

Результаты за 2022 г.

30 марта 2023 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Держать
Текущая цена, ₸/акцию	605
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	593
Ожидаемый потенциал роста	-2%
Дивиденд за 2022 г., KZT/акция	42
Ожидаемая дивидендная доходность	7%

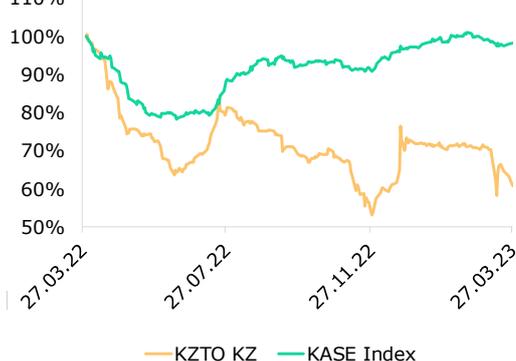
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	14
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	233

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (₸ млн)	2022	2023П	2024П
Доходы	255 627	267 240	302 783
EBITDA	62 632	79 736	108 075
Чистая прибыль	19 802	21 897	34 640
Собственный капитал	912 453	918 311	935 433
EPS (₸)	51	57	90

Оценка	2022	2023П	2024П
P/E (x)	11.8	10.6	6.7
P/B (x)	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	2.8	2.2	1.6
RoE	2.2%	2.4%	3.7%

Динамика KZTO KZ	KZTO KZ
1М	-14.0%
3М	-17.3%
12М	-39.4%
Максимум за 52 недели	1014
Минимум за 52 недели	535



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

В 2022 г. производственные и финансовые результаты КазТрансОйл главным образом формировались на фоне санкционных и геополитических рисков в отношении РФ. В 2022 г. объем транспортировки нефти снизился на 1.45% г/г до 40.6 млн тонн, а грузооборот уменьшился на 2.6% г/г, составив 34.3 млрд т-км. В результате выручка от транспортировки сырой нефти уменьшилась на 3.6% г/г до 184.9 млрд тенге. Однако благодаря росту выручки от услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов, перевалки нефти и нефтепродуктов консолидированная выручка КТО увеличилась на 7.3% г/г до 255.6 млрд тенге, а чистая прибыль составила 19.8 млрд тенге (-61% г/г). EPS в 2022 г. составил 51 тенге на акцию, а в 2021 г. показатель сложился на уровне 132 тенге на акцию.

Для расчета фундаментальной стоимости компании мы приняли во внимание введение казахстанской марки нефти KEVCO и начало транспортировки нефти в Германию. Это сигнализирует о снижении санкционных рисков для казахстанской нефти, в связи с чем ожидаем восстановление объемов транспортировки ее на экспорт. При этом был учтен рост затрат на персонал на 44.8% г/г в 2022 г. и обновлена модель с учетом дальнейшего увеличения заработной платы. Кроме того, была пересмотрена средневзвешенная стоимость капитала с 18.92% до 19.45%. В результате **приняли решение снизить нашу 12М ЦЦ с 722 тг/акцию до 593 тг/акцию, но при этом сохраняем нашу рекомендацию Держать.**

По результатам 2022 г. на балансе КТО находилось 85 млрд тенге (40.5 млрд в 2021 г.) денежных средств. Однако с учетом существенного снижения прибыльности в 2022 г., а также роста капитальных затрат для расширения водовода мы ожидаем, что менеджмент не будет распределять свободные денежные средства на дивиденды. В связи с этим предполагаем, что на выплату дивидендов будет направлено около 16 млрд тенге (81% от чистой прибыли за 2022 г.), а **дивиденды на акцию сложатся в пределах 42 тенге, что составляет 7% доходности к текущей рыночной цене.**

Производственные результаты за 2022 г. отражают снижение объемов экспорта по трубопроводу Атырау – Самара и перераспределение транспортировки по другим направлениям. На производственные результаты КТО в 2022 г. повлияло резкое обострение геополитических рисков, связанных с военным конфликтом между Россией и Украиной, а также введением санкций на экспорт российской нефти. Как следствие, в течение 2022 г. российская нефть марки Urals торговалась со значительным дисконтом по отношению к нефти марки Brent. Казахстанская нефть, экспортируемая через трубопровод Атырау – Самара, также классифицировалась как Urals из-за чего объем транспортировки по данному направлению значительно уменьшился. Выпавшие объемы были перераспределены по другим направлениям, прежде всего на внутренний рынок.

Компания на отдельной основе транспортировала 40.6 млн тонн нефти, что было на 1.45% меньше, чем в прошлом году. Грузооборот нефти отдельно по системе магистральных нефтепроводов КТО составил 34.3 млрд тонно-километров, уменьшившись на 2.6% г/г.

Объем транспортировки на внутренний рынок Казахстана составил 17.9 млн тонн (+5.7% г/г). Объем транспортировки нефти на экспорт по участку Атырау – Самара составил 9.4 млн тонн (-22.5% г/г). По казахстанскому участку нефтепровода ТОН-2 было транспортировано 11.0 млн тонн, (+0.3% г/г). Объем транспортировки по Казахстанско – Китайскому Трубопроводу (ККТ) составил 19.2 млн тонн (+10.5% г/г). Объем перевалки нефти в КТК увеличился на 133.9% г/г, составив 1.1 млн тонн. Налив нефти в танкеры в порту Актау увеличился на 7.7% г/г до 2.3 млн тонн.

На финансовые результаты за 2022 г. повлияли производственные результаты и увеличение расходов на оплату труда. Консолидированная выручка КазТрансОйл в 2022 г. увеличилась на 7.3% г/г до 255.6 млрд тенге. При этом выручка от транспортировки сырой нефти (около 80% от консолидированной выручки) снизилась на 3.6% г/г и составила 184.9 млрд тенге. Уменьшение выручки, в первую очередь, связано со снижением объемов транспортировки нефти на экспорт по трубопроводу Атырау – Самара. Рост консолидированной выручки произошел благодаря увеличению доходов от услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов на 33.0% г/г до 24.0 млрд тенге, перевалки нефти и нефтепродуктов на 219.4% до 22.5 млрд тенге, транспортировки воды на 31.8% до 11.9 млрд тенге, услуг морского порта на 21.9% до 8.1 млрд тенге, а услуг по хранению нефти более чем в 20 раз до 1.1 млрд тенге.

Более того, себестоимость реализации увеличилась на 26.7% г/г и составила 219.4 млрд тенге. Наибольший вклад в рост себестоимости оказали затраты на персонал (+44.8% г/г до 89.1 млрд тенге), услуги железной дороги (+357.1% г/г до 13 млрд тенге), а также услуги по охране (+60% г/г до 9.8 млрд тенге).

Общие и административные расходы увеличились на 6.4% г/г до 16.5 млрд тенге. Увеличение произошло за счет роста расходов на персонал на 12.3% г/г до 11 млрд тенге.

В результате роста себестоимости операционная прибыль компании снизилась на 85% г/г до 7.8 млрд тенге, а чистая прибыль уменьшилась на 61% г/г до 19.8 млрд тенге. Падение чистой прибыли могло бы быть менее значительным, однако компания признала обесценение основных средств и нематериальных активов на 12.9 млрд тенге.

Введение казахстанского сорта нефти КЕВСО будет способствовать восстановлению транспортировки нефти через трубопровод Атырау – Самара в 2023 г. Летом 2022 г. казахстанские производители согласовали с мировыми трейдерами собственный экспортный нефтяной бренд КЕВСО (Kazakhstan Export Blend Crude Oil). Это было сделано для того, чтобы размежевать казахстанскую нефть, экспортируемую по трубопроводу Атырау – Самара, от российской нефти марки Urals, которая торгуется со значительным дисконтом к основным сортам нефти после введения санкций в отношении РФ. Данная мера помогла экспортерам снизить санкционные риски и поддержала экспорт казахстанской нефти через трубопровод Атырау – Самара во второй половине 2022 г.

Если в первой половине 2022 г. снижение объемов транспортировки по данному маршруту составило около 2 млн тонн, то во второй половине сокращение объемов замедлилось, а по результатам 2022 г. снижение объема транспортировки составило 2.7 млн тонн. Председатель правления КазМунайГаз отметил, что котировки КЕВСО демонстрируют стабильную положительную динамику, а дисконт между датированными сортами нефти КЕВСО и Brent составлял порядка \$3 за баррель. В связи с этим, мы ожидаем восстановление объемов

транспортировки нефти на экспорт по трубопроводу Атырау – Самара в 2023 г.

Начало транспортировки казахстанской нефти в Германию также сигнализирует о снижении санкционных рисков. В декабре 2022 г. КТО подал заявку в Транснефть на транспортировку в 2023 г. порядка 1.2 млн тонн нефти в Германию, из них 300 тыс тонн в 1кв2023 г. По словам Министра Энергетики, Казахстан может нарастить объем до 6–7 млн тонн в год. Однако на данный момент КТО отправил в Германию только 20 тыс тонн в феврале. Агентство Bloomberg сообщает, что всего за 1кв2023 г. будет поставлено 40 тыс тонн. По данным агентства, нефтедобывающие компании пытаются найти достаточное количество нефти для экспорта в Германию. Мы считаем, что планируемый объем в 1.2 млн тонн в 2023 г. не будет достигнут в полном объеме. При этом сам факт транспортировки нефти в Германию символичен и сигнализирует о том, что механизм отделения казахстанской нефти от российской санкционной нефти функционирует. Это также подтверждает наши ожидания по восстановлению объемов транспортировки нефти на экспорт по трубопроводу Атырау – Самара в 2023 г.

КТО начал модернизацию водовода Астрахань – Мангышлак, сохранив тарифы на транспортировку воды. Проект предусматривает замену двух участков протяженностью порядка 176 км магистрального водовода Астрахань – Мангышлак. Это позволит увеличить пропускную способность водовода со 110 тыс до 170 тыс кубометров в сутки в 2024 г. Для финансирования проекта КТО открыла кредитную линию в Народном Банке Казахстана на сумму 66.7 млрд тенге. В рамках кредитной линии освоено 29.7 млрд тенге. Кроме того, на реализацию проекта из Национального фонда Казахстана выделены антикризисные средства в размере 70 млрд тенге. Это возвратные средства, однако менеджмент компании не раскрывает условия привлечения данных средств. В связи с реализацией проекта мы ожидаем увеличение капитальных затрат в 2023–2025 гг. При этом не сообщается об увеличении тарифов на транспортировку воды. Действующие тарифы по подаче воды по магистральным водоводам на 2022–2027 гг. не обеспечивают возмещение затрат на реализацию проекта. В настоящее время ТОО Магистральный Водовод проводит работа по пересмотру тарифов в судебном порядке. В связи с этим мы считаем, что КТО будет стремиться сохранить большую часть денежных средств на балансе в период реализации проекта, поэтому не ожидаем распределения значительной части свободных денежных средств в виде дивидендов.

Мы ожидаем, что дивиденды по итогам 2022 г. составят 42 тенге на акцию. По результатам 2021 г. КТО выплатил 10 млрд тенге, что составило 26 тенге дивидендов за акцию. Данный размер сложился намного ниже ожиданий инвесторов, что привело к существенной коррекции цены акций компании. По результатам 2022 г. денежные средства и их эквиваленты составили 85.2 млрд тенге, тогда как годом ранее этот показатель составлял 40.5 млрд тенге. Однако менеджмент компании заявил, что данные средства частично включают в себя деньги дочерних компаний и менеджмент КТО не может свободно распоряжаться всеми свободными денежными средствами. Также компании необходимы дополнительные финансовые ресурсы для реализации проекта реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак. Кроме того, чистая прибыль за 2022 г. составила 19.8 млрд тенге, тогда как годом ранее чистая прибыль сложилась на уровне 50.6 млрд тенге. Поэтому мы ожидаем, что дивиденды по результатам 2022 г. будут повышены и сложатся выше, чем по результатам 2021 г., однако значительно ниже уровня результатов 2020 г.

Увеличение перспектив транспортировки нефти на экспорт нивелируется расширением фонда оплаты труда рабочим и повышением средневзвешенной стоимости капитала. Это и повлияло на снижение целевой цены компании. В результате введения казахстанской марки нефти КЕВСО и запуска транспортировки нефти из Казахстана в Германию мы повысили перспективы восстановления объемов экспорта нефти. Это должно привести к росту прибыльности КТО. Однако значительное увеличение расходов на оплату труда рабочим оказывает давление на маржинальность компании. Мы ожидаем, что менеджмент КТО и в дальнейшем будет расширять фонд оплаты труда. Кроме того, мы повысили средневзвешенную стоимость капитала с 18.92% до 19.45% из-за роста премии за риск для Казахстана. В результате наша целевая цена снизилась с 722 тг/акцию до 593 тг/акцию.

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	2020	2021	2022	г/г
Выручка	235 222	238 176	255 627	7%
Себестоимость реализации	-163 017	-173 246	-219 435	27%
Валовая прибыль	72 205	64 930	36 193	-44%
Общие и административные расходы	-16 614	-15 550	-16 539	6%
Прочие операционные доходы	3 168	3 095	2 028	-34%
Прочие операционные расходы	-3 604	-926	-1 011	9%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	14	-336	-12 912	3738%
Операционная прибыль	55 170	51 213	7 758	-85%
Доход/Убыток от курсовой разницы	4 910	-88	1 945	-2300%
Финансовые доходы	3 055	3 201	4 029	26%
Финансовые затраты	-3 775	-4 116	-4 779	16%
Доля в прибыли СП	9 730	12 788	15 974	25%
Прибыль до налогообложения	69 090	62 998	24 926	-60%
Расходы по подоходному налогу	-13 136	-12 391	-5 124	-59%
Чистая прибыль	55 954	50 607	19 802	-61%

Рис 4. Расчёт 12М целевой цены

Т млн	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	267 240	302 783	315 695	371 184	383 216	392 433
ЕБИТ	19 588	39 928	38 231	70 224	68 162	63 537
+ Амортизация	60 148	68 147	71 053	83 542	86 250	88 325
- Налог на прибыль	5 721	9 050	8 883	15 478	15 422	14 883
- Капитальные инвестиции	106 896	105 974	107 336	100 220	76 643	78 487
- Изменения в оборотном капитале	-14 942	502	-4 766	225	-4 788	-5 333
Свободные денежные потоки	-17 939	-7 452	-2 169	37 844	67 135	63 826
WACC	19,45%					
Свободные денежные потоки	-15 019	-5 223	-1 272	18 590	27 609	21 975
Терминальная стоимость (PV)	126 091					
Enterprise value (PV)	172 751					
- Чистый долг (PV)	-55 202					
Рыночная капитализация	227 952					
Количество акций, млн	385					
12М целевая цена (KZT/акция)	593					
Текущая цена (KZT/акция)	605					
Потенциал роста/(снижения)	-2%					
Рекомендация	Держать					

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей

Т млрд	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Доходы	256	267	303	316	371	383	392
Себестоимость	-221	-231	-245	-259	-282	-295	-308
Валовая прибыль	35	36	57	57	89	88	84
Общие и админ. расходы	-17	-16	-17	-18	-19	-20	-21
Прочие опер. доходы (расходы), нетто	-12	0	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	61	80	108	109	154	154	152
Износ и амортизация	-55	-60	-68	-71	-84	-86	-88
Операционная прибыль	6	20	40	38	70	68	64
Процентные доходы (расходы),	1	-5	-9	-8	-9	-7	-5
Прочие доходы (расходы), нетто	16	13	13	13	13	13	13
Доход до налогообложения	23	28	44	43	75	74	72
Подходный налог	-5	-6	-9	-9	-15	-15	-15
Чистая прибыль	18	22	35	34	59	59	57

Отчет о финансовом положении

Т млрд	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Текущие активы	121	95	116	105	124	128	149
Долгосрочные активы	1114	1161	1199	1235	1252	1242	1232
Всего активы	1235	1256	1314	1341	1375	1370	1382
Текущие обязательства	92	107	114	141	151	141	144
Долгосрочные обязательства	231	231	265	258	251	244	237
Всего обязательства	323	338	379	399	402	384	381
Всего капитал	912	918	935	942	974	985	1001
Всего обязательства и капитал	1235	1256	1314	1341	1375	1370	1382

Отчет о движении денежных

Т млрд	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Операционные денежные потоки	74	84	89	97	130	137	138
Инвестиционные денежные потоки	-47	-94	-93	-94	-87	-64	-65
Финансовые денежные потоки	17	-16	19	-14	-31	-71	-52
Чистое изменение денежных средств	43	-26	16	-12	11	2	21
Денежные средства и эквиваленты на начало года	40	85	59	75	63	74	77
Денежные средства и эквиваленты на конец года	84	59	75	63	74	77	97

Источники: Данные компании, расчет Halyk Finance

© 2023 г. 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».

© 2023 г., все права защищены.

Департамент исследований**E-mail**

research@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

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

Bloomberg**HLFN****Refinitiv**

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance