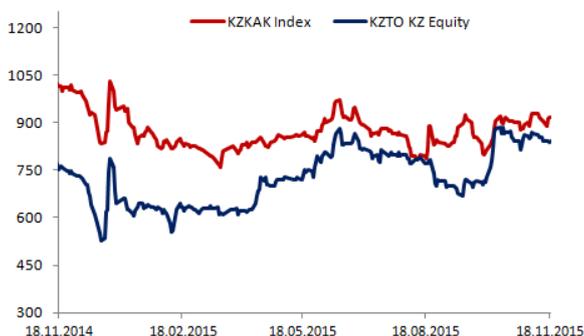


Покупать

Тикер Казе: KZTO KZ
Сектор: Нефть и Газ
Цена за (27.11.2015 г.): (Т) 840
Целевая цена (тенге): 1 004
Балансовая цена (тенге) 1 182
Количество простых акций, шт.: 384 635 600
Free float, шт. 38 463 560
Капитализация, млн. тенге: 323 093
Website Компании: <http://www.kaztransoil.kz>

Источник: сайт Компании

Ценовой график: KZTO KZ



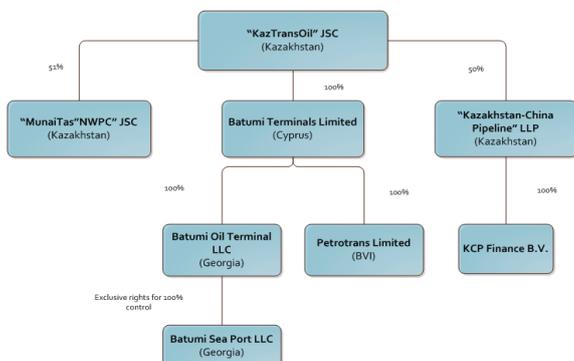
Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели:

млн. тенге	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П
Реализация	143 061	196 367	206 637	239 327	249 692
Себестоимость	-99 604	-110 969	-121 309	-157 672	-161 386
Валовой доход	43 458	85 398	85 328	81 655	88 306
ЕБИТ	33 061	62 617	64 427	44 919	50 289
Прибыль за год	33 501	63 544	46 431	41 092	46 115

Источник: Данные Компании и расчеты CS

KazTransOil	2 012 Ф	2 013Ф	2 014Ф	2 015П	2 016П
P/E	9,7x	5,1x	7,0x	7,9x	7,0x
EV/EBITDA	6,0x	4,0x	3,7x	4,4x	4,1x
EV/Sales	2,6x	1,9x	1,8x	1,5x	1,5x
EPS	87	165	121	107	120
ROA	7,1%	11,7%	7,9%	6,4%	6,2%
ROE	8,8%	14,8%	10,0%	8,4%	8,8%
EBIT margin	23,11%	32,95%	31,18%	18,77%	20,14%
EBITDA margin	42,45%	48,85%	47,49%	35,11%	35,60%



Source: www.kaztransoil.kz

АО «КазТрансОйл»

Объединение КТО и КТГ – плохо или хорошо?...

Напомним, что 18 ноября 2015 г. Председатель правления АО «ФНБ «Самрук-Казына» (далее Фонд) сообщил о рассмотрении вопроса касательно объединения АО «КазТрансОйл» (далее КТО) и газопроводной компании АО «КазТрансГаз» в рамках реализации программы трансформации. По словам руководства Фонда наличие двух трубопроводных компаний в структуре НК «КазМунайГаз» нецелесообразно и в целях оптимизации административных расходов рассматривают вариант объединения двух национальных операторов по транспортировке нефти и газа. При этом деятельность по торговле газом планируют сосредоточить в одной компании, чтобы расходы, связанные с другими видами деятельности, учитывались отдельно и не попадали в тариф по транспортировке. В рамках подготовительных работ, по словам руководства Фонда, в КТГ создана единая сервисная компания, а также единый оператор по эксплуатации газопроводов, который объединит функции техобслуживания, эксплуатации газораспределительных систем. В результате, в КТГ сокращены текущие расходы на 7,3 млрд. тенге и капитальные расходы в 9,4 млрд. тенге. Поскольку данное заявление было сделано Председателем правления Фонда на расширенном заседании правительства в Астане, то мы оцениваем вероятность реализации данной идеи очень высокой. Отметим, что также было заявлено, что акции КТО, успешно размещенные в рамках государственной программы «Народное IPO», будут трансформированы в акции объединенной компании с соблюдением прав миноритарных акционеров. В связи с этим мы считаем, что в настоящее время существует некая неопределенность на рынке касательно реализации объединения листингованной компании (КТО) и непубличной компании (КТГ), поскольку отсутствует прозрачный механизм оценки стоимости ценных бумаг. По нашему мнению существуют несколько вариантов реализации, однако не во всех вариантах интересы миноритарных акционеров могут быть справедливо оценены.

- 1. Выкуп акций Обществом.** КТО и КТГ могут провести слияние путем реорганизации структуры и объединиться в одну новую компанию. В таком случае после слияния КТО должен будет прекратить свою деятельность и аннулировать выпуск акций, также как и КТГ. Поскольку КТО листингованная компания, то она должна будет провести общее собрание акционеров, где должно быть принято решение по реорганизации и делистинга Компании. Согласно ст. 27 Закона об АО РК те акционеры, которые будут против реорганизации и делистинга имеют право отказаться от предложения и потребовать обратного выкупа акций у Общества по заявлению. В таком случае выкуп размещенных акций должен быть осуществлен в соответствии с методикой определения стоимости акций при их выкупе обществом на неорганизованном рынке ценных бумаг, что означает выкуп по балансовой стоимости акций, которая на конец 30.09.2015 г. составляет 1 182 тенге (выше на 40% текущей рыночной цены). Однако для реализации обратного выкупа КТО придется направить около 45,5 млрд. тенге (около 148 млн. долл. США по курсу 307 тенге/\$). Мы считаем, что такое развитие событий, вероятно, будет отклонено КТО в виду экономической нецелесообразности, поскольку при первичном размещении акций КТО привлекла почти в два раза меньше - 27,9 млрд. тенге.
- 2. Предложение по выкупу от КТГ.** В данном случае КТГ может присоединить к себе КТО с последующим прекращением деятельности последней. Согласно ст. 83 Закона об АО РК после приобретения всех акций присоединяемого общества указанные акции аннулируются, а имущество, права и обязательства присоединяемого общества передаются обществу, к которому осуществляется присоединение. При этом, цена продажи акций присоединяемого общества определяется

Контакты:

Ибраимова Алтынай
Тел. 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: aibraimova@centras.kz

Ибраева Маржан
Тел. 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

из соотношения собственного капитала присоединяемого общества к количеству его размещенных акций (за исключением выкупленных), т.е. по балансовой стоимости – 1 182 тенге/акцию. В таком случае КТГ придется выделить на выкуп акций у миноритариев около 45,5 млрд. тенге (около 148 млн. долл. США по курсу 307 тенге/\$) и 400 млрд. тенге (около 1,3 млрд. долл. США по курсу 307 тенге/\$) у НК КМГ. Однако, учитывая высокую долговую нагрузку (около 200 млрд. тенге) и крупные инвестиционные проекты, требующие больших капитальных вложений, для КТГ также экономически нецелесообразно расходовать такие денежные средства (в случае наличия свободных денежных средств).

Дополнительно, существует вариант передачи материнской компании НК КМГ своего пакета акций (90%) КТО в КТГ в обмен на акции последней. В таком случае, после приобретения 90% акций КТО согласно ст. 25 Закона об АО РК «лицо, которому стало принадлежать тридцать или более процентов голосующих акций общества» КТГ обязано в течение тридцати дней со дня приобретения опубликовать в средствах массовой информации предложение остальным акционерам продать принадлежащие им акции общества. В данном случае КТГ может сделать предложение миноритарным акционерам выкупить их долю по средневзвешенной рыночной цене, которая сейчас составляет около 850 тенге/акцию, что намного ниже балансовой стоимости. Следовательно, при реализации данного сценария миноритарии должны быть заинтересованы в скорейшем росте рыночной цены акций, по которой и будет определяться цена выкупа.

3. **Продажа доли НК КМГ нескольким покупателям.** Согласно ст. 25 Закона об АО РК «при несоблюдении порядка приобретения акций (приобретение более 30% голосующих акций см. п1.) лицо, владеющее тридцатью и более процентами голосующих акций общества, обязано произвести отчуждение неаффилированным с ним лицам части принадлежащих ему акций, превышающей двадцать девять процентов голосующих акций общества». В данном случае НК КМГ может реализовать около 30% или более акций КТГ, обеспечив контрольный пакет, а оставшуюся долю реализовать иностранным компаниям, которые пожелают приобрести акции КТО. Такое развитие событий может повлечь передачу важного стратегического объекта в собственность иностранных участников, что не является позитивным фактором для локальных игроков. Однако, мы считаем, что такое развитие событий маловероятным, так как КТО является национальным оператором по транспортировке нефти и является стратегически важным объектом.
4. **Передача КТО во временное доверительное управление КТГ.** Согласно Правилам передачи государственного имущества в доверительное управление, утвержденным приказом Министра национальной экономики РК, допускается передать в доверительное управление без права последующего выкупа стратегические объекты, а также пакет акций (доля участия) в юридических лицах, в собственности которых находятся стратегические объекты, без проведения тендера только на основании заявки на предоставление объекта в доверительное управление. Таким образом, данная сделка позволит временно управлять КТГ деятельностью КТО без выделения денежных средств для выкупа акций и делистинга КТО. Однако, в данном случае, по нашему мнению, возникают определенные риски, связанные с тем, что публичная компания КТО может быть в управлении непубличной Компании, у которой нет обязательств по раскрытию информации и транспарентности. Кроме того, учитывая высокую долговую нагрузку и капиталоемкие инвестиционные проекты КТГ, существует вероятность, фондирования за счет денежных потоков КТО, что не является положительным фактором. Отметим, что обычно передача в доверительное управление производится в целях повышения эффективности деятельности передаваемой компании путем привлечения дополнительного финансирования, новых технологий и расширения рынков сбыта и т.д. На сегодняшний день

КТО не является низкоэффективной компанией, нуждающейся в дополнительном финансировании, учитывая, их низкую долговую нагрузку и успешную дивидендную политику. Тогда как у КТГ наблюдается высокая долговая нагрузка и капиталоемкие проекты, требующие дополнительного финансирования. Поэтому, мы считаем неэффективным и нецелесообразным вариант передачи КТО в доверительное управление в КТГ, так как более эффективная и рентабельная компания передается в доверительное управление менее эффективной компании с различной технологией производства и рынков сбыта.

Таким образом, любой из рассмотренных нами вариантов является негативным как для инвесторов, поскольку участники рынка лишаются высоколиквидного и доходного инструмента с успешной дивидендной историей, так и для фондового рынка, в целом, поскольку сокращается количество ликвидных инструментов, что может привести к оттоку инвестиций с казахстанского фондового рынка. Кроме того, мы считаем, что данное событие, может в последующем привести к снижению доверия к финансовому рынку со стороны населения, так как КТО размещался в рамках реализации государственного проекта «Народное IPO», в результате которого были привлечены большое количество физических лиц.

Мы считаем низкой вероятностью делистинга КТО и ухода Компании с фондового рынка РК. Однако, полностью исключать такую возможность мы не можем.

В любом случае, в настоящее время мы сохраняем свою рекомендацию «Покупать» с целевой ценой 1004 тенге, поскольку считаем, что при любой реализации сценария объединения КТО и КТГ миноритарные акционеры смогут либо потребовать выкупа акций по балансовой стоимости (1 182 тенге) в случае отказа на ОСА от предложения реорганизации, либо согласиться на «оферту» по выкупу по средневзвешенной рыночной цене на момент проведения сделки (в данном случае высокая рыночная цена будет в пользу интересов миноритариев).

Кроме того, в виду позитивных итогов финансовой деятельности за 3 кв. 2015 г. мы ожидаем выплату высоких дивидендов по итогам года в виду лояльной дивидендной политики Компании. По нашим прогнозным расчетам дивидендная доходность при целевой цене (1 004 тенге) может составить около 11-12%.

Перспективы

- На рост/падение стоимости акций могут оказать влияние следующие основные факторы:
 - Рост/снижение коэффициента дивиденда;
 - Увеличение/снижение чистой прибыли Компании;
 - Увеличение/снижение уровня заимствования и др.
 - Рост/снижение операционных затрат;
 - Рост/снижение себестоимости.
- Реализация программ по увеличению объемов добычи нефти (проект «Кашаган») и открытие новых месторождений, нефтяными операторами, могут способствовать росту объема выручки.

Риски

- Замедление темпов роста мировой экономики, и как следствие, снижение спроса на нефть и нефтепродукты.
- Политическая и экономическая нестабильность в Казахстане;
- Изменение законодательства относительно естественных монополий и налогообложения в Казахстане.
- Истощение нефтяных месторождений.
- Риски, связанные с проектом «Кашаган», такие как технологические, экологические и операционные.

Контактная информация:

АО “Сентрас Секьюритиз”
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический Департамент:

Заместитель директора
Ибраева Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

Аналитик
Ибраимова Алтынай
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727
Email: aibraimova@centras.kz

Младший Аналитик
Соколова Анна
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718
Email: asokolova@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.