

## Ждем прироста тарифов

**Бакытжан Хошанов**  
[b.khochshanov@halykfinance.kz](mailto:b.khochshanov@halykfinance.kz)  
+7(727) 244 6538

23 ноября 2015

Рекомендация	Покупать
12 месячная целевая цена (KZT)	915
Потенциал роста цены	7.6%
Див. доход-сть	13.1%
Тикер	KZTO.KZ
Reuters code	
Цена (20/11/2015, KZT)	850

Данные по акции	
Кол-во простых акций (млн)	385
Дневной объём торгов (\$млн)	н.д.
Доля акций в свободном обращении (%)	10%
Рыночная капитализация (\$млн)	1 063

Основные акционеры:	
НК КМГ	90%

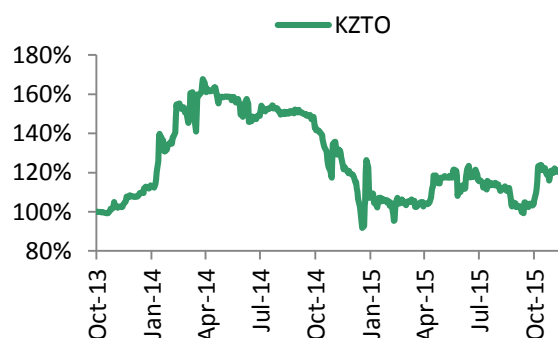
Фин. показатели (млн.т)	2014Ф	2015П	2016П
Выручка	206 637	210 584	234 185
EBITDA	105 423	110 527	106 426
Чистая прибыль	46 430	49 914	72 125
EPS	121	130	188
Собственный капитал	457 644	461 128	490 327
Чистый долг	(74 287)	(52 553)	(93 322)

Оценка	2014П	2015П	2016П
P/E (x)	7.0	6.6	4.5
P/B (x)	0.72	0.71	0.67
EV/EBITDA (x)	2.4	2.5	2.2
Див. доход-сть	12.8%	14.2%	13.1%
RoE	16.3%	10.0%	10.9%

Ценовая доходность акций	Абс.	к KASE
1М	-0.6%	-2.2%
3М	5.6%	0.1%
12М	-4.0%	4.1%
Максимум за 52 недели	918	
Минимум за 52 недели	590	

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

### Изменение цены акций KZTO с накопленным дивидендом



Акции КТО являются привлекательными, в основном, ввиду сильной дивидендной истории (дивидендная доходность – 13% в 2016 году к текущей цене). Ожидаем дальнейший прирост тарифов, в том числе экспортных, на фоне прошедшей девальвации тенге, которая, на наш взгляд, приведет к приросту капзатрат и РБА. Тарифы на внутренние поставки наиболее вероятно останутся на утвержденных уровнях. Наша рекомендация по КТО – «Покупать» с целевой ценой Т915/акцию.

**Эффект девальвации тенге** Обесценение тенге привело к доходу от курсовой разницы в размере Т14,1 млрд тенге в 3 кв., а в дальнейшем может увеличить план капзатрат компании. Мы предполагаем, что капзатраты могут вырасти до Т268 млрд в совокупности до 2021 года (против прогноза Т205 млрд ранее), что приведет к приросту РБА и соответственно ее доходов, на наш взгляд.

**Ждем прироста тарифов на экспортные поставки** Отметим, что тариф на внутренние поставки оставался практически неизменным с 1 кв. 2014 года, но будет увеличиваться на 10% ежегодно, начиная с 1 октября 2015 года. Тариф на экспортные поставки также существенно не увеличивался со 2 кв. 2014, но ожидаем его пересмотра в ближайшее время. Считаем, что нечастые пересмотры тарифов компании могут ограничить потенциал роста доходов. Повышение в тарифах ожидаем на основе увеличения регулируемой базы активов (РБА) за счет капзатрат, на которую начисляется регуляторная норма прибыли. Прирост доходов по итогам 2015 года может составить 1,9% г/г, а общая прибыль и дивиденды – Т130/акцию и Т112/акцию, соответственно.

**Потенциальная сделка с Казтрансгаз** 19 ноября 2015 Председатель Правления АО «Самрук-Казына» объявил о возможности объединения КТГ и КТО, при этом акции минотариев КТО могут быть «трансформированы» в акции новой компании. Мы предполагаем, что данная конвертация будет осуществлена по справедливой стоимости, подразумевая нейтральный эффект на котировки акций КТО.

**Рекомендация «Покупать»** КТО представляет сильную дивидендную историю (13% годовых в 2016). На фоне прироста РБА ожидаем дальнейшее увеличение тарифов, рассчитывая 12-месячную целевую цену на уровне Т915/акцию. Соответственно, общая доходность, с учетом дивидендной, по акции компании может составить 21%. Наша рекомендация по КТО «Покупать».

## Эффект девальвации тенге на КТО

Одним из основных событий за 9М2015 считаем произошедшую девальвацию тенге, которая влияет на финансовую отчетность компании как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе.

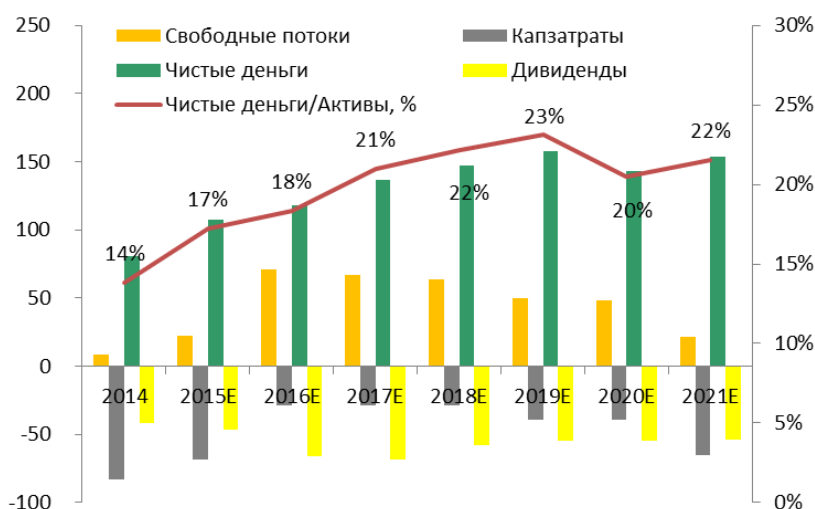
### Краткосрочный эффект: курсовая разница

С 20 августа Нацбанк перешел на режим «плавающего» курса, что привело к обесценению тенге с этой даты на 30% до 270KZT/USD на конец 3 кв. Так как на конец 1П2015 долги у компании отсутствовали, а сумма депозитов и наличности составляла около \$230 млн. В результате, КТО получил прибыль от курсовой разницы в 3 кв. в размере T14,1 млрд. Так как прибыль будет единоразовой и неденежной, считаем, что эффект на оценку – нейтральный.

### Долгосрочный эффект: прирост капзатрат

Капзатраты в ближайшие годы будут вероятно пересмотрены в сторону увеличения на фоне девальвации тенге, которые по нашим расчетам достигнут T268 млрд кумулятивно до 2021г., включительно. Вместе с тем, в связи с увеличением РБА и приростом тарифов эффект девальвации будет большей частью нивелирован. Несмотря на корректировку по капзатратам ввиду обесценения курса ожидаем, что их объем будет значительно меньше показателей за 2013-2014гг. на фоне завершения активной фазы по инвестиционной программе по модернизации трубопроводов, в том числе на линиях Каламкас-Каражанбас-Актау и Узень-Жетыбай-Актау.

**Рисунок 1. Прогнозы по свободным денежным потокам, капвложениям, дивидендам (в млрд KZT)**



### Эффект на дочерние организации

В связи с отсутствием долгов, индексированием тарифов в тенге и малого объема капзатрат считаем, что влияние девальвации на финансовые показатели АО «Мунайтас» будет минимальным. По нашим расчетам дивидендный поток от

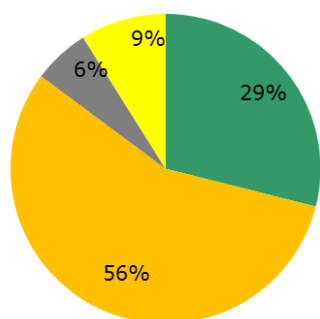
Мунайтас не превысит Т500 млн в год в ближайшие 3 года в пользу КТО.

Касательно ККТ, ввиду наличия крупного долга – около \$750 млн на конец 2014 года – единоразовый неденежный убыток по ККТ будет существенным, который по итогам 2015 года может привести к убытку в размере Т30-35 млрд по ККТ на долевой основе.

### Динамика по грузообороту, тарифам и выручке

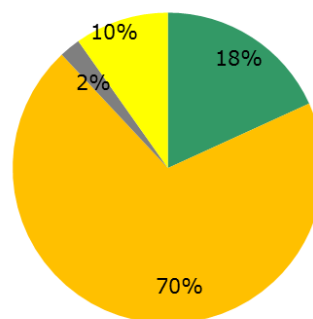
В разрезе сегментов, экспортные поставки занимают около 56% по объему транспортировки и около 70% по доходам. За 9М2015 консолидированный грузооборот увеличился на 2,4% г/г и на фоне также увеличения тарифов доход от транспортировки нефти вырос на 9,0%.

**Рисунок 2. Распределение грузооборота (9М2015)**



- Внутренние поставки
- Экспортные поставки
- Транзит (ТОН-2)
- Транзит (по соглашению с Россией)

**Рисунок 3. Распределение выручки (9М2015)**



- Внутренние поставки
- Экспортные поставки
- Транзит (ТОН-2)
- Транзит (по соглашению с Россией)

Источник: расчеты Халык Финанс

Прирост доходов компании (+7,6% за 9М2015) в основном поддерживается увеличением тарифов. Так, экспортные тарифы за 9М2015 прибавили 5,4% г/г, тарифы на внутренние поставки не изменились, а тарифы по транспортировке нефти в направлении Атасу-Алашанькоу увеличились на 31% г/г за счет их индексации в долларовое выражение. Если ранее тариф на транспортировку нефти на участке Прииртышск-Атасу составлял Т117/т-км, а перевалка нефти из системы КТО в трубопровод Атасу-Алашанькоу составлял 1097/т-км, то с 4 ноября 2014 эти тарифы были пересмотрены на \$2,63/т-км и \$7,17/т-км, соответственно.

**Рисунок 4. Средние тарифы (тг/т-км)**

	1П2014	9П2014	2014	1П2015	9М2015	2015
Внутренние поставки	2 932	2 930	2 930	2 932	2 932	3 005
Экспортные поставки	5 334	5 490	5 572	5 774	5 788	5 796
Транзит (ТОН-2)	1 727	1 727	1 727	1 727	1 727	1 727
Транзит (участок Прииртышск-Атасу)	117	117	177	487	527	587
Перевалка из КТО в Атасу-Алашь	1 097	1 097	1 132	1 326	1 438	1 601

Источник: данные компании, расчеты ХФ

По внутренней транспортировке, отметим, что 28 августа регулятор КРЕМИЗК утвердил увеличение тарифов на

внутренние поставки на 10% ежегодно на следующие 5 лет с вводом в действие с 1 октября 2015 года.

#### Рисунок 5. Тариф на внутреннюю транспортировку

	2015	2016	2017	2018	2019
В т/т-км	3 225	3 547	3 902	4 292	4 722
Прирост, %		10%	10%	10%	10%

Источник: данные компании

**Изменения в финансовой модели** При обновлении финансовой модели, мы сохранили большую часть параметров, при этом внесли изменения, наиболее существенными из которых является пересмотр плана капзатрат с Т205 млрд до Т268 млрд в 2015-2021гг.

#### Рисунок 6. Обзор изменений в прогнозах

	2015E	2016E	2017E	2018E
<i>Выручка (KZT млн)</i>				
Предыдущий	211 802	234 244	252 743	264 083
Новый	210 584	234 185	241 614	245 319
% изменение	(0.6%)	(0.0%)	(4.4%)	(7.1%)
% рост	1.9%	11.2%	3.2%	1.5%
<i>ЕВИТДА (KZT млн)</i>				
Предыдущий	89 115	99 120	103 875	100 029
Новый	110 527	106 426	101 439	91 505
% изменение	24.0%	7.4%	(2.3%)	(8.5%)
% рост	4.8%	(3.7%)	(4.7%)	(9.8%)
<i>Чистая прибыль (KZT млн)</i>				
Предыдущий	53 214	59 404	63 292	64 655
Новый	49 914	72 125	61 704	53 704
% изменение	(6.2%)	21.4%	(2.5%)	(16.9%)
% рост	7.5%	44.5%	(14.4%)	(13.0%)
<i>EPS (KZT/акцию)</i>				
Предыдущий	138	154	165	168
Новый	130	188	160	140
% изменение	(6.2%)	21.4%	(2.5%)	(16.9%)
<i>Дивиденд (KZT/акцию)</i>				
Предыдущий	119	133	142	145
Новый	121	112	161	138
% изменение	1.5%	(16.0%)	14.0%	(4.6%)
Коэф-т выплаты дивид.	100%	86%	86%	86%

Источник: прогнозы ХФ

**Стабильность по кредитным рискам** 9 сентября Fitch Ratings подтвердило рейтинг компании в иностранной валюте на уровне «BBB» (ниже суверенного на один пункт) и повысило рейтинг в местной валюте на один пункт до «BBB+» с прогнозами «Стабильный». Рейтинги компании подкрепляются сильными операционными показателями, значимостью для экономики, отсутствием долга и возможной поддержкой государства в случае необходимости. При этом, согласно агентству, рейтинги КТО ограничиваются рейтингами материнской организации АО «НК КМГ», использующая дивиденды от КТО для обслуживания своего долга, который составлял около \$17 млрд на конец 1 кв.2015.

**Потенциальное объединение с КазТрансГаз** Председатель Правления АО «Самрук-Казына» г-н У. Шукеев, объявил о возможности объединения газотранспортной КазТрансГаз (КТГ) и нефтетранспортной КазТрансОйл в будущем. Планируется, что акции КТО будут «трансформированы» в акции объединенной компании. Считаем, что на данный момент

преждевременно оценивать эффект слияния двух организаций, так как не уточнены параметры ожидаемой сделки, реализация которой может занять продолжительный период.

Отметим, что рентабельность КТГ ниже, чем у КТО, так маржа EBITDA КТГ составила 23,2% в 2014 против 51% у КТО, а левередж КТГ выше – объем займов и размещенных облигаций на конец 2014 года составил Т227,3 млрд (24% от активов).

В случае объединения двух организаций г-н Шукеев предложил обособить деятельность Казтрансгаз по торговле газом в отдельную организацию, так как объединенная организация должна заниматься только транспортировкой нефти и газа.

**Рекомендация по компании «Покупать»** На наш взгляд, КТО представляет сильную дивидендную историю (ожидаемая доходность – 13% годовых по итогам 2015 года), и является регулируемой инфраструктурной компанией, предполагая стабильный денежный поток. Расширение мощностей также может оказать поддержку доходам в среднесрочной перспективе. Волатильность по цене на акции КТО может повыситься в преддверье возможной сделки по объединению с Казтрансгаз. Ввиду привлекательной общей годовой доходности на уровне 21%, в том числе дивидендной 13%, наша рекомендация по компании – «Покупать», а 12 месячная целевая цена – Т915/акцию.

#### Рисунок 7. Простые акции КТО

Рекомендация	Покупать
12М целевая цена, KZT	915
Цена закрытия (20/11/15)	850
12М потенциал роста цены	7.6%
Дивидендная доходность	13.1%
Общая ожидаемая доходность	20.8%
Рыночная капитализация, \$ млн	1 063
Кол-во акций, млн	385
Доля акций в своб.обращ.	10%
Тикер	KZTO

Источник: прогнозы ХФ, публичные данные

## Приложение 1. Прогнозы по финансовой отчетности КТО

в млн. KZT, кроме значений за акцию	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>						
Выручка	206 637	210 584	234 185	241 614	245 319	253 959
Себестоимость	88 433	88 565	111 868	123 055	135 360	148 896
Валовая прибыль	118 204	122 019	122 317	118 559	109 959	105 064
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	13 592	10 909	11 891	12 961	14 127	15 258
Прочие операционные расходы	-811	583	4 000	4 160	4 326	4 499
ЕВИТДА	105 423	110 527	106 426	101 439	91 505	85 306
Износ и амортизация	32 876	32 400	35 191	34 708	34 263	33 852
ЕВИТ	72 547	78 126	71 235	66 730	57 242	51 454
Финансовые расходы	1 615	1 911	2 000	2 000	3 000	3 000
Финансовые (доходы)	-4 517	-2 835	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000
Прочие расходы/(доходы)	5 199	9 894	-16 921	-8 400	-8 887	-12 409
Прибыль до уплаты налога на прибыль	70 250	69 156	90 156	77 130	67 129	64 863
Налог на прибыль	15 699	19 087	18 031	15 426	13 426	12 973
<b>Чистая прибыль</b>	<b>46 430</b>	<b>49 914</b>	<b>72 125</b>	<b>61 704</b>	<b>53 704</b>	<b>51 890</b>
<b>Прибыль на акцию (EPS), тенге</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>188</b>	<b>160</b>	<b>140</b>	<b>135</b>
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	42 175	20 441	41 210	33 753	27 500	25 847
Краткосрочные инвестиции	32 112	32 112	52 112	72 112	92 112	112 112
Дебиторская задолженность	5 804	5 041	5 606	5 784	5 873	6 080
Запасы	3 045	2 927	3 219	3 541	3 895	4 285
Предоплаченные расходы	1 111	934	1 039	1 072	1 088	1 126
Прочие оборотные активы	15 391	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>99 638</b>	<b>73 198</b>	<b>115 124</b>	<b>128 261</b>	<b>142 498</b>	<b>161 551</b>
Основные средства	415 391	451 169	444 977	439 269	434 006	429 154
Нематериальные активы и гудвилл	5 479	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Инвестиции в ассоциированные пред-тия	49 843	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Предоплаченные расходы	11 307	11 307	11 491	12 186	12 347	12 525
Прочие долгосрочные активы	3 749	3 749	3 810	4 040	4 094	4 153
<b>Итого активы:</b>	<b>585 407</b>	<b>594 922</b>	<b>630 902</b>	<b>639 256</b>	<b>648 445</b>	<b>662 882</b>
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	15 773	11 662	12 828	14 111	15 522	17 074
Средства полученные от клиентов	16 746	21 458	21 887	22 325	22 772	23 227
Налоги к выплате	4 136	5 085	5 593	6 153	6 768	7 445
Прочие краткосрочные обязательства	13 681	21 576	23 733	26 106	28 717	31 589
Итого краткосрочные обязательства:	50 336	59 781	64 042	68 695	73 779	79 335
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Отложенные налоговые обязательства	41 168	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000
Прочие долгосрочные обязательства	36 259	29 013	31 533	35 557	39 024	42 200
<b>Итого обязательств:</b>	<b>127 763</b>	<b>133 794</b>	<b>140 575</b>	<b>149 253</b>	<b>157 803</b>	<b>166 535</b>
Акционерный капитал	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938	61 938
Прочик капитальные резервы	151 288	151 288	151 288	151 288	151 288	151 288
Нераспределенная прибыль	244 418	247 902	277 101	276 778	277 416	283 121
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>457 644</b>	<b>461 128</b>	<b>490 327</b>	<b>490 004</b>	<b>490 642</b>	<b>496 347</b>
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>585 407</b>	<b>594 922</b>	<b>630 902</b>	<b>639 256</b>	<b>648 445</b>	<b>662 882</b>

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».

© 2015, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

**Директор департамента продаж**  
Ардак Нурахаева, +7 (727) 244-6991  
[a.nurakhayeva@halykfinance.kz](mailto:a.nurakhayeva@halykfinance.kz)

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

Айжан Туралиева, +7 (727) 244-6545  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)

**Директор департамента исследований**  
Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Макроэкономика**  
Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

**Долговые инструменты**  
Бакытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538  
[b.khochshanov@halykfinance.kz](mailto:b.khochshanov@halykfinance.kz)

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

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тай", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Tel. +7 (727) 259 0467  
Fax. +7 (727) 259 0593  
<http://www.halykfinance.kz/en>

**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)

**Долевые инструменты**  
Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538  
[g.zhapakova@halykfinance.kz](mailto:g.zhapakova@halykfinance.kz)

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