

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазТрансОйл» (KZTO)

 Потенциал роста: **38%**

 Целевая цена: **1 130 тенге**

 Текущая цена: **819 тенге**
РЫНОК АКЦИЙ
DCF

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшноут/апдейт

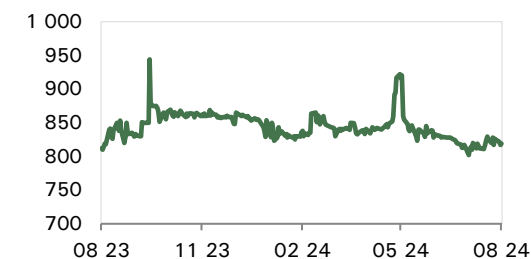
КазТрансОйл: итоги 2-го квартала 2024 года



Выручка, 6М '24 (млрд KZT)	151
ЕБИТ, 6М '24 (млрд KZT)	17
Чистая прибыль, 6М '24 (млрд KZT)	20
Чистый долг, 6М '24 (млрд KZT)	7,8

P/E, 6М '24 (x)	9,8x
P/BV, 6М '24 (x)	0,34x
ROA (%)	2,4%
ROE (%)	3,3%
ЕБИТДА маржа (%)	39%
Маржа чистой прибыли (%)	13%

Капитализация (млрд KZT)	315
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	737-950
Текущая цена (KZT)	819
Целевая цена (KZT)	1 130
Потенциал роста (%)	38%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-11%	-2%	1%
vs KASE	-15%	-13%	-39%

АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты по итогам второго квартала 2024 года. Квартальная выручка продолжила годовой рост, но продолжала показывать снижение относительно предыдущего квартала из-за уменьшения объемов и ремонта на НПЗ. На этом фоне также снизилась операционная маржинальность, но в то же время свободный денежный поток продолжил расти благодаря снижению капитальных затрат и увеличению генерации денежных потоков от операционной деятельности. В результате продолжилось снижение чистого долга, и уровень денежных средств на конец июня является достаточно высоким. Таким образом, мы ожидаем дальнейшее накопление денежных средств, что позволит компании увеличить дивиденды в следующем году. В модели оценки мы обновили показатели чистого долга и снизили капитальные затраты на фоне результатов последних двух кварталов. С другой стороны, был повышен WACC. Все эти изменения в модели оценки привели к увеличению целевой цены одной акции «КазТрансОйл» до 1 130 тенге с потенциалом роста в 38%. Рекомендация: «Покупать».

(=) Годовой рост выручки с квартальным падением объемов из-за ремонта. Квартальная выручка «КазТрансОйл» выросла на 7,8% г/г и упала на 2,8% к/к, достигнув 74,4 млрд тенге. Сильнее всего в денежном выражении выросли доходы от транспортировки сырой нефти, на 11% г/г. Однако в квартальном выражении эта статья доходов упала на 4,5% к/к. Если годовой рост можно объяснить повышением тарифов, то квартальное снижение произошло из-за уменьшения объемов транспортировки. Так, квартальный объем транспортировки нефти по системам «КазТрансОйл» снизился на 1,1% г/г и 3,3% к/к. Несмотря на то что в этом квартале компания не предоставила детальные данные по объемам транспортировки по отдельным направлениям, можно сказать, что снижение произошло главным образом из-за падения объемов переработки на казахстанских НПЗ. Основное снижение произошло на Шымкентском НПЗ, где проводился плановый ремонт. Квартальная доля прибыли от совместно контролируемых компаний выросла на 2,9% г/г и упала на 9,5% к/к.

(=) Снижение маржинальности с повышением генерации денежных потоков. Валовая маржа во втором квартале составила 13%, что ниже показателя прошлого года в 15%. За год себестоимость выросла на 10,5%, во многом из-за увеличения

затрат на персонал на 21%. В то же время расходы на износ и амортизацию снизились на 7% г/г. В результате EBITDA маржа упала с 44% в прошлом году до 36%. За второй квартал 2024 года чистая прибыль составила 8,8 млрд тенге, или 23 тенге на акцию, что на 24% меньше, чем в 2023 году. Свободный денежный поток во втором квартале продолжил демонстрировать значительное улучшение, увеличившись на 60% к/к. В прошлом году во втором квартале свободный денежный поток составил -24,9 млрд тенге, тогда как в этом году он достиг 14 млрд тенге. Капитальные затраты снизились на 31% к/к и на 82% г/г, составив лишь 7,7 млрд тенге, в то время как операционные денежные потоки увеличились на 18% г/г и на 8,9% к/к. На этом фоне чистый долг за второй квартал 2024 года уменьшился с 13 млрд тенге до 7,8 млрд тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. В целом финансовый отчет «КазТрансОйл» можно назвать нейтральным. Выручка хоть и снизилась во многом из-за ремонта НПЗ, а EBITDA маржа упала в сравнении с прошлым годом, генерация денежных средств оказалась существенной. Учитывая, что второй квартал подряд капитальные затраты оставались на низком уровне, можно сказать, что цикл высоких капитальных затрат в рамках проекта расширения и реконструкции водовода «Астрахань-Мангышлак» завершился. Благодаря этому чистый долг продолжает снижаться, что увеличивает вероятность более высоких дивидендов в следующем году. В модели оценки мы продолжили снижение прогнозных капитальных затрат. В то же время изменили тарифы на перекачку нефти на внутренний рынок, которые были снижены на следующие 12 месяцев. Также была повышена средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Тем не менее уменьшение чистого долга, даже несмотря на выплату дивидендов, вместе со снижением прогнозных капитальных затрат и ростом обменного курса привело к увеличению оценки. В итоге после всех этих изменений мы повышаем нашу целевую цену одной акции «КазТрансОйл» до **1 130 тенге с потенциалом роста в 38%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	03.06.2024	29.08.2024		
WACC, %	14,14%	14,36%	22 б.п.	Увеличение доходности гособлигации Казахстана
Чистый долг КТО, млрд тенге	38,6	7,8	-80%	Снижение чистого долга во втором квартале (старое значение учитывает корректировку на дивиденды)
Капитальные затраты, 2024, млрд тенге	96	66	-31%	Снижение капитальных затрат во втором квартале

расчеты Фридом Финанс

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

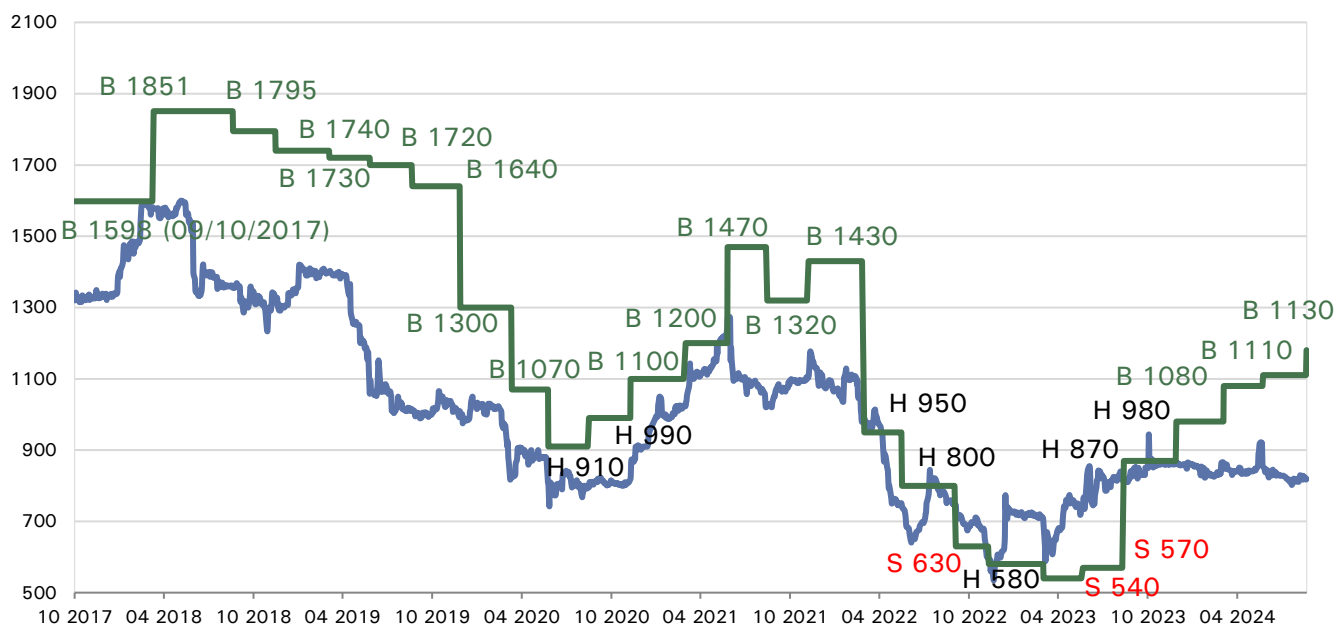


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	6	60%
Hold	3	30%
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
-