

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазТрансОйл» (KZTO)

Потенциал роста: **30%**

Целевая цена: **1 070 тенге**

Текущая цена: **821 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнот/апдейт

КазТрансОйл: итоги за 2019 год



Выручка, '19 (млрд KZT)	240
EBIT, '19 (млрд KZT)	47
Чистая прибыль, '19 (млрд KZT)	45
Чистая наличность, '19 (млрд KZT)	75

P/E, '19 (x)	7,0x
P/BV, '19 (x)	0,45x
ROA (%)	4,9%
ROE (%)	6,4%
Маржа EBIT (%)	19,4%
Маржа чистой прибыли (%)	18,8%

Капитализация (млрд KZT)	317
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	800-1 409
Текущая цена (KZT)	821
Целевая цена (KZT)	1 070
Потенциал роста (%)	30%

Динамика акций | биржа/тикер KASE/kzto



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-16%	-17%	-41%
vs KASE	-7%	-13%	-29%

18 марта АО «КазТрансОйл» опубликовало итоговые финансовые результаты за 2019 год. В целом отчет оказался умеренно позитивным относительно 2018 года. Компания сумела показать рост чистой прибыли, несмотря на обесценение грузинской дочерней компании, что увеличивает вероятность роста дивидендов в этом году. Тем не менее, недавнее ослабление тенге к доллару негативно повлияет на результаты компании в 2020 году из-за наличия валютного кредита в совместно-управляемой компании «Казахстанско-Китайский Трубопровод». Мы оцениваем одну акцию КазТрансОйл в 1 070 тенге с рекомендацией «покупать» и потенциалом роста в 30%.

(=) Четвертый квартал без особых сюрпризов для выручки.

Выручка КазТрансОйл выросла на 6,3% г/г и упала на 0,9% к/к, достигнув по итогам года почти 240 млрд тенге. Основными факторами роста выручки стало увеличение доходов от транспортировки нефти и обслуживания трубопроводов, которые выросли на 5,4% г/г и 21,5% г/г соответственно. Тем не менее, несмотря на обесценение инвестиции в грузинскую дочернюю компанию в третьем квартале, квартальная выручка из Грузии вновь вернулась на уровень 2 квартала и составила 1,2 млрд тенге, что дает некоторую надежду на продолжение восстановления.

(=) Сезонно низкая рентабельность в четвертом квартале.

Четвертый квартал как и ожидалось оказался менее рентабельным для компании из-за увеличения расходов на персонал по причине начисления годовых премий. Так квартальная валовая маржа упала с 32,7% до 19,2%, а EBITDA маржа снизилась с 28,7% до 7,5%. Тем не менее в годовом выражении снижение рентабельности оказалось не столь драматичным. Так, EBITDA маржа упала с 46% до 42%, а чистая маржа, напротив, выросла с 17,1% до 18,8% благодаря более высокой прибыли от совместно-контролируемых компаний, которые принесли КазТрансОйлу 13,6 млрд тенге вместо 2,08 млрд тенге убытка в 2018 году, который случился из-за девальвации тенге к доллару. В итоге чистая прибыль за 2019 год составила 45,1 млрд тенге или 117 тенге на акцию против 100 тенге на акцию в 2018 году.

(-) Ослабление тенге как будущий фактор риска.

Ослабление тенге к доллару напрямую и негативно влияет на финансовые показатели компании из-за наличия долларового долга в совместно-контролируемой компании «Казахстанско-Китайский Трубопровод» (ККТ). Общая балансовая стоимость этого долга на конец июня 2019 года составляла 194,5 млрд тенге или чуть больше 500 млн долларов США. При ослаблении курса до 450 тенге за доллар, примерный эффект на прибыль компании может составить около 17 млрд тенге в 2020 году в случае сохранения

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

такого обменного курса до конца года. Тем не менее, имеется и некоторый положительный эффект для компании благодаря наличию валютных депозитов и валютных транзитных тарифов.

(=) Ожидаем дивиденды в размере 117 тенге на акцию, но дивиденды за 2020 год находятся под вопросом. Так как компания обычно платит дивиденды в размере около 100% от чистой прибыли, можно ожидать, что дивиденды составят примерно 117 тенге на акцию вместо ожидаемых нами ранее 120 тенге на акцию. За 100% выплату говорят и достаточность наличных средств на балансе, а также сообщения о повышенных дивидендах от нацкомпаний для пополнения государственного бюджета. Тем не менее с ослаблением тенге поднимается вопрос дивидендов за 2020 год. В случае если обменный курс сохранится на уровне 450 тенге за 1 доллар до конца 2020 года, то мы ожидаем, что чистая прибыль составит около 35 млрд тенге или 91 тенге на одну акцию.

Наше мнение. Мы немного пересмотрели модель оценки вниз в свете падения цен на нефть, так как часть дорогих месторождений вероятнее всего будут временно закрыты, что повлияет на нефтяные потоки компании. Также мы пересмотрели стоимость капитала для оценки после того как базовая ставка НБРК была повышена до 12%, что существенно снизило оценку. А текущее ослабление тенге ставит под сомнение рост дивидендов в ближайшем будущем. Тем не менее мы снизили ожидания по капитальным затратам после того как компания потратила всего лишь 39 млрд тенге после 56,5 млрд тенге в 2018 году. Несмотря на некоторые проблемы, компания на текущих уровнях цены выглядит достаточно привлекательной в качестве дивидендной бумаги. Текущая ожидаемая дивидендная доходность составляет 14,3%. В итоге мы оценили одну акцию КазТрансОйл в размере **1 070 тенге с потенциалом роста в 30%**. Рекомендация «покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	05.12.2019	20.03.2020		
WACC	13,76%	16,5%	20%	Рост базовой ставки НБРК до 12%
Добыча нефти, 2023	93,5	90,6	-3,1%	Снижение прогнозной добычи нефти из-за падения цен на нефть
Внутреннее потребление нефти, млн тонн, 2020	17,4	16,9	-2,9%	Корректировка цифр по внутреннему потреблению нефти на основе данных 2019 года

расчеты Фридом Финанс

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

