

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Hold****АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **7%**Целевая цена: **870 тенге**Текущая цена: **810 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****DCF**

Казахстан | Транспортировка нефти

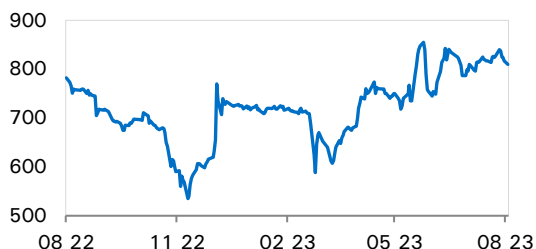
флэшнот/апдейт

**КазТрансОйл: итоги 2-го квартала 2023 года**

Выручка, 6М '23 (млрд KZT)	<b>68</b>
ЕБИТ, 6М '23 (млрд KZT)	<b>4,3</b>
Чистая прибыль, 6М '23 (млрд KZT)	<b>8,8</b>
Чистая наличность, 6М '23 (млрд KZT)	<b>44</b>

P/E, 6М '23 (x)	<b>12,8x</b>
P/BV, 6М '23 (x)	<b>0,33x</b>
ROA (%)	<b>1,9%</b>
ROE (%)	<b>2,6%</b>
Маржа ЕБИТ (%)	<b>16%</b>
Маржа чистой прибыли (%)	<b>15%</b>

Капитализация (млрд KZT)	<b>312</b>
Акции выпущено (млн штук)	<b>385</b>
Свободное обращение (%)	<b>10%</b>
52-нед. мин/макс (KZT)	<b>535-855</b>
Текущая цена (KZT)	<b>810</b>
Целевая цена (KZT)	<b>870</b>
Потенциал роста (%)	<b>7%</b>

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	9%	13%	4%
vs KASE	5%	1%	-20%

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам второго квартала 2023 года. Квартальная выручка продолжила рост, а прибыльность немного улучшилась вопреки нашим ожиданиям. Компании недавно были повышены основные тарифы на 11% и 15%, что окажет существенное влияние на выручку. Тем не менее, денежный поток остается отрицательным из-за капитальных затрат на реконструкцию и расширение водовода Астрахань-Мангышлак. Также руководство заявило, что прибыль во втором полугодии будет сходной с прибылью первого полугодия, а дивиденды составят как минимум 39 тенге на акцию, как в прошлом году. И все же, на фоне роста тарифов, появления финансовых отчетов совместно-контролируемой компании и улучшения маржинальности, мы повысили целевую цену одной акции «КазТрансОйл» до 870 тенге с потенциалом роста в 7%. **Рекомендация: «Держать».**

**(+) Рост квартальной выручки и объемов.** Квартальная выручка «КазТрансОйл» выросла на 14% г/г и на 1,8% к/к, достигнув 69 млрд тенге. Основным фактором роста стали доходы от транспортировки сырой нефти, которые выросли на 15% г/г на фоне низкой базы прошлого года, когда резко упали объемы транспортировки нефти по экспортному нефтепроводу Атырау-Самара из-за геополитических причин. Также по этой причине во втором квартале отмечается рост объемов перекачки по этому нефтепроводу на 29% г/г. В то же время наблюдается снижение выручки от перевалки и транспортировки по железной дороге на 19% г/г. Это произошло из-за высокой базы прошлого года, когда нефтяные потоки резко переориентировались на железную дорогу. Тем не менее, доходы этого сегмента за второй квартал составили 6,2 млрд тенге, что всё равно намного выше средних значений, наблюдавшихся до 2022 года. Прибыль от совместно-контролируемых компаний снизилась на 36% г/г и на 25% к/к на фоне падения объемов перекачки нефти по системам Казахстанско-Китайский трубопровод (-7,6% г/г) и Мунайтас (-2,2% г/г).

**(=) Улучшение прибыльности и отрицательный денежный поток.** Валовая маржа во втором квартале составила 15%, что выше результатов первого квартала (11%) и прошлого года (6,8%). Улучшение валовой маржи стало возможным благодаря снижению оплаты труда на 3,2% к/к и износа на 4,9% к/к. Также значительно снизились расходы на услуги железной дороги, от.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

которых компания несколько отошла относительно прошлого года. EBITDA маржа выросла с 42% до 44% за второй квартал. Квартальная чистая прибыль составила 11,5 млрд тенге (+105% г/г, +30% к/к), или 30 тенге на акцию. Свободный денежный поток во втором квартале ухудшился и составил минус 24,9 млрд тенге из-за капитальных затрат на уровне 43,2 млрд тенге (+364% г/г). Увеличение естественно было следствием затрат на водовод Астрахань-Мангышлак. На текущий момент компания освоила 50 млрд тенге, еще остаются неосвоенными примерно столько же. Наличность с вычетом долга за второй квартал 2023 года сократилась с 44 млрд до 20 млрд тенге ввиду увеличения долга с 30,8 до 72,5 млрд тенге.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Компания показала неплохие финансовые результаты по итогам квартала. Так, операционная маржа во втором квартале сложилась выше наших ожиданий, что позитивно повлияло на модель оценки. Однако основным изменением стало увеличение самых важных тарифов на транспортировку нефти на внутренние и внешние рынки. Тариф на экспорт вырос на 15%, а на внутренний рынок - на 11%. Это значительно увеличило оценочную стоимость компании. Также отмечаем изменение регуляторной базы, которая позволяет увеличить тарифы ввиду роста заработных плат, ранее ставших одной из причин падения прибыльности. На этом фоне мы немного повысили будущие тарифы. Кроме того, были опубликованы финансовые отчеты совместно-контролируемых компаний «Мунайтас» и «Казахстанско-Китайский Трубопровод», модели оценки которых также были обновлены. Мы продолжаем учитывать будущие капитальные затраты на реконструкцию и расширение водовода Астрахань-Мангышлак. Компания получила 50 млрд тенге заемных средств в виде облигаций со ставкой 0,5% годовых. Это позволило снизить балансовую стоимость займа на 22 млрд тенге (через дисконт по МСФО), что также позитивно повлияло на модель оценки. Тем не менее, руководство компании заявило, что чистая прибыль во втором полугодии прогнозируется на уровне первого полугодия. Отрицательный денежный поток в 2023 году вряд ли позволит компании сильно повысить дивиденды акционерам. К тому же на конференц-звонке руководство заявило, что ожидает выплаты дивидендов не менее 15 млрд тенге или 39 тенге на акцию, что равно показателю прошлого года. В итоге после всех этих изменений мы повышаем нашу целевую цену одной акции "КазТрансОйл" до **870 тенге с потенциалом роста в 7%** от последней рыночной цены. **Рекомендация повышена – «Держать».**

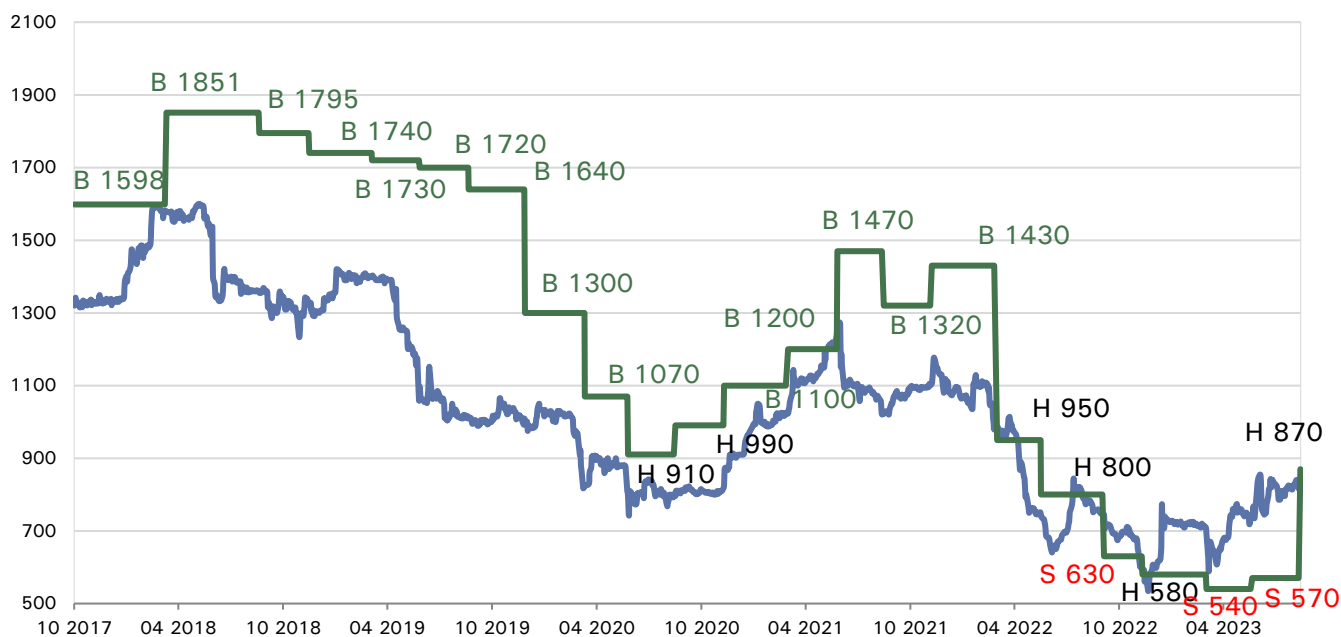
## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	30.05.2023	22.08.2023		
Себестоимость без износа, 2023, млрд тенге	190	182	-4%	Более высокая валовая прибыль по итогам второго квартала относительно ожиданий
Тариф на экспорт нефти, тенге/тонна/1000 км	8830,51	10150	+15%	Корректировка тарифа с 1 июля 2023 года
Тариф на внутренний рынок, тенге/тонна/1000 км	4355,57	4849,39	+11%	Корректировка тарифа с 1 июля 2023 года
Оценочная стоимость доли компании в ККТ, млрд тенге	154	100	+54%	Уменьшение чистого долга, снижение прогнозов по капзатратам, улучшение маржинальности

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.