

## Рекомендация: ДЕРЖАТЬ

**Описание компании.** КазТрансОйл представляет собой крупнейшую нефтепроводную компанию Республики Казахстан, оказывающую услуги по транспортировке нефти на внутренний рынок и на экспорт, а также включённую в Республиканский раздел Государственного регистра субъектов естественных монополий. В собственности система магистральных нефтепроводов и водоводов, совокупная протяженность которых составляет 5 377 км. нефтепроводов (с учетом 71,7 км. нефтепровода Кенкияк-Орск, находящегося на территории РФ и состоящего на балансе Представительства КазТрансОйл в г.Самара) и 1 975 км. водоводов.

### + Преимущества:

- ✓ Естественная монополия, крупнейшая магистральная сеть нефтепроводов;
- ✓ Высокий коэффициент выплаты дивидендов, последние 3 года свыше 100% чистой прибыли;
- ✓ Дивиденд на акцию на уровне средней ставки розничных депозитов РК;
- ✓ Отсутствие заемных средств;
- ✓ Высокая маржинальность деятельности, ретроспективная средняя маржа чистой прибыли 24,4%, чистой операционной прибыли 31%.
- ✓ Планы компании по увеличению рыночной капитализации.

### - Риски

- Увеличение собственного капитала за счет переоценки основных средств (в структуре занимает 36,8%);
- Высокий финансовый леверидж совместно-контролируемого предприятия ККТ;
- Отсутствие источников диверсификации выручки;
- Зависимость от цен на нефть (уменьшение объемов добычи и, соответственно, сдачи нефти в систему магистральных нефтепроводов нефтедобывающими компаниями РК);
- Тарифное регулирование оказываемых услуг;
- Высокие капитальные затраты на содержание и реновацию основных средств.

Держателем 90% простых акции компании является АО «НК «КазМунайГаз», т.е. в свободном обращении находятся ценные бумаги в размере 10% от общего количества, что является достаточно низким показателем для ликвидности торговли рассматриваемых акций.

Таким образом, те или иные поведенческие настроения миноритарных акционеров могут существенно повлиять на стоимость ценной бумаги, что минимизирует спекулятивную составляющую которая заключается в получении выгоды за счет разницы в стоимости ценной бумаги в краткосрочной перспективе.

Ценные бумаги компании могут быть интересны в целях получения дивидендов не ниже среднерыночных ставок по депозитам физических лиц. Учитывая текущую волатильность курса национальной валюты к доллару США, а также принимая во внимание фундаментальную стоимость ценной бумаги, рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции. После выхода годовых данных за 2017й год, рекомендация будет обновлена.

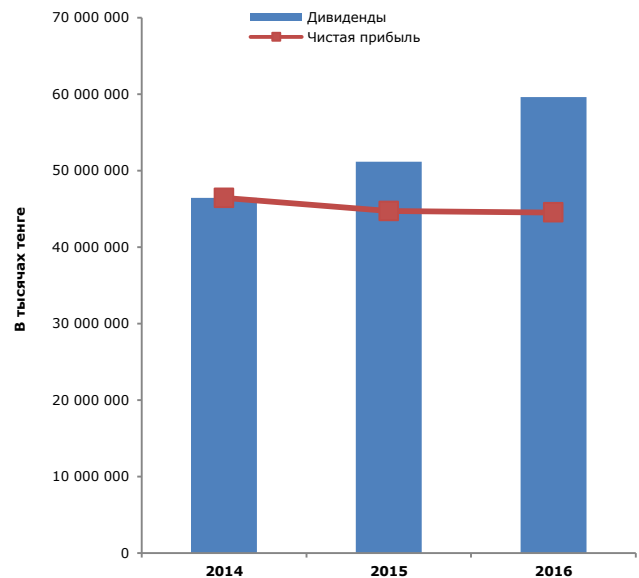
**Справдливую стоимость мы определяем на уровне 1 500 тенге за одну простую акцию.**

Тикер	KZTO KZ
Капитализация	567,3 млрд.KZT (1,7млрд.USD)
Последняя цена	1 474 KZT.
Диапазон 52 недели	1 333 KZT. (средневзвешенная цена)
Целевая цена	1 500 KZT
Потенциал роста	2%
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
Дивидендная доходность	13,85%



Источник: KASE

### Фактические выплаты дивидендов



## Операционная деятельность

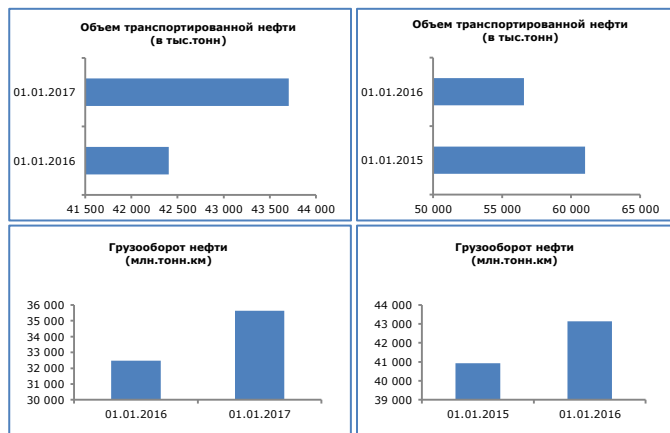
КазТрансОйл представляет собой крупнейшую нефтепроводную компанию Республики Казахстан, оказывающую услуги по транспортировке нефти на внутренний рынок и на экспорт и включённую в Республиканский раздел Государственного регистра субъектов естественных монополий. В собственности система магистральных нефтепроводов и водоводов, совокупная протяжённость которых составляет 5 377 км. нефтепроводов (с учетом 71,7 км. нефтепровода Кенкияк-Орск, находящегося на территории РФ и стоящего на балансе Представительства КазТрансОйл в г.Самара) и 1 975 км. водоводов. На внутреннем рынке поставки нефти осуществляются в направлении Павлодарского НХЗ, Атырауского НПЗ и ПетроКазахстан Ойл Продактс. Поставка нефти на экспорт осуществляется через Самару с целью дальнейшей поставки в порты Черного и Балтийского морей и на рынок Европы, через терминал порта Актау для поставок в нефтепроводы Баку и Махачкалы, через трубопровод Атасу-Алашанькоу в Китай, через трубопровод КТК для дальнейшего экспорта также в направлении черного моря. Крупнейшей статьёй выручки остаются поступления от транспортировки сырой нефти (в среднем 84% суммарных поступлений), ниже представлена Структура управления активами по транспортировке нефти и подаче воды.



В целом компания за 2015 и 2016 год осуществила поставку нефти в объеме 56-61млн.тонн, а средний грузооборот составил 41-43млрд.тонн.км. На экспорт нефть транспортируется (как было указано выше) через нефтепровод ККТ, Атырау-Самара, Атасу-Алашанькоу и ГНПС Актау. На внутренний рынок поставляется в направлении заводов АНПЗ, ПНХЗ и ПетроКазахстанОйл Продактс. Транзит осуществляется в т.ч. через нефтепровод Атасу-Алашанькоу. Экспортная часть выручки составляет в среднем 55%, доля внутреннего рынка 30% и транзитная часть 15%. Суммарная выручка за 9 месяцев 2017 года от поставки нефти составила 138 млрд.тг., что составляет 84% валовой выручки в 164 млрд.тг.

По итогам 3 квартала 2017 года, объем поставки нефти составил 43,7 млн.тонн нефти, увеличившись по сравнению с аналогичным показателем 2016 года на 3,07%. При этом за 2016 год этот показатель оказался ниже уровня 2015 года на 7,2%. Снижение было связано, как с общим снижением сдачи нефти в систему магистральных нефтепроводов, так и с перераспределением объемов нефти ТОО «Бузачи Нефть» в направлении Самары, а также прекращением подачи сливной нефти ТОО «ТенгизШевройл», ТОО «Каракудукмунай» и ТОО «CaspiOilGas».

При этом показатели по грузообороту нефти неуклонно растут, так за 3-й квартал 2017 года грузооборот составил 35 639 млн.тонн.км, что на 9,7% больше аналогичного показателя 2016 года. За 2016 год указанный показатель составил 43 130 млн.тонн.км, что также на 5,4% больше годового показателя 2015 года.



Источник: данные компании

### Дисклеймер

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий покупателя или иного образом подпадает под персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителем информации, не являющейся рекламой, приглашением и сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента. АО «Цесна Капитал» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «Цесна Капитал» не обещает, что инвесторы получат прибыль, опираясь на информацию, отраженную в отчете. Получателям отчета не следует расширять содержание отчета как замену собственному суждению. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «Цесна Капитал» в результате использования других допущений и критериев. АО «Цесна Капитал» не связано обязательствами по законоданию каких-либо стран, получению результатов, прибыли или убытков, на базе этого отчета, полностью или частично. © АО Цесна Капитал, 2016

## Позиции Компании на рынке

В 2016 году в Казахстане было добыто 78,0 млн.тонн нефти и газового конденсата, из них экспортировано 62,1 млн.тонн. На сегодняшний день основными экспортными направлениями транспортировки нефти из Республики Казахстан являются нефтепроводы – «КТК», «Атырау – Самара» и «Атасу – Алашанькоу». Основным фактором, отрицательно влияющим на долю Компании на рынке, является уменьшение объемов добычи и соответственно сдачи нефти в систему магистральных нефтепроводов нефтедобывающими компаниями и направление нефти с крупных месторождений в нефтепроводную систему «КТК».

По системе магистральных нефтепроводов Компании в 2016 году было транспортировано 43,8 млн.тонн нефти, включая 7,0 млн.тонн транзита российской нефти. Компания транспортирует порядка 47% казахстанской нефти (без учета транзитных объемов российской нефти). Доля транспортировки казахстанской нефти по нефтепроводу «КТК», который является основным конкурентом Компании, выросла до 52 %.

Согласно Прогнозу добычи нефти в Республике Казахстан на период 2017-2030 годы, объем добычи нефти при сценарии 50 долл.США за баррель увеличится до 87 млн.тонн в 2020 году, в связи с ожидаемым ростом добычи нефти на Кашагане. Объем экспорта увеличится до 68,5 млн.тонн в год, а внутреннее потребление составит около 18,5 млн.тонн. В целом, общая пропускная способность экспортных трубопроводных маршрутов с учетом мощностей нефтепровода «КТК» (принимая во внимание расширения до 52,5 млн.тонн в год для казахстанской нефти), «Атырау-Самара» и системы «Казахстан-Китай» (с учетом расширения до 20 млн.тонн в год) составит порядка 90 млн.тонн в год. Указанные мощности обеспечат добывающим компаниям Казахстана возможность выбора направлений транспортировки и переориентацию на более выгодные трубопроводные маршруты.

## Инвестиционные проекты

Одним из крупных и стратегически важных инвестиционных проектов является проект «Вторая очередь второго этапа строительства нефтепровода «Казахстан-Китай». Увеличение производительности до 20 млн.тонн/год». Реализация данного проекта направлена на диверсификацию направлений поставки нефти на экспорт, а также на создание возможности обеспечения нефтеперерабатывающих заводов Республики Казахстан собственным сырьем в рамках обеспечения энергетической безопасности страны. Участники проекта: АО «КазТрансОйл», АО «СЗТК «МунайТас» и ТОО «ККТ», каждый из которых является собственником соответствующего участка нефтепровода «Казахстан-Китай». В 2016 году Компанией в рамках реализации проекта была завершена реконструкция и расширение НПС «663 км», которая будет выполнять функцию головной НПС нефтепровода «Кенкияк-Атырау» в реверсном режиме. Всего в 2016 году по проекту освоено 4 506 млн.тенге, в том числе по объектам АО «КазТрансОйл» – 4 491 млн.тенге, расходы ТОО «ККТ» – 15 млн.тенге по отводу земельных участков под объекты ТОО «ККТ».

## Реконструкция магистральных нефтепроводов с заменой трубопровода

Для обеспечения надежной и безопасной эксплуатации производственных объектов в 2016 году Компанией проводились следующие мероприятия: 1) замена трубопровода на участке «Каражанбас-Ақтау» нефтепровода «Каламкас-Каражанбас-Ақтау» общей протяженностью 129,5 км. В 2016 году по проекту освоено 12 175 млн.тенге без НДС. 2) в августе 2016 года Компания завершила капитальный ремонт казахстанского участка МН «ТОН-2» протяженностью 185,6 км с полной заменой трубопровода.

Капитальный ремонт «ТОН-2» проведен в целях обеспечения надежной транспортировки нефти по казахстанскому участку, для дальнейшей поставки западно-казахстанской нефти на ПНХЗ через территорию Российской Федерации и увеличения объема транзита российской нефти в Китайскую Народную Республику. В результате проведенных ремонтных работ пропускная способность казахстанского участка трубопровода выросла с 7 до 10 млн.тонн нефти в год, что позволило значительно увеличить его транзитный потенциал. Стоимость проекта составила более 32 млрд.тенге. Акт ввода в эксплуатацию подписан 29 августа 2016 года.

## Развитие зарубежных активов

В 2016 году ООО «Батумский морской порт», завершена реализация инвестиционного проекта «Расширение пропускной способности ООО «Батумский морской порт» по перевалке генеральных грузов до 1,8 млн.тонн в год». Реализация указанного проекта позволила значительно улучшить техническую и операционную возможность по перевалке сухих грузов портом. В рамках проекта освоено порядка 2,2 млрд.тенге собственных средств группы компаний «Batumi Terminals Limited» (14,4 млн.долл.США без НДС). Кроме того, в декабре 2016 года ООО «Батумский нефтяной терминал» завершило реализацию инвестиционного проекта «Реконструкция эстакады №2 с целью увеличения эффективности слива мазутов из железнодорожных вагонов-цистерн».

## Тарифы на перекачку

С 1 октября 2015 года вступил в силу приказ КРЕМиЗК от 21 августа 2015 года об утверждении предельных тарифов по перекачке нефти на внутренний рынок на 2015-2019 годы в размере:

- 1) в 2017 году – 3.902,13 тенге за тонну на 1.000 км без НДС;
- 2) в 2018 году – 4.292,40 тенге за тонну на 1.000 км без НДС;
- 3) в 2019 году – 4.721,72 тенге за тонну на 1.000 км без НДС.

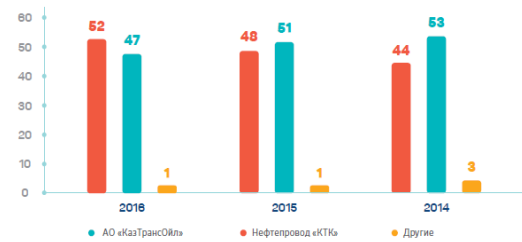
Действующий с 1 апреля 2014 года тариф по перекачке нефти на экспорт за пределы Республики Казахстан составляет 5.817,20 тенге за тонну на 1.000 км без НДС.

Объемы поставки нефти и газового конденсата в РК за 2016й год



Источник: данные компании

Доля компании по транспортировке казахстанской нефти, %



Источник: данные компании

## Активы

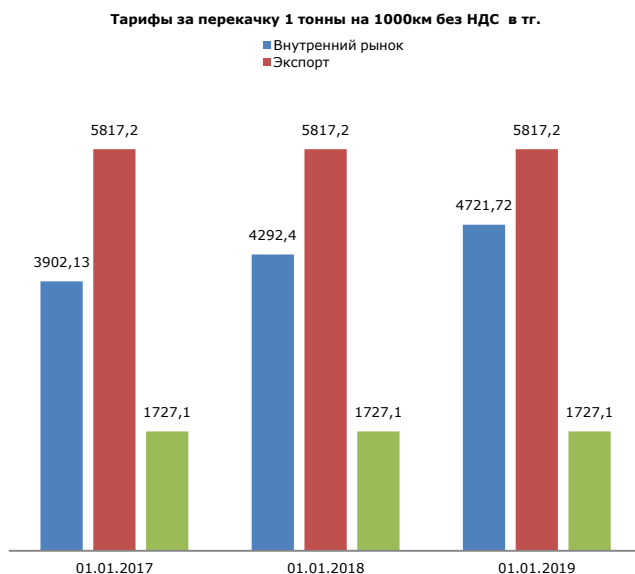
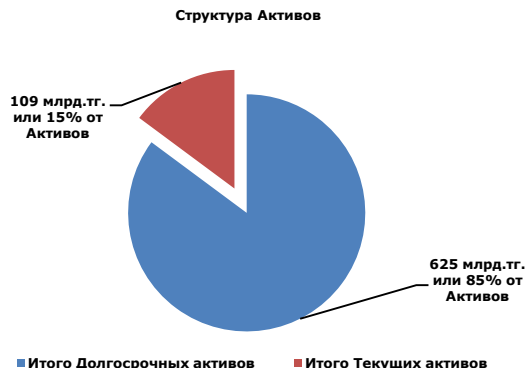
В ретроспективе за последние 5 лет, структурно активы не подверглись существенному изменению. Совокупные активы по итогам 3 квартала 2017 года составили 734 млрд.тг., из них текущая часть 109 млрд.тг. (15%) и долгосрочная 625 млрд.тг. (85%). По сравнению с аналогичным периодом 2016 года активы не показали сильный рост, увеличившись лишь на 1,69%. Рост активов произошел за счет увеличения инвестиций в совместно-контролируемые предприятия на 5,3 млрд.тг. и банковских вкладов на сумму 6,6 млрд.тг.

