

## Результаты за 1П2022 г.

23 сентября 2022 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	<b>Держать</b>
Текущая цена, ₸/акцию	716
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	722
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>1%</b>
Дивиденд за 2021 г., KZT/акция	26
<b>Ожидаемая дивидендная доходность</b>	<b>4%</b>

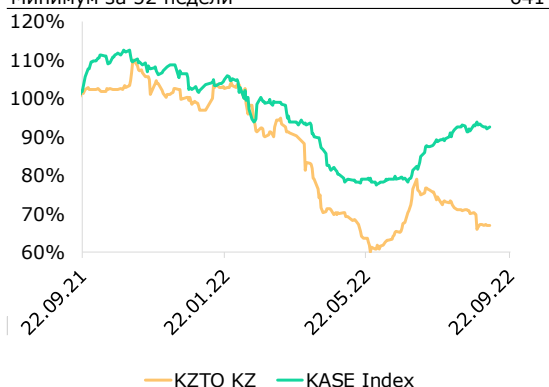
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	14
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	275

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (₸ млн)	2021	2022П	2023П
Доходы	238 176	238 398	254 482
EBITDA	104 871	62 792	76 359
Чистая прибыль	50 607	19 797	17 880
Собственный капитал	737 108	746 784	725 069
EPS (₸)	132	51	46

Оценка	2021	2022П	2023П
P/E (x)	5.4	13.9	15.4
P/B (x)	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	2.2	3.6	3.0
RoE	6.9%	2.7%	2.5%

Динамика KZTO KZ	KZTO KZ
1М	-8.6%
3М	8.8%
12М	-33.2%
Максимум за 52 недели	1177
Минимум за 52 недели	641



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

За 1П2022 г. выручка КТО снизилась на 0.3% г/г до 116.5 млрд тенге из-за сокращения транспортировки нефти по трубопроводу Атырау – Самара на 2 млн тонн (-32.4% г/г) по сравнению с прошлым годом. Себестоимость выросла на 33% г/г до 101.6 млрд тенге, в результате того, что менеджмент КТО увеличил затраты на персонал в 1П2022 г. на 65% г/г. В этих условиях у компании сокращается маржинальность бизнеса даже несмотря на повышение тарифов по транспортировке. В результате чистая прибыль за 1П2022 г. снизилась на 53.2% г/г до 15.8 млрд тенге. Начиная с 2023 г. планируется увеличение капитальных затрат компании по реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак, что, по нашему мнению, также скажется на маржинальности компании в будущем. **В связи с этим мы снижаем 12М ЦЦ с 804 тг/акцию до 722 тг/акцию и меняем нашу рекомендацию с Покупать до Держать.**

**Падение чистой прибыли из-за роста расходов.** По итогам 1П2022 г. выручка КазТрансОйл (КТО) снизилась на 0.3% г/г до 116.5 млрд тенге. При этом выручка от транспортировки сырой нефти сократилась на 11% г/г до 84.8 млрд тенге. Однако КТО существенно нарастил выручку от перевалки нефти и нефтепродуктов и транспортировки по железной дороге на 229.9% г/г до 11.1 млрд тенге. Такой прирост выручки связан с увеличением объемов перевалки нефти в порту Батуми и с оказанием экспедиционных услуг по транспортировке нефти из порта Актау в Баку и затем в Батуми.

Себестоимость выросла на 33% г/г до 101.6 млрд тенге. Наибольший прирост составили затраты на персонал, которые увеличились на 65% г/г до 41.1 млрд тенге. Также существенно возросли затраты на транспортные железнодорожные услуги на 722% г/г до 7 млрд тенге.

В результате опережающего роста издержек относительно выручки, операционная прибыль КТО сократилась на 75.1% г/г до 8.8 млрд тенге, а чистая прибыль снизилась на 53.2% г/г до 15.8 млрд тенге.

**Сокращение транспортировки нефти по нефтепроводу Атырау-Самара.** По результатам 1П2022 г. объем транспортировки по системе магистральных нефтепроводов КТО составил 19.959 млн тонн, что на 2.3% г/г меньше, чем в прошлом году. Объем транспортировки на экспорт существенно снизился по трубопроводу Атырау – Самара. По результатам 1П2022 г. объем транспортировки по данному маршруту составил 4.2 млн тонн, что на 2 млн тонн меньше прошлогоднего показателя. Снижение объемов транспортировки нефти на экспорт частично было перераспределено на внутренний рынок, а также была осуществлена перевалка нефти в магистральный нефтепровод Атасу – Алашанькоу и в Каспийский Трубопроводный Консорциум (КТК). Объем транспортировки на нефтеперерабатывающие заводы составил 9.03 млн тонн, увеличившись на 11.5% г/г. Объем перевалки нефти по магистральному нефтепроводу Атасу – Алашанькоу вырос на 4.8% г/г до 5.7 млн тонн, а объем перевалки по КТК вырос на 106% г/г до 550 тыс. тонн. Объем транспортировки нефти по нефтепроводу ТОО МунайТас составил 2.6 млн тонн, увеличившись на 36.6% г/г. Налив нефти в танкеры в порту г. Актау составил 1.1 млн тонн, увеличившись на 4 тыс тонн по сравнению с 1П2022 г.

Грузооборот нефти отдельно по системе магистральных нефтепроводов КТО за 1П2022 г. составил 16 млрд 729 млн тонно-километров, что меньше показателя 1П2021 г. на 2.6% г/г.

**Снижение объемов транспортировки на экспорт, существенный рост затрат на персонал и ожидаемые капитальные затраты повлияли на снижение целевой цены.**

Мы пересмотрели нашу ЦЦ с 804 до 722 тг/акцию т.к. ожидаем, что тенденция по сдержанному росту доходов и увеличению расходов компании продолжится. Напомним, что по результатам 1кв2022 г. объем транспортировки по трубопроводу Атырау – Самара уже снижался на 1 млн тонн. За 2кв2022 г. объем транспортировки на экспорт сократился еще на 1 млн тонн. Несмотря на увеличившиеся объемы транспортировки на внутренний рынок и перевалки в Атасу – Алашанькоу и КТК, мы ожидаем, что данная тенденция приведет к снижению общих объемов транспортировки в 2022 г. и в 2023 г. При этом происходит существенное перераспределение доли экспорта в общем объеме грузооборота в сторону внутреннего рынка. Складывающаяся ситуация отразится на финансовых результатах компании, т.к. тариф на экспорт почти в два раза выше тарифа на внутренний рынок.

Текущий прирост расходов на оплату труда по итогам 1П2022 г. составил 65% г/г. Мы ожидаем, что КТО и в дальнейшем будет индексировать оплату труда работников на уровне не менее 5%-6% ежегодно. Это значительно увеличивает себестоимость деятельности компании.

По итогам 1П2022 г. реализация проекта реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак еще не начиналась и проект находится на этапе привлечения средств на его реализацию. В конце 2021 года ТОО Магистральным Водоводом (дочерняя компания КТО) заключен кредитный договор с Евразийским банком развития на открытие кредитной линии размером 123.7 млрд тенге со сроком кредита 180 месяцев с даты выдачи первого транша. Целевым назначением кредита является финансирование проекта по реконструкции и расширению магистрального водовода Астрахань-Мангышлак. Поскольку окончательного решения по предоставлению кредита пока нет, мы ожидаем рост капитальных затрат на реализацию этого проекта только с начала 2023 г.

**Увеличение тарифов недостаточно для поддержки маржинальности бизнеса КТО в условиях заметного сокращения объема транспортировки.**

С 1 сентября КРЕМ отменил сниженный тариф по транспортировке нефти для ТШО на внутренний рынок в 3 728.82 тенге и вернул тариф в размере 4 328.04 тенге, который будет действовать до конца текущего года. По заявлению представителей КТО, компания выиграла суд против решения КРЕМ, доказав необоснованность введения сниженного тарифа. КРЕМ должен будет ввести повышенный компенсирующий тариф на транспортировку нефти на внутренний рынок для компенсации недополученной прибыли КТО в результате введения сниженного тарифа.

Мы ожидаем, что и другие тарифы будут также повышены для компенсации затрат КТО на оплату труда и реализацию реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак. Однако, повышение тарифов, по нашему мнению, не сможет сохранить маржинальность компании в условиях заметного снижения объемов транспортировки нефти на экспорт и увеличения себестоимости.

Рис 1. Тарифы на услуги АО «Казтрансойл» по перекачке нефти по системе магистральных нефтепроводов 2021-2027 гг. (тенге за 1 тонну на 1000 км)

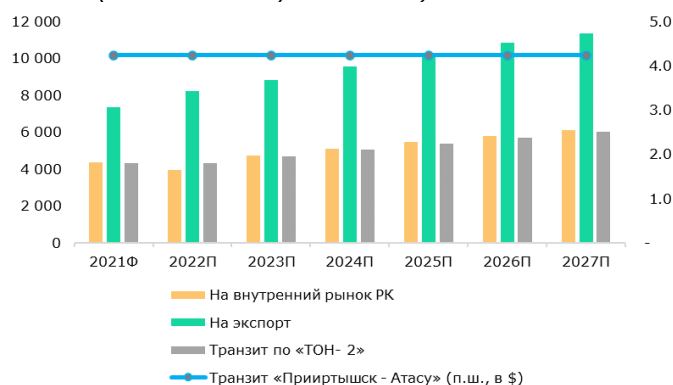


Рис 2. Добыча нефти в Казахстане и операционные результаты КТО 2021-2027 гг.

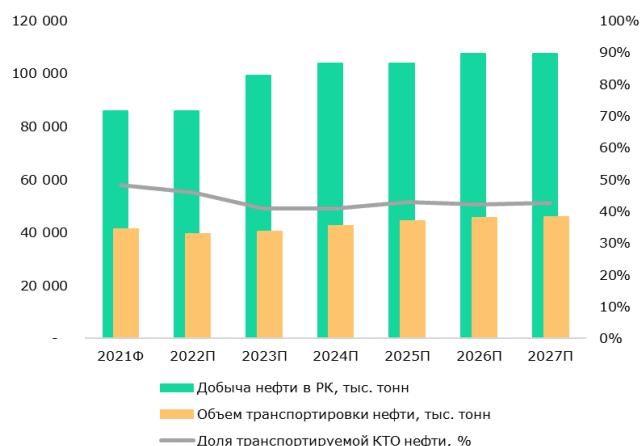


Рис 3. Актуальные финансовые результаты

Т млн	1П2021	1П2022	г/г	2020	2021	г/г
<b>Выручка</b>	<b>116 804</b>	<b>116 457</b>	<b>0%</b>	<b>235 222</b>	<b>238 176</b>	<b>1%</b>
Себестоимость реализации	-76 362	-101 644	33%	-163 017	-173 246	6%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>40 442</b>	<b>14 812</b>	<b>-63%</b>	<b>72 205</b>	<b>64 930</b>	<b>-10%</b>
Общие и административные расходы	-6 677	-6 509	-3%	-16 614	-15 550	-6%
Прочие операционные доходы	1 538	761	-51%	3 168	3 095	-2%
Прочие операционные расходы	-35	-287	722%	-3 604	-1 263	-65%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	-	-	-	14	0	-
<b>Операционная прибыль</b>	<b>35 268</b>	<b>8 777</b>	<b>-75%</b>	<b>55 170</b>	<b>51 213</b>	<b>-7%</b>
Доход/Убыток от курсовой разницы	174	1 948	-	4 910	-88	-
Финансовые доходы	2 100	1 144	-46%	3 055	3 201	5%
Финансовые затраты	-1 988	-2 389	20%	-3 775	-4 116	9%
Доля в прибыли СП	6 408	9 123	42%	9 730	12 788	31%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>41 962</b>	<b>18 603</b>	<b>-56%</b>	<b>69 090</b>	<b>62 998</b>	<b>-9%</b>
Расходы по подоходному налогу	-8 109	-2 776	-66%	-13 136	-12 391	-6%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>33 853</b>	<b>15 827</b>	<b>-53%</b>	<b>55 954</b>	<b>50 607</b>	<b>-10%</b>

Рис 4. Расчёт 12М целевой цены

Т млн	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	238 398	254 482	292 287	321 218	344 273	361 861
ЕВИТ	8 640	18 553	43 729	57 477	67 243	72 262
+ Амортизация	54 152	57 806	66 393	72 965	78 202	82 197
- Налог на прибыль	5 189	4 686	8 764	10 734	12 064	13 121
- Капитальные инвестиции	59 600	89 069	102 300	109 214	92 954	72 372
- Изменения в оборотном капитале	-26 000	690	2 067	-1 680	-2 037	-3 004
Свободные денежные потоки	24 003	-18 087	-3 009	12 173	42 464	71 970
WACC	16.80%					
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>20 552</b>	<b>-13 259</b>	<b>-1 889</b>	<b>6 542</b>	<b>19 538</b>	<b>28 352</b>
Терминальная стоимость (PV)	168 799					
Enterprise value (PV)	228 635					
- Чистый долг (PV)	-48 928					
Рыночная капитализация	277 562					
Количество акций, млн	385					
<b>12М целевая цена (KZT/акция)</b>	<b>722</b>					
Текущая цена (KZT/акция)	716					
Потенциал роста/(снижения)	1%					
Рекомендация	<b>Держать</b>					

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

## Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей

## Отчет о совокупном доходе

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Доходы	238	238	254	292	321	344	362
Себестоимость	-173	-217	-222	-235	-250	-263	-275
Валовая прибыль	65	22	32	57	71	81	86
Общие и админ. расходы	-16	-14	-14	-14	-15	-15	-15
Прочие опер. доходы (расходы), нетто	2	1	1	1	1	1	1
ЕБИТДА	105	63	76	110	130	145	154
Износ и амортизация	-54	-54	-58	-66	-73	-78	-82
Операционная прибыль	51	9	19	44	57	67	72
Процентные доходы (расходы),	-1	1	-5	-10	-14	-18	-18
Прочие доходы (расходы), нетто	13	15	9	9	9	9	9
Доход до налогообложения	63	25	23	42	52	58	63
Подходный налог	-12	-5	-5	-9	-11	-12	-13
<b>Чистая прибыль</b>	<b>51</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>50</b>

## Отчет о финансовом положении

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Текущие активы	81	111	118	105	115	122	128
Долгосрочные активы	902	907	938	974	1011	1025	1016
<b>Всего активы</b>	<b>983</b>	<b>1018</b>	<b>1057</b>	<b>1080</b>	<b>1125</b>	<b>1148</b>	<b>1144</b>
Текущие обязательства	79	104	164	193	238	255	247
Долгосрочные обязательства	167	167	167	167	167	167	167
<b>Всего обязательства</b>	<b>246</b>	<b>271</b>	<b>332</b>	<b>361</b>	<b>405</b>	<b>423</b>	<b>415</b>
Всего капитал	737	747	725	719	720	725	729
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>983</b>	<b>1018</b>	<b>1057</b>	<b>1080</b>	<b>1125</b>	<b>1148</b>	<b>1144</b>

## Отчет о движении денежных средств

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Операционные денежные потоки	87	85	66	89	107	118	127
Инвестиционные денежные потоки	-46	-45	-81	-94	-101	-84	-64
Финансовые денежные потоки	-53	-10	20	-13	-1	-29	-59
Чистое изменение денежных средств	-12	30	6	-18	6	5	4
Денежные средства и эквиваленты на начало года	52	40	71	76	58	64	69
<b>Денежные средства и эквиваленты на конец года</b>	<b>40</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>72</b>

Источники: Данные компании, расчет Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2022 г., все права защищены.

**Департамент исследований****E-mail**

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

**Департамент продаж****E-mail**

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg****HLFN****Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance