

Результаты за 9М2022 г.

25 ноября 2022 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	569
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	678
Ожидаемый потенциал роста	19%
Дивиденд за 2021 г., KZT/акция	26
Ожидаемая дивидендная доходность	5%

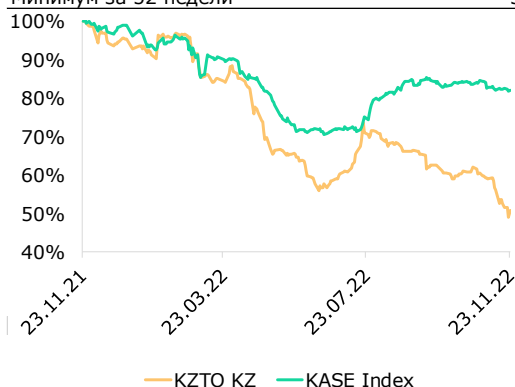
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	14
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	219

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (₸ млн)	2021	2022П	2023П
Доходы	238 176	245 562	263 125
EBITDA	104 871	73 051	87 061
Чистая прибыль	50 607	26 636	29 098
Собственный капитал	737 108	753 623	734 775
EPS (₸)	132	69	76

Оценка	2021	2022П	2023П
P/E (x)	4.3	8.2	7.5
P/B (x)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	2.0	2.9	2.4
RoE	6.9%	3.5%	4.0%

Динамика KZTO KZ	KZTO KZ
1М	-16.6%
3М	-23.4%
12М	-49.3%
Максимум за 52 недели	1148
Минимум за 52 недели	560



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

По результатам 9М2022 г. выручка КТО составила 179.7 млрд тенге, что на 1% больше, чем годом ранее. При этом себестоимость увеличилась на 29% г/г до 153.7 млрд тенге. Чистая прибыль компании составила 25.2 млрд тенге (- 49% г/г). За 9М2022 г. КТО транспортировал по системе магистральных нефтепроводов 30 млн тонн нефти (30.8 млн тонн нефти за 9М2021 г.). При этом объем транспортировки нефти на экспорт через нефтепровод Атырау – Самара составил 6.6 млн тонн, снизившись на 26.5% г/г (-32.4% г/г за 1П2022 г.). Несмотря на сохранение отрицательной динамики операционных результатов КТО, эта динамика сокращается по сравнению с результатами двух первых кварталов 2022 г., что, в свою очередь, положительно сказывается на текущей оценке КТО. С другой стороны, необходимо учитывать, что повышение безрисковой ставки с 13% до 15% не могло не сказаться на нашей итоговой оценке компании. С нашей последней публикации рыночная цена акций КТО снизилась на 17%, поэтому **несмотря на то, что мы снижаем нашу 12М ЦЦ с 722 ₸/акцию до 678 ₸/акцию, мы меняем нашу рекомендацию с Держать до Покупать.**

Финансовые результаты улучшились по сравнению с первой половиной 2022 г. За 9М2022 г. выручка компании увеличилась на 1% г/г до 179.7 млрд тенге. Рост выручки является положительным показателем, т.к. до этого наблюдалось сокращение выручки как в первом, так и во втором квартале текущего года. Общая выручка возросла главным образом благодаря росту выручки от перевалки нефти и нефтепродуктов и транспортировки по железной дороге на 224.6% г/г до 17.2 млрд тенге. При этом, выручка от транспортировки сырой нефти составила 131.7 млрд тенге (-8.1% г/г).

Себестоимость увеличилась на 29% г/г до 153.7 млрд тенге. Затраты на персонал возросли на 53.9% г/г, составив 60.6 млрд тенге, а себестоимость услуг по железной дороге возросла на 589% г/г до 9.7 млрд тенге. Общие и административные расходы выросли на 6% г/г до 10 млрд тенге. В 1П2022 г. рост себестоимости составил 33% г/г., а общие и административные расходы снизились на 2.5% г/г.

В результате, операционная прибыль составила 16.2 млрд тенге (- 68% г/г). Размер прибыли в совместных предприятиях составил 13.1 млрд тенге, увеличившись на 25% г/г. Чистая прибыль за 9М2022 г. снизилась на 49% г/г до 25.2 млрд тенге. В 1П2022 г. снижение чистой прибыли составило 53.2% г/г

Наблюдается замедление динамики замещения экспорта нефти по нефтепроводу Атырау – Самара внутренним рынком. По результатам 9М2022 г. объем транспортировки нефти по системе магистральных нефтепроводов КТО снизился на 2.7% г/г, составив 30 млн тонн. Транспортировка на экспорт по нефтепроводу Атырау – Самара составила 6.6 млн тонн, снизившись на 26.5% г/г. В 1П2022 г. снижение объемов транспортировки нефти через трубопровод Атырау - Самара составило 32.4% г/г.

