

## Не - РБА капвложения вызывают обеспокоенность

20 сентября 2013 г.

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

Рекомендация	Покупать
12М целевая цена, KZT	860
Цена закрытия (9/19/13)	795
12М потенциал роста	8%
Дивидендная доходность	11%
Общая ожидаемая доходность	19%
Рыночная капитализация, млрд KZT	325
Кол-во выпущенных акций, млн	385
Доля акций в свобод.обращ.	10%
Тикер	KZTO

Источник: прогнозы ХФ, публичные данные

*Компенсирующие тарифы, утвержденные АРЕМ, побудили нас пересмотреть наше понимание практики компании по капитальным инвестициям и внести изменения в нашу оценку. КТО объяснил, что снижение тарифов связано с невыполнением компанией инвестиционной программы, одобренной регулятором. Однако, по нашей оценке, масштаб снижения тарифов намного больше, чем то, что можно объяснить невыполнением программы капитальных инвестиций, одобренной регулятором. Еще большую обеспокоенность вызывают капитальные инвестиции, которые не входят в одобренную регулятором инвестиционную программу и которые по этой причине вероятно не будут учитываться в регуляторной базе активов (РБА). Недостаточная прозрачность процесса тарифообразования не позволяет нам с достаточной уверенностью различать РБА и не-РБА инвестиции, но однозначно потенциально большой объем не-РБА инвестиций значительно снизит стоимость компании.*

Согласно финансовой отчетности компании капитальные инвестиции в 2012 году составили Т26,3млрд. Из этой суммы Т12,7млрд вошли в инвестиционную программу, утвержденную регулятором. При этом общие обязательства компании по инвестиционной программе на 2012 год составляли Т15,3млрд. Согласно нашему пониманию компенсационных тарифов, невыполнение инвестиционной программы на Т2,6млрд должно было привести к снижению тарифа лишь на 0,4%, а не к снижению на 2,3%, которое произошло на практике. Однако мы признаем, что ввиду отсутствия публичной информации от регулятора, мы можем лишь догадываться о причинах, повлекших снижение тарифа.

Мы также крайне обеспокоены приблизительно Т13,6млрд капитальных инвестиций, которые не вошли в инвестиционную программу, одобренную регулятором. Согласно методике тарифообразования, данные инвестиции могут быть включены в РБА только при условии их необходимости для предоставления регулируемых услуг. Если же инвестиции не включены в инвестиционную программу, как в случае с КТО, к нашему сожалению, шансы включения данных инвестиций в РБА практически нулевые. Капитальные инвестиции, не включенные в РБА, это по сути инвестиции, которые не зарабатывают доходность на капитал и, соответственно, ведут к снижению стоимости компании.

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)	Дивиденд на акцию (DPS)	
(млн KZT)	(% г/г)	(млн KZT)	(%)	(млн KZT)	(млн KZT)	(%)	(%)	(KZT)	(KZT)	
2012Ф	143 061	1,8	60 724	42,4	33 501	(72 039)	8,8	8,3	87	75
2013П	176 866	23,6	84 436	47,7	55 415	(91 311)	13,7	14,1	144	86
2014П	178 327	0,8	77 202	43,3	52 364	(66 601)	12,2	11,0	136	82
2015П	192 143	7,7	78 046	40,6	53 011	(56 397)	11,8	9,6	138	83

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Мы не располагаем информацией, почему компания произвела капитальные инвестиции, которые не были одобрены регулятором, и снова можем только строить свои догадки. Наиболее вероятным объяснением мы считаем, что правительство, мажоритарный акционер компании, вынудил инвестировать в инфраструктурные проекты. 'Социальные расходы' такого рода давно стали нормой корпоративной среды в Казахстане и воспринимаются как форма налога. Каким бы не было истинное объяснение, данная проблема указывает на недостаток прозрачности в процессе тарифного регулирования и на серьезные проблемы с корпоративным управлением в компании.

Мы повысили наше предположение по стоимости собственного капитала компании с 11,2% до 12,0%, чтобы отразить повышенную неопределенность по учету капитальных инвестиций 2012 года и всех последующих инвестиций. Мы также пересмотрели наши предположения по операционным, капитальным затратам и по темпам роста тарифов и теперь снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 7,0% до T860 за акцию. Несмотря на недостаточную прозрачность по капитальным инвестициям в вопросе тарифообразования, мы сохраняем свое положительное мнение по акциям компании. Акции по-прежнему привлекательны благодаря высокой способности компании генерировать операционные денежные потоки, что в свою очередь ведет к высоким и довольно предсказуемым дивидендам.

### **Результаты 1П2013 отмечены отличным контролем над операционными затратами**

Консолидированная выручка КТО в 1П2013 выросла на 40% г/г до Т92,9млрд благодаря повышению тарифов и превысила наш прогноз на 4,4% из-за более высоких доходов от прочей деятельности. EBITDA увеличилась на 87% г/г до Т56,5млрд в основном вследствие роста выручки и умеренного роста затрат. Маржа EBITDA выросла с 42,4% в 2012 г. до 61% в 1П2013, что существенно выше нашего прогноза маржи EBITDA в 2013 г. в 43,7% из-за более медленного роста расходов, чем мы ожидали, и более низких неоперационных расходов. Чистая прибыль составила Т40,4млрд, увеличившись на 139% г/г, и прибыль на акцию (EPS) выросла до Т105. Чистая денежная позиция компании выросла на 55,8% в 1П2013 до Т112,7млрд (\$738млн).

**Рисунок 1. Обзор консолидированных финансовых результатов 1П2013**

в млн. т, кроме значений за акцию	1П2013	1П2012	г/г	ХФ 2013П	% от 2013П
Выручка	92 864	66 358	40%	176 866	53%
ЕБИТДА	56 490	30 228	87%	84 436	67%
Маржа ЕБИТДА	61%	46%	34%	48%	n/a
Чистая прибыль	40 437	16 900	139%	55 415	73%
Маржа чистой прибыли, %	44%	25%	71%	31%	139%
Прибыль на акцию (EPS)	105	49	115%	144	73%

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Влияние финансовых результатов на цену акции было нейтральным, как мы и ожидали, так как неконсолидированные результаты были объявлены раньше, а вклад ассоциированных предприятий в прибыль был на уровне наших и рыночных прогнозов. Чистая денежная позиция КТО на конец 1П2013, скорректированная на выплату дивиденда в июле, составила Т84,7млрд (\$557млн), что существенно выше нашего прогноза из-за значительного снижения объема капитальных инвестиций.

### **Регулятор снизил тарифы на 2,3%**

29 августа АРЕМ снизил тарифы на перекачку нефти по экспортным и внутренним направлениям на 2,3% до Т4624 и Т1909 за 1000ткм, соответственно. Новые временные компенсационные тарифы будут действовать в течение 12-месячного периода, начиная с 1 октября 2013 г. Компания объяснила нам, что капитальные инвестиции, включенные в инвестиционную программу регулятором составляют Т15,3млрд, в то время как фактические инвестиции по данным проектам составили Т12,7млрд. Соответственно, именно невыполнение компанией инвестиционной программы стало причиной снижения тарифов. Однако, согласно нашему пониманию компенсационных тарифов разница в утвержденном и фактическом размере инвестиций в Т2,6млрд должна привести к снижению тарифов только на 0,4%, а не к фактическому снижению в 2,3%. Однако мы признаем, что ввиду отсутствия публичной информации от регулятора, мы можем лишь догадываться о причинах, повлекших снижение тарифа.

Мы также крайне обеспокоены приблизительно Т13,6млрд капитальных инвестиций, которые не вошли в инвестиционную программу, одобренную регулятором. Согласно методике тарифообразования, данные инвестиции могут быть включены в РБА только при условии их необходимости для предоставления

регулируемых услуг. Если же инвестиции не включены в инвестиционную программу, как в случае с КТО, к нашему сожалению, шансов включения данных инвестиций в РБА практически нулевые. Капитальные инвестиции, не включенные в РБА, это по сути инвестиции, которые не зарабатывают доходность на капитал и, соответственно, ведут к снижению стоимости компании.

Мы не знаем, почему компания произвела капитальные инвестиции, которые не были одобрены регулятором, и снова можно только догадываться о причинах. Наиболее вероятным объяснением мы считаем то, что правительство, мажоритарный акционер компании, вынудил компанию инвестировать в инфраструктурные проекты. 'Социальные расходы' такого рода давно стали нормой корпоративной среды в Казахстане и воспринимаются как форма налога. Каким бы не было истинное объяснение, данная проблема указывает на недостаток прозрачности в процессе тарифного регулирования и на серьезные проблемы с корпоративным управлением в компании.

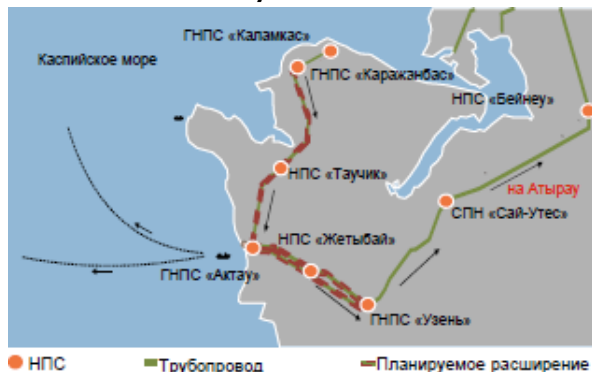
**Снижение капитальных инвестиций в 2013-2015 может привести к снижению тарифов и повышению дивидендов**

В 1П2013 капитальные инвестиции КТО составили лишь Т8,4млрд, снизившись на 29,7% г/г. Снижение капитальных инвестиций может частично объясняться условиями подрядных контрактов и изменениями в параметрах некоторых проектов роста. В частности, большая часть выплат по произведенному объему работ и последующий учет капитальных проектов в финансовой отчетности в большинстве случаев происходит после полного завершения объема работ и подписания акта приема объекта. Соответственно, мы ожидаем, что во второй половине года капитальные инвестиции несколько вырастут по сравнению с первой половиной года по мере завершения компанией замены трубопроводов на участках Каражанбас-Актау, Узень-Жетыбай и завершения строительства НПС №8 и №10 на Атасу-Алашанькоу.

В 1П2013 компания произвела меньше инвестиций, чем мы ожидали на проектах расширения трубопроводов Каламкас-Каражанбас-Актау и Узень-Жетыбай-Актау из-за неопределенности по объемам транспортировки одного покупателя, что стало причиной пересмотра некоторых параметров проекта. Компания намерена завершить замену трубопровода Каражанбас-Актау и Узень-Жетыбай до конца 2013 года, в то время как работы на участке Жетыбай-Узень должны быть завершены к июлю 2014 года. Однако общие капитальные инвестиции по проекту, скорее всего, будут ниже, чем компания ожидала ранее из-за уменьшения масштаба проекта в связи со снижением объемов транспортировки в направлении Актау. Соответственно, мы снижаем наш прогноз общих капитальных затрат по данным проектам с Т31,0млрд до Т16,4млрд в течение 2013-2014 гг.

Другой проект роста компании, расширение пропускной способности трубопровода Атасу-Алашанькоу до 20млн.т в целом идем по графику. До конца 2013 года КТО планирует завершить проект строительства насосных станций №8 и №10 общей стоимостью в Т20,0млрд. Тем временем, завершение всего проекта расширения трубопровода общей стоимостью Т123,7млрд запланировано на конец 2015-начало 2016 года в

**Рисунок 2. Каламкас-Каражанбас-Актау и Узень-Жетыбай-Актау**



Источник: данные компании

**Рисунок 3. Проект расширения ККТ**



Источник: данные компании

зависимости от получения гарантий от китайской стороны по объемам транспортировки. Мы считаем, что обеспечение достаточной загрузкой нефтепровода в направлении Китая не вызывает вопросов после покупки китайской CNPC доли в проекте Кашаган. Соответственно, в нашей модели в качестве базового сценария мы опираемся на прогноз компании.

Мы отмечаем, что, несмотря на то, что наши предположения по капитальным инвестициям были снижены, у нас нет информации по объемам капитальных инвестиций, одобренных АРЕМ на 2013 год, которые будут иметь прямое влияние на тарифы. Но в целом мы считаем, что более низкие капитальные инвестиции в 2013-2015 гг. в сочетании с растущим балансом денежных средств (примерно 17,0% от всех активов на конец 2013 г.) могут положительно отразиться на будущих дивидендах компании. В нашем базовом сценарии мы предполагаем, что коэффициент выплаты дивидендов в 2013-2015 году составит 60%, что при текущей цене акций подразумевает дивидендную доходность в 10,9% в 2013, 9,2% в 2014 и 8,3% в 2015 годах.

### ***Пересмотр оценки***

Мы пересмотрели наши прогнозы, чтобы отразить фактические результаты 1П2013 и изменения в наших предположениях по тарифам на перекачку нефти (снижение), темпам роста себестоимости (снижение), прочим операционным расходам (снижение), капитальным инвестициям (снижение), стоимости акционерного капитала (повышение). В результате наш прогноз выручки снизился, в то время как наши прогнозы по EBITDA, чистой прибыли и дивидендам выросли.

#### *Тарифы на транспортировку нефти*

Мы отразили в нашей модели новые тарифы, которые вводятся в действие с 1 октября 2013 года и снизили тарифы компании на 2,3% (также как в этом году) в следующем тарифном цикле. Мы также пересмотрели наше предположение по темпам роста тарифов в 2016 году в сторону понижения с 28,0% до 25,0% и в 2019 году с 23,5% до 18,0%. В результате, наш прогноз выручки снизился на 0,5% в 2013 г. до Т176,9млрд и на 2,9% до Т178,3млрд в 2014 г.

#### *Операционные расходы*

Наши предположения по темпам роста себестоимости в 2013 году были снижены с 12,0% до 6,4% и в 2014 году с 12,0% до 10%, чтобы отразить замедление темпов роста затрат, которое мы наблюдали в первой половине 2013 года. Это привело к снижению нашего прогноза себестоимости на Т4,2млрд и на Т6,4млрд в 2013 и 2014 годах, соответственно. Также мы снизили наш прогноз прочих операционных затрат с Т9,1млрд до Т3,4млрд. В результате, мы теперь ожидаем, что операционная маржа компании вырастет с 23,1% в 2012 г. до 32,2% в 2013 г. и далее постепенно снизится до 24,2% в 2015 г.

#### *Капитальные инвестиции*

Мы теперь снижаем наш прогноз капитальных инвестиций на 2013 год до Т35,7млрд, так как ожидаем меньших капитальных инвестиций роста и снижение капитальных инвестиций поддержания. В 2013 г. мы прогнозируем, что КТО инвестирует Т9,3млрд на капитальные инвестиции поддержания и Т26,4млрд - на инвестиции роста. В

результате, по нашей оценке, баланс чистых денежных средств у компании увеличится на Т19,3млрд до Т91,3млрд на конец 2013 года.

*Стоимость акционерного капитала*

Мы повысили наше предположение по стоимости акционерного капитала с 11,2% до 12,0%, чтобы отразить повышенную неопределенность по учету капитальных инвестиций 2012 года регулятором и всех последующих инвестиций.

С учетом изменений выше, мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 7,0% до Т860 за акцию. Пересмотренная оценка предполагает общую ожидаемую доходность в 18,8% (8% ожидаемый рост стоимости акций и 10,8% дивидендная доходность).

Несмотря на недостаточную прозрачность по капитальным инвестициям в вопросе тарифообразования, мы сохраняем свое положительное мнение по акциям компании. Акции по-прежнему привлекательны благодаря высокой способности компании генерировать операционные денежные потоки, что в свою очередь ведет к высоким и довольно предсказуемым дивидендам.

