

## Поддержка правительства управляет оценкой

8 апреля 2014 г.

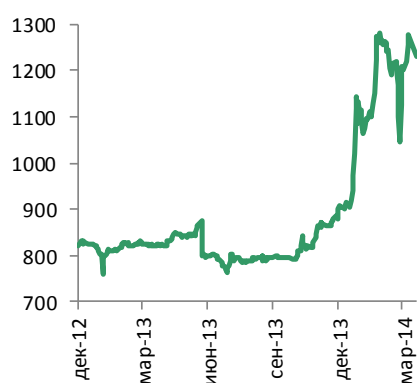
**Мариям Жумадил**  
 m.zhumadil@halykfinance.kz  
 +7(727)2446538

Рекомендация	Покупать
12М целевая цена, KZT	1442
Цена закрытия (07/04/14)	1230
12М потенциал роста	17,3%
Дивидендная доход-ть	8,1%
Общая ожидаемая доход-ть	25,3%
Рыночная капитализация, млрд KZT	2.3
Кол-во выпущенных акций, млн	385
Доля акций в своб.обращ.	10%
Тикер	KZTO

Источник: прогнозы ХФ, публичные данные

В прошлом месяце КТО опубликовал финансовые результаты за 12М2013 и объявил о 20% повышении тарифа на экспорт после девальвации тенге в феврале. Отметим, что и величина повышения тарифов и сроки были приятным сюрпризом для нас, отражая более сильную поддержку программы Народного IPO со стороны правительства. Мы обновили нашу модель, отразив консолидированные финансовые результаты, девальвацию тенге и последующее увеличение экспортного тарифа, изменение нашей методологии прогнозирования тарифа (с повышения тарифа каждые три года на плавное ежегодное увеличение), изменение прогнозов капиталовложений на 2014-2015 годы и перенос сроков реализации проекта Ескене-Курык. В результате, мы повышаем нашу 12-месячную целевую цену на 12% до T1442 за акцию. Акции КТО остаются нашим фаворитом среди публичных казахстанских компаний в инфраструктурном секторе. Компания генерирует стабильные и предсказуемые денежные потоки, и способна выплачивать щедрые дивиденды. Основные риски связаны со снижением государственной поддержки программы Народного IPO, ухудшением регулирования и корпоративным управлением.

### Динамика изменения цены КазТрансОйл с даты IPO



Источник: Блумберг

### Правительство повысило экспортный тариф на 20% после девальвации

Тариф на транспортировку нефти по экспортным направлениям был повышен на 20% до T5817 за 1000тн.км с 1 апреля, в то время как тарифы на внутреннем рынке остались без изменений. Компания сообщила нам, что в новый тариф вошла не только девальвация, но и переоценка активов в 2013 году. Это подтверждает наше мнение, что размер увеличения экспортного тарифа превышает эффект от девальвации. Примерно 20% операционных затрат компании деноминированы в долларах, в то время как девальвация может привести к ускорению инфляции до нижней границы двухзначных значений в 2014 – 2015 годах, по нашей оценке. Другим положительным сюрпризом явилось утверждение нового тарифа в рамках процедуры 'чрезвычайной регуляторной меры'. Это позволило повысить тарифы намного быстрее, чем ожидалось в рамках стандартной процедуры. Ускоренное одобрение нового экспортного тарифа является сильным сигналом для рынка о сохранении поддержки правительством программы Народного IPO.

### Денежные потоки снизятся в 2014-2015 годах, но способность выплачивать дивиденды останется высокой

Мы прогнозируем снижение свободных денежных потоков компании в 2014-2015 годах в связи с ростом капитальных затрат. Однако текущий уровень тарифов более чем достаточен как для финансирования капитальных инвестиций в размере T133млрд в 2014-2015 годах, так и для поддержания уровня выплаты дивидендов на уровне 60% от чистой прибыли в нашем базовом сценарии. Более того, мы считаем, что КТО способен выплачивать большие дивиденды за 2013-2015 годы, на уровне 90% от чистой прибыли. В базовом сценарии, мы рассчитываем, что компания накопит чистые денежные средства в размере T186млрд к концу 2015 году или примерно 25,4% от общих активов. Аргумент, что КТО

нужно накапливать денежные средства для строительства трубопровода Ескене-Курык (общая стоимость проекта на момент IPO Т387млрд) после 2016 года мы считаем неубедительным. Во-первых, в связи с приостановлением добычи на Кашагане и неопределенностью по сроку возобновления добычи, реализация второй фазы проекта, скорее всего, тоже будет отложена. Во-вторых, проект, вероятнее всего, будет реализовываться совместно с другими инвесторами, которые разделят с компанией бремя финансирования. В-третьих, КТО может привлечь преимущественно долговое финансирование для данного проекта, учитывая сильное финансовое положение компании. Как правило, денежные средства на балансе накапливают циклические компании или компании, работающие в операционной среде с высоким риском, но не регулируемые монополисты. Если компания выплатит 90% чистой прибыли за 2013-2015 годы, это позволит снизить чистые денежные средства на балансе до 16,8% от общих активов к 2015 году и после начала реализации проекта Ескене-Курык сократить чистые денежные средства до лишь 6% от общих активов к 2017 году, или до Т52млрд. При данном оптимальном уровне выплат, средняя дивидендная доходность за 2013-2015 годы по акциям КТО может составить 13,2%, по нашей оценке.

	Выручка (млн KZT )	Рост выручки (% г/г)	ЕБИТДА (млн KZT )	Маржа ЕБИТДА (%)	Чистая прибыль (млн KZT )	Чистый долг (млн KZT )	Возврат на собственный капитал (ROE) (%)	Возврат на инвест. капитал после налогов (ROIC) (%)	Прибыль на акцию (EPS) (KZT)	Дивиденд на акцию (DPS) (KZT)
2013Ф	190 022	32,8	92 060	48,4	63 544	(108 762)	14,8	14,8	165	99
2014П	236 225	24,3	121 179	51,3	84 449	(139 828)	17,2	19,6	220	132
2015П	254 037	7,5	125 484	49,4	87 717	(151 023)	16,5	18,9	228	137
2016П	272 441	7,2	128 806	47,3	89 671	(186 279)	15,8	18,4	233	140

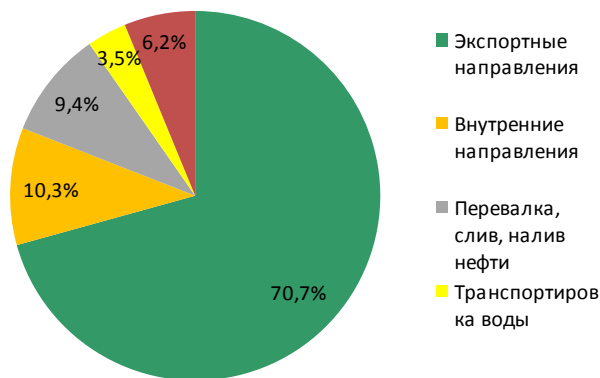
Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

**Прибыль за 2013 год выросла благодаря тарифам, но темпы роста операционных затрат ускорились**

19 марта КазТрансОйл опубликовала консолидированные финансовые результаты за 2013 год. Результаты оказались несколько хуже, чем мы ожидали, в связи с ускорением темпов роста операционных расходов в четвертом квартале. Более высокий уровень доходов с транспортировки лишь частично сгладил этот эффект.

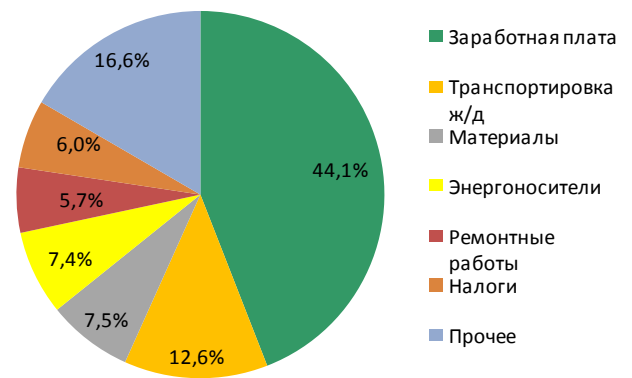
Выручка выросла на 33% г/г до Т190,0млрд, превывсив наш прогноз на 4,3% из-за более высокой доли экспортных объемов. Операционные расходы увеличились на 12% г/г до Т81,5млрд и оказались на 11,7% выше нашего прогноза. Рост операционных затрат в основном пришелся на 4кв2013 (+17,3% кв/кв), что практически свело на нет сокращение расходов, которое мы наблюдали в течение первых 9М2013 (+4% г/г).

**Рисунок 1. Выручка в 2013 году по компонентам**



Источник: данные компании

**Рисунок 2. Разбивка операционных расходов в 2013 году**



Наибольший рост наблюдался в следующих статьях расходов – зарботная плата (+23,7% г/г), транспортировка ж/д (+11,6% г/г) и расходы по электроэнергии (+13,3% г/г). Темпы роста зарботной платы оказались намного выше среднего значения в 13,2% в 2010-2012 годах. Компания объясняет значительный рост зарботной платы одноразовым повышением компенсации персонала и ежегодным индексированием зарплат примерно на 6-7%. Темпы роста расходов по ж/д транспортировке и электроэнергии соответствуют общему показателю роста данных тарифов в Казахстане в 2013 году.

**Рисунок 3. Обзор консолидированных финансовых результатов 2013 год**

в млн. т, кроме значений за акцию	2013Ф	2012Ф	г/г	ХФ 2013П	% выше/ниже ХФ
Выручка	190 022	143 061	33%	182 179	4,3%
Операционные расходы (без амортиз.)	81 526	72 627	12%	72 963	11,7%
ЕБИТДА	92 060	60 724	52%	96 486	-4,6%
Маржа ЕБИТДА	48,4%	42,4%	14%	53,0%	n/a
Чистая прибыль	63 544	33 501	90%	66 524	-4,5%
Маржа чистой прибыли, %	33,4%	23,4%	43%	36,5%	n/a
Прибыль на акцию (EPS)	165	87	90%	173	-4,5%
Капитальные инвестиции	32 802	26 010	26%	32 800	0,0%

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

ЕБИТДА КТО выросла на 52% г/г до Т92,1млрд (на 4,6% ниже оценки ХФ) в основном из-за роста выручки, что было частично компенсировано повышением операционных расходов. Маржа ЕБИТДА выросла с 42% в 2012 году до 48%. Чистая прибыль составила

Т63,5млрд, на 90% выше г/г, и на 4,5% ниже нашей оценки. Прибыль на акцию компании выросла до Т165, что несколько ниже нашего прогноза в Т173.

В течение года чистая денежная позиция КазТрансОйл выросла на Т36,7млрд до Т108,8млрд, в то время как свободные денежные потоки составили Т63,7млрд.

### **Экспортные тарифы повышены на 20% после девальвации тенге**

Тариф на транспортировку нефти по экспортным направлениям повысился на 20% до Т5 817 за 1000тн.км с 1 апреля, в то время как тарифы на внутреннем рынке остались без изменений на уровне Т2 932 за 1000тн.км. Повышение тарифов связано с девальвацией тенге в феврале, в результате которой чистая прибыль компании могла снизиться на 25% в 2014 году при сохранении тарифов без изменений, согласно оценке компании.

Компания сообщила нам, что в новый тариф вошла не только девальвация, но и переоценка активов в 2013 году (регулируемая база активов выросла на 21,7%). Это подтверждает наше мнение, что размер увеличения экспортного тарифа превышает эффект от девальвации. Лишь примерно 20% операционных затрат компании деноминированы в долларах, в то время как девальвация может привести к ускорению инфляции до нижней границы двухзначных значений в течение следующей пары лет, по нашей оценке. Внутренние тарифы ожидаемо остались на прежнем уровне во избежание влияния на инфляцию. В результате спред между экспортными и внутренними тарифами расширился с 40% до 50%, сводя на нет сужение спреда на начало 2014 года, но все же ниже спреда в 60% в 2012 году.

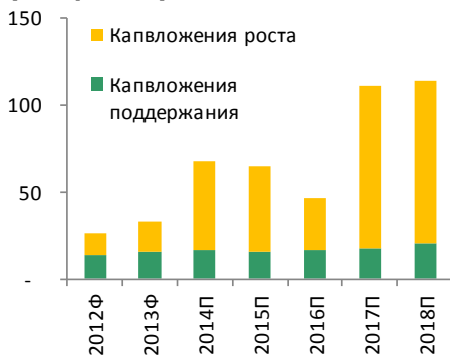
Кроме большего повышения тарифа, чем ожидалось, другим положительным сюрпризом явилась скорость утверждения нового тарифа регулятором. Мы ожидали, что пересмотр тарифов будет произведен в августе-сентябре в рамках стандартной процедуры. Пересмотр тарифов был осуществлен в рамках процедуры 'чрезвычайной регуляторной меры', по которой монополист может подать заявку на пересмотр тарифа в случае роста стоимости 'стратегических материалов', и период рассмотрения заявки составляет лишь десять дней. Ускоренное одобрение нового экспортного тарифа является сильным сигналом для рынка о сохранении поддержки правительством программы Народного IPO.

### **Ожидаем повышения капитальных инвестиций в 2014-2015 годах**

В 2013 году капитальные инвестиции КТО выросли на 26% г/г до Т32,8млрд, выше нашего прогноза в Т30,0млрд и выше, чем размер инвестиций в Т23,1млрд, утвержденный в инвестиционной программе АРЕМ. Соответственно, размер капитальных инвестиций не включенных в регулируемую базу активов (РБА) составил Т9,7млрд, или почти 30% общих капитальных инвестиций периода. Несмотря на то, что размер не-РБА инвестиций в 2013 году снизился с Т13,6млрд в предыдущем году, размер капитальных инвестиций, не включаемых в РБА все еще остается высоким.

В течение 2013-2015 годов компания продолжает реализовывать проект по расширению пропускной способности и замены труб на нефтепроводах Каламкас-Каражанбас-Актау и Узень-Жетыбай-Актау.

**Рисунок 4. Прогнозы по капитальным инвестициям (в млрд KZT)**



Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Компания повысила прогноз капитальных инвестиций по данным проектам на Т14,9млрд до Т46,0млрд в связи с увеличением размера проекта. В 2013 году КТО инвестировала примерно Т10,0млрд на данные проекты, и в 2014 и 2015 году мы прогнозируем, что объем капитальных инвестиций составит Т16,4млрд и Т19,6млрд, соответственно.

В связи с неопределенностью по срокам возобновления добычи на Кашагане и вероятной задержкой реализации второй фазы проекта, мы перенесли дату начала строительства нефтепровода Ескене-Курык на год позже (с 2016 на 2017 год). Мы ожидаем, что проект будет реализован в течение трех лет.

Мы отмечаем, что инвестиционная программа, одобренная АРЕМ на 2014 год, составляет Т64,8млрд, в то время как по собственному прогнозу компании капитальные инвестиции на 2014-2015 годы ожидаются на уровне Т67,0-68,0млрд в год. Соответственно, мы пересмотрели наш прогноз капитальных инвестиций, повысив инвестиции на 2014 и 2015 годы на 8,0% до Т67,5млрд и на 22,0% до Т65,0млрд, соответственно.

