

Обзор операционных результатов за 2016

16 февраля 2017

Алтынай Ибраимова

a.ibraimova@halykfinance.kz

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	1354
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	1634
Ожидаемая доходность	20.7%

Дивиденды	
Ожидаемый дивиденд за 2016г., ₸/акцию	169.6
Дивидендная доходность	12.5%
Совокупная доходность	33.2%

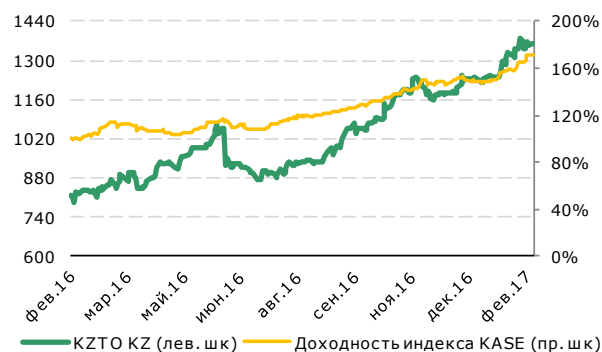
Данные по акциям	
Кол-во простых акций, млн	385
Средний дневной объем торгов (KASE, ₸ млн)	52.4
Доля акций в свободном обращении	10%
Рыночная капитализация (\$ млн)	1562

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Фин. показатели (млрд ₸)	2015Ф	2016П	2017П
Доходы	213	210	244
ЕБИТДА	111	109	134
Чистая прибыль	46	65	86
Собственный капитал	473	480	497
EPS (₸)	118	170	224
Дивиденд на акцию (₸)	121	133	170

Оценка	2015Ф	2016П	2017П
P/E (x)	11.4	8.0	6.0
P/B (x)	1.1	1.1	1.0
EV/ЕБИТДА (x)	4.0	3.7	3.0
Дивидендная доходность	8.9%	9.8%	12.5%
RoE	9.6%	13.6%	17.3%

Динамика стоимости акций	KZTO.KZ
1М	9.8%
3М	11.7%
12М	63.9%
Максимум за 52 недели	1380
Минимум за 52 недели	790



Источники: Bloomberg, расчеты ХФ

КазТрансОйл по итогам 2016г. показал сопоставимые с нашими ожиданиями результаты, отчитавшись о снижении объемов транспортировки и грузооборота. При этом, более смелые прогнозы Минэнерго РК по увеличению добычи нефти в Казахстане в 2017-2021гг. и наши ожидания по удлинению средней дистанции перекачки нефти в 2017г. позволяют нам пересмотреть прогноз по доходам КТО. Вместе с тем, приверженность Компании восходящей динамике дивидендных выплат, по нашему мнению, сохранится. Мы оцениваем высокой вероятностью выплаты дивиденда выше уровня предыдущего года (+27%). Мы подтверждаем рекомендацию Покупать, и поднимаем целевую цену до Т1 634 за акцию.

Грузооборот сузился в рамках прогноза. Как мы и ожидали, снижение объемов транспортировки нефти на 8% г/г вследствие сокращения объемов добычи в Казахстане на 1.8% было компенсировано увеличением средней дистанции перекачки на 4%, что позволило смягчить нисходящую динамику по грузообороту. Благодаря этому мы оцениваем производственные результаты КТО как нейтральные и ожидаем дальнейшего увеличения средней дистанции перекачки в 2017г. на 5%, с последующим ростом на 1% до 2019г.

Рост добычи нефти в РК – поддержка для КТО. Одним из основных драйверов для КТО является объем добычи нефти в Казахстане. Минэнерго РК в 2017г. ожидает увеличения добычи нефти в стране на 4% г/г до 81 млн тонн, с последующим наращиванием добычи до 87 млн тонн в 2019-2021гг. Прогнозы Минэнерго РК и параллельное увеличение средней дистанции перекачки нефти позволяют закладывать более высокие ожидания по доходам КТО.

Одна из самых привлекательных дивидендных историй на KASE. Дивидендная история КТО позволяет учитывать вероятность выплаты дивидендов в качестве приоритетной альтернативы. В преддверии годовых итогов мы считаем дивидендную привлекательность акций КТО высокой. Исходя из ретроспективных данных, мы полагаем, что Компания сохранит коэффициент выплаты дивидендов на уровне прошлого года (100% чистой консолидированной прибыли 2015г.), что в расчете на одну акцию (Т169.6) превысит дивиденд прошлого года на 27%.

Повышение целевой цены до Т1 634, рекомендация Покупать. Более высокие темпы роста добычи нефти в Казахстане вкупе с увеличением средней дистанции перекачки нефти и привлекательная дивидендная политика, являющаяся одной из наилучших среди компаний, торгующихся на KASE, позволяют нам повысить целевую цену до Т1 634. Потенциал роста в 20.7% от текущей цены дает нам основание сохранить рекомендацию «Покупать» акции КТО.

