

История с дивидендами. Начало

3 мая 2013 г.

Мариям Жумадил
Mariyamzh1@halykbank.kz
7(727)2446538

Рекомендация	Покупать
12М целевая цена, KZT	924
Цена закрытия (03/05/13)	845
12М потенциал роста	9,3%
Дивидендная доходность (от цены закрытия)	8,9%
Общая ожидаемая доходность	18,2%
Рыночная капитализация, млрд KZT	325
Кол-во выпущенных акций, млн	385
Доля акций в своб.обращ.	10%
Тикер	KZTO

Источник: прогнозы ХФ, публичные данные

На прошлой неделе Совет директоров КазТрансОйл порекомендовал выплатить 75 тенге за акцию в качестве дивидендов за 2012 год. Данный размер дивиденда подразумевает коэффициент выплаты в 86%, что намного выше минимального уровня в 40%, прописанного в дивидендной политике компании. В нашем первом отчете по компании полгода назад мы отметили, что компания вполне способна выплачивать более 40% в виде дивидендов в базовом сценарии, однако такое решение будет зависеть от мажоритарного акционера. После объявления дивидендов мы повысили наш прогноз по дивидендной доходности до 8-9% от справедливой цены на 2013-2014 годы, что увеличило нашу 12-месячную целевую цену до 924 тенге за акцию. Мы по-прежнему рекомендуем - Покупать акции компании и прогнозируем, что общая доходность в 12-месячном периоде составит 18,2%.

Выручка в 1кв2013 выросла на 44,5% г/г из-за роста тарифов

Благодаря повышению внутренних тарифов на 50% и экспортных тарифов на 42%, доходы компании выросли на 44,5% г/г до 41,5 млрд тенге. Себестоимость транспортировки выросла на 9,5% г/г и составила 19,8 млрд тенге, что в основном обусловлено повышением стоимости электричества (+20% г/г) и соответствует нашему прогнозу роста себестоимости в 10-12%.

Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) выросла на 126% г/г до 20,4 млрд тенге, тогда как чистая прибыль увеличилась на 125% г/г до 16,8 млрд тенге. На фоне повышения тарифов и жесткого контроля расходов, маржа ЕБИТДА и чистой прибыли выросла на 49,0% и 40,4%, соответственно.

	Выручка	Рост выручки	ЕБИТДА	Маржа ЕБИТДА	Чистая прибыль	Чистый долг	Возврат на собственный капитал (ROE)	Возврат на инвест. капитал после налогов (ROIC)	Прибыль на акцию (EPS)
	(млн KZT)	(% г/г)	(млн KZT)	(%)	(млн KZT)	(млн KZT)	(%)	(%)	(KZT)
2012Ф	143 061	1,8	60 724	42,4	33 501	(72 039)	8,8	8,3	87
2013П	177 889	24,3	77 789	43,7	50 109	(53 623)	12,4	11,5	130
2014П	183 582	3,2	69 656	37,9	42 159	(13 531)	10,0	7,7	110
2015П	189 456	3,2	61 617	32,5	34 765	(8 090)	8,1	5,0	90

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Однако хотелось бы отметить, что результаты первого квартала не являются показательными, чтобы судить о результатах за год, так как большая часть эксплуатационных расходов приходится на второй и третий квартал. В течение квартала чистый баланс денежных средств компании увеличился на 19,8 млрд тенге до 91,8 млрд тенге, благодаря поступлениям от операционной деятельности. Наш прогноз выручки за год оказался более оптимистичным из-за вклада дохода от неосновной деятельности. Теперь, мы снижаем наш прогноз выручки на 2013 год на 9,1% до 177,9 млрд тенге, что подразумевает рост в 24,4% к показателю предыдущего года и снижаем наш прогноз чистой прибыли на 10,9% до 50,1 млрд тенге.

Первые дивиденды приятно удивили

Совет директоров КазТрансОйл рекомендовал к выплате дивидендов 86% от чистой прибыли компании за 2012 год, что составляет 75 тенге за акцию. Рекомендованный коэффициент выплаты дивидендов значительно выше заявленных 40% в дивидендной политике компании (35 тенге за акцию), и подразумевает дивидендную доходность в 10,4% от цены размещения и 9% от цены закрытия до объявления дивиденда. Мы считаем, что более высокие выплаты по дивидендам еще не полностью отражены в стоимости акции и ожидаем рост стоимости акции до даты фиксации примерно на 40 тенге за акцию от цены закрытия 24 апреля в 826 тенге. Ежегодное собрание акционеров намечено на 28 мая. Дата фиксации реестра установлена на 13 июня 2013 года, в то время как выплата дивидендов начнется с 4 июля.

КТО способен поддерживать дивидендную доходность на уровне 8-8,5% в 2013-2014 годах, по нашей оценке

В течение 2013-2015 годов компания планирует сохранить дивидендную доходность на уровне 8-9%, что выше ставки по тенговым депозитам предлагаемым большинством казахстанских банков. По нашим оценкам компания сможет сохранить высокую дивидендную доходность, если будет выплачивать 60% от чистой прибыли в 2013-2014 годах.

Рисунок 1. Прогноз дивидендов

	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Чистая прибыль	33 501	50 109	42 159	34 765	59 528	50 227
Кэф-т выплаты	86%	60%	60%	60%	40%	40%
Дивиденды	28 811	30 065	25 295	20 859	23 811	20 091
Дивиденд на акцию	75	78	66	54	62	52

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

В 2015 году, даже при коэффициенте выплаты в 60% от прибыли, дивидендная доходность составит не более 6,9%, по нашим оценкам. Для того чтобы сохранить дивидендную доходность на уровне 8,5%, компания должна выплатить как минимум 75% от чистой прибыли. Однако ввиду особенностей тарифного цикла компании, мы оцениваем вероятность увеличения компанией коэффициента выплаты для

поддержания дивидендной доходности в 2015 году на низком уровне. По законодательству компания может ежегодно подавать заявку на повышение тарифа, однако на практике тарифы КТО в среднем действовали три года и мы не ожидаем, что эта закономерность поменяется в будущем. В 2013-2015 гг, мы прогнозируем, что по мере роста расходов маржа EBITDA компании будет снижаться с 43,7% в 2013 году до 37,9% в 2014 году и 32,5% в 2015 году, в то время как прибыль на акцию упадет со 130 тенге в 2013 году до 90 тенге в 2015 году. В 2013 году денежные потоки компании от операционной деятельности будут достаточными для покрытия капитальных расходов и выплаты дивидендов, однако с 2014 года свободные денежные средства компании начнут сокращаться.

Мы предполагаем, что в 2016 году тарифы КТО вырастут на 28%, что позволит сохранить среднюю доходность на собственный капитал на уровне 10,7% в 2016-2019 годах. Мы ожидаем, что коэффициент выплаты дивидендов в 2016-2020 гг упадет до базовых 40%, а в 2016 году компания, возможно, направит свободные денежные средства для финансирования строительства трубопровода Ескене-Курык. В терминальном году (2021г.) мы используем коэффициент выплаты дивидендов в 45%, рассчитанный исходя из ставки реинвестирования в 5,7%.

Повышение прогноза дивидендных выплат в 2013-2015 гг. положительно отразилось на нашей оценке стоимости компании, однако данный эффект был частично нивелирован снижением прогноза выручки. Наши прогнозы рентабельности могут быть снижены в будущем, если объемы транспортировки по внутренним маршрутам превысят 24%, закладываемые в нашей модели, так как внутренние тарифы значительно ниже экспортных.

Расширение Атасу-Алашанькоу может быть отложено до 2016 года

Компания также сообщила, что расширение пропускной способности трубопровода Атасу-Алашанькоу с 12 до 20 млн. тонн может быть отложено до 2016 года. Мы считаем, что данное решение вполне обосновано и обусловлено простой экономией масштабов. В 1кв2013 транспортировка нефти по трубопроводу выросла на 36% до 2,9 млн тонн, что подразумевает коэффициент загрузки нефтепровода в 97%. Решение же о дальнейшем расширении во многом зависит от будущих объемов транзита российской нефти и увеличения внутренних объемов. Напомним, что на данный момент транзитный тариф для трубопровода составляет 1674 тенге за 1000 ткм, что в пять раз ниже российских транзитных тарифов. Соответственно, по мере направления российскими производителями больших объемов в Китай через Казахстан, компания вернется к этому проекту.

Приложение А. Рост, маржа и доходность

<i>в млн. KZT</i>	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Рост и маржа						
Выручка	143 061	177 889	183 582	189 456	239 836	247 511
% рост	1,8%	24,3%	3,2%	3,2%	26,6%	3,2%
Валовая маржа	70 434	94 921	87 684	80 593	116 255	107 221
% маржа	49,2%	53,4%	47,8%	42,5%	48,5%	43,3%
ЕБИТДА	60 724	77 789	69 656	61 617	94 281	84 119
% маржа	42,4%	43,7%	37,9%	32,5%	39,3%	34,0%
% рост	7,2%	28,1%	(10,5%)	(11,5%)	53,0%	(10,8%)
ЕБИТ	33 061	48 938	37 248	26 489	54 633	37 391
% маржа	23,1%	27,5%	20,3%	14,0%	22,8%	15,1%
% рост	14,3%	48,0%	(23,9%)	(28,9%)	106,3%	(31,6%)
Операционная прибыль после налогов (NOPAT)	26 339	39 150	29 798	21 191	43 706	29 913
% рост	14,7%	48,6%	(23,9%)	(28,9%)	106,3%	(31,6%)
Чистая прибыль	33 501	50 109	42 159	34 765	59 528	50 227
% маржа	23,4%	28,2%	23,0%	18,3%	24,8%	20,3%
% рост	29,1%	49,6%	(15,9%)	(17,5%)	71,2%	(15,6%)
Показатели доходности						
Возврат на собственный капитал (ROE)	8,8%	12,4%	10,0%	8,1%	13,1%	10,3%
Дивидендная доходность	-	8,1%	8,3%	6,9%	5,5%	5,9%
Возврат на активы (ROA)	7,1%	9,7%	7,7%	6,0%	8,9%	6,4%

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

Приложение В. Финансовая отчетность

в млн. KZT, кроме значений за акцию	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Отчёт о прибылях и убытках						
Выручка	143 061	177 889	183 582	189 456	239 836	247 511
Себестоимость	72 627	82 968	95 898	108 863	123 582	140 290
Валовая прибыль	70 434	94 921	87 684	80 593	116 255	107 221
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	10 291	8 005	8 261	8 526	10 793	11 138
Прочие операционные расходы	-581	9 127	9 766	10 450	11 182	11 964
ЕВГТДА	60 724	77 789	69 656	61 617	94 281	84 119
Износ и амортизация	27 663	28 851	32 409	35 129	39 648	46 728
ЕВГТ	33 061	48 938	37 248	26 489	54 633	37 391
Финансовые расходы	848	0	0	308	692	0
Финансовые (доходы)	-1 950	-2 743	-1 883	-95	-120	-1 708
Прочие расходы/(доходы)	-7 888	-10 955	-13 568	-17 181	-20 349	-23 684
Прибыль до уплаты налога на прибыль	42 051	62 636	52 699	43 456	74 410	62 784
Налог на прибыль	8 550	12 527	10 540	8 691	14 882	12 557
Чистая прибыль	33 501	50 109	42 159	34 765	59 528	50 227
Прибыль на акцию (EPS), тенге	87	130	110	90	155	131
Балансовый отчет						
Денежные средства	18 954	17 789	18 358	18 946	23 984	24 751
Краткосрочные инвестиции	53 085	35 834	0	0	31 691	0
Дебиторская задолженность	2 528	4 874	5 030	5 191	6 571	6 781
Инвентарь	2 600	2 970	3 433	3 897	4 424	5 022
Предоплаченные расходы	4 276	5 337	5 507	5 684	7 195	7 425
Прочие оборотные активы	4 406	2 015	1 162	379	480	495
Итого оборотные активы	85 848	68 819	33 490	34 096	74 344	44 475
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	362 869	406 381	457 885	469 106	559 919	652 838
Нематериальные активы и гудвилл	6 233	6 711	7 083	7 447	9 368	10 466
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	40 816	51 861	64 958	81 653	101 512	124 706
Предоплаченные расходы	524	564	596	626	788	880
Прочие долгосрочные активы	161	141	149	156	197	220
Итого активы:	496 451	534 477	564 162	593 085	746 128	833 585
Краткосрочные займы	0	0	4 827	10 856	0	31 674
Кредиторская задолженность	6 772	7 736	8 942	10 151	11 523	13 081
Средства полученные от клиентов	15 971	18 245	21 088	23 939	27 176	30 850
Налоги к выплате	2 559	3 953	3 307	2 720	4 583	3 619
Прочие краткосрочные обязательства	12 722	15 819	16 326	16 848	21 328	22 011
Итого краткосрочные обязательства:	38 024	45 753	54 489	64 514	64 610	101 235
Долгосрочные займы	0	0	0	0	98 760	98 760
Отложенные налоговые обязательства	39 407	44 720	49 844	55 268	54 457	66 665
Прочие долгосрочные обязательства	26 706	30 391	34 123	38 127	54 457	66 665
Итого обязательств:	104 136	120 865	138 456	157 909	272 284	333 325
Акционерный капитал	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938
Прочие капитальные резервы	154 314	154 314	154 314	154 314	154 314	154 314
Нераспределенная прибыль	176 062	197 360	209 454	218 924	257 592	284 009
Итого собственный капитал	392 314	413 612	425 706	435 175	473 844	500 260
Итого обязат-ва и собственный капитал	496 451	534 477	564 162	593 085	746 128	833 585
Отчет о движении денежных средств						
Денежные средства от опер. деятель-ти						
Чистая прибыль	33 501	50 109	42 159	34 765	59 528	50 227
Амортизация	27 663	28 851	32 409	35 129	39 648	46 728
Изменения оборотного капитала	8 064	6 343	3 973	3 977	7 433	3 896
Изменения прочих долгосрочных активов и обязательств	11 779	-3 223	-5 345	-8 373	-7 175	-702
Денежные средства от операционной деятельности:	81 008	82 080	73 196	65 498	99 434	100 150
Денежные средства от инвест. деятель-ти						
Капитальные инвестиции	-35 338	-72 362	-83 913	-46 350	-130 460	-139 647
Дивиденды от ассоциированных предприятий	574	649	691	706	710	710
(Продажа)/приобретение активов	11 600	0	0	0	0	0
Краткосрочные инвестиции	-17 961	17 251	35 834	0	-31 691	31 691
Денежные средства от инвестиционной деятельности:	-41 125	-54 463	-47 388	-45 644	-161 441	-107 246
Денежные средства от фин. деятель-ти						
Привлечение/ (возврат) краткосрочного долга	-303	0	4 827	6 029	-10 856	31 674
(Дивиденды) акционерам	-60 002	-28 811	-30 065	-25 295	-20 859	-23 811
Выпуск акций	27 694	0	0	0	0	0
Денежные потоки от финансовой дея-ти.	-32 611	-28 811	-25 238	-19 266	67 045	7 863
Чистый прирост денежных средств	7 271	-1 194	569	587	5 038	767

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

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».

© 2013, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
Sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 244-6984
MadinaK2@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@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

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, +7 (727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>