

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Hold**АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **13%**Целевая цена: **910 тенге**Текущая цена: **803 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнот/апдейт

КазТрансОйл: итоги 1-ого квартала 2020 года

Выручка, 3М'20 (млрд KZT)	57
EBIT, 3М'20 (млрд KZT)	15
Чистая прибыль, 3М'20 (млрд KZT)	13
Чистая наличность, 3М'20 (млрд KZT)	96

P/E, 3М'20 (x)	7,7x
P/BV, 3М'20 (x)	0,46x
ROA (%)	4,7%
ROE (%)	6,0%
Маржа EBIT (%)	26,6%
Маржа чистой прибыли (%)	23,6%

Капитализация (млрд KZT)	311
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	762-1 167
Текущая цена (KZT)	803
Целевая цена (KZT)	910
Потенциал роста (%)	13%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-16%	-19%	-24%
vs KASE	-21%	-21%	-30%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

29 мая АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты за первый квартал 2020 года. В целом отчет оказался нейтральным на фоне резкого ослабления курса в марте. Несмотря на то, что у совместно-управляемой компании «Казахстанско-Китайский Трубопровод» имеется валютный долг, наличие долларовой наличности на балансе самого КазТрансОйла перекрыло убытки от негативной переоценки валютного займа. Тем не менее, новая сделка ОПЕК+ по ограничению добычи нефти в Казахстане почти на 25% может значительно повлиять на финансовые результаты компании. На этом фоне мы оцениваем одну акцию КазТрансОйл в 910 тенге и понижаем рекомендацию до «держать» с потенциалом роста в 13,3%.

(-) Выручка хуже ожиданий из-за падения грузооборота. Выручка КазТрансОйла упала на 5% г/г и на 5,1% к/к, достигнув по итогам квартала 56,8 млрд тенге. Главным фактором падения выручки стало снижение объема транспортировки из-за приостановки добычи на месторождениях АО «Актөбе мұнайгаз», где была обнаружена некондиционная нефть. Это событие сказалось и на производственные результаты компании, чей консолидированный грузооборот нефти упал на 4,8% г/г и 5% к/к.

(=) Незначительное давление на прибыльность компании.

Падение выручки при достаточно высокой доле фиксированных расходов повлекло за собой снижение прибыльности. Так, валовая маржа упала с прошлогодних 40,5% до 33,6%, а EBITDA маржа снизилась с 53,4% до 50,7%. Тем не менее снижение общих и административных расходов на 43,3% г/г компенсировало падение прибыльности из-за низкой выручки. Подобное снижение случилось благодаря практическому отсутствию расходов на благотворительность в этом году по сравнению с 2,2 млрд тенге в прошлом году, которые были потрачены для оказания помощи в строительстве объекта в городе Туркестан.

(+) Ослабление тенге не стало катастрофой для компании.

Ослабление тенге к доллару негативно повлияло на прибыльность КазТрансОйла через совместно-управляемую компанию «Казахстанско-Китайский Трубопровод» (ККТ), которая имеет достаточно существенный объем валютного долга. Общая балансовая стоимость этого долга на конец 2019 года составляла 181,5 млрд тенге или около 475 млн долларов США. Тем не менее прибыль от переоценки валютной наличности, которая накопилась на балансе с момента последней выплаты дивидендов, компенсировала все убытки от переоценки долга и даже

превысила их на 3,7 млрд тенге. В итоге компания справилась с этой ситуацией намного лучше, чем это было при девальвации тенге в 2018 году, когда на балансе не имелось столько же долларовой наличности, чтобы компенсировать потери от ослабления курса.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Падение цен на нефть привело к тому, что страны-производители нефти были вынуждены снизить уровень добычи в рамках нового соглашения ОПЕК+ как минимум на 10 млн баррелей/сутки. Это событие также коснулось и нефтяную сферу Казахстана, которому придется срезать добычу на 25% предварительно в течение следующих двух лет. Данное событие напрямую повлияет на финансовые показатели КазТрансОйл, которому придется перекачивать намного меньше нефти. В данный момент эффект от этого соглашения трудно оценить, так как еще неизвестно как это повлияет на отдельные месторождения. В модели оценки мы заложили постепенное восстановление объема добычи на прежний уровень к 2022 году. На этом фоне с большей вероятностью можно ожидать, что чистая прибыль компании в 2020 году значительно снизится, если компания не сможет существенно снизить операционные расходы, что приведет к снижению дивидендов по итогам 2020 года. Тем не менее в этом году должны утвердить новые пятилетние тарифы на перекачку нефти на внутренний рынок. В случае значительного роста тарифов наша целевая цена будет повышена, а потери в прибыли будут частично компенсированы. В итоге мы снизили нашу оценку одной акции КазТрансОйл в размере **910 тенге с потенциалом роста в 13,3%**. Рекомендация «**держать**».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	20.03.2020	02.06.2020		
WACC	16,5%	15,0%	-9,1%	Снижение базовой ставки НБРК до 9,5%
Добыча нефти, 2020	90,3	77,1	-15%	Снижение прогнозной добычи нефти из-за вхождения в соглашение ОПЕК +
Внутреннее потребление нефти, млн тонн, 2020	16,9	14,9	-12%	Снижение внутреннего потребления нефти из-за введения карантинного режима в Казахстане

расчеты Фридом Финанс

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