**Рисунок 5. Инвестиционная программа утвержденная АРЕМ на 2014 год**

Статья затрат	Стоимость (млрд.т)
Реконструкция ГНПС "Кенкияк" (вторая очередь)	6,1
Нефтепровод "Узень-Жетыбай-Актау" на участке Жетыбай-Актау (63-141км)	7,0
Реконструкция ГНПС Актау, Западный филиал	1,5
Реконструкция НПС Каражанбас	1,5
Нефтепровод "Каламкас-Каражанбас-Актау" замена трубы на участке "Каражанбас-Актау" (76-265км)	2,5
Нефтепровод "Узень-Жетыбай-Актау" на участке "Узень-Жетыбай" (0-63км)	3,9
Реконструкция ГНПС "Кумколь" (вторая очередь)	1,0
НПС "Барсенгир". Реконструкция электроснабжения	0,9
Строительство нефтепровода "Кумколь-Каракоин" (участок 26км-ГНПС им.Б.Джумагалиева)	4,8
Реконструкция и расширение НПС 663 км	13,0
Замена участка трубопровода МН "Павлодар-Шымкент" (914-933км), уч-к Барсенгир-Атасу (19км)	3,3
Замена участка МН "Павлодар-Шымкент", уч-к Джумагалиева-Барсенгир (18км)	3,2
Строительство НПС "Къзылжар"	1,0
Строительство подпорной насосной с применением горизонтальных насосных агрегатов на ГНПС им.Б Джумагалиева	0,9
Прочие проекты	14,3
<b>Итого</b>	<b>64,8</b>

Источник: АРЕМ

Компания продолжает участвовать в реализации проекта расширения Казахстанско-Китайского Трубопровода (Кенкияк-Атырау, Кенкияк-Кумколь и Кумколь-Джумагалиев-Атасу), общая стоимость которого составляет около Т120млрд. К 2015 году пропускная способность трубопровода Атырау-Кенкияк (Мунайтас) будет расширена до 6млн.т и к 2018 году до 12млн.т. Общая стоимость проекта составит Т37млрд. Пропускная способность трубопровода Кенкияк-Кумколь сейчас составляет 11млн.т и будет расширена до 20млн.т к 2016-2017 году посредством строительства трех новых НПС и реконструкции существующих нефтепроводов. Общая стоимость расширения данной секции составляет Т52млрд. Расширение пропускной способности участка Кумколь-Джумагалиев-Атасу с текущих 19млн.т до 26млн.т к

2015-2016 году будет осуществлена за счет строительства дополнительной НПС и частичной реконструкции существующего трубопровода. Общая стоимость проекта оценивается компанией на уровне Т30млрд. Мы ожидаем, что расширение трубопровода ККТ будет осуществляться в основном на счет долгового финансирования, которое будет привлекаться самостоятельно юридическими лицами, владеющими участками нефтепровода, и соответственно, не будет оказывать влияния на денежные потоки КТО.

### **Обновление оценки**

Оценка регулируемых монополистов преимущественно зависит от уровня тарифов, которые устанавливаются регулятором, и от выплат акционерам. Тарифы зависят от операционных затрат и доходности на регулируемую базу активов (РБА). Операционные затраты и капитальные инвестиции, не включаемые регулятором в расчет тарифа, занижают доходность на капитал регулируемых монополистов, как КТО.

Мы внесли следующие изменения в наши предположения оценки: 1) включили фактические финансовые результаты за 2013 год (несколько отрицательно), 2) повысили операционные расходы на 2014 год и далее вследствие девальвации тенге и ожидаемого ускорения инфляции (отрицательно); 3) пересмотрели тарифы на 2014 год и далее в связи с переходом с методологии повышения тарифов каждые три года на плавный ежегодный рост тарифов (положительно); 4) повысили прогноз капитальных инвестиций на 2014-2015 годы и перенесли дату начала реализации проекта Ескене-Курык в связи с приостановлением добычи на Кашагане (смешанный эффект). В результате наши прогнозы изменились следующим образом.

**Рисунок 6. Обзор изменений в прогнозах**

	2014П	2015П	2016П	2017П
<i>Тарифы на транспортировку по экспортным направлениям (т/1000ткм)</i>				
Предыдущие	4 851	4 851	5 481	5 481
Новые	5 576	5 953	6 318	6 580
% изменение	14,9%	22,7%	15,3%	20,0%
% рост	18,5%	6,8%	6,1%	4,1%
<i>Тарифы на транспортировку по внутренним направлениям (т/1000ткм)</i>				
Предыдущие	2 932	2 910	3 289	3 289
Новые	2 932	2 976	3 159	3 290
% изменение	0,0%	2,3%	-3,9%	0,0%
% рост	50,9%	1,5%	6,1%	4,1%
<i>Выручка (млн.т)</i>				
Предыдущие	195 772	217 224	234 280	232 565
Новые	236 225	254 037	272 441	287 263
% изменение	20,7%	16,9%	16,3%	23,5%
% рост	24,3%	7,5%	7,2%	5,4%
<i>Себестоимость (млн.т)</i>				
Предыдущие	78 851	85 214	92 091	97 815
Новые	95 973	107 490	120 389	134 835
% изменение	21,7%	26,1%	30,7%	37,8%
% рост	17,7%	12,0%	12,0%	12,0%
<i>EBITDA (млн.т)</i>				
Предыдущие	103 258	98 242	115 173	107 587
Новые	121 179	125 484	128 806	127 675
% изменение	17,4%	27,7%	11,8%	18,7%
% рост	31,6%	3,6%	2,6%	-0,9%
<i>Чистая прибыль (млн.т)</i>				
Предыдущие	74 194	68 378	78 442	71 340
Новые	84 449	87 717	89 671	92 206
% изменение	13,8%	28,3%	14,3%	29,2%
% рост	32,9%	3,9%	2,2%	2,8%
<i>Прибыль на акцию (тенге)</i>				
Предыдущие	193	178	204	185
Новые	220	228	233	240
% изменение	13,8%	28,3%	14,3%	29,2%
<i>Дивиденд (тенге/акцию)</i>				
Предыдущие	116	107	122	111
Новые	132	137	140	144
% изменение	13,8%	28,3%	14,3%	29,2%

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Мы повышаем нашу 12-месячную целевую цену на 12% до Т1440 за акцию, что при текущей цене акций подразумевает общую ожидаемую доходность в 25,3% (8,1% дивидендная доходность). Основная причина повышения цены изменение методологии по прогнозированию изменения тарифов, а именно переход с трехлетней сетки со средним значением ROE в 13,5% на плавное повышение тарифов по мере роста операционных затрат и уровня капитальных инвестиций. Мы считаем, что новый подход в оценке лучше отражает будущую траекторию изменения тарифов с учетом сохранения поддержки правительством программы Народного IPO.

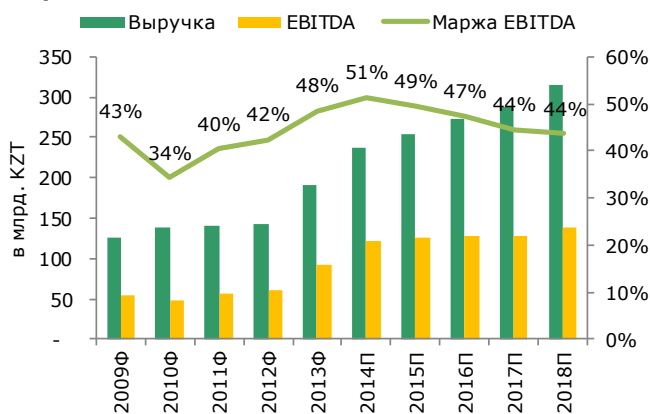
#### *Операционные расходы*

По нашей оценке, в 2014 году операционные расходы вырастут на 17,7% г/г до Т96,0млрд, и далее мы прогнозируем увеличение затрат на 12% в год. Повышение расходов объясняется как увеличением расходов деноминированных в долларах (преимущественно расходы по материалам и ремонту), которые составляют примерно 20% от общих расходов, по нашей оценке, так и ростом расходов в тенге вследствие ускорения инфляции в стране. В наших прогнозах мы учли ежегодную индексацию заработной платы производственного персонала в начале года и повышение на 10% с 1 апреля, в то время как по остальным статьям затрат прогнозируем увеличение на 12% г/г.

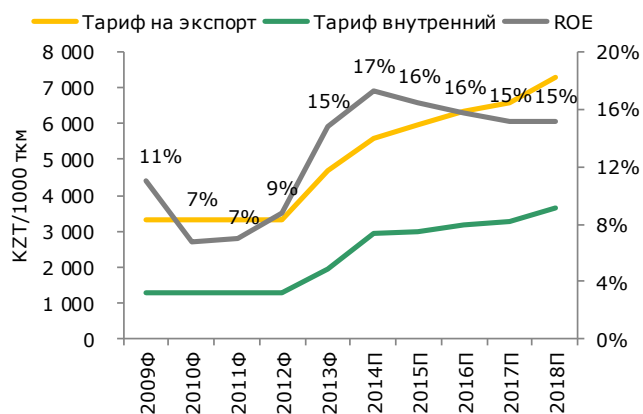
### Тарифы и возврат на собственный капитал

Мы ожидаем, что спред между внутренними и экспортными тарифами сохранится на текущем уровне в 50%, так как правительство продолжит свою политику субсидирования внутренней транспортировки за счет экспорта. Ранее мы предполагали, что тарифы будут пересматриваться каждые три года как было до IPO, однако теперь мы переходим на методологию плавного роста тарифов, с учетом наблюдаемого после IPO ежегодного индексирования тарифов.

**Рисунок 7. Выручка, EBITDA и прогноз маржи**



**Рисунок 8. Прогнозы по тарифам и ROE**



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Сперва тарифы компании были повышены в начале 2014 года в рамках ежегодной индексации на инфляцию затрат, и недавно тарифы были повышены вновь менее чем за 40 дней с момента девальвации тенге. Мы считаем, что действия регулятора подтверждают приверженность государства обеспечивать акционеров компании адекватной доходностью на капитал, по крайней мере в период проведения программы Народного IPO. Однако, темпы роста тарифов скорее всего будут несколько ниже, чем фактическая инфляция затрат, так как не все расходы компании включаются регулятором в обоснованные затраты, компенсируемые тарифом.

По нашей оценке, тарифы компании будут расти в среднем на 5,1% ежегодно в течение 2014-2022 годов при темпе роста операционных затрат на 12% в год. Возврат на собственный капитал (ROE) постепенно снизится с 17,2% в 2014 году (исторический максимум) до 9,5% к 2022 году, при этом средний показатель ROE за 2014-2022 годы составит 14,3%, согласно нашим прогнозам.

В 2014 году мы прогнозируем увеличение выручки на 24,3% г/г до Т236,2млрд на фоне роста среднего тарифа на транспортировку нефти на 22,2% и увеличения грузооборота на 1,5%. Мы ожидаем повышения EBITDA в 2014 году на 31,6% г/г до Т121,2млрд и улучшения маржи EBITDA на 2,9% ппт до 51,3% по сравнению с 2013 годом.

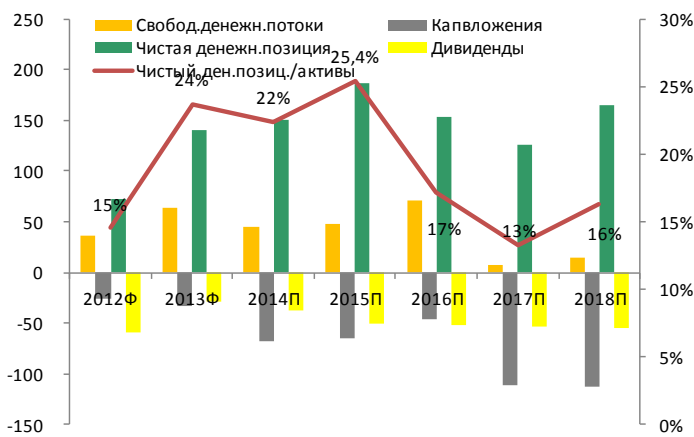
### Свободные денежные потоки и дивиденды

Мы прогнозируем снижение свободных денежных потоков компании в 2014-2015 годах в связи с ростом капитальных затрат. Однако текущий уровень тарифов более чем достаточен как для финансирования капитальных инвестиций в размере Т133млрд в 2014-2015 годах, так и для поддержания уровня выплаты дивидендов



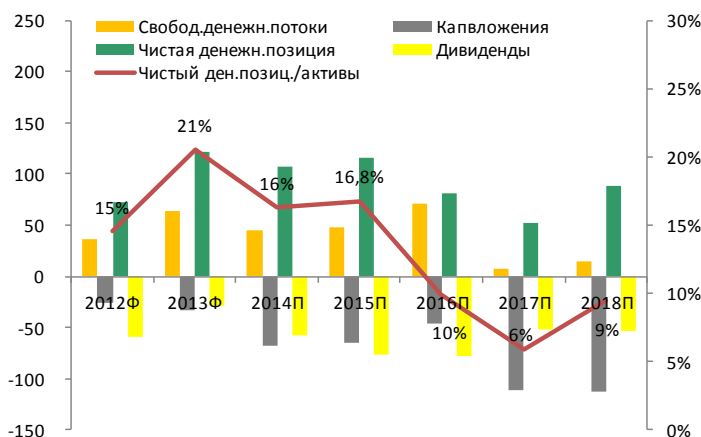
на уровне 60% от чистой прибыли в нашем базовом сценарии. Более того, мы считаем, что КТО способен выплачивать большие дивиденды за 2013-2015 годы, на уровне 90% от чистой прибыли. В базовом сценарии, мы рассчитываем, что компания накопит чистые денежные средства в размере Т186млрд к концу 2015 года или примерно 25,4% от общих активов. Аргумент, что КТО нужно накапливать денежные средства для строительства трубопровода Ескене-Курык (общая стоимость проекта на момент IPO Т387млрд) после 2016 года мы считаем неубедительным. Во-первых, в связи с приостановлением добычи на Кашагане и неопределенностью по сроку возобновления добычи, реализация второй фазы проекта, скорее всего, тоже будет отложена. Во-вторых, проект, вероятнее всего, будет реализовываться совместно с другими инвесторами, которые разделят с компанией бремя финансирования. В-третьих, КТО может привлечь преимущественно долговое финансирование для данного проекта, учитывая сильное финансовое положение компании. Как правило, денежные средства на балансе накапливают циклические компании или компании, работающие в операционной среде с высоким риском, но не регулируемые монополисты. Если компания выплатит 90% чистой прибыли за 2013-2015 годы, это позволит снизить чистые денежные средства до 16,8% от общих активов к 2015 году и после начала реализации проекта Ескене-Курык сократить чистые денежные средства до лишь 6% от общих активов к 2017, или до Т52млрд. При данном оптимальном уровне выплат, средняя дивидендная доходность за 2013-2015 годы по акциям КТО может в составить 13,2%, по нашей оценке.

**Рисунок 9. Прогнозы по свободным денежным потокам, капвложениям, дивидендам (в млрд.т) - базовый сценарий (КВД 60% в 2013-2015)**



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

**Рисунок 10. Прогнозы по свободным денежным потокам, капвложениям, дивидендам (в млрд.т) - оптимист.сценарий (КВД 90% в 2013-2015)**



Однако размер дивиденда будет зависеть от решения основного акционера, НК КМГ, чьи инвестиционные планы в 2014-2020 годах требуют привлечения значительного финансирования. НК КМГ требуются деньги для продолжения разведочной деятельности, модернизации НПЗ, субсидирования поставок нефтепродуктов на внутренний рынок и финансирования капитальных инвестиций в крупных нефтяных проектах (замена труб на Кашагане, расширение Карачаганак и Тенгиз). Мы хорошо знаем, что в прошлом КМГ привлекала деньги своих дочерних компаний для собственных проектов. Однако в этот раз мы считаем, данные риски ниже, учитывая что интересы миноритарных акционеров и правительства

совпадают, по крайней мере в период реализации программы Народного IPO. Акции КТО остаются нашим фаворитом среди публичных казахстанских компаний в инфраструктурном секторе. Компания генерирует стабильные и предсказуемые денежные потоки, и способна выплачивать щедрые дивиденды. Основные риски для нашей оценки – снижение государственной поддержки программы Народного IPO, ухудшение регуляторного климата и корпоративное управление.

**Приложение А. Финансовая отчетность**

в млн. KZT, кроме значений за акцию	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>						
Выручка	190 022	236 225	254 037	272 441	287 263	315 948
Себестоимость	81 526	95 973	107 490	120 389	134 835	151 015
Валовая прибыль	108 496	140 252	146 547	152 052	152 428	164 933
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	11 028	12 351	13 833	15 493	16 577	17 738
Прочие операционные расходы	5 408	6 723	7 230	7 754	8 176	8 992
ЕВГТДА	92 060	121 179	125 484	128 806	127 675	138 203
Износ и амортизация	29 443	31 434	34 298	36 445	39 584	44 273
ЕВГТ	62 617	89 744	91 186	92 361	88 091	93 930
Финансовые расходы	1 374	0	0	0	0	0
Финансовые (доходы)	-4 197	-4 274	-5 937	-6 417	-13 033	-11 351
Прочие расходы/(доходы)	-11 950	-11 543	-12 522	-13 311	-14 133	-16 860
Прибыль до уплаты налога на прибыль	77 391	105 561	109 646	112 089	115 258	122 142
Налог на прибыль	13 847	21 112	21 929	22 418	23 052	24 428
<b>Чистая прибыль</b>	<b>63 544</b>	<b>84 449</b>	<b>87 717</b>	<b>89 671</b>	<b>92 206</b>	<b>97 714</b>
<b>Прибыль на акцию (EPS), тенге</b>	<b>165</b>	<b>220</b>	<b>228</b>	<b>233</b>	<b>240</b>	<b>254</b>
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	25 645	23 623	25 404	27 244	28 726	31 595
Краткосрочные инвестиции	83 117	116 206	125 619	257 795	223 868	192 841
Дебиторская задолженность	4 549	4 915	5 285	5 668	5 976	6 573
Инвентарь	2 346	3 099	3 471	3 887	4 353	4 876
Предоплаченные расходы	843	4 054	4 360	4 676	4 930	5 422
Прочие оборотные активы	7 096	8 048	8 655	9 282	9 787	10 764
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>123 595</b>	<b>159 943</b>	<b>172 793</b>	<b>308 551</b>	<b>277 641</b>	<b>252 071</b>
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	401 109	437 175	467 893	478 002	549 348	618 464
Нематериальные активы и гудвилл	5 701	6 521	7 066	8 628	9 158	9 746
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	53 554	64 321	76 052	88 568	101 906	117 978
Предоплаченные расходы	5 836	6 675	7 233	8 832	9 374	9 976
Прочие долгосрочные активы	733	838	909	1 109	1 178	1 253
<b>Итого активы:</b>	<b>590 528</b>	<b>675 473</b>	<b>731 947</b>	<b>893 690</b>	<b>948 605</b>	<b>1 009 488</b>
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	11 096	11 006	12 326	13 805	15 462	17 317
Средства полученные от клиентов	17 182	28 175	31 556	35 343	39 584	44 334
Налоги к выплате	4 055	4 078	4 567	5 115	5 729	6 416
Прочие краткосрочные обязательства	17 296	21 069	23 597	26 429	29 601	33 153
<b>Итого краткосрочные обязательства:</b>	<b>49 629</b>	<b>64 327</b>	<b>72 047</b>	<b>80 692</b>	<b>90 375</b>	<b>101 220</b>
Долгосрочные займы	0	0	0	98 760	98 760	98 760
Отложенные налоговые обязательства	43 538	62 980	70 538	61 202	64 504	68 203
Прочие долгосрочные обязательства	30 091	34 573	38 722	65 355	68 881	72 831
<b>Итого обязательств:</b>	<b>123 257</b>	<b>161 881</b>	<b>181 306</b>	<b>306 009</b>	<b>322 520</b>	<b>341 014</b>
Акционерный капитал	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938
Прочие капитальные резервы	180 955	180 955	180 955	180 955	180 955	180 955
Нераспределенная прибыль	224 378	270 700	307 748	344 789	383 192	425 582
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>467 270</b>	<b>513 593</b>	<b>550 640</b>	<b>587 681</b>	<b>626 085</b>	<b>668 474</b>
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>590 527</b>	<b>675 473</b>	<b>731 947</b>	<b>893 690</b>	<b>948 605</b>	<b>1 009 488</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>						
<b>Денежные средства от опер. деятель-ти</b>						
Чистая прибыль		84 449	87 717	89 671	92 206	97 714
Амортизация		31 434	34 298	36 445	39 584	44 273
Изменения оборотного капитала		9 417	6 064	6 903	8 149	8 256
Изменения прочих долгосрочных активов и обязательств		10 721	-1 885	729	-8 342	-10 373
Денежные средства от операционной деятельности:		136 021	126 194	133 748	131 597	139 869
<b>Денежные средства от инвест. деятель-ти</b>						
Капитальные инвестиции		-67 500	-65 017	-46 553	-110 931	-113 389
Дивиденды от ассоциированных предприятий		672	687	691	691	685
(Продажа)/приобретение активов		0	0	0	0	0
Краткосрочные инвестиции		-33 089	-9 414	-132 176	33 927	31 027
Денежные средства от инвестиционной деятельности:		-99 917	-73 743	-178 038	-76 312	-81 677
<b>Денежные средства от фин. деятель-ти</b>						
Привлечение/ (возврат) краткосрочного долга		0	0	0	0	0
(Дивиденды) акционерам		-38 126	-50 669	-52 630	-53 803	-55 324
Выпуск акций		0	0	0	0	0
Денежные потоки от финансовой дея-ти.		-38 126	-50 669	46 130	-53 803	-55 324
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>-2 022</b>	<b>1 781</b>	<b>1 840</b>	<b>1 482</b>	<b>2 869</b>

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

**Приложение В. Ключевые финансовые показатели**

в млн. KZT	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Рост и маржа</b>						
Выручка	190 022	236 225	254 037	272 441	287 263	315 948
% рост	32,8%	24,3%	7,5%	7,2%	5,4%	10,0%
Валовая маржа	108 496	140 252	146 547	152 052	152 428	164 933
% маржа	57,1%	59,4%	57,7%	55,8%	53,1%	52,2%
ЕВИТДА	92 060	121 179	125 484	128 806	127 675	138 203
% маржа	48,4%	51,3%	49,4%	47,3%	44,4%	43,7%
% рост	51,6%	31,6%	3,6%	2,6%	(0,9%)	8,2%
ЕВИТ	62 617	89 744	91 186	92 361	88 091	93 930
% маржа	33,0%	38,0%	35,9%	33,9%	30,7%	29,7%
% рост	89,4%	43,3%	1,6%	1,3%	(4,6%)	6,6%
Операционная прибыль после налогов (NOPAT)	50 094	71 795	72 949	73 889	70 473	75 144
% рост	90,2%	43,3%	1,6%	1,3%	(4,6%)	6,6%
Чистая прибыль	63 544	84 449	87 717	89 671	92 206	97 714
% маржа	33,4%	35,7%	34,5%	32,9%	32,1%	30,9%
% рост	89,7%	32,9%	3,9%	2,2%	2,8%	6,0%
<b>Показатели доходности</b>						
Возврат на собственный капитал (ROE)	14,8%	17,2%	16,5%	15,8%	15,2%	15,1%
Дивидендная доходность	7,9%	9,3%	8,6%	7,9%	7,2%	4,6%
Возврат на активы (ROA)	11,7%	13,3%	12,5%	11,0%	10,0%	10,0%

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».

© 2014, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент Продаж

Директор департамента

**Ардак Нурахаева**, +7 (727) 244 69 91

[a.nurakhayeva@halykfinance.kz](mailto:a.nurakhayeva@halykfinance.kz)

Для институциональных инвесторов:

**Анель Акиянова**, +7 (727) 259-6202

[a.akiyanova@halykfinance.kz](mailto:a.akiyanova@halykfinance.kz)

**Асель Исатаева**, +7 (727) 244-6545

[a.isatayeva@halykfinance.kz](mailto:a.isatayeva@halykfinance.kz)

Для розничных инвесторов:

**Дарья Манеева**, +7 (727) 244-6980

[d.maneyeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneyeva@halykfinance.kz)

**Сабина Муканова**, +7 (727) 259-6203

[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

##### Департамент Исследований

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541

[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157

[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

Долговые инструменты

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153

[b.madybaev@halykfinance.kz](mailto:b.madybaev@halykfinance.kz)

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986

[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968

[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538

[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 244-6538

[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance