

**Целевая цена снижена из-за падения
 объемов транспортировки**

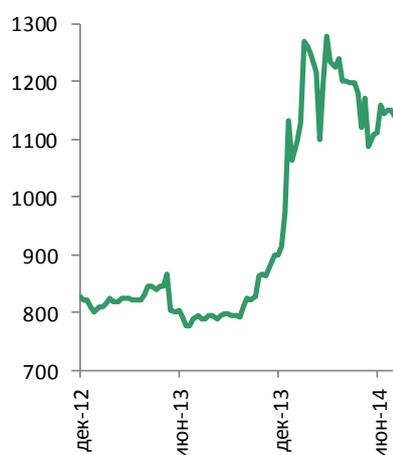
15 августа 2014 г.

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

Рекомендация	Покупать
12М целевая цена, KZT	1349
Цена закрытия (15/08/14)	1131
12М потенциал роста	19.3%
Дивидендная доходность	9.7%
Общая ожидаемая доходность	29.0%
Рыночная капитализация	\$2.1млрд
Кол-во выпущенных акций, млн	385
Доля акций в своб.обращ.	10%
Тикер	KZTO

Источник: прогнозы ХФ, публичные данные

**Динамика изменения
 цены KZTO после IPO
 (KZT/акцию)**



Источник: KASE

На прошлой неделе КазТрансОйл опубликовал в целом нейтральные консолидированные финансовые результаты за 1П2014. Рост операционных расходов после февральской девальвации тенге был ожидаемо скомпенсирован своевременным повышением тарифов, что помогло компании сохранить операционную маржу. Однако объемы транспортировки упали на 4,4% г/г вследствие снижения добычи нефти в Казахстане. Вдобавок чистая прибыль компании оказалась под давлением из-за значительного убытка от ассоциированных предприятий, чьи обязательства в долларах выросли, а тарифы остались на прежнем уровне.

Мы пересмотрели нашу модель, отразив: 1) фактические консолидированные производственные и финансовые результаты за 1П2014 (нейтральное); 2) снижение прогноза прибыли от ассоциированных предприятий (отрицательное); 3) снижение предположений по объемам транспортировки (отрицательное). В результате, мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 6,3% до T1 349 за акцию, что при текущей цене подразумевает потенциал роста в 19,3%, в дополнение к дивидендной доходности в 9,7%.

**Консолидированный объем транспортировки в
 1П2014 упал на 5,5% г/г**

Консолидированный объем транспортировки компании в 1П2014 (включает ККТ и Мунайтас) снизился на 5,5% г/г до 30,9млн.т, в то время как объем транспортировки по собственным трубопроводам снизился на 4,4% г/г до 25,4млн.т. Снижение объемов транспортировки было в основном обусловлено падением объемов добычи в Казахстане (-3,1% г/г) из-за естественного падения добычи на Кумкольской группе месторождений. Соответственно, мы снизили наш прогноз темпов роста объемов транспортировки до минус 2,2% в 2014 году и далее предположили, что объемы транспортировки останутся без изменений.

	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	15.1	165	109
2014П	203 191	6.9	97 260	47.9	60 642	(102 493)	12.7	14.2	158	110
2015П	221 122	8.8	98 249	44.4	64 801	(94 884)	13.0	12.9	168	118
2016П	234 832	6.2	99 247	42.3	63 676	(106 030)	12.3	12.1	166	116

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Своевременное повышение тарифов после девальвации позволило сохранить операционную маржу в 1П2014

Консолидированная выручка КазТрансОйл во 2кв2014 выросла на 12,8% г/г благодаря увеличению выручки от транспортировки нефти (+13,9% г/г) и росту прочей выручки (+7,6% г/г). Выручка от транспортировки нефти выросла на фоне роста тарифов (+23,6% по экспортным и +50,9% по внутренним направлениям), что было несколько омрачено снижением грузооборота нефти на 1,8%.

В течение квартала себестоимость производства выросла на 17,2% г/г до Т19,4млрд, что в целом соответствовало ожидаемому темпу роста после девальвации. Напомним, что в пересмотренной тарифной смете компании после девальвации тенге, компенсируемые операционные расходы выросли на 27,0% по сравнению с уровнем расходов в предыдущей тарифной смете. В наших прогнозах мы предположили, что операционные расходы, не включенные в тарифную смету будут расти на уровне инфляции и соответственно, мы ожидаем, что общие операционные расходы в 2014 году увеличатся на 15,7% г/г.

