

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазТрансОйл» (KZTO)

Потенциал роста: **27%**

Целевая цена: **1 080 тенге**

Текущая цена: **851 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнот/апдейт

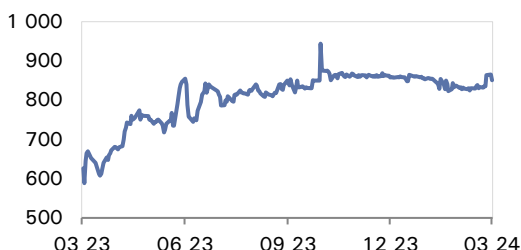
КазТрансОйл: итоги 4-го квартала 2023 года



Выручка, '23 (млрд KZT)	290
EBIT, '23 (млрд KZT)	36
Чистая прибыль, '23 (млрд KZT)	33
Чистый долг, '23 (млрд KZT)	12

P/E, '23 (x)	10,0x
P/BV, '23 (x)	0,34x
ROA (%)	2,7%
ROE (%)	3,6%
EBITDA маржа (%)	39%
Маржа чистой прибыли (%)	11%

Капитализация (млрд KZT)	327
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	569-950
Текущая цена (KZT)	851
Целевая цена (KZT)	1 080
Потенциал роста (%)	27%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-1%	1%	36%
vs KASE	-20%	-28%	-16%

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам четвертого квартала 2023 года. Квартальная выручка продолжила рост и достигла новых рекордов на фоне дальнейшего восстановления объемов транспортировки. Тем не менее показатели прибыльности оказались примерно на уровне прошлого года из-за единовременных неоперационных расходов. Также на фоне реконструкции и расширения водовода Астрахань-Мангышлак свободный денежный поток продолжил оставаться негативным, что вряд ли позволит компании значительно увеличить дивиденды в этом году. В модели оценки мы снизили стоимость капитала, а также обновили финансовые показатели совместно управляемой компании ККТ, у которой снизился чистый долг. Эти изменения в модели оценки привели к увеличению целевой цены одной акции «КазТрансОйл» до 1 080 тенге с потенциалом роста в 27%. **Рекомендация: «Покупать».**

(+) Продолжение роста выручки и объемов транспортировки.

Квартальная выручка «КазТрансОйл» выросла на 6,5% г/г и на 12% к/к, достигнув 80,9 млрд тенге, что является новым рекордом. Основным фактором роста стали доходы от транспортировки сырой нефти, которые выросли на 15% г/г и 17% к/к как за счет роста тарифов, так и за счет роста объемов транспортировки. Квартальный объем транспортировки нефти отдельно по системам КазТрансОйл вырос на 10,5% г/г и 6,4% к/к. Особенно отмечаем рост экспорта по нефтепроводу Атырау-Самара на 7,8% г/г и 28,2% к/к, что вместе с увеличением тарифов оказало наибольший позитивный эффект для роста выручки. Квартальная доля прибыли от совместно контролируемых компаний выросла на 17% г/г и упала на 16% к/к. Снижение произошло во многом из-за Мұнайтас, которая закончила квартал с чистым убытком и это несмотря на рост квартальных объемов перекачки на 23% к/к.

(=) **Небольшое снижение маржинальности.** Валовая маржа в четвертом квартале составила 13,4%, что чуть ниже показателя прошлого года в 13,5%. Годовой рост себестоимости оказался на несколько базисных пунктов выше роста выручки. Тем не менее большая часть роста себестоимости произошла из-за неденежной статьи «износ и амортизация», которая выросла на 25% г/г. И несмотря на это EBITDA маржа осталась на прежнем уровне. Если в прошлом году квартальная маржа достигала 28,7%, то в этом году ровно 28%. Небольшое снижение обусловлено увеличением неоперационных расходов в виде признания обязательства по иску

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

Грузинских железных дорог к дочерней БНТ на сумму в 1,43 млрд тенге. Это судебное дело длилось аж с 2005 года и получила свое завершение в ноябре 2023 года. На фоне этого, а также обесценения основных средств на 4,7 млрд тенге, квартальный чистый убыток составил 429 млн тенге, что значительно меньше, чем в предыдущем году (-5,35 млрд тенге). За весь 2023 год чистая прибыль составила 32,8 млрд тенге или 85 тенге на акцию, что на 66% выше, чем в 2022 году. Свободный денежный поток в четвертом квартале вновь снизился и достиг -20,4 млрд тенге во многом из-за увеличения капитальных затрат до 45 млрд тенге (+ 29% г/г и 61% к/к). В итоге на фоне расширения и реконструкции водовода Астрахань-Мангышлак за весь 2023 год свободный денежный поток упал с 9,3 до -55,5 млрд тенге, что явно указывает на маловероятность значительного увеличения дивидендов. Чистый долг за четвертый квартал 2023 года вырос на 16 млрд тенге и составляет 12,1 млрд тенге во многом из-за увеличения долга на 13,7 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом финансовый отчет КазТрансОйл можно оценить в нейтральном ключе из-за сохранения маржинальности в 4-м квартале относительно прошлого года. Тем не менее отметим заметный рост объемов транспортировки нефти и восстановление показателей главного экспортного нефтепровода Атырау-Самара. Эти факторы вместе с увеличенными тарифами, а также ростом отправки нефти в Германию и транзита российской нефти в Узбекистан наверняка будут подспорьем для продолжения увеличения выручки в 2024 году. Так как большая часть капитальных по проекту расширения и реконструкции водовода Астрахань-Мангышлак уже освоена в следующем году следует ожидать увеличения генерации денежных потоков, что может стать фактором для роста дивидендов в будущем. Учитывая объем денежных средств, компания в этом году вполне может выплатить акционерам и до 100% чистой прибыли. Но мы считаем, что вероятность этого скорее всего не очень высокая, и можно ждать дивиденды на уровне 60-70 тенге в этом году. В модели оценки мы снизили средневзвешенную стоимость капитала на фоне падения доходностей гособлигации и премии за риск инвестиции в акции, что позитивно повлияло на оценочную стоимость компании. Также существенно снизился чистый долг у совместно управляемой компании ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод» на фоне погашения долга. В итоге после всех этих изменений мы повышаем нашу целевую цену одной акции "КазТрансОйл" до **1 080 тенге с потенциалом роста в 27%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	08.12.2023	13.03.2024		
Чистый долг ККТ, 2023, млрд тенге	26,4	9,0	-66%	Фактическое снижение объема долга на балансе ККТ по состоянию на 31 декабря 2023 года
WACC, %	14,9%	13,8%	-1,1 п.п.	Снижение доходностей гособлигации и премии за риск инвестиции в акции

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держать», S-«продавать»)

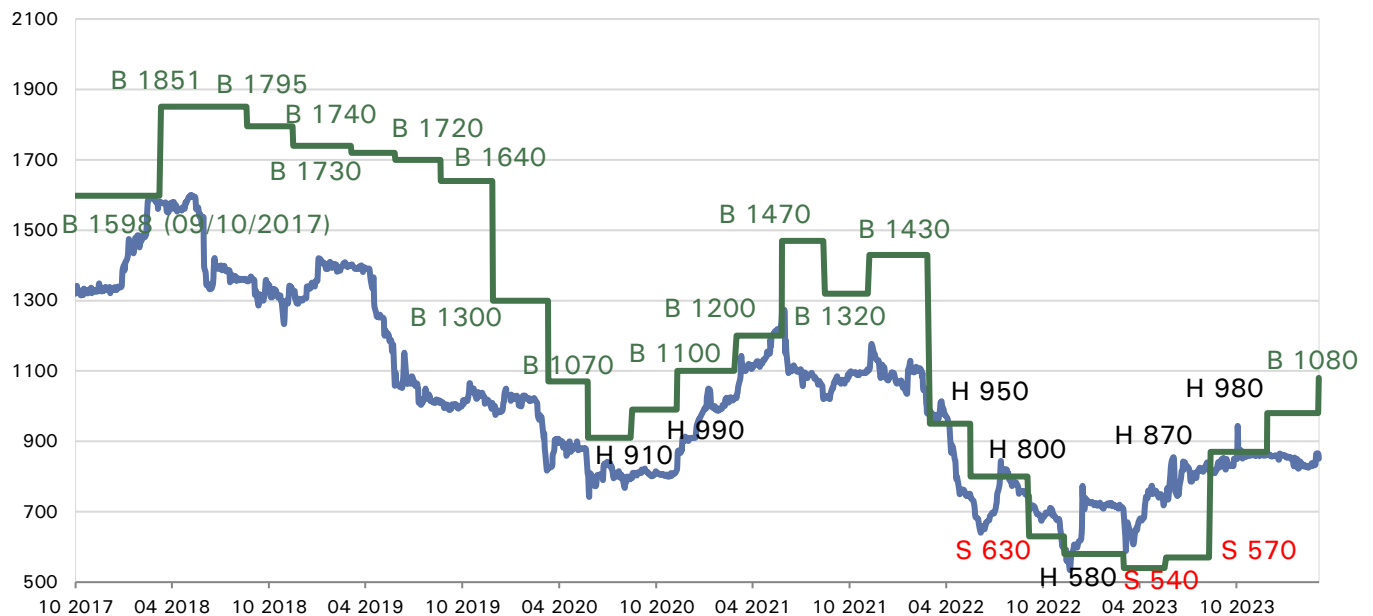


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	7	78%
Hold	1	11%
Sell	1	11%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) 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 Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

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.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев