублю, наметившееся в последние дни (со стабильного уровня 5.5 тенге до почти 5.9 тенге за рубль), что в случае сохранения данной динамики приведет к удорожанию обслуживания рублевых облигаций.

Несмотря на вышеперечисленные негативные факторы, КТЖ остается стратегическим активом для правительства Республики Казахстан, что позволяет рассчитывать на господдержку в случае экстренной необходимости. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КТЖ на уровнях, близких к номиналу или ниже, так как их доходность превышает ставки по валютным депозитам.

Кредитные рейтинги

26 апреля 2017 г. S&P Global Ratings подтвердило долгосрочные корпоративные рейтинги КТЖ на уровне «BB-». Прогноз изменения рейтингов «Негативный». Подтверждение рейтингов КТЖ обусловлено прежде всего стабилизацией операционных показателей группы в 2016 г. и ожиданиями того, что они будут постепенно улучшаться в ближайшие несколько лет. В то же время ввиду значительных долговых обязательств группы в размере около 131 млрд тенге (419 млн долл.) сроком погашения в 2017 г., которые включают 75 млрд тенге долга перед материнской компанией — АО «Фонд национального благосостояния "Самрук-Казына"» и должны быть выплачены в сентябре ожидается, что Компания сумеет погасить эти обязательства, используя вливание капитала со стороны правительства, генерируемый денежный поток и привлечение нового долга.

28 апреля 2017 г. Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента КТЖ в иностранной валюте на уровне «BBB-» со «Стабильным» прогнозом. Fitch классифицирует компанию как кредитно-связанную с Республикой Казахстан и рейтинги КТЖ находятся на один уровень ниже суверенных рейтингов. Тесные связи с государством являются ключевым рейтинговым фактором, который, по мнению Fitch, предполагает высокую вероятность получения поддержки в случае необходимости.

1 августа 2017 года агентство Moody's подтвердило рейтинги КТЖ на уровне Вaa3, повысив прогноз по ним с «негативного» на «стабильный». Основными драйверами рейтингового действия были ожидания стабилизации или постепенного улучшения операционной среды казахстанских нефинансовых организаций в ответ на стабилизацию макроэкономических показателей локальной экономики после адаптации к падению цен на нефть.

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. Основная перевозимая товарная продукция представляет собой массивные, насыпные и наливные грузы, такие как уголь, нефть, руда, металлы и т.д.

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».

© 2017, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

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

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Направление

Директор
Заместитель директора
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

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

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