Общие и административные расходы выросли лишь на 2,6% г/г до Т2,3млрд, что намного ниже темпа роста административных расходов, включенного в тарифную смету (+17,1% г/г) и среднегодового темпа роста за предыдущие пять лет в 5,8%. Мы ожидаем, что административные расходы будут расти более высокими темпами во второй половине года и ожидаем, что рост составит 5,9% г/г по сравнению с 2013 годом.

Рисунок 1. Обзор финансовых результатов 1П2014

в млн. т, кроме значений за акцию	2кв2014Ф	2кв2013Ф	г/г	1П2014Ф	1П2013Ф	г/г
Выручка	51 642	45 795	12.8%	97 027	92 864	4.5%
Операционные расходы (без амортиз.)	19 433	16 576	17.2%	36 309	33 634	8.0%
ЕБИТДА	30 948	28 014	10.5%	57 632	56 490	2.0%
Маржа ЕБИТДА	59.9%	61.2%	+4пп	59.4%	60.8%	(2.4%)
Чистая прибыль	18 907	20 114	(6.0%)	23 984	40 437	(40.7%)
Маржа чистой прибыли, %	36.6%	43.9%	-3пп	24.7%	43.5%	(43.2%)
Прибыль на акцию (EPS)	49	52	(6.0%)	69	105	(34.3%)

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Маржа ЕБИТДА компании улучшилась на 4пп во 2кв2014 года преимущественно благодаря однократной статье доходов по штрафам и пеням, полученным от нефтедобывающих компаний, которые пользовались трубопроводами КТО. Во 2кв2014 маржа ЕБИТДА, скорректированная с учетом однократных статей, снизилась лишь на 1,2пп г/г вследствие своевременного пересмотра тарифов. Чистая прибыль во 2кв2014 выросла на 6,2% г/г до \$21,4млрд, в то время как в 1П2014 снизилась на 34,6% г/г в основном из-за убытка от ассоциированных предприятий – Казахстанско-Китайский трубопровод (ККТ) и Мунайтас. Убыток ККТ от курсовой разницы в 1кв2014 составил Т30,1млрд в связи с переоценкой обязательств в долларах. Также на снижение рентабельности ассоциированных предприятий повлияло то, что они не подавали на повышение тарифов после девальвации тенге для сохранения экономической привлекательности трубопровода для экспортеров по

китайскому направлению. Мы ожидаем, что тарифы ККТ и Мунайтас будут повышены в рамках ежегодного пересмотра тарифов.

Чистая денежная позиция КТО на конец 1П2014 составила Т124,9млрд, увеличившись на Т47,3млрд благодаря сильным операционным денежным потокам (Т43,1млрд), которые частично скомпенсировали отток по инвестиционным проектам (Т26,8млрд). Соответственно, за вычетом выплаты дивиденда за 2013 год в начале июля, чистая денежная позиция компании составила Т82,9млрд (или Т215 на акцию).

Пересмотр оценки и анализ чувствительности

Мы пересмотрели нашу модель, отразив: 1) фактические консолидированные производственные и финансовые результаты за 1П2014 (нейтральное); 2) снижение прогноза прибыли от ассоциированных предприятий (отрицательное); 3) снижение предположений по объемам транспортировки (отрицательное). В результате, мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 6,3% до Т1 349 за акцию, что при текущей цене подразумевает потенциал роста в 19,3%, в дополнение к дивидендной доходности в 9,7%.

Мы снизили наш прогноз темпов роста объемов транспортировки до минус 2,2% в 2014 году и далее предположили, что объемы останутся без изменений. Данный прогноз отражает текущую динамику добычи в Казахстане. Наш прогноз выручки на 2014 год был снижен на 14,0% до Т203,2млрд, что предполагает темп роста в 6,9% г/г. В среднем мы снизили наш прогноз выручки на 13,5% в прогнозном периоде. Мы ожидаем, что маржа EBITDA компании в 2014 году снизится на 0,6 пп г/г до 47,9% и ожидаем, что маржа EBITDA и ROE в среднем составят 37,2% и 12,6%, соответственно, в течение последующих десяти лет.

Наша оценка чувствительна к изменению стоимости акционерного капитала, темпа роста тарифов и операционных расходов и практически не чувствительна к изменению терминальной ставки роста. Изменение стоимости акционерного капитала на 10% ведет к изменению стоимости акций в 15,2%, в то время как изменение темпов роста операционных расходов на 10% приводит к изменению стоимости акций на 9,8%.

Рисунок 2. Чувствительность к стоимости акц. капитала и терм. ставке роста

		Стоимость акционерного капитала						
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
Терм. ставка роста	2.0%	2281	1841	1547	1337	1180	1057	958
	3.0%	2290	1847	1552	1341	1183	1059	960
	4.0%	2299	1854	1557	1345	1186	1062	962
	5.0%	2308	1861	1562	1349	1189	1064	965
	6.0%	2317	1867	1567	1353	1192	1067	967
	7.0%	2326	1874	1572	1357	1195	1070	969
	8.0%	2335	1881	1577	1361	1199	1072	971

Источник: прогнозы Халык Финанс

Рисунок 3. Чувствительность к темпам роста тарифов и опер. расходов

		Среднегодовой темп роста тарифов в 2014-2022 году						
		3.2%	4.2%	5.2%	6.2%	7.2%	8.2%	9.2%
Среднегодовой темп роста опер. расходов в 2014-2022 году	7.5%	1240	1414	1597	1789	1991	2204	2427
	8.5%	1103	1276	1459	1651	1854	2066	2289
	9.5%	956	1130	1313	1505	1707	1920	2143
	10.5%	800	974	1157	1349	1551	1764	1987
	11.5%	635	808	991	1183	1386	1598	1821
	12.5%	459	632	815	1007	1209	1422	1645
	13.5%	272	445	628	820	1022	1235	1458

Источник: прогнозы Халык Финанс

Рисунок 4. Чувствительность к коэффициенту выплаты дивидендов (КВД)

		КВД в 2014-2022 году						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
КВД в терминальном году	41%	981	1045	1107	1168	1227	1284	1340
	46%	1046	1109	1169	1228	1286	1341	1396
	51%	1111	1172	1231	1289	1345	1399	1451
	56%	1177	1236	1293	1349	1403	1456	1507
	61%	1242	1299	1355	1409	1462	1513	1563
	66%	1307	1363	1417	1470	1521	1571	1619
	71%	1373	1427	1479	1530	1580	1628	1674

Источник: прогнозы Халык Финанс

Приложения А. Финансовая отчетность

в млн. KZT, кроме значений за акцию	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П
Отчёт о прибылях и убытках					
Выручка	190 022	203 191	221 122	234 832	249 391
Себестоимость	81 526	95 010	104 986	116 010	128 191
Валовая прибыль	108 496	108 181	116 136	118 822	121 201
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	11 028	12 185	13 465	14 879	16 441
Прочие операционные расходы	5 408	-1 264	4 422	4 697	4 988
ЕБИТДА	92 060	97 260	98 249	99 247	99 772
Износ и амортизация	29 443	31 286	33 901	36 321	37 113
ЕБИТ	62 617	65 974	64 348	62 926	62 659
Финансовые расходы	1 374	710	0	0	0
Финансовые (доходы)	-4 197	-5 281	-4 934	-5 023	-6 437
Прочие расходы/(доходы)	-11 950	-5 258	-11 719	-11 646	-11 490
Прибыль до уплаты налога на прибыль	77 391	75 803	81 002	79 594	80 585
Налог на прибыль	13 847	15 161	16 200	15 919	16 117
Чистая прибыль	63 544	60 642	64 801	63 676	64 468
Прибыль на акцию (EPS), тенге	165	158	168	166	168
Балансовый отчет					
Денежные средства	25 645	20 319	22 112	23 483	24 939
Краткосрочные инвестиции	83 117	82 174	72 771	82 547	126 495
Дебиторская задолженность	4 549	4 864	5 293	5 622	5 970
Инвентарь	2 346	2 734	3 021	3 338	3 689
Предоплаченные расходы	843	901	981	1 041	1 106
Прочие оборотные активы	7 096	7 587	8 257	8 769	9 312
Итого оборотные активы	123 595	118 579	112 436	124 800	171 512
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	401 109	434 622	465 655	475 809	454 985
Нематериальные активы и гудвилл	5 701	6 031	6 387	6 719	7 083
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	53 554	58 499	69 759	80 933	91 942
Предоплаченные расходы	5 836	6 173	6 538	6 878	7 250
Прочие долгосрочные активы	733	775	821	864	911
Итого активы:	590 528	624 680	661 596	696 004	733 683
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	11 096	10 895	12 039	13 303	14 700
Средства полученные от клиентов	17 182	20 047	22 152	24 478	27 048
Налоги к выплате	4 055	4 750	5 249	5 800	6 410
Прочие краткосрочные обязательства	17 296	20 157	22 273	24 612	27 196
Итого краткосрочные обязательства:	49 629	55 849	61 714	68 193	75 354
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0
Отложенные налоговые обязательства	43 538	48 995	54 139	59 824	66 106
Прочие долгосрочные обязательства	30 091	33 862	37 418	41 347	45 688
Итого обязательств:	123 257	138 707	153 271	169 364	187 148
Акционерный капитал	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938
Прочик капитальные резервы	180 955	180 955	180 955	180 955	180 955
Нераспределенная прибыль	224 378	243 081	265 433	283 748	303 643
Итого собственный капитал	467 270	485 974	508 325	526 640	546 535
Итого обяза-ва и собственный капитал	590 527	624 680	661 596	696 004	733 683
Отчет о движении денежных средств					
Денежные средства от опер. деятель-ти					
Чистая прибыль		60 642	64 801	63 676	64 468
Амортизация		31 286	33 901	36 321	37 113
Изменения оборотного капитала		4 967	4 399	5 262	5 853
Изменения прочих долгосрочных активов и обязательств		3 221	-3 826	-2 787	-1 690
Денежные средства от операционной деятельности:		100 117	99 275	102 471	105 744
Денежные средства от инвест. деятель-ти					
Капитальные инвестиции		-64 800	-64 933	-46 476	-16 289
Дивиденды от ассоциированных предприятий		353	499	512	522
(Продажа)/приобретение активов		0	0	0	0
Краткосрочные инвестиции		943	9 402	-9 775	-43 948
Денежные средства от инвестиционной деятельности:		-63 504	-55 032	-55 739	-59 716
Денежные средства от фин. деятель-ти					
Привлечение/(возврат) краткосрочного долга		0	0	0	0
(Дивиденды) акционерам		-41 939	-42 450	-45 361	-44 573
Выпуск акций		0	0	0	0
Денежные потоки от финансовой дея-ти.		-41 939	-42 450	-45 361	-44 573
Чистый прирост денежных средств		-5 326	1 793	1 371	1 456

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

Приложение В. Основные финансовые показатели

<i>В млн. KZT</i>	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П
Рост и маржа					
Выручка	190 022	203 191	221 122	234 832	249 391
% рост	32.8%	6.9%	8.8%	6.2%	6.2%
Валовая маржа	108 496	108 181	116 136	118 822	121 201
% маржа	57.1%	53.2%	52.5%	50.6%	48.6%
ЕБИТДА	92 060	97 260	98 249	99 247	99 772
% маржа	48.4%	47.9%	44.4%	42.3%	40.0%
% рост	51.6%	5.6%	1.0%	1.0%	0.5%
ЕБИТ	62 617	65 974	64 348	62 926	62 659
% маржа	33.0%	32.5%	29.1%	26.8%	25.1%
% рост	89.4%	5.4%	(2.5%)	(2.2%)	(0.4%)
Операционная прибыль после налогов (NOPAT)	51 414	52 779	51 479	50 341	50 127
% рост	n/a	2.7%	(2.5%)	(2.2%)	(0.4%)
Чистая прибыль	63 544	60 642	64 801	63 676	64 468
% маржа	33.4%	29.8%	29.3%	27.1%	25.9%
% рост	89.7%	(4.6%)	6.9%	(1.7%)	1.2%
Показатели доходности					
Возврат на собственный капитал (ROE)	14.8%	12.7%	13.0%	12.3%	12.0%
Дивидендная доходность	8.2%	9.7%	9.3%	8.2%	7.4%
Возврат на активы (ROA)	11.7%	10.0%	10.1%	9.4%	9.0%

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

Для институциональных инвесторов:
Мария Пан, +7 (727) 244-6545
m.pan@halykfinance.kz

Айжан Туралиева, +7 (727) 244-6202
a.turalieva@halykfinance.kz

Для розничных инвесторов:
Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980
d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203
s.mukanova@halykfinance.kz

Департамент Исследований

Директор департамента
Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Макроэкономика
Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

Долговые инструменты
Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
b.madybaev@halykfinance.kz

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
s.amangeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты
Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538
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

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance