

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Sell**АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **-24%**Целевая цена: **570 тенге**Текущая цена: **747 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнот/апдейт

КазТрансОйл: итоги 1-го квартала 2023 года

Выручка, 3М '23 (млрд KZT)	68
ЕБИТ, 3М '23 (млрд KZT)	4,3
Чистая прибыль, 3М '23 (млрд KZT)	8,8
Чистая наличность, 3М '23 (млрд KZT)	44

P/E, 3М '23 (x)	15,6x
P/BV, 3М '23 (x)	0,32x
ROA (%)	1,5%
ROE (%)	2,1%
Маржа ЕБИТ (%)	6,3%
Маржа чистой прибыли (%)	13%

Капитализация (млрд KZT)	287
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	535-844
Текущая цена (KZT)	747
Целевая цена (KZT)	570
Потенциал роста (%)	-24%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	5%	38%	2%
vs KASE	0%	24%	-31%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам первого квартала 2023 года. Хотя квартальная выручка выросла по сравнению с прошлым годом, наблюдается снижение по сравнению с четвертым кварталом. Кроме того, отмечается годовое и квартальное снижение основных показателей прибыльности. Среди позитивных новостей следует отметить выпуск льготных облигаций на сумму 50 млрд тенге для реконструкции и расширения водовода Астрахань-Мангышлак. Это позволит частично увеличить потенциальные дивиденды в будущем, поскольку возврат ожидается только через 10 лет. Однако судя по результатам первого квартала 2023 года маловероятно ожидать значительного роста дивидендов, так как свободный денежный поток уже стал отрицательным. В итоге наша обновленная оценка одной акции «КазТрансОйл» составляет 570 тенге с переоценкой текущей цены на 24%. **Рекомендация: «Продавать».**

(-) Квартальное снижение выручки. Квартальная выручка «КазТрансОйл» выросла на 21% г/г, достигнув 68 млрд тенге. Однако, в квартальном сравнении наблюдается снижение доходов на 11% ввиду снижения грузооборота нефти на 6,7% к/к. В финансовом плане сильнее всего упали доходы от транспортировки сырой нефти (-4,2 млрд, -7,9% к/к) и от услуг по техобслуживанию трубопроводов (-3,5 млрд, -35% к/к). Причиной снижения грузооборота является обратное падение объемов перекачки нефти по главному экспортному нефтепроводу Атырау-Самара на 14% к/к до уровня третьего квартала 2022 года. Также отмечается заметное падение объемов перекачки нефти по системам Казахстанско-Китайский трубопровод (-6,7% к/к) и Мунайтас (-11% к/к).

(-) Снижение прибыльности и отрицательный денежный поток. Валовая маржа за год упала с 19%, а за квартал с 13,5% до 11%. Несмотря на сезонный рост расходов на персонал в четвертом квартале, валовая маржа снизилась во многом из-за увеличения износа и амортизации на 31% к/к. Если рассматривать ЕБИТДА маржу, то в квартальном сравнении наблюдается рост с 25% до 34%. Однако в прошлом году ЕБИТДА-маржа была выше – 38% – за счет более низких затрат на персонал, которые за последний год выросли на 34%. Квартальная чистая прибыль составила 8,8 млрд тенге (-14% г/г), при этом более половины прибыли пришлось на долю от прибыли в совместно-управляемых компаниях.

Свободный денежный поток в первом квартале продолжал оставаться отрицательным и составил минус 9,3 млрд тенге из-за капитальных затрат на уровне 26,7 млрд тенге (+103%). Учитывая, что доля капитальных затрат от выручки составила внушительные 39%, можно предположить, что около 10 млрд тенге уже были потрачены на вторую нитку водовода Астрахань-Мангышлак. Наличность с учетом долга за первый квартал 2023 года сократилась с 55 млрд до 44 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Компания, показывавшая некоторое восстановление в предыдущие кварталы, вновь вернулась на прежние пониженные уровни финансовых показателей из-за падения объемов перекачки нефти. Свободный денежный поток в течение всего года, вероятнее всего, будет оставаться негативным, что значительно ограничивает объем потенциальных дивидендов по итогам 2023 года. В конце апреля в целях реконструкции и расширения водовода Астрахань-Мангышлак КазМунайГаз получил 50 млрд тенге через выпуск льготных 10-летних облигаций по ставке 0,5% годовых. Этот факт позволяет несколько сгладить негативный эффект проекта на будущие дивиденды, так как средства по большей части будут возвращены лишь через 10 лет. Однако остальная часть проекта, скорее всего, будет профинансирована банковским займом по ставке "базовая ставка плюс 2%". ТОО "Магистральный водовод" ранее открыло кредитную линию на сумму 66,7 млрд тенге, что вместе с облигациями на 50 млрд тенге должно хватить на капитальные затраты для первой очереди проекта. Несмотря на более высокую себестоимость, небольшое увеличение прогнозной выручки за счет прочих сегментов и небольшое уменьшение стоимости капитала стали причинами небольшого увеличения нашей целевой цены одной акции "КазТрансОйл" до **570 тенге с переоцененностью в 24%**. **Рекомендация – «Продавать».**

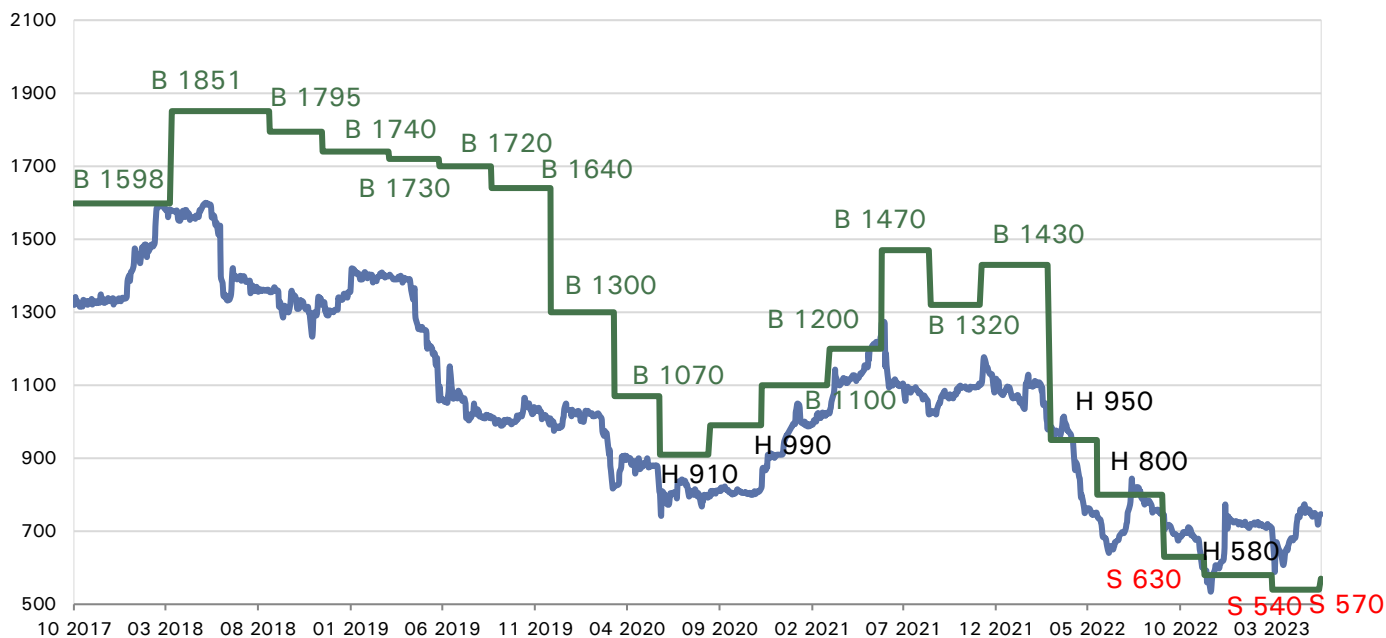
Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	13.03.2023	30.05.2023		
Себестоимость без износа, 2023, млрд тенге	176	190	+8%	Более высокий уровень различных статей себестоимости в 1 квартале 2023 года
Выручка, 2023, млрд тенге	285	290	+2%	Увеличение выручки по транспортировке воды в 1 квартале 2023 года

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Фридом Финанс. (B-«покупать», H-«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.