Основные статьи баланса текущих активов состоят из: денег на 40% или 44 млрд.тг.; банковских вкладов на 31% или 34 млрд.тг.; торговой и прочей дебиторской задолженности на 7,4% или 8 млрд.тг.; запасов на 6,2 млрд.тг. или 5,7% и прочих текущих активов на 5,8% или 6,4 млрд.тг. Прочие текущие активы состоят на 90% из задолженности за услуги транспортной экспедиции по транспортировке нефти. Банковские вклады разделены 50/50 в тенге и в долларах США, при этом если краткосрочная тенговая часть приносит от 7 до 11% в годовых, то долларовая часть лишь 0,6%-1,8%.

Долгосрочные активы на 95% состоят из основных средств, которые составляют 592 млрд.тг., амортизация же ОС составила 37 млрд.тг., в ретроспективе коэффициент амортизации к основным средствам составляет в среднем 7%. В прогнозной оценочной модели мы заложили коэффициент в 8%. Капитальные затраты составили 24 млрд.тг. или 3,8% от основных средств, в своей прогнозной модели мы заложили коэффициент в 6,05% исходя из ретроспективных данных. В структуру ОС также включены объекты незавершенного строительства следующих проектов: строительство и реконструкция нефтепровода «Казахстан-Китай»; реконструкция магистрального нефтепровода «Узень-Атырау-Самара»; реконструкция водонасосной станции ВНС-5; модернизация систем измерений и т.д. При этом сумма основных средств периодически переоценивается, так резерв от переоценки составил 213млрд.тг., что составляет 37% стоимости собственного капитала.

С одной стороны, учитывая специфику деятельности компании, высокие капитальные затраты являются характерными для данной отрасли инвестициями. С другой стороны, учитывая последние события связанные с инвестициями в основные средства, может возникнуть вопрос контроля и целесообразности данных инвестиций. Также, на наш взгляд существенная доля капитала в 37%, сформированного не за счет реальных денег или прибыли, а за счет переоценки активов также может смутить инвесторов. Возможно текущая цена акции в 1 475тг., что на 2% ниже своей балансовой стоимости (активы за вычетом нематериальных активов и обязательств) как раз и отражает эти настроения. Инвестиции в совместно контролируемые предприятия составляют 3,3% или 20,5млрд.тг. долгосрочных активов и состоят из 51% доли в АО «СЗТК «МунайТас» (МунайТас) и 50% в ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод» (ККТ). МунайТас и ККТ владеют трубопроводами Кенкияк-Атырау, Кенкияк-Кумколь и Атасу-Алашанькоу используемыми для транспортировки казахстанской нефти в Китай. Из указанных совместных предприятий, вызывает обеспокоенность деятельность ККТ, у которой на балансе долг перед «Торгово-Промышленным банком Китая» и «ING Bank N.V.» в 227млрд.тг., при этом капитал у ККТ является отрицательным и составляет 1 млрд.тг. со знаком минус.

Принимая во внимание удорожание заемных средств ККТ с 3,7% до 4,83% и накопленный убыток в размере 46 млрд.тг., считаем что у компании могут возникнуть проблемы с обслуживанием долга, валютной переоценкой и достаточностью капитала.



Источник: данные компании

## Обязательства

Структурно обязательства за последние пять лет также не претерпели существенных изменений. В ретроспективе, среднее соотношение совокупных обязательств к активам составляет 21%.

Обязательства хоть и составляют 154 млрд.тг. (или 21% валюты баланса), но исключают любые займы или кредиты, т.е. компания свою деятельность финансирует в основном за счет собственных средств, так доля торговой и прочей кредиторской задолженности составляет лишь 9,25% совокупных обязательств или 1,95% валюты баланса.

Долгосрочная часть обязательств составляет 96 млрд.тг.(62% совокупных обязательств или 13% пассивов) и состоит из обязательств по вознаграждениям перед работниками(14%), по отсроченному налогу(64%), резервов под обязательства по выводу активов из эксплуатации(14%) и доходов будущих периодов (8%).

В краткосрочной (58 млрд.тг. или 37,5% совокупных обязательств или 7,9% пассивов) преобладают полученные авансы (31%), торговая и прочая кредиторская задолженность (25%) и прочие текущие обязательства (32%). Прочие текущие обязательства включают в себя задолженность по услугам транспортной экспедиции перед связанными и третьими сторонами.

Таким образом у компании отсутствуют займы или долги как в тенге так и в долларах США. При этом ранее мы сообщали о долговых обязательствах Товарищества с ограниченной ответственностью «Казахстанско-Китайский Трубопровод».

Долгосрочные финансовые обязательства ККТ представляют собой обязательства по кредитному соглашению с Торгово-Промышленным Банком Китая и ING Bank N.V. (далее – «кредитное соглашение») на сумму 1.180 миллионов долларов США и кредитному договору с Торгово-Промышленным Банком Китая совместно с АО «Торгово-Промышленный Банк Китая в городе Алматы» на сумму 300 млн.долларов США. В рамках кредитного соглашения ККТ было получено 950 млн.долл.США (эквивалентно 316 млрд.тенге).

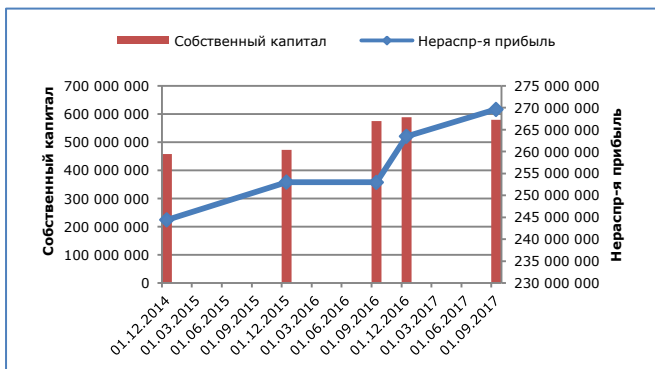
Оба займа привлечены в долларах США и подлежат к погашению в 2023 и 2019 годах, соответственно. Компанией и вторым участником ККТ не предоставлялась гарантия в качестве обеспечения по этим займам. Тем не менее, на 31 декабря 2016 года Группа предоставила ККТ письмо поддержки, подтверждающее, что Группа поддержит операционную деятельность совместно-контролируемого предприятия в течение следующих двенадцати месяцев.

## Собственный капитал

Собственный капитал компании на отчетную дату составил 579,8 млрд.тг. (79% валюты баланса) и состоит из следующих статей: уставный капитал 61,9 млрд.тг.(10,68%), нераспределенная прибыль 269,6 млрд.тг.(46,50%), резерв по переоценке активов 213,5 млрд.тг.(36,82%) и по пересчету валюты отчетности 35,6 млрд.тг.(6,14%). Есть также отрицательный прочий резерв капитала на сумму 846 млн.тг., связанный со списанием отсроченных налоговых активов.

Как было указано выше почти 37% капитала занимают резервы по переоценке активов, которые по своей сути представляют резервы по переоценке основных средств самой группы на сумму 191,8 млрд.тг. и сумма переоценки основных средств совместно-контролируемых предприятий в размере 21,7 млрд.тг.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	30.09.2017
<b>Долгосрочные обязательства</b>	
Обязательства по вознаграждениям работникам	13 243 806
Обязательства по отсроченному налогу	61 367 754
Резерв под обязательства по выводу активов из эксплуатации и рекультивации земель	13 912 911
Доходы будущих периодов	7 753 135
<b>Итого Долгосрочных обязательств</b>	<b>96 277 606</b>
<b>Текущие обязательства</b>	
Обязательства по вознаграждениям работникам	450 230
Подоходный налог к уплате	1 191 435
Торговая и прочая кредиторская задолженность	14 285 474
Авансы полученные	17 719 470
Прочие налоги к уплате	5 075 963
Резервы	296 335
Прочие текущие обязательства	18 764 798
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>57 783 705</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>154 061 311</b>
<b>ИТОГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>733 842 395</b>



Источник: данные компании

## Дивиденды

Согласно Дивидендной политики АО «КазТрансОйл» (утвержденной решением Единственного акционера от 3 июля 2012 года): установленная сумма на выплату дивидендов составляет не менее 40% от чистого дохода Компании. Фактический размер дивидендов может достигать или превышать 100 % от чистого дохода Компании, если это не противоречит обязательству Компании. При этом Правление Компании оставляет за собой право предлагать уровень выплат дивидендов ниже норматива 40%, исходя из фактических результатов за соответствующий финансовый год, общеотраслевой динамики развития и программы капитальных (инвестиционных) затрат Компании. Совет директоров Общества при подготовке предложения о порядке распределения чистого дохода Общества по итогам квартала или полугодия, исходит из того, что сумма, направляемая на выплату дивидендов, составляет не менее 10 % от чистого дохода Общества за соответствующий финансовый период. В случае выплаты дивидендов по итогам квартала или полугодия, суммы фактических промежуточных выплат учитываются при выплате дивидендов за соответствующий финансовый период. Дивиденды выплачиваются Обществом в денежной форме.

Общая сумма дивидендных выплат в 2016 году по итогам 2015 года составила 51,1 млрд.тг. или 133 тенге на одну простую акцию Компании. На выплату дивидендов направлена сумма в размере 44,7 млрд.тг., составляющая 100% чистой прибыли Компании, и нераспределенная прибыль прошлых лет в размере 6,4 млрд.тг. Как указано на графике справа, исторические выплаты дивидендов (в период с 2014 по 2016гг.) составляют не менее 100% от чистой прибыли плюс доплата с нераспределенной прибыли. Таким образом, коэффициент выплаты дивидендов составил с 9,46% до 14,62%, так за 2012г.-9,46%; 2013г.-9,46%; 2014-14,54%; 2015-14,62%; 2016-13,85%.

Фактические выплаты дивидендов превышали последние 3 года размер заработанной чистой прибыли за соответствующий календарный год и находились в диапазоне средней ставки по тенговым депозитам. Если прибавить к этому выгоду, которую можно приобresti за счет разницы в цене, то ценные бумаги эмитента безусловно представляют интерес для любого инвестора (как спекулятивного, так и стратегического).

## Доходы/Расходы

Выручка по состоянию на 3 квартал 2017 года составила 165 млрд.тг. (увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6,65%), при себестоимости в 102 млрд.тг. (выросла на 13,31%), таким образом валовая прибыль составила 62,3 млрд.тг. (маржа 38%). Из указанной суммы компания потратила на свои общие и административные расходы 9,4 млрд.тг., прочие чистые операционные доходы составили 1,7 млрд.тг., убыток от обесценения основных средств 38,8 млн.тг., чистая операционная прибыль 54,6 млрд.тг. К Чистой операционной прибыли компания зафиксировала убыток от курсовой разницы в 285,5млн.тг., но заработала на чистых финансовых доходах 1,9 млрд.тг. и получила свою долю от доходов в СП (МунайТас и ККТ) в размере 4,5 млрд.тг., итого прибыль до налогообложения составила 60,7 млрд.тг. Корпоративный подоходный налог составил 12,7 млрд.тг., Чистая прибыль после налогов 48 млрд.тг. что лучше аналогичного периода на 11,75%.

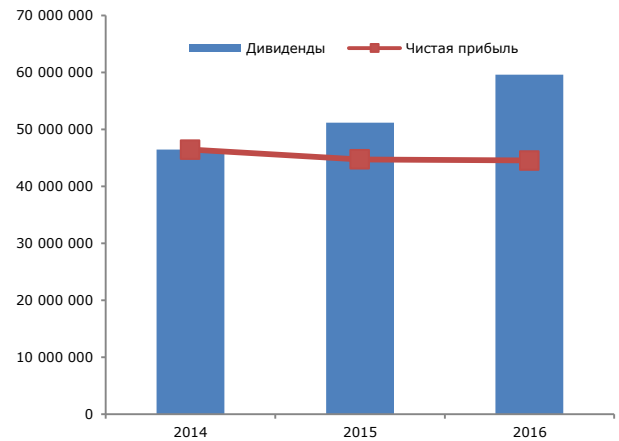
## Выручка

84% выручки было сформировано за счет транспортировки нефти в объеме 43,7 млн.тонн, при этом грузооборот нефти составил 35,6 млрд.тонн.км. Объем поставленной нефти вырос на 3,07%, а грузооборот увеличился на 9,73%. Поставка нефти осуществлялась по трем направлениям: 1) экспортное; 2) внутренний рынок и 3) транзитная часть.

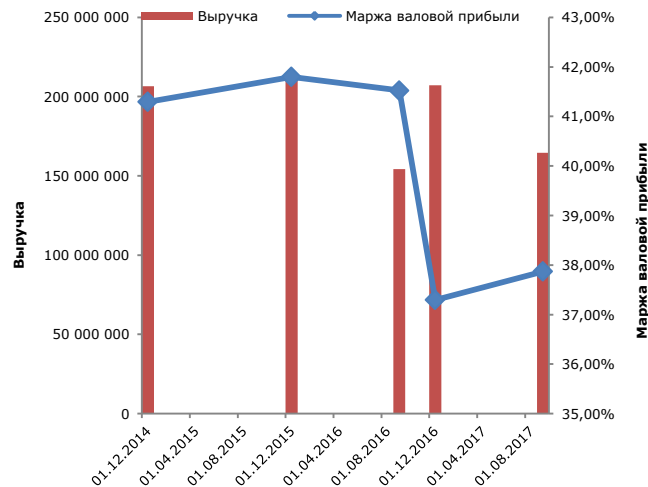
Исторические выплаты дивидендов



Фактические выплаты дивидендов в тыс.тг.



Маржа валовой прибыли/Выручка



Источник: данные компании

## Доходы/Расходы (продолжение)

### Выручка (продолжение)

- 1) Экспортные поставки осуществляются через нефтепровод ККТ в направлении Атырау-Самара, Атасу-Алашаньюк и ГНПС Актау. Доля экспортной поставки составила в среднем 54% от общего объема при тарифе в 5.817,20 тенге за тонну на 1.000 км.
- 2) Внутренние поставки осуществляются в направлении Атырауского Нефтеперерабатывающего Завода, Павлодарского Нефтехимического Завода и ПетроКазахстан Ойл Продактс. Доля внутренних поставок составляет 30,47% по тарифу 3.902,13 тенге (на 2017й год);
- 3) Транзитная часть включает в себя перевалку в нефтепровод «Атасу-Алашаньюк», доля которого составляет 15,34%.

За Услуги по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов компания получила выручку в размере 7,4 млрд.тг. или 4,5% общей выручки. Также за перевалку нефти, транспортировку воды и услуги морского порта заработала 41,7 млрд.тг. Итоговая суммарная выручка составила 164,6 млрд.тг.

### Себестоимость

Как было указано выше, при росте выручки в 6,65%, расходы на себестоимость продемонстрировали непропорциональный рост и увеличились на 13,31% и составили 102 млрд.тг. Рост себестоимости был обусловлен увеличением расходов по износу, амортизации и налогам (которые в основном связаны с существенным вводом в эксплуатацию объектов незавершенного строительства и значительной переоценкой основных средств в 2016 году). Увеличение затрат на персонал связано с индексацией заработной платы производственного персонала с 1 января 2017 года и начислением премии к государственным праздникам.

### Общие и административные расходы

По состоянию на 30.09.2017г. сумма общих и административных расходов составила 9,4 млрд.тг., основную часть затрат составляют расходы на персонал (58%), износ и амортизация (10%) и консультационные услуги (6%).

В целом операционные затраты компании подвержены сезонным колебаниям; обычно более высокие расходы, связанные с материалами, ремонтом и обслуживанием, ожидаются во второй половине года. Эти колебания в основном обусловлены сложившимся графиком ремонта трубопроводов, происходящим в основном на вторую половину года. Закуп запасов, в основном, происходит в первой половине года.

Прочие операционные доходы зафиксированы за счет реализации запасов и пересмотра оценки и списания по обязательствам по выводу активов из эксплуатации.

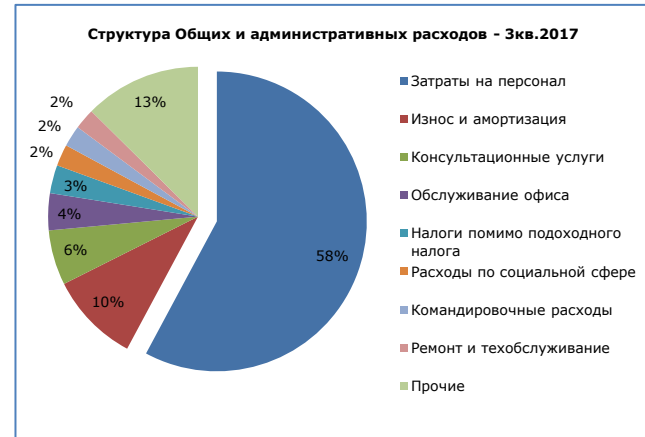
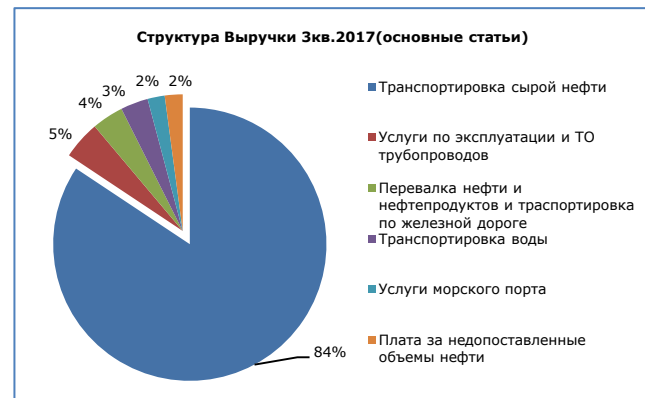
**Финансовые доходы** заработаны за счет банковских вкладов, которые размещены в пропорции 50/50%, краткосрочные тенговые вклады приносят компании от 7 до 11% в годовых, долларские 0,6%-1,8%.

**Финансовые затраты** связаны с амортизацией дисконта по выводу активов из эксплуатации и начисления вознаграждения работникам.

**Итоговая Чистая прибыль** составила 48 млрд.тг., что лучше годовых показателей начиная с 2014 года, и лучше аналогичного показателя прошлого года на 11,75%. Нужно отметить что 7,4% прибыли до налогов были сформированы за счет доли в доходах совместно-контролируемых предприятий.

Согласно Отчету о движении денежных средств на 30.09.2017г., чистые операционные денежные потоки компании составили 77,6 млрд.тг. которые были израсходованы покупками основных средств и выплатой дивидендов акционерам. Деньги на начало периода составляли 69,3 млрд.тг., на конец периода 43,7 млрд.тг.

Выручка	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2016	30.09.2017
Транспортировка сырой нефти	82,58%	82,93%	83,73%	83,67%
Услуги по эксплуатации и ТО трубопроводов	4,18%	4,60%	4,48%	4,49%
Перевалка нефти и нефтепродуктов и транспортировка по железной дороге	6,83%	3,91%	3,80%	3,71%
Транспортировка воды	3,10%	3,46%	3,52%	3,23%
Услуги морского порта	1,71%	2,64%	2,70%	2,01%
Плата за недопоставленные объемы нефти	0,61%	1,21%	0,49%	2,10%
Услуги транспортной экспедиции нефти	0,28%	0,34%	0,34%	0,31%
Услуги по хранению нефти	0,03%	0,03%	0,03%	0,05%
Прочее	0,68%	0,89%	0,90%	0,44%
<b>Итого</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>



Источник: данные компании

**Оценка справедливой стоимости акции**

Для объективности расчетов, мы использовали несколько моделей оценки (дисконтирование денежных потоков, метод рыночных мультипликаторов) и исходили из принципа системности и аргументированности прогнозных данных, т.е. все прогнозные данные связаны или с ретроспективной динамикой тех или иных показателей или же со стратегическими планами компании на будущее. При этом оптимальным сроком прогнозирования, в целях минимизации допущений, был принят временной период в 5 лет.

**Ставка дисконтирования**

Для дисконтирования прогнозных денежных потоков нами была принята ставка равная требуемой доходности к капиталу рассчитанная в соответствии с моделью оценки финансовых активов (CAPM), которая учитывает доходность альтернативных инструментов с корректировкой на географию инвестиции и премии за риск инвестирования с учетом динамики цены самой ценной бумаги. В соответствии с алгоритмом расчетов модели CAPM, требуемая доходность на капитал составила 12,73% (Бета коэффициент = 0,64; безрисковая ставка = 7,4%; премия за риск инвестирования = 7,6%).

Использование требуемой доходности на капитал в качестве ставки дисконтирования вместо средневзвешенной стоимости капитала объясняется отсутствием долгов у компании. Согласно ретроспективным данным компании, среднее соотношение совокупных обязательств к активам составляли 21%. Обязательства хоть и составляют 154 млрд.тг. (или 21% валюты баланса) по состоянию на 30.09.17г., но исключают любые займы или кредиты, т.е. компания свою деятельность финансирует в основном за счет собственных средств, так доля торговой и прочей кредиторской задолженности составляет лишь 9,25% совокупных обязательств или 1,95% валюты баланса. Основную часть обязательств составляют отсроченные налоги, резервы под обязательства по выводу активов из эксплуатации и доходы будущих периодов.

Что касается долговых обязательств совместно-контролируемого предприятия ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод» (50% доли), то у последней открыты счета в Торгово-Промышленном Банке Китая в городе Алматы, на которые поступают средства, полученные от транспортировки нефти по нефтепроводу «Кенкияк-Кумколь», которые впоследствии используются или на оплату долга либо для операционных нужд. ККТ также пролонгировала погашение займа с 2018 года на 2023 год, Акционерным обществом «КазТрансОйл» и вторым участником ККТ не предоставлялась гарантия в качестве обеспечения по этим займам, также указанные заимствования не задействованы в непосредственной операционной деятельности компании КазТрансОйл, в связи с чем нами не учитывался эффект финансового леввериджа.

Valuation input	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales Growth	2,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Operating Margin	29,3%	32,2%	32,3%	32,3%	32,4%	32,4%
ROE (based on prior year equity)	9,0%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%
Sustainable growth rate (b*ROE)		3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Tax rate	23,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Operating Working Capital/Sales	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Non-current assets/Sales	312,1%	314,3%	316,6%	318,8%	321,1%	323,4%
Depreciation/Non-current assets	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
LT Liabilities/Capital	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Cost of LT Liabilities	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Company beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Equity risk premium		7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Risk-free rate		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Cost of equity		12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
WACC (after tax)		10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Interest on cash	10,2%	11,0%	10,9%	10,7%	10,6%	10,4%
Cash/Sales	23,2%	23,3%	23,5%	23,7%	23,8%	24,0%

**Свободные денежные потоки**

Свободные денежные потоки нами были рассчитаны следующим образом: Сумма Чистой прибыли до выплаты процентов и налогов (ЕБИТ) (скорректированная на КРН) и Отчислений на амортизацию и износ за вычетом изменений в Чистом оборотном капитале и Капитальных затрат.

При этом для прогнозных данных мы использовали так называемый скорректированный/adjusted ЕБИТ, то есть исключили эффект от «разовых» доходов/расходов (преимущественно от совместно-контролируемых предприятий), и оценили возможность генерации прибыли непосредственно от операционной деятельности.



## Оценка справедливой стоимости акции (продолжение)

Изменения в оборотном капитале компании демонстрируют существенную разницу в ретроспективе, и хотя в расчете изменений в чистом оборотном капитале мы исключаем эффект наличия денежных средств, однако принимая во внимание коэффициент выплаты дивидендов свыше 100%, в прогнозных денежных потоках мы сконцентрировали внимание на генерации Чистой прибыли и Амортизации, а также расходах связанных с капитальными затратами.

В прогнозной модели мы исключили вероятность реализации макроэкономических шоков и исходили из принципа «при прочих равных условиях» (ceteris paribus).

В качестве темпов роста в постпрогнозном периоде мы использовали ставку в 1%, так как предполагаем, что основная динамика показателей реализуется в ближайшие 5 лет.

Discounted Cash Flows (KZT)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Beyond
Net income		62 160 075	64 167 847	66 145 083	68 182 849	70 282 987	73 227 829
add back depreciation		55 191 152	57 253 672	59 393 270	61 612 825	63 915 326	66 303 872
subtract capital expenditures		41 518 592	43 070 161	44 679 714	46 349 417	48 081 517	49 878 346
Free Cash Flow to Firm		62 160 075	64 167 847	66 145 083	68 182 849	70 282 987	73 227 829
							1,0% Continuing growth rate
							647 135 722 Continuing value
Discount factor		0,8903	0,7927	0,7058	0,6284	0,5595	0,5595
PV		55 344 074	50 867 063	46 684 892	42 846 320	39 323 140	362 070 679
<b>Value of equity (DCF)</b>	<b>597 136 168</b>						
<b>Value per share (DCF) in KZT</b>	<b>1 552,53</b>						

**1. Таким образом, стоимость одной акции в соответствии с моделью DCF составила 1 552тг., что выше текущей рыночной цены на 5%.**

Альтернативно, при оценке постпрогнозной стоимости используя средний рыночный мультипликатор «EV/EBITDA» компаний аналогичной отрасли торгующихся в более ликвидных фондовых рынках, мы получили оценку в 2 011тг. Однако, принимая во внимание структуру собственного капитала, а также отсутствие диверсификации источников выручки, принятие указанного мультипликатора не представляется возможным.

На основании Метода Дисконтирования Дивидендов, мы получили оценку в 1 436 тг., тут надо отметить что средний коэффициент выплаты дивидендов нами был принят на уровне 62,7%, при фактической выплата свыше 100%, в связи с чем указан 6% темп роста в постпрогнозном периоде.

Dividend Discount Model (KZT)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Beyond
Dividend Payment		39 245 008	40 396 432	41 485 319	42 601 537	43 745 690	45 698 820
							6,0% Continuing growth rate
							723 576 815 Continuing value
Discount factor		0,8903	0,7927	0,7058	0,6284	0,5595	0,5595
PV		34 941 699	32 023 014	29 280 145	26 770 942	24 475 595	404 839 262
<b>Value of equity (DDM)</b>	<b>552 330 657</b>						
<b>Value per share (DDM) in KZT</b>	<b>1 436,04</b>						

Следующей Моделью оценки акции, мы использовали метод дисконтирования сверхдохода, т.е. способность генерации компании дохода свыше требуемой ставки дисконтирования в соответствии с моделью CAPM, которая равняется 12,3%.

Abnormal Earnings (KZT)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Beyond
Net income		62 160 075	64 167 847	66 145 083	68 182 849	70 282 987	73 227 829
Book value of equity (start of year)		613 186 283	636 101 351	659 872 765	684 532 529	710 113 840	736 651 138
Capital charge		75 518 081	78 340 228	81 267 840	84 304 858	87 455 372	90 723 621
Abnormal earnings		-13 358 005	-14 172 381	-15 122 757	-16 122 010	-17 172 384	-17 495 792
							6,0% Continuing growth rate
							-277 021 368 Continuing value
Discount factor		0,8903	0,7927	0,7058	0,6284	0,5595	0,5595
PV		-11 893 268	-11 234 714	-10 673 571	-10 131 122	-9 607 902	-154 992 703
Value of abnormal earnings	-208 533 281						
Book value of equity (at valuation date)	613 186 283						
<b>Value of equity (EVA)</b>	<b>404 653 002</b>						
<b>Value per share (EVA) in KZT</b>	<b>1 052</b>						

Отрицательные потоки указывают на генерацию прибыли ниже требуемой ставки, в связи с чем стоимость составила 1 052 тг., отчасти это связано с высокими дивидендными выплатами и низким коэффициентом реинвестиции.

**Оценка справедливой стоимости акции (продолжение)**

Учитывая высокую вероятность выплаты дивидендов выше установленной компанией нормы (в 40% от чистой прибыли), нами была проведена оценки с помощью мультипликатора Цена акции/Прибыль на акцию:

P/E Ratio	2017
Net Income	53 427 485
Dividend payout ratio	90,00%
DPS (in KZT)	125
EPS (in KZT)	138
Justified P/E ratio	10,34320264
Value per share (P/E ) in KZT	1 437

Расчеты с использованием мультипликатора P/E указывают что ценная бумага торгуется на уровне своей справедливой цены. При этом мы исходили из предположения что дивиденды будут выплачены на уровне 48млрд.тг.

**«Behavioral economics» на практике**

Держателем 90% простых акции компании является АО «НК «КазмунайГаз», т.е. в свободном обращении находятся ценные бумаги в размере 10% от общего количества, что является достаточно низким показателем для ликвидности торговли рассматриваемых акций.

Таким образом, те или иные поведенческие настроения миноритарных акционеров могут существенно повлиять на стоимость ценной бумаги, что минимизирует спекулятивную составляющую которая заключается в получении выгоды за счет разницы в стоимости ценной бумаги в краткосрочной перспективе.

Ценные бумаги компании могут быть интересны в целях получения дивидендов не ниже среднерыночных ставок по депозитам. Учитывая текущую волатильность курса национальной валюты к доллару США, а также принимая во внимание фундаментальную стоимость ценной бумаги, рекомендует **ДЕРЖАТЬ** акции. После выхода годовых данных за 2017 год, рекомендация будет обновлена.

**Справедливую стоимость мы определяем на уровне 1 500 тенге за одну простую акцию.**