

14 февраля 2014 г.

КазТрансОйл

Дивидендная доходность может составить 19% годовых

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

По нашим прогнозам выручка АО «КазТрансОйл» за 2013 год составит **188 080 млн. тенге** (+31%), а прибыль увеличится до **67 534 млн. тенге** (+102%), что эквивалентно 176 тенге на акцию.

В связи с последними новостями, связанными с девальвацией тенге, **котировки КТО** резко выросли, обновив свой максимум. На текущий момент цена одной простой акции составляет **1 295 тенге**. Сначала IPO, рост котировок составил 79% от текущей цены, а общий инвестиционный доход составил порядка 89%.

Согласно опубликованной в начале февраля **неконсолидированной** финансовой отчетности за 2013 год, выручка отдельно по **КТО** увеличилась на **35.7%** до **168 215 млн. тенге**, а чистый доход составил **53 961 млн. тенге**, что на **112.9%** больше показателя за 2012 год. Резкое увеличение чистой прибыли связано с введением новых тарифов на транспортировку нефти с **1 декабря 2012 года** и сдержанным ростом операционных затрат. Тариф на транспортировку нефти на экспорт увеличился на 37% и на 44% на внутренний рынок.

В ноябре 2013 года стало известно об утверждении **новых** тарифов на транспортировку нефти, что стало неожиданной, но благоприятной новостью. Тариф на внутреннюю транспортировку нефти увеличился **еще на 50%** до **2 931.8 тенге** за 1000 тонн * км, а тариф на экспорт увеличился на **2.5%** до **4 850.6 тенге** за 1000 тонн * км.

Размер дивидендов КТО по итогам **2013** года может составить от **70 до 176 тенге** на акцию, с наиболее вероятным значением **123 тенге** на акцию (70%), а по итогам **2014** года – от **86 до 214 тенге** на акцию, с наиболее вероятным значением **150 тенге** на акцию (70%).

По результатам нашей оценки **теоретическая фундаментальная стоимость акций КТО** на конец 2014 года составила **1 390 тенге (*)** за акцию, потенциал роста составляет **7.4%** от текущих котировок акций (1 295 KZT). Если коэффициент выплаты дивиденда составит более 70%, наш прогноз целевой цены будет пересмотрен. **Таким образом, учитывая потенциальный дивидендный доход и принимая во внимание риски инвестирования, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ простые акции АО «КазТрансОйл» по текущим ценам с горизонтом на 6 – 12 месяцев (**).**

К факторам, которые в будущем могут негативно повлиять на котировки **акций КТО**, мы относим возможное изменение тарифов в сторону понижения, опережающий рост операционных расходов, снижение объемов добычи нефти и др.

(*) Данная оценка акций АО «КазТрансОйл» является субъективным экспертным мнением аналитиков BCC Invest. На практике реальные рыночные цены могут длительное время или никогда не совпадать с расчетными теоретическими ценами.

(**) Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в разделе «Риски» на странице 4, а также с Заявлением об ограничении ответственности на странице 7.

Обновление оценки и рекомендации

ПОКУПАТЬ

Капитализация	497.65 млрд. тг
Простые акции	
Торговый код	KZTO
В составе индекса	KASE
Beta	1
Диапазон, последние 52 нед.	755 – 1 295 KZT
Дивидендная доходность	19%
Целевая цена (тенге)	1 390 KZT
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Выборочные финансовые показатели

	2012	2013	%
Выручка	143 061	188 080	31%
Себестоимость	99 604	101 870	2.3%
Операционная прибыль	33 517	79 210	136%
Чистая Прибыль	33 501	67 534	102%
Прибыль на акцию	96	176	83%

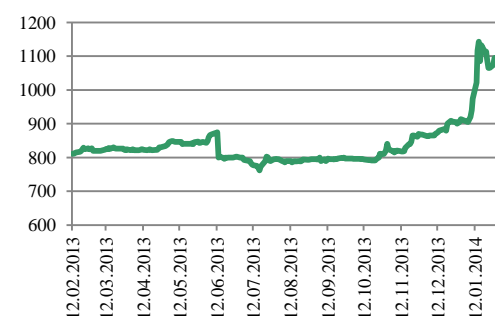
Источник информации: финансовая отчетность компании, прогнозы BCC Invest

Дивидендные выплаты

Прогнозируемая прибыль за 2013 год - 67 534 млн. тенге		
Количество акций - 384,64		
Текущая цена акции - 1 295		
Коэффициент выплаты	Сумма дивиденда	Дивидендная доходность
40%	70	5.4%
60%	105	8.1%
70%	123	9.5%
100%	176	13.6%

Источник информации: прогнозы BCC Invest

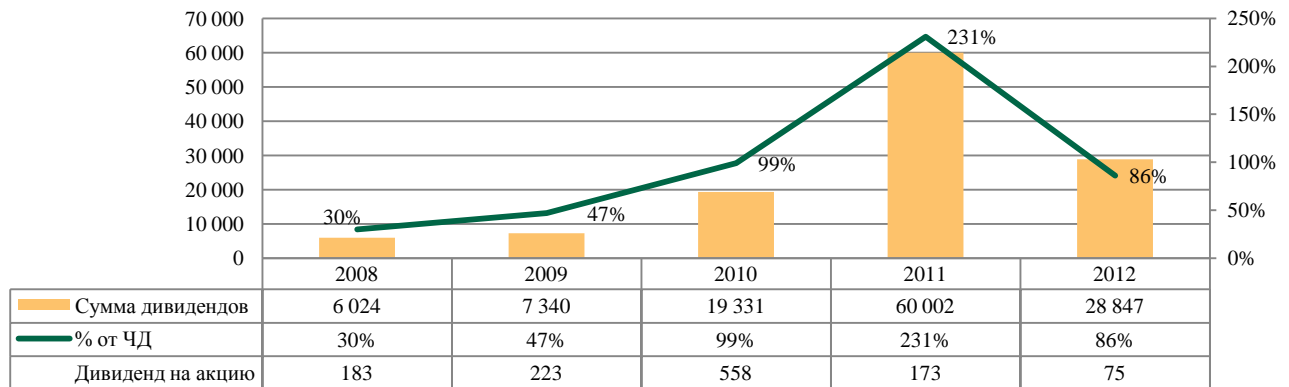
Цена акций КазТрансОйл с 12.02.2013 по 11.02.2014



Дивидендная доходность

Дивидендная политика КТО предполагает выплату дивидендов не менее 40% от чистой прибыли. Фактический размер дивидендов может достигать или превышать 100% от чистого дохода общества, при условии отсутствия противоречий обязательствам общества.

В таблице ниже представлены дивидендные выплаты КТО по годам:



Источник информации: презентация компании (сентябрь 2013 г.)

В преддверии IPO, по итогам 2011 года, КТО выплатил своему единственному акционеру (КМГ) 60 000 млн. тенге, что эквивалентно коэффициенту выплаты, равному 231% от чистой прибыли (прибыль за 2011 год + нераспределенная прибыль за предыдущий год). Сумма дивиденда в расчете на одну акцию составила 173 тенге.

По итогам 2012 года КТО направил на выплату дивидендов 28.848 млрд. тенге, что соответствует коэффициенту выплаты, равному 86%. Размер дивиденда на одну простую акцию составил 75 тенге, дивидендная доходность составила 10.3% от цены первичного предложения акций (725 KZT) или 8.6% от цены на день закрытия реестра акционеров.

В таблице ниже мы рассчитали размер дивидендов при коэффициенте выплаты от 40% до 100%.

Коэффициент выплаты	Сумма направленная на выплату дивидендов	Размер дивиденда	Дивидендная доходность от текущей цены
40%	27 014	70	5,4%
50%	33 767	88	6,8%
60%	40 520	105	8,1%
70%	47 274	123	9,5%
80%	54 027	140	10,8%
90%	60 781	158	12,2%
100%	67 534	176	13,6%

Источник информации: прогнозы BCC Invest

Мы прогнозируем, что по итогам 2013 года, КТО получит чистую прибыль в размере 67 534 млн. тенге, на 102% больше показателя за предыдущий год. В связи с недавним повышением тарифов на внутреннюю и внешнюю транспортировку нефти, мы прогнозируем увеличение прибыли до 82 430 млн. тенге в 2014 году. Исторически, «КазТрансОйл» выплачивает крупные дивиденды. Исходя из опыта предыдущего года, коэффициент выплаты дивидендов составил 86% от чистой прибыли. Мы ожидаем, что по итогам 2013 года КТО выплатит не менее 70% от чистой прибыли или 123 тенге, что соответствует дивидендной доходности равной 9.5% от текущих котировок акций (1 295 KZT).

В таблице ниже представлена выборка компаний, выплачивающих дивиденды. Наиболее интересным параметром для нас является дивидендная доходность. Мы решили сравнить дивидендные выплаты КТО с другими компаниями в различных секторах экономики по ожидаемой дивидендной доходности.

Ticker	Название	Страна	Капитализация	Цена	PE 2013	PE2014	PE2015	Ожидаемая дивидендная доходность
Казахстанские компании								
KZTO KZ Equity	KAZTRANSOIL JSC	KAZAKHSTAN	489 641	1273	7,2	7,2	6,9	8,6
Kcel LI Equity	KCELL JSC - REG S	KAZAKHSTAN	516 768	14	8,2	8,1	8,0	8,5
KZTK KZ Equity	KAZAKHTELECOM	KAZAKHSTAN	135 444	12400	10,2	11,5	13,4	8,1
RDGZ KZ Equity	KAZMUNAIGAS EXPLORATION PROD	KAZAKHSTAN	1 169 179	16650	6,8			9,6
Телекоммуникационные компании								
MFON RM Equity	MEGAFON	RUSSIA	3 624 106	1 100	12,2	11,5	10,8	5,9
VIP US Equity	VIMPELCOM LTD-SPON ADR	NETHERLANDS	3 235 738	10	9,1	8,6	7,9	10,7
MTSS RM Equity	MOBILE TELESYSTEMS OJSC	RUSSIA	3 351 339	305	7,5	7,6	7,5	7,0
Нефтяные компании								
LKOH RX Equity	LUKOIL OAO	RUSSIA	9 135 502	2 021	4,2	4,5	4,7	5,6
GAZP RM Equity	GAZPROM OAO	RUSSIA	18 724 012	149	3,0	3,2	3,5	5,1
ROSN RM Equity	ROSENEFT OAO	RUSSIA	14 028 830	249	5,8	6,7	7,2	4,2
RNHS RM Equity	RN HOLDING OAO	RUSSIA	5 164 901	65	3,7	4,2	4,5	4,3
SNGS RM Equity	SURGUTNEFTEGAS	RUSSIA	5 202 343	27	4,6	5,3	5,7	3,0
SIBN RM Equity	GAZPROM NEFT OAO-CLS	RUSSIA	3 706 685	147	3,8	3,9	4,1	6,6
Средняя дивидендная доходность								6,6

Источник информации: Bloomberg, расчеты BCC Invest

Акции АО «КазТрансОйл» выглядят довольно привлекательно со стороны дивидендной доходности. Минимальная дивидендная доходность составляет 5.5% от текущих котировок акций, максимальная – 13.8%. Исходя из таблицы выше, ожидаемая дивидендная доходность по акциям **КТО** находится выше среднерыночного показателя по рынку, но стоит учесть во внимание тот факт, что дивидендная доходность по акциям может быть больше или меньше этого показателя. По ожиданиям рынка дивидендная доходность по акциям «КазТрансОйл» составит **8.6%**. В прошлом году бумаги АО «КазТрансОйл» торговались при дивидендной доходности 8.6% на дату фиксации реестра акционеров.

Мы осуществили сравнительную оценку приблизительной стоимости акций на основе сопоставления ожидаемых дивидендов с дивидендной доходностью. В таблице представлены наши расчеты.

При выплате дивидендов	Дивидендная доходность	100	110	123	130	140
Kaztransoil по пр. году	8,6%	1 163	1 279	1 430	1 512	1 628
Российские бумаги	5,8%	1 718	1 890	2 113	2 233	2 405
Казахстанские бумаги	8,7%	1 145	1 260	1 409	1 489	1 603

Источник информации: расчеты BCC Invest

Казахстанские бумаги исторически торгуются с дисконтом по отношению к российским бумагам. Средняя доходность по торгующимся российским компаниям с высокими дивидендными выплатами составляет 5.8%. В тоже время средняя ожидаемая доходность по дивидендам Казахских компаний находится на уровне 8.7%.

Согласно вышеперечисленным критериям цена/дивидендная доходность по казахским компаниям, акции АО «КазТрансОйл» могут торговаться на уровне 1 409 тенге в случае выплаты дивиденда в размере 123 тенге. Должны отметить, что если коэффициент выплаты дивидендов превысит 70%, то соответственно расчетная цена будет превышать наш прогноз по целевой цене.

Оценка справедливой стоимости

Акции компании торгуются с дисконтом к наиболее близким зарубежным аналогам, что объясняется нами различиями в структуре выручки. Большинство компаний получают выручку от транспортировки нефти, газа, в то время как АО «КазТрансОйл» в основном занимается исключительно транспортировкой нефти. В результате, мы решили не осуществлять оценку стоимости по мультипликаторам, в связи с отсутствием прямых компаний, занимающихся исключительно транспортировкой нефти.

Наша оценка справедливой цены основывается на одной модели – на определении справедливого мультипликатора «цена/прибыль» (Justified P/E ratio).

В таблице ниже представлена наша модель оценки теоретической справедливой стоимости акций КТО:

Расчет стоимости привлечения акционерного капитала для КазТрансОйла

Безрисковая ставка доходности	6,35%
Премия за риск инвестирования в акции	7,50%
Ожидаемая рыночная доходность инвестирования в акции	13,85%
Специфический риск компании (Бета)	1,00
Стоимость привлечения акционерного капитала	13,85%

Источник: расчеты BCC Invest

Оценка акций КазТрансОйла

Ожидаемая долгосрочная доходность акционерного капитала (ROAE)	12,00%
Ожидаемый коэффициент выплаты дивидендов в долгосрочном периоде	40,00%
Ожидаемые темпы роста прибыли (Gordon Growth Model)	7,20%
justified P/E ratio (Gordon Growth Model)	6,40
Ожидаемая прибыль (2014 год), млн. тенге	82 430
Оценка (по мультипликатору P/E ratio), млн. тенге	527 552
Количество акций, млн. шт (после IPO)	384,64
Оценка 1 акции, тенге	1 370,00

Источник: расчеты BCC Invest

Таким образом, с учетом исходных допущений, приведенных выше, на основе моделей и формул, приведенных выше, мы определили теоретическую справедливую стоимость акций КТО на конец 2014 года на уровне **1 370 тенге за акцию**, что предполагает потенциал роста в **5.79%**.(*, **)

Для определения целевой цены, мы взяли средневзвешенное значение, полученное на основе применения справедливого мультипликатора «цена/прибыль» и путем сопоставления дивиденда с прошлогодней дивидендной доходностью. В результате, целевая цена одной простой акции составляет 1 390 тенге. Потенциал роста котировок от текущей цены составляет 7.34%.

Риски

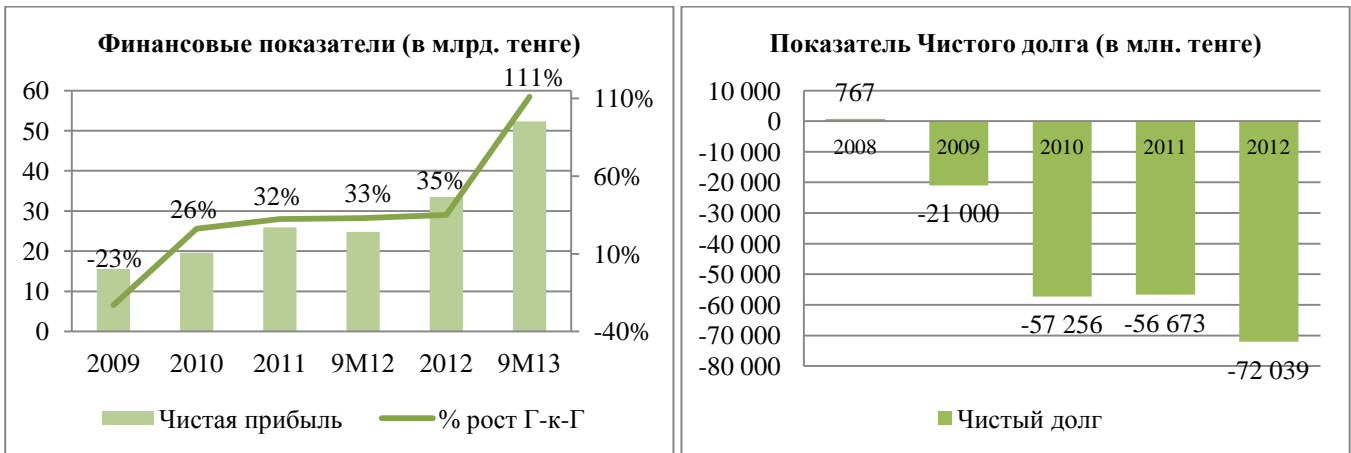
Основным и самым важным видом риска, с которым сталкиваются инвесторы при инвестировании в акции, является **рыночный риск** – то есть риск неблагоприятного изменения рыночных цен на акции на вторичном рынке. Котировки акций и фактические цены заключения сделок по акциям на вторичном рынке могут отклоняться от цены приобретения (первичного размещения) как в большую, так и в меньшую сторону, причем амплитуда таких колебаний может быть очень широкой.

Важным видом риска, с которым сталкиваются инвесторы при инвестировании в акции, также является **риск ликвидности** – то есть риск отсутствия на вторичном рынке в достаточном объеме встречных котировок на покупку (при продаже) или на продажу (при покупке). Таким образом, инвесторы, могут затратить больше времени (чем ожидают) на продажу (или покупку) акций и могут неблагоприятно повлиять на рыночные котировки при выставлении собственных приказов на покупку (или продажу) акций.

Дивиденды не гарантированы – эмитент не гарантирует выплату дивидендов в будущем. Размер дивидендов, в случае их выплаты, может меняться как в большую, так и в меньшую сторону, в широком диапазоне под воздействием множества факторов.

Производственные и финансовые показатели

На диаграммах и в таблице ниже представлены выборочные финансовые и операционные показатели КТО:



Источник: Финансовая отчетность КТО, расчеты BCC Invest

Производственные показатели

По итогам 2013 года, КТО превысило свои плановые показатели по основным производственным показателям, такие как грузооборот и перекачка нефти по системе магистральных нефтепроводов.

Объем транспортировки нефти по системе магистральных нефтепроводов в 2013 году увеличился на 1% до показателя 53 924 тыс. тонн. По сравнению с плановым показателем, объем транспортировки нефти увеличился на 4% или на 2.49 млн. тонн.

Грузооборот нефти по системе магистральных нефтепроводов за 2013 год составил 36 994 млн. тонн * км, что на 7% больше показателя за аналогичный период прошлого года. По-нашему мнению, увеличение грузооборота объясняется транспортировкой нефти на более дальние расстояния. По сравнению с плановым показателем, грузооборот увеличился на 3% или на 1.89 млрд. тонн/км.

В таблице и на диаграммах ниже представлены выборочные неконсолидированные производственные показатели КТО:

	2011	1П12	9М12	2012	1П13	П-к-П	9М13	9М-к-9М	2013
Объем транспортировки нефти по СМТ, тыс. Тонн	54 019	26 395	39 598	53 459	26 198	-1%	39 598	0%	53 924
Тариф на внутреннюю транспортировку нефти, тенге за тыс. тонн/км	1 303	1 303	1 303	1 357	1 955	50%	1 955	50%	2 932
Тариф на транспортировку нефти на экспорт, тенге за тыс. тонн/км	3 331	3 331	3 331	3 448	4 733	42%	4 733	42%	4 851
Грузооборот по системе Магистральных Нефтепроводов, млн. тонн км	34 493	16 694	25 593	34 530	18 334	10%	27 896	9%	36 994

Источник: Инвестиционный меморандум КТО (2012), финансовая отчетность, расчеты BCC Invest

Тарифы устанавливаются в расчете за 1 тонну на км. С 1 января 2014 года АРЕМ утвердило новые тарифы по перекачке нефти по системе магистральных трубопроводов. Тариф на внутреннюю транспортировку нефти сейчас составляет 2 932 тенге за тыс. тонн/км (+116%, Г-к-Г), а тариф на транспортировку нефти на экспорт составляет 4 851 тенге за тыс. тонн/км (+41%, Г-к-Г).

Финансовые показатели

За 9М 2013 года выручка КТО выросла на 37%, в основном, за счет роста выручки от услуг транспортировки сырой нефти (+47%), которая в разрезе оказываемых видов услуг занимает наибольшую долю (82%). Рост выручки произошел вследствие увеличения грузооборота нефти, а также вследствие повышения тарифов на транспортировку нефти с 1 декабря 2012 года.

За 9М 2013 года КТО удалось сдержать рост операционных расходов. Таким образом, себестоимость оказываемых услуг увеличилась на 5%, а общие и административные расходы снизились на 10%.

В итоге, чистая прибыль за 9М 2013 года выросла на 128% за счет введения новых тарифов, которые оказали положительное влияние на выручку, а также за счет более сдержанного роста операционных затрат.

Стоит отметить, что в операционной деятельности компания не задействует заемные средства. Коэффициент соотношения чистых денежных потоков от операционной деятельности к чистым денежным потокам от инвестиционной деятельности составляет 1.6. КТО обеспечивает себя за счет собственных средств.

Капитальные проекты – источники роста

На карте ниже представлена система магистральных нефтепроводов.



Источник информации: презентация КТО (сентябрь 2013г.)

Основные инвестиционные проекты КТО направлены на расширение пропускной способности действующих магистральных трубопроводов и на диверсификацию направлений поставок нефти. Основным источником финансирования проектов КТО являются собственные средства.

Транспортировка нефти в Китай. Одним из приоритетных направлений инвестиционных проектов является расширение пропускной способности ККТ (Казахстанско-Китайского трубопровода) для поставок нефти в Китай. На текущий момент нефтепровод представлен следующим образом: Атырау – Кенкияк – Кумколь – ГНПС им. Б. Жумагалиева – Атасу – Алашанькоу. Общая стоимость проекта составляет приблизительно **153.95 млрд. тенге**. По планам КТО и МунайГас транспортировка нефти в направлении Атырау – Кенкияк будет осуществляться после завершения первой фазы проекта в 2015 году.

Транспортировка нефти с Бузучи. В связи с прогнозируемым увеличением добычи нефти на полуострове Бузучи и прилегающих территорий, КТО расширяет пропускную способность нефтепроводов Каламкас – Каражанбас – Актау и Узень – Жетибай – Актау. Общие капитальные затраты составляют **14.4 млрд. тенге** по первой фазе (до 2014 года). Вторая фаза проекта находится на стадии планирования и разработки.

Казахстанская Каспийская система транспортировки (ККСТ). КазТрансОйл рассматривает возможность участия в проекте по строительству нефтепровода Ескене – Курык, который в будущем позволит перегонять нефть из Атырау в порт Курык. Стоимость проекта составляет приблизительно **387.2 млрд. тенге**

Каспийский Трубопроводный Консорциум (КТК, Тенгиз – Новороссийск). ККТ является крупнейшим международным нефтетранспортным проектом, доля Казахстана в нем составляет 20.75% (НК КМГ). На текущий момент ведутся переговоры о передачи или возможной продаже доли НК КМГ в ККТ в оперативное управление КТО. По-нашему мнению, оценить влияние передачи долей не представляется возможным.

Мы считаем, что у КТО хватает денежных средств на финансирование основных текущих проектов. Конечно, если КТО решит принять участие в таких масштабных и крупных проектах, как ККСТ и КТК, то, скорее всего, будут привлечены дополнительные займы, что положительно повлияет на структуру капитала и рентабельность капитала.

Контактная информация

АО BCC Invest ДО АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz
http://www.ipo-prosto.kz

Айсулу Шахиева
Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 24
+7 701 742 87 98
ashakhieva@bcc-invest.kz

Асель Калигожина
Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 30
+7 701 985 30 61
akaligozhina@bcc-invest.kz

Наина Романова
Ведущий аналитик
+7 (727) 2 598 598 (вн. 7266)
nromanova@bcc-invest.kz

Ольга Якутина
Маркетолог
+7 (727) 2 598 598 (вн. 7214)
oyakutina@bcc-invest.kz

*** Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «BCC Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «BCC Invest», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2014