

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **60%**Целевая цена: **1 700 тенге**Текущая цена: **1 060 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнгут

Позитивный квартал для КазТрансОйл

Выручка, 3М'19 (млрд KZT)	60
EBIT, 3М'19 (млрд KZT)	18
Чистая прибыль, 3М'19 (млрд KZT)	18
Чистая наличность, 3М'19 (млрд KZT)	75

P/E, 3М'19 (x)	10,1x
P/BV, 3М'19 (x)	0,64x
ROA (%)	5%
ROE (%)	6,3%
Маржа EBIT (%)	30,4%
Маржа чистой прибыли (%)	30,2%

Капитализация (млрд KZT)	408
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	1 060-1 546
Текущая цена (KZT)	1 060
Целевая цена (KZT)	1 700
Потенциал роста (%)	60%

Динамика акций | биржа/тикер **KASE/KZTO**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-24%	-18%	-30%
vs KASE	-17%	-15%	-20%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

29 мая АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты за первый квартал 2019 года. Отчет оказался позитивным по части прибыльности и роста выручки за счет роста тарифов. К тому же обменный курс доллара к тенге в квартале был на стороне компании, благодаря чему увеличилась итоговая прибыль. На фоне неплохого отчета и роста тарифов можно ожидать возвращения итоговой прибыли как минимум на уровень 2017 года при условии отсутствия девальвационных шоков до конца года. Мы оцениваем одну акцию КазТранОйл в 1 700 тенге с рекомендацией «покупать».

(+) Значительный рост выручки в квартале. Выручка КазТрансОйл выросла на 14,3% г/г и на 2,5% к/к, достигнув 59,8 млрд тенге несмотря на небольшое снижение объемов транспортировки и перевалки нефти. Рост обусловлен увеличением тарифов на транзит в Китай с 11,36 долларов до 15 долларов и запланированным увеличением тарифов на поставки на внутренний рынок. Также отметим сохранение объемов выручки от обслуживания трубопроводов и транспортировки воды и небольшое восстановление выручки от дочерней компании в Грузии.

(+) Динамика курса доллара теперь на стороне компании. В первом квартале тенге укрепился к доллару на 1%, что позволило совместно-управляемой компании ККТ восстановить на 2 млрд тенге прошлогодний убыток от курсовой разницы. Общая прибыль ККТ составила 7,7 млрд тенге, что лучше прошлогоднего результата на 156% без учета доходов от курсовой разницы. Благодаря этому, а также росту выручки и небольшому росту расходов (даже с учетом расходов на благотворительность в размере 2 млрд тенге для Туркестана), операционная маржа увеличилась до 30,4%. Также увеличилась и чистая прибыль, которая составила 18 млрд тенге, или 47 тенге за акцию.

Ситуация с некондиционной нефтью. Другим важным фактором беспокойства инвесторов после возможного дальнейшего ослабления тенге, стала ситуация с некондиционной нефтью в трубопроводе «Дружба» в направлении в Республику Беларусь. 12 апреля в составе поставляемой Россией нефти были обнаружены токсичные вещества, что вынудило «Транснефть» приостановить трубопровод до его полной очистки. Основное экспортное направление КазТрансОйла «Атырау-Самара» как раз имеет выход на систему трубопроводов «Дружба». Однако,

наши экспортеры нефти с 2013 года не используют трубопровод «Дружба», а отправляют нефть на север, в порт Усть-Луга. Это ответвление практически не пострадало и на данный момент транспортировка идет в штатном режиме. Однако, все-таки часть нефти в размере 600 тыс. тонн была загрязнена, которую после переговоров с покупателями все равно удалось отгрузить, и теперь казахстанские экспортеры будут вести переговоры о компенсации со стороны «Транснефти». На основе поступивших сообщений мы считаем, что негативные последствия ситуации обошли стороной КазТрансОйл, отвечающий за свой участок, в отличие от казахстанских экспортеров, которые теперь будут вести переговоры с «Транснефтью» как с главным виновником ситуации.

Наше мнение. Реакция рынка на урезанные дивиденды, по нашему мнению, оказалась чересчур острой, так как мы не считаем, что это решение связано с кардинальными изменениями в дивидендной и инвестиционной политике компании. Судя по всему, в будущем, при принятии решения по дивидендам, компания будет больше ориентироваться на консолидированную чистую прибыль нежели на отдельную прибыль или на объем наличности на балансе, как мы предполагали ранее. При всем при этом объем наличности и депозитов к концу первого квартала оказался в рамках наших ожиданий и практически на уровне прошлого года, с которых потом были заплачены 160 тенге дивидендов на акцию. К тому же нельзя объяснить уменьшение дивидендов ростом ожидаемых капитальных затрат, плановый объем которых на 2019 год составляет 46,6 млрд тенге, что ниже на 9% чем фактические затраты в 2018 году. Также нельзя сбрасывать со счетов мажоритария в виде КазМунайГаза, долговая нагрузка которого требует поступление постоянных дивидендов с таких дочерних компании как КазТрансОйл. В целом, мы ожидаем, что при условии нормального режима работы трубопровода «Атырау-Самара» и отсутствия дальнейшей девальвации тенге, консолидированная чистая прибыль по итогам 2019 года может составить от 55 до 60 млрд тенге, что с учетом накопленной наличности на балансе и сниженной программы капзатрат, даст возможность инвесторам вновь рассчитывать на рекордные дивиденды по итогам 2019 года. Мы считаем, что рыночная стоимость КазТрансОйл на данный момент фундаментально недооценена и имеет неплохие перспективы с прицелом на дивиденды следующего года. Мы оцениваем, одну акцию КазТрансОйл в размере **1 700 тенге с потенциалом роста в 60%**. Рекомендация «**покупать**».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	14.03.2019	04.06.2019		
WACC	14,3%	14,05%	-0,25%	Снижение базовой ставки НБРК с 9,25% до 9%
Внутренние поставки нефти, млн тонн, 2019	17,4	16,4	-5,7%	Значительное снижение объемов переработки на битумном заводе по итогам первого квартала
Выручка ККТ, млрд тенге, 2019	72,7	74,7	2,8%	Увеличение прогнозного обменного курса USDKZT
Капзатраты, млрд тенге, 2020	63,0	66,6	5,7%	Увеличение прогнозного обменного курса USDKZT и рост соотношения капзатрат к выручке

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

