

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **-22%**Целевая цена: **540 тенге**Текущая цена: **690 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнот/апдейт

КазТрансОйл: итоги 4-го квартала 2022 года

Выручка, '22 (млрд KZT)	256
EBIT, '22 (млрд KZT)	7,8
Чистая прибыль, '22 (млрд KZT)	19,8
Чистая наличность, '22 (млрд KZT)	55,4

P/E, '22 (x)	13,4x
P/BV, '22 (x)	0,29x
ROA (%)	2,0%
ROE (%)	2,7%
Маржа EBIT (%)	3%
Маржа чистой прибыли (%)	7,7%

Капитализация (млрд KZT)	265
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	535-1 014
Текущая цена (KZT)	690
Целевая цена (KZT)	540
Потенциал роста (%)	-22%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	14%	-2%	-28%
vs KASE	9%	-7%	-27%

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам четвертого квартала 2022 года. Квартальная выручка значительно выросла относительно прошлого года и третьего квартала. Однако это не помогло компании в такой же степени увеличить прибыльность в виду значительного роста операционных затрат. Основной причиной низкой стоимости компании все еще является строительство второй нитки водовода Астрахань-Мангышлак. Даже несмотря на возможный льготный заем от Нацфонда, компании предстоит вернуть эти деньги, что значительно сокращает будущие дивиденды, которые в этом году вряд ли будут выше прошлогодних 26 тенге на акцию по причине дальнейшего снижения свободного денежного потока. В итоге наша обновленная оценка одной акции «КазТрансОйл» составляет 540 тенге с переоцененностью текущей цены в 22%. **Рекомендация – «Продавать».**

(+) Продолжение восстановления выручки. Квартальная выручка «КазТрансОйл» выросла на 24% г/г и на 20% к/к, достигнув 76 млрд тенге. Наблюдается годовой рост почти всех основных статей выручки. Отметим почти двукратный рост доходов от услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов. Квартальный рост наполовину был обеспечен ростом доходов транспортировки нефти, которые во второй раз подряд увеличились на 11% к/к. Причиной роста стало продолжение восстановления объемов перекачки нефти по главному экспортному нефтепроводу Атырау-Самара на 16% к/к. Отметим также общий рост грузооборота нефти на 4,3% к/к, в том числе благодаря нефтепроводам совместно управляемых компаний.

(-) Небольшой рост прибыльности и снижение денежного потока. Валовая маржа за год выросла с 12% до 13,5%, однако снизилась относительно третьего квартала, несмотря на рост выручки. Основной причиной квартального падения маржи является сезонный рост расходов на оплату труда на 46% к/к из-за премирования в конце года. EBITDA маржа также немного выросла относительно прошлого года благодаря валовой прибыли: с 23,4% до 24,9%. Отметим квартальный операционный и чистый убыток из-за начисления резерва по обесценению основных средств, который возник после переоценки. На этом фоне операционная маржа упала с 1,4% до -11%, а чистая маржа с 2,1% до -7%. Квартальный чистый убыток составил 5,4 млрд тенге, а годовая чистая прибыль на одну акцию снизилась со 132

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

до 51 тенге. Свободный денежный поток в четвертом квартале оказался отрицательным и составил минус 5,2 млрд тенге из-за капитальных затрат на уровне 35 млрд тенге. Компания впервые с 2010 года имеет на своем балансе заем, который и стал причиной увеличения денежных средств с 62 млрд в конце сентября до 85 млрд тенге. Наличность с вычетом долга за четвертый квартал сократилась с 62 млрд до 55,4 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Несмотря на хороший рост выручки, мы не увидели качественного улучшения маржинальности. Инфляционное давление продолжает сохраняться, а поставки нефти в Германию пока что не являются значительными и в лучшем случае могут лишь частично восстановить объемы по нефтепроводу Атырау-Самара. Компания превзошла наши ожидания по прибыли на акцию без учета единовременного обесценения основных средств. Тем не менее, подобное снижение итоговой прибыли не дает возможность увеличить дивиденды. Свободный денежный поток по итогам года упал на 46% г/г, а относительно прежних годов более чем на 80%. Это факт, а также строительство второй нитки водовода «Астрахань-Мангышлак» являются основой для нашего прогноза дивидендов в размере 26 тенге, как и в прошлом году. Сам же водовод по всей видимости будет построен в том числе благодаря заемным средствам из Нацфонда на льготных условиях. Тем не менее, пока рано говорить о конкретных условиях, известен лишь предполагаемый объем средств в размере 70 млрд тенге. В любом случае, эти средства будут возвратными и, следовательно, будут уменьшать располагаемые средства для возврата акционерам. Напомним, что «водоводная дочка» компании убыточна, а данный проект только увеличит размер убытков при условии сохранения тарифа. Также дальнейшее увеличение выручки и свободного денежного потока будет в большей степени зависеть от тарифов, нежели от операционных показателей. Компании необходимо значительно увеличивать тарифы для возвращения прежней нормы прибыльности. Пока это не произойдет, вряд ли стоит ждать позитивного изменения нашей оценки, так как рост нефтедобычи операционных активов КазМунайГаза оценивается как нейтральный, а инфляционное давление на себестоимость продолжается. Снижение свободного денежного потока, более высокие капитальные затраты на 2023 год и себестоимость при прежних прогнозах по нефтедобыче стали причинами небольшого снижения нашей целевой цены одной акции КазТрансОйла до **540 тенге с переоцененностью в 22%.**

Рекомендация – «Продавать».

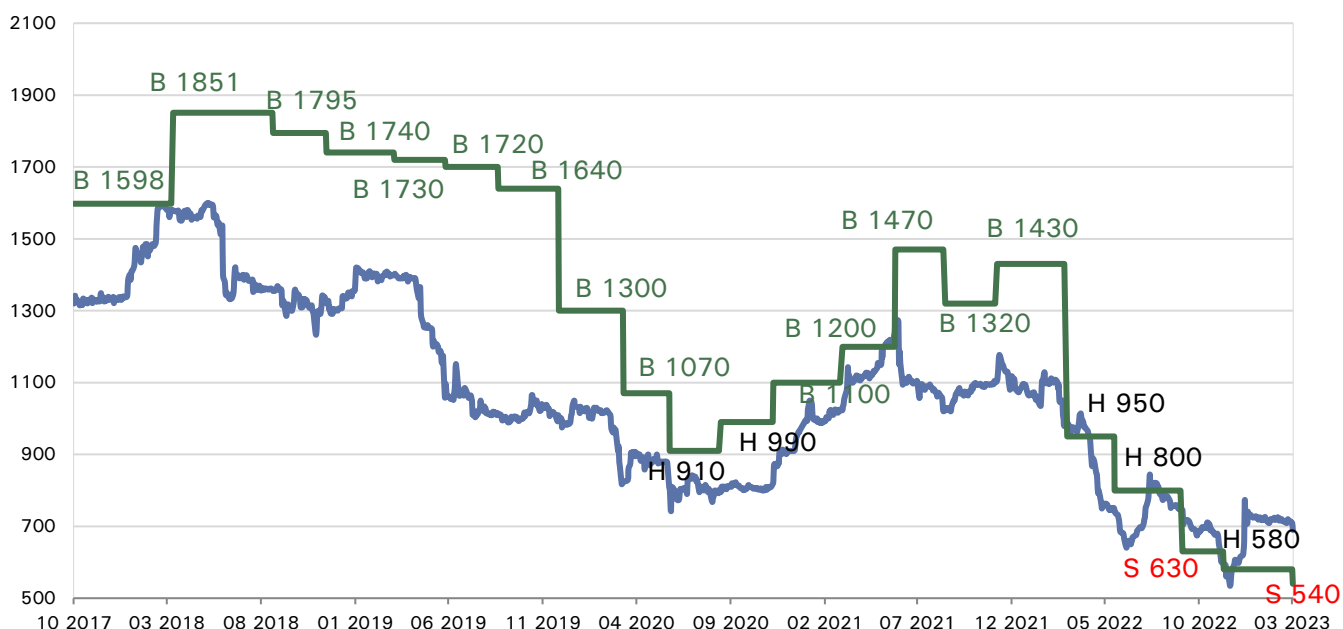
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	18.11.2022	13.03.2023		
Себестоимость без износа, 2023, млрд тенге	165	176	+ 6,7%	Более высокий уровень различных статей себестоимости в 4 квартале 2022 года
Выручка, 2023, млрд тенге	260	285	+ 9%	Увеличение выручки в 4 квартале по перевалке нефти и обслуживанию трубопроводов
Капзатраты, 2023, млрд тенге	153	182	+ 19%	Более высокий уровень капитальных затрат относительно выручки в 4 квартале 2022 года

расчеты Фридом Финанс

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



Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.