Транспортировка и грузооборот в 2016г. Итоги производственной деятельности за 2016г. свидетельствуют о снижении объемов транспортировки нефти на отдельной и консолидированной основе на 8% и 7%, соответственно (г/г). Заметное снижение наблюдается и по грузообороту, который за год сократился на 3% и 5%, соответственно, что было вызвано снижением объема перекачанной нефти, частично компенсированным перекачкой на большие расстояния (в среднем на 810 км, на 4% выше, г/г). Результаты, в целом, совпали с нашими ожиданиями (Рис. 3.), вследствие чего мы ожидаем сопоставимые с нашими прогнозами финансовые результаты за 2016г. (Рис. 2.)

Рисунок 2. Прогноз отдельных финансовых показателей

	2015	2016П	г/г
Доходы - отдельно	213.2	210.2	-1%
ЕБИТ	33.2	37.3	12%
Чистый доход - отдельно	79.6	58.4	-27%

Источник: Данные КТО, прогнозы ХФ

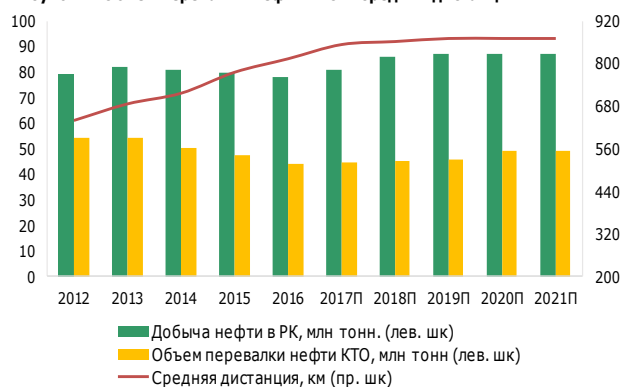
За последние 5 лет средняя дистанция перекачки нефти КТО увеличилась в среднем на 5%, в связи с чем в 2017г. мы ожидаем соответствующее увеличение средней дистанции до 850 км. в 2017г., с последующим ростом на 1% до 2019г. Данное увеличение компенсирует сокращение доли нефти, транспортируемой КТО.

Рисунок 3. Операционные результаты 2016г.

Показатель	2016	2015	г/г	Прогноз ХФ	%
Объем - конс., тыс. тонн	56 575	61 001	-7%	-	-
Объем - отд., тыс. тонн	43 797	47 541	-8%	44 272	-1%
Грузооборот - конс., тонн*км	43 130	45 446	-5%	-	-
Грузооборот - отд., тонн*км	35 635	36 866	-3%	36 436	-2%
Средняя дистанция, км	810	780	4%	820	-1%

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

Рисунок 4. Объем перевалки нефти КТО и средняя дистанция



Источник: Данные Компании и КС МНЭ РК (факт), ХФ и Минэнерго РК (прогноз).

Добыча нефти в Казахстане. В 2016г., согласно данным Комитета по статистике МНЭ РК, Казахстан сократил добычу нефти, включая конденсат газовый, на 1.8% г/г до 78 041 тыс. тонн. В 2017г., по прогнозам Минэнерго, добыча нефти в стране составит 81 млн тонн, достигнув уровня в 87 млн. тонн к 2019г. Мы считаем оправданным рост добычи, учитывая вклад Кашагана.

В то же время, доля перекачанной КТО нефти в общем объеме добычи в РК за год снизилась с 59.8% до 56.1% в 2016г.

Мы отразили нисходящую динамику доли перевалки в нашей модели при прогнозировании объемов транспортировки. При этом, негативный эффект компенсируется за счет ожидаемого роста объемов добычи нефти в Казахстане и в итоге позитивно сказывается на доходах КТО.

Дивиденды. Одним из самых привлекательных факторов для инвестирования в акции КТО является дивидендная политика, которая устанавливает сумму на выплату дивидендов не менее 40% от чистого дохода. Исторически КТО на выплату дивидендов направляет максимально возможную долю чистого дохода. Исходя из дивидендной истории по итогам 2016г., мы ожидаем сохранения коэффициента выплаты дивидендов в 100%, что по нашим расчетам составит Т169.6/акцию (Рис. 5.).

Согласно модели дисконтированных дивидендов, справедливая стоимость одной акции КТО составляет Т1 436, что на 5.6% выше текущей цены на KASE.

Рисунок 5. Дивиденды за предыдущий год - прогнозы

	2016Ф	2017П	2018П	2019П	2020П
DPR	100%	100%	100%	100%	100%
DPS, ₸	133.0	169.6	177.4	174.6	173.0

Источник: Данные Компании, прогнозы ХФ

Повышение целевой цены до Т1 634/акцию, сохранение рекомендации Покупать.

Мы обновили наши ожидания по доходам, в основном, в связи с ростом ожидаемого уровня добычи нефти в РК и увеличением среднего расстояния перекачки нефти в 2017-2019 гг. Новая целевая цена подразумевает потенциал роста в 20.7% от текущей цены. Мы сохраняем рекомендацию «Покупать».

Рисунок 6. Модель DCF

млрд тенге	2017	2018	2019	2020	2021
Чистая прибыль	78.9	69.5	71.2	85.9	85.1
+ Амортизация	37.5	37.5	37.5	37.5	38.6
+ Проценты*(1-налог)	-1.5	-1.2	-0.8	-0.6	-0.5
- Капзатраты	37.5	37.5	37.5	51.8	51.4
- Изм. в оборотном капитале	-1.2	-3.8	-2.6	-1.3	-3.1
Свободные потоки	78.6	72.0	73.0	72.2	75
WACC	16.4%				
Козф. временного периода	0.87	1.87	2.87	3.88	4.88
Козф. дисконта	0.88	0.75	0.65	0.56	0.48
Дисконтированные потоки	68.9	54.2	47.2	40.1	36

Источник: данные Компании, расчеты ХФ

Рисунок 7. Расчет целевой цены

	млрд тенге
Потоки в стадии роста	210
Терминальная стоимость	555
Приведенная терминальная стоимость	308
Дивиденды совместных предприятий	27
Стоимость Компании	545
Чистый долг	-83
Акционерная стоимость Компании	628
Кол-во акций в обращении (млн)	385
Справедливая стоимость, ₸/акцию	1634
Текущая цена, ₸/акцию	1354
Потенциал роста	20.7%
Рекомендация	Покупать

Приложение 1. Прогноз финансовой отчетности
Отчет о прибылях и убытках

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016Ф	2017П	2018П	2019П	2020П
Доходы	207	213	210	244	239	250	277
Себестоимость	-88	-91	-89	-96	-103	-109	-116
Валовая прибыль	130	135	121	147	137	141	161
Общие и админ. расходы	-13	-11	-12	-13	-14	-15	-17
ЕБИТДА	118	124	109	134	123	125	144
Износ и амортизация	-34	-33	-37	-37	-37	-37	-37
Операционная прибыль	84	91	72	97	85	88	107
Процентные расходы	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Эффект курсовой разницы	-12	-19	10	11	11	10	11
Доход до налогообложения	62	68	80	106	94	97	116
Подходный налог	-16	-23	-15	-20	-17	-18	-21
Чистая прибыль	46	46	65	86	77	79	94

Отчет о финансовом положении

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016Ф	2017П	2018П	2019П	2020П
Текущие активы	100	107	105	126	117	119	119
Денежные средства и эквиваленты	74	82	83	101	92	93	90
Оборотные активы	25	26	22	25	25	26	29
Долгосрочные активы	486	512	514	514	514	514	528
Основные средства	415	479	480	480	480	480	495
Прочие долгосрочные активы	70	34	34	34	34	34	34
Всего активы	585	619	619	640	631	632	647
Текущие обязательства	50	60	53	57	61	64	68
Краткосрочный долг	0	0	0	0	0	0	0
Оборотные обязательства	50	60	53	57	61	64	68
Долгосрочные обязательства	77	86	86	86	86	86	86
Долгосрочный долг	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	77	86	86	86	86	86	86
Всего обязательства	128	146	138	143	147	150	154
Всего капитал	458	473	480	497	484	482	493
Уставной капитал	62	62	62	62	62	62	62
Прочие резервы	151	158	158	158	158	158	158
Нераспределенная прибыль	244	253	260	277	264	262	273
Всего обязательства и капитал	585	619	619	640	631	632	647

Отчет о движении денежных средств

В млрд тенге	2014Ф	2015Ф	2016Ф	2017П	2018П	2019П	2020П
Операционные денежные потоки	106	141	81	107	100	101	114
Инвестиционные денежные потоки	-35	-59	-70	-49	-32	-33	-44
Финансовые денежные потоки	-42	-55	-51	-65	-86	-77	-79
Чистое изменение денежных средств	29	27	-40	-8	-18	-10	-9
Баланс на начало периода	26	42	50	21	24	17	17
Положительная курсовая разница	-12	-19	10	11	11	10	11
Баланс на конец периода	74	82	83	101	92	93	90

Приложение 2. Анализ чувствительности стоимости акций КТО к стоимости капитала и темпу роста

		Стоимость капитала				
		11%	13%	16%	17%	18%
Темп роста	2%	2 390	1 997	1 555	1 533	1 454
	3%	2 505	2 071	1 593	1 570	1 486
	3%	2 635	2 152	1 634	1 609	1 520
	4%	2 784	2 242	1 678	1 652	1 556
	4%	2 955	2 342	1 725	1 697	1 595

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».

© 2017, все права защищены.

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чувев
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.talgatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77 Вн. 3320
www.halykfinance.kz

Bloomberg

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