**Приложение А. Финансовая отчетность**

в млн. KZT, кроме значений за акцию	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>					
Выручка	143 061	176 866	178 327	192 143	223 565
Себестоимость	72 627	78 822	89 479	101 576	115 310
Валовая прибыль	70 434	98 044	88 849	90 567	108 255
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	10 291	10 224	8 025	8 646	10 060
Прочие операционные расходы	-581	3 384	3 621	3 875	4 146
ЕБИТДА	60 724	84 436	77 202	78 046	94 049
Износ и амортизация	27 663	27 525	29 085	31 497	35 906
ЕБИТ	33 061	56 910	48 117	46 549	58 143
Финансовые расходы	848	1 340	0	0	0
Финансовые (доходы)	-1 950	-2 743	-3 770	-2 534	-1 971
Прочие расходы/(доходы)	-7 888	-10 955	-13 568	-17 181	-20 349
Прибыль до уплаты налога на прибыль	42 051	69 268	65 455	66 264	80 463
Налог на прибыль	8 550	13 854	13 091	13 253	16 093
<b>Чистая прибыль</b>	<b>33 501</b>	<b>55 415</b>	<b>52 364</b>	<b>53 011</b>	<b>64 370</b>
<b>Прибыль на акцию (EPS), тенге</b>	<b>87</b>	<b>144</b>	<b>136</b>	<b>138</b>	<b>167</b>
<b>Балансовый отчет</b>					
Денежные средства	18 954	17 687	17 833	19 214	22 356
Краткосрочные инвестиции	53 085	73 625	48 768	37 182	100 078
Дебиторская задолженность	2 528	4 846	4 886	5 264	6 125
Инвентарь	2 600	2 822	3 203	3 636	4 128
Предоплаченные расходы	4 276	5 306	5 350	5 764	6 707
Прочие оборотные активы	4 406	2 004	1 129	384	447
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>85 848</b>	<b>106 289</b>	<b>81 168</b>	<b>71 446</b>	<b>139 842</b>
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	362 869	371 044	404 593	426 563	505 345
Нематериальные активы и гудвилл	6 233	6 738	7 012	7 380	9 507
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	40 816	51 861	64 958	81 653	101 512
Предоплаченные расходы	524	567	590	621	800
Прочие долгосрочные активы	161	141	147	155	200
<b>Итого активы:</b>	<b>496 451</b>	<b>536 639</b>	<b>558 468</b>	<b>587 818</b>	<b>757 206</b>
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	6 772	7 350	8 343	9 471	10 752
Средства полученные от клиентов	15 971	17 333	19 676	22 337	25 357
Налоги к выплате	2 559	4 152	3 519	3 478	4 260
Прочие краткосрочные обязательства	12 722	15 728	15 858	17 087	19 881
Итого краткосрочные обязательства:	38 024	44 563	47 397	52 373	60 250
Долгосрочные займы	0	0	0	0	98 760
Отложенные налоговые обязательства	39 407	43 557	43 357	44 868	53 003
Прочие долгосрочные обязательства	26 706	29 601	29 681	30 952	53 003
<b>Итого обязательств:</b>	<b>104 136</b>	<b>117 721</b>	<b>120 435</b>	<b>128 193</b>	<b>265 016</b>
Акционерный капитал	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938
Прочик капитальные резервы	154 314	154 314	154 314	154 314	154 314
Нераспределенная прибыль	176 062	202 666	221 782	243 374	275 938
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>392 314</b>	<b>418 918</b>	<b>438 033</b>	<b>459 626</b>	<b>492 189</b>
<b>Итого обяза-ва и собственный капитал</b>	<b>496 451</b>	<b>536 639</b>	<b>558 468</b>	<b>587 818</b>	<b>757 206</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>					
Денежные средства от опер. деятель-ти					
Чистая прибыль	33 501	55 415	52 364	53 011	64 370
Амортизация	27 663	27 525	29 085	31 497	35 906
Изменения оборотного капитала	8 064	5 372	3 243	4 494	5 519
Изменения прочих долгосрочных активов и обязательств	11 779	-5 207	-14 211	-15 026	7 267
Денежные средства от операционной деятельности:	81 008	83 105	70 482	73 976	113 062
Денежные средства от инвест. деятель-ти					
Капитальные инвестиции	-26 305	-35 700	-62 635	-53 467	-114 688
Дивиденды от ассоциированных предприятий	574	649	691	706	710
(Продажа)/приобретение активов	11 600	0	0	0	0
Краткосрочные инвестиции	-17 961	-20 540	24 857	11 585	-62 896
Денежные средства от инвестиционной деятельности:	-32 092	-55 591	-37 087	-41 176	-176 873
Денежные средства от фин. деятель-ти					
Привлечение/(возврат) краткосрочного долга	-303	0	0	0	0
(Дивиденды) акционерам	-60 002	-28 811	-33 249	-31 419	-31 807
Выпуск акций	27 694	0	0	0	0
Денежные потоки от финансовой дея-ти.	-32 611	-28 811	-33 249	-31 419	66 953
<b>Чистый прирост денежных средств</b>	<b>16 304</b>	<b>-1 297</b>	<b>146</b>	<b>1 382</b>	<b>3 142</b>

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](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

#### Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 330-0153  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

#### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>

#### Factset

Halyk Finance

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Capital IQ

HLFN