

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазТрансОйл» (KZTO)**Потенциал роста: **33%**Целевая цена: **1 100 тенге**Текущая цена: **826 тенге****РЫНОК АКЦИЙ**

DCF

Казахстан | Транспортировка нефти

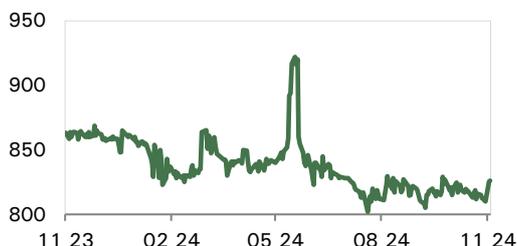
флэшноут/апдейт

КазТрансОйл: итоги 3-го квартала 2024 года

| | |
|-----------------------------------|-----|
| Выручка, 9М '24 (млрд KZT) | 230 |
| ЕБИТ, 9М '24 (млрд KZT) | 42 |
| Чистая прибыль, 9М '24 (млрд KZT) | 32 |
| Чистый долг, 9М '24 (млрд KZT) | 16 |

| | |
|--------------------------|-------|
| P/E, 9М '24 (x) | 10,2x |
| P/BV, 9М '24 (x) | 0,33x |
| ROA (%) | 2,3% |
| ROE (%) | 3,3% |
| ЕБИТДА маржа (%) | 40% |
| Маржа чистой прибыли (%) | 14% |

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Капитализация (млрд KZT) | 318 |
| Акции выпущено (млн штук) | 385 |
| Свободное обращение (%) | 10% |
| 52-нед. мин/макс (KZT) | 737-935 |
| Текущая цена (KZT) | 826 |
| Целевая цена (KZT) | 1 100 |
| Потенциал роста (%) | 33% |
| Инвестиционный горизонт | 6-12 мес. |
| Планируемая частота обновления цены | ежеквартально |

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

| Доходность (%) | 3-мес | 6-мес | 12-мес |
|----------------|-------|-------|--------|
| Абсолютная | 2% | -2% | -4% |
| vs KASE | -2% | -8% | -38% |

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам третьего квартала 2024 года. Квартальная выручка продолжила рост в годовом выражении небольшими темпами. Это произошло за счет роста доходов от транспортировки нефти, а также воды на фоне увеличения тарифов. Тем не менее снизилась операционная маржинальность, хотя, по сравнению с прошлым годом, свободный денежный поток увеличился. Однако в квартальном выражении этот показатель снизился из-за более высоких капитальных затрат. Также немного снизилась чистая прибыль. В итоге мы не ожидаем значительного увеличения дивидендов в следующем году. Основным сценарием является рост дивидендов на 5-10% либо их сохранение на прежнем уровне. В модели оценки мы обновили показатели чистого долга и увеличили капитальные затраты в связи с последними данными. Также были снижены прогнозные тарифы по всем направлениям из-за нестабильности тарифной политики. С другой стороны, был немного снижен WACC, а также увеличен прогноз выручки за счет транспортировки воды. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции «КазТрансОйл» составляет 1 100 тенге с потенциалом роста в 33%. Рекомендация: «Покупать».

(+) Выручка продолжает расти небольшими темпами.

Квартальная выручка «КазТрансОйл» увеличилась на 6,2% г/г и 9% к/к, достигнув 79 млрд тенге. Основной вклад в рост внесли доходы от транспортировки сырой нефти, которые выросли на 7,2% г/г или 3,8 млрд тенге. Это произошло в том числе благодаря увеличению квартальных объемов транспортировки нефти на 2,9% г/г и 4,6% к/к. Основным драйвером роста стало внутреннее направление, по которому объем транспортировки нефти увеличился на 7,8% по сравнению с прошлым годом, во многом благодаря росту ПКОП на 18% г/г. Небольшой рост объемов на 1,8% г/г был зафиксирован по главному экспортному нефтепроводу Атырау-Самара. Также значительно выросли доходы от транспортировки воды после увеличения тарифов, вступивших в силу в начале третьего квартала. Квартальная доля прибыли от совместно контролируемых компаний увеличилась на 25% г/г и 21% к/к.

(-) Небольшое снижение маржинальности и рост капитальных затрат. Валовая маржа в третьем квартале составила 18,9%, что является лучшим показателем за последние 10 кварталов. В

прошлом году этот показатель был равен 17,1%. За год себестоимость выросла на 6,7%, во многом из-за увеличения затрат на персонал на 16%. В то же время расходы на износ и амортизацию снизились на 10% г/г. В результате EBITDA-маржа упала с 44% в прошлом году до 40%. За третий квартал 2024 года чистая прибыль составила 12,1 млрд тенге, или 32 тенге на акцию, что на 6,3% меньше, чем в 2023 году. Свободный денежный поток в третьем квартале, хоть и оказался значительно выше, чем в прошлом году, когда были большие капитальные затраты на водовод Астрахань-Мангышлак, снизился на 63% к/к. Это произошло из-за резкого квартального увеличения капитальных затрат, которые, тем не менее, находятся вблизи средних исторических значений относительно выручки. Чистые операционные денежные потоки увеличились на 7,4% к/к, хотя в годовом выражении снизились на 15%. На этом фоне чистый долг за третий квартал 2024 года вырос с 7,8 млрд тенге до 15,7 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом финансовый отчет «КазТрансОйл» можно назвать нейтральным. Квартальная выручка хоть и выросла по сравнению с прошлым годом, EBITDA маржа показала снижение. К тому же чистая прибыль продемонстрировала небольшое падение, что важно, так как этот показатель является определяющим при расчетах дивидендов. С другой стороны, генерация денежных средств остается на прежнем уровне, но квартальный свободный денежный поток оказался не очень высоким из-за увеличенных капитальных затрат. Что касается прогноза дивидендов, вероятность их значительного увеличения снижается ввиду вышеупомянутого фактора. Кроме того, вводится немного более низкий временный тариф на перекачку нефти на внутренний рынок. Таким образом, в следующем году вряд ли стоит ожидать значительного увеличения дивидендов, хотя объем денежных средств на балансе сейчас на 9% больше, чем в прошлом году. На этом фоне скорее можно ждать рост дивидендов на 5-10% или их сохранения на прежнем уровне. В модели оценки мы немного увеличили прогнозный уровень капитальных затрат. Также очередное недавнее изменение тарифа на перекачку нефти на внутренний рынок привело к корректировке прогнозных тарифов в модели оценки. Мы несколько снизили темпы роста тарифов на будущее, что также оказало негативное влияние на оценку. С другой стороны, была незначительно снижена средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Также был немного увеличен прогноз выручки на фоне ее роста. В итоге после всех этих изменений мы снижаем нашу целевую цену одной акции «КазТрансОйл» до **1 100 тенге с потенциалом роста в 33%** от последней рыночной цены.
Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

| Изменения в предположениях | Дата оценки | | Рост, % | Комментарии |
|--|-------------|------------|---------|--|
| | 29.08.2024 | 13.11.2024 | | |
| Прогнозный тариф на экспорт, 2025, тенге/тонна/1000 км | 10 797 | 10 683 | -1% | Снижение прогнозных значений тарифов на фоне очередного изменения тарифа на внутренний рынок |
| Чистый долг КТО, млрд тенге | 7,8 | 15,7 | +101% | Увеличение чистого долга в третьем квартале |
| Капитальные затраты, 2025, млрд тенге | 63 | 72 | +14% | Более высокий уровень капитальных затрат в третьем квартале |

расчеты Фридом Финанс

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

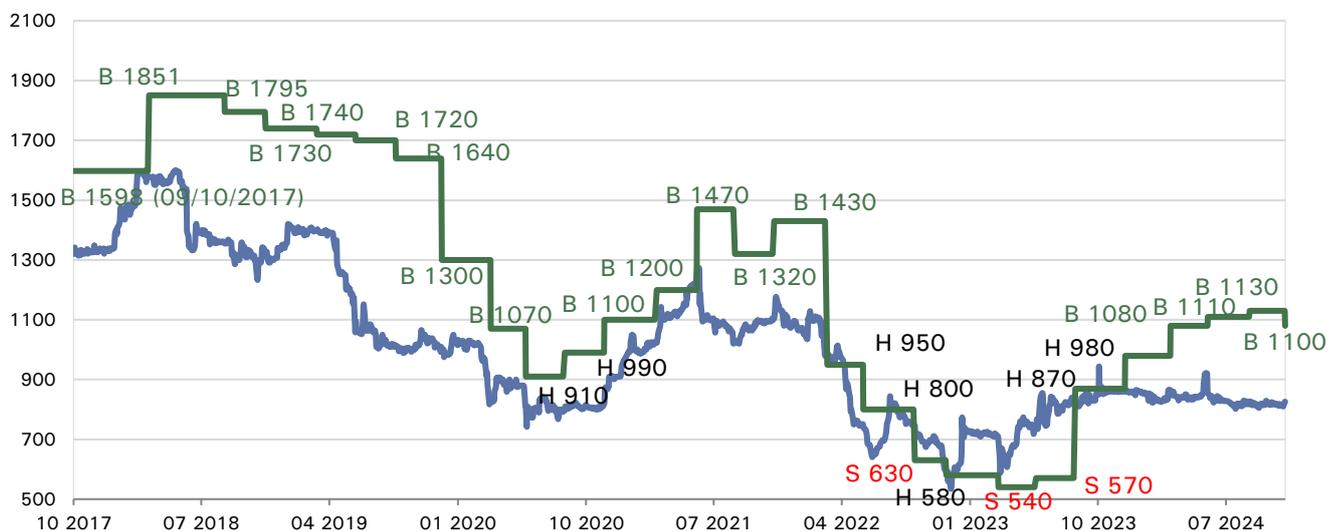


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

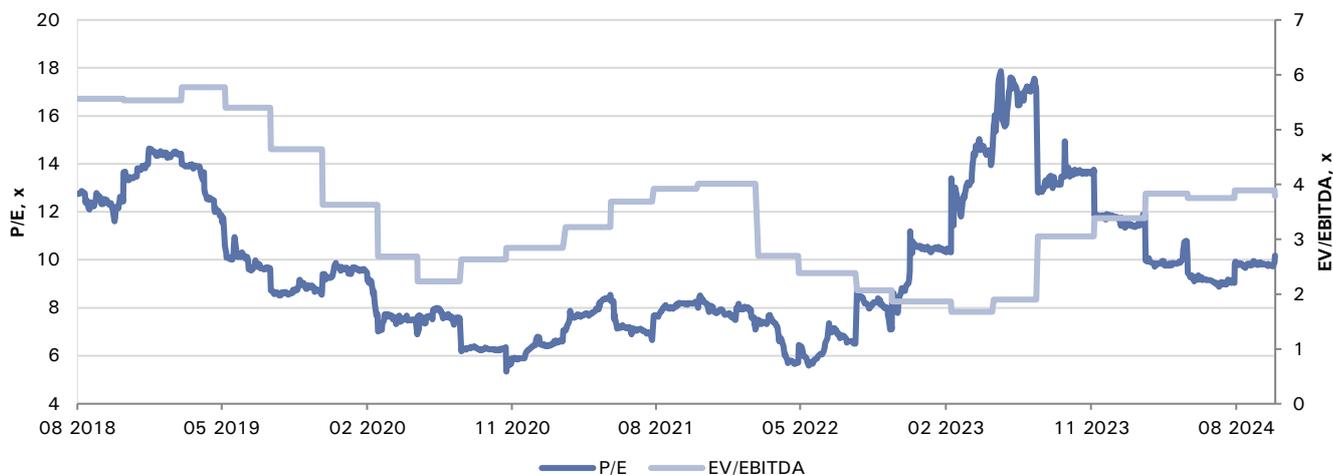


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

| Рекомендация | Количество | Доля в % |
|--------------|------------|----------|
| Buy | 7 | 70% |
| Hold | 2 | 20% |
| Sell | 1 | 10% |

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
-