Транспортировка на нефтеперерабатывающие заводы внутри РК составила 6.6 млн тонн, увеличившись на 6.1% г/г за 9М2022 г. В 1П2022 г. рост объемов транспортировки нефти на нефтеперерабатывающие заводы внутри РК составил 11.5% г/г. Также замедлилась динамика перевалки нефти в магистральный

нефтепровод Атасу – Алашанькоу. Объем перевалки нефти по магистральному нефтепроводу Атасу – Алашанькоу вырос на 3.2% г/г до 8.5 млн тонн, а объем перевалки по КТК вырос на 106% г/г до 744 тыс. тонн. Объем транспортировки нефти по нефтепроводу ТОО МунайТас составил 4.1 млн тонн, увеличившись на 33% г/г. Налив нефти в танкеры в порту г. Актау составил 1.6 млн тонн, увеличившись на 3.1% г/г.

Грузооборот нефти отдельно по системе магистральных нефтепроводов КТО за 9М2022 г. составил 25 млрд 361 млн тонно-километров, снизившись на 2.7% г/г.

Несмотря на улучшение перспектив транспортировки нефти по нефтепроводу Атырау – Самара, рост безрисковой ставки снизил оценку компании. Мы пересмотрели нашу ЦЦ с 722 тг/акцию до 678 тг/акцию главным образом из-за повышения безрисковой ставки с 13% до 15%, вследствие чего в нашей оценке компании мы повысили средневзвешенную стоимость капитала с 16.8% до 18.92%.

При этом, мы положительно оцениваем перспективы компании, исходя из сложившихся результатов за 3кв2022 г. Наблюдается замедление динамики сокращения объемов транспортировки нефти по трубопроводу Атырау – Самара. За 3кв2022 г. КТО транспортировал нефти по этому направлению только на 373 тыс тонн меньше, чем годом ранее. В то же время в первом и втором квартале снижение транспортировки составляло по 1 млн тонн г/г за квартал.

Кроме того, в 3кв2022 г. отмечается сокращение объемов транспортировки нефти на внутренний рынок на 158 тыс тонн. В то время как в первые два квартала 2022 г. наблюдался прирост транспортировки нефти на нефтеперерабатывающие заводы в Казахстане на 279 тыс тонн и 651 тыс тонн соответственно. Как следствие, мы считаем, что пик сокращения объемов транспортировки на экспорт был пройден во 2кв2022 г. В результате, ожидается, что перераспределение транспортировки на внутренний рынок при снижении экспорта по результатам 2022 г. будет не таким существенным, как ожидалось ранее. Поскольку тариф на экспорт почти в два раза выше тарифа на внутренний рынок, это повысит доходность компании по результатам года, что позволит ей частично компенсировать резко возросшие расходы на оплату труда и капитальные расходы по проекту реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак.

Ранее в нашей оценке мы уже учли будущие капитальные расходы, связанные с реконструкцией водовода Астрахань – Мангышлак и привлечение заемных средств на этот проект. Мы считаем, что реализация этого проекта скажется на стоимости КазТрансОйл, однако этот эффект будет частично нивелирован повышением тарифов как на саму перекачку воды по водопроводу, так и повышением тарифов на транспортировку нефти на экспорт и на внутренний рынок. Кроме того, вода с данного водовода, по заявлениям менеджмента КазМунайГаза, будет использована в процессе нефтедобычи на м. Тенгиз, что, вероятно, компенсируется отдельным тарифом.

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

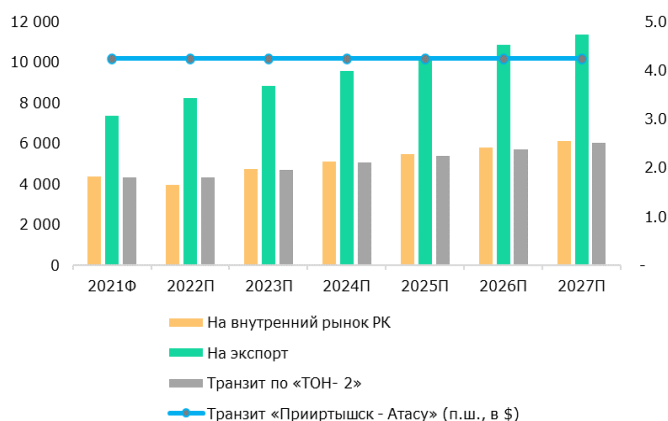


Рис 2. Добыча нефти в Казахстане и операционные результаты КТО 2021-2027 гг.

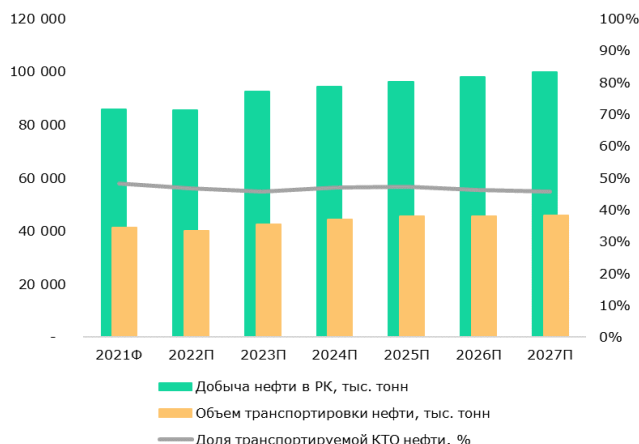


Рис 3. Актуальные финансовые результаты

Т млн	9М2021	9М2022	г/г	2020	2021	г/г
Выручка	177 127	179 651	1%	235 222	238 176	1%
Себестоимость реализации	-119 387	-153 727	29%	-163 017	-173 246	6%
Валовая прибыль	57 740	25 924	-55%	72 205	64 930	-10%
Общие и административные расходы	-9 412	-9 968	6%	-16 614	-15 550	-6%
Прочие операционные доходы	2 405	778	-68%	3 168	3 095	-2%
Прочие операционные расходы	-386	-532	38%	-3 604	-1 263	-65%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	-	-	-	14	0	-
Операционная прибыль	50 347	16 203	-68%	55 170	51 213	-7%
Доход/Убыток от курсовой разницы	49	1 924	-	4 910	-88	-
Финансовые доходы	2 809	2 126	-24%	3 055	3 201	5%
Финансовые затраты	-2 897	-3 543	22%	-3 775	-4 116	9%
Доля в прибыли СП	10 408	13 082	26%	9 730	12 788	31%
Прибыль до налогообложения	60 717	29 792	-51%	69 090	62 998	-9%
Расходы по подоходному налогу	-11 409	-4 639	-59%	-13 136	-12 391	-6%
Чистая прибыль	49 307	25 153	-49%	55 954	50 607	-10%

Рис 4. Расчёт 12М целевой цены

Т млн	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	245 562	263 125	303 204	327 718	345 701	364 396
ЕВIT	17 271	27 292	54 207	64 538	70 400	76 311
+ Амортизация	55 780	59 769	68 873	74 441	78 526	82 773
- Налог на прибыль	6 982	7 627	12 339	13 558	14 221	15 632
- Капитальные инвестиции	61 390	92 094	106 121	111 424	93 339	72 879
- Изменения в оборотном капитале	-22 293	141	2 287	-2 173	-2 610	-2 873
Свободные денежные потоки	26 972	-12 801	2 333	16 171	43 976	73 446
WACC	18.92%					
Свободные денежные потоки	22 681	-9 052	1 387	8 087	18 493	25 973
Терминальная стоимость (PV)	144 472					
Enterprise value (PV)	212 041					
-Чистый долг (PV)	-48 928					
Рыночная капитализация	260 969					
Количество акций, млн	385					
12М целевая цена (KZT/акция)	678					
Текущая цена (KZT/акция)	569					
Потенциал роста/(снижения)	19%					
Рекомендация	Покупать					

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	246	263	303	328	346	364
Себестоимость	-173	-213	-221	-234	-248	-260	-272
Валовая прибыль	65	32	42	70	80	86	92
Общие и админ. расходы	-16	-15	-15	-15	-16	-16	-16
Прочие опер. доходы (расходы), нетто	2	0	0	0	0	0	0
EBITDA	105	73	87	123	139	149	159
Износ и амортизация	-54	-56	-60	-69	-74	-79	-83
Операционная прибыль	51	17	27	54	65	70	76
Процентные доходы (расходы), Прочие доходы (расходы), нетто	-1	1	-3	-7	-11	-14	-13
Доход до налогообложения	63	34	37	59	65	68	75
Подходный налог	-12	-7	-8	-12	-14	-14	-16
Чистая прибыль	51	27	29	47	52	54	60

Отчет о финансовом положении

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Текущие активы	81	115	96	94	101	106	111
Долгосрочные активы	902	907	940	977	1014	1029	1019
Всего активы	983	1022	1036	1071	1114	1134	1130
Текущие обязательства	79	101	133	171	210	222	207
Долгосрочные обязательства	167	167	167	167	167	167	167
Всего обязательства	246	268	301	338	377	390	374
Всего капитал	737	754	735	732	737	745	756
Всего обязательства и капитал	983	1022	1036	1071	1114	1134	1130

Отчет о движении денежных средств

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Операционные денежные потоки	87	90	77	102	116	123	133
Инвестиционные денежные потоки	-46	-46	-80	-94	-99	-81	-61
Финансовые денежные потоки	-53	-10	-18	-15	-13	-39	-70
Чистое изменение денежных средств	-12	33	-21	-7	4	3	3
Денежные средства и эквиваленты на начало года	52	40	74	53	45	49	52
Денежные средства и эквиваленты на конец года	40	74	53	45	49	52	55

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

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg**HLFN****Refinitiv**

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance