

## Снижение тарифа и финансовые результаты за 9М2021 г.

27 декабря 2021 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	<b>Держать</b>
Текущая цена, Т/акцию	1 085
Целевая цена (12-мес), Т/акцию	1 105
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>2%</b>
Прогноз дивидендов (2021), КЗТ/акция	115
<b>Ожидаемая дивидендная доходность</b>	<b>11%</b>

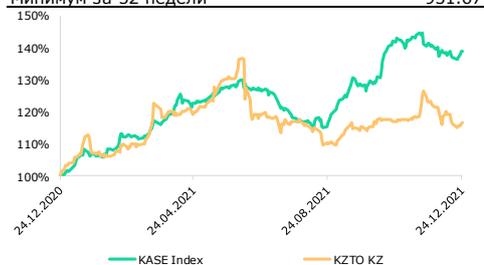
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов (Т млн)	39
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (КЗТ млрд)	420

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (Т млрд)	2020	2021П	2022П
Доходы	235	235	234
EBITDA	110	106	112
Чистая прибыль	56	49	39
Собственный капитал	653	669	687
EPS (Т)	145	128	102
Дивиденд на акцию (Т)	132	131	115

Оценка	2020	2021П	2022П
P/E (x)	7.5	10.4	13.1
P/B (x)	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	3.8	3.9	4.4
Дивидендная доходность	н/д	10.7%	9.5%
RoE	8.6%	7.4%	5.8%

Динамика KZTO KZ	KZTO KZ
1М	-5.4%
3М	0.9%
12М	16.5%
Максимум за 52 недели	1273.9
Минимум за 52 недели	931.67



Источники: данные компании, расчеты Halyk Finance,

Комитет по регулированию естественных монополий понизил на 14% тариф КТО на 2022 г. на перекачку нефти на внутренний рынок. Поскольку 24% выручки КТО приходится на доходы от перекачки нефти на внутренний рынок, это окажет значительное влияние на финансовые показатели компании в следующем году. Мы ожидаем, что такой низкий тариф будет действовать только один год и прогнозируем пересмотр тарифов в сторону повышения в 2023 году до уровней, действовавших в текущем году. Мы понижаем нашу рекомендацию по акциям КазТрансОйл с **Покупать** до **Держать**. Наш прогноз по дивиденду за 2021 г. составляет 115 тенге на акцию, что предполагает дивидендную доходность на уровне 11%.

**Финансовые результаты за 9М2021 г.** За 9М2021 г. выручка от оказания услуг по транспортировке сырой нефти упала на 1.6% г/г до 143.3 млрд тенге. Однако выручка от услуг по эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов выросла на 3.4% г/г до 13.2 млрд тенге, в результате чего общая консолидированная выручка компании увеличилась на 0.07% г/г до 177.1 млрд тенге. При этом себестоимость в отчетном периоде увеличилась на 5.2% г/г до 119.4 млрд тенге.

Общие и административные расходы сократились на 4.7% г/г до 9.4 млрд тенге. Снижение обусловлено сокращением затрат на персонал на 1.25% г/г, расходов на износ и амортизацию на 9.5% г/г и информационное обеспечение на 3.8% г/г. Также прочие операционные доходы снизились на 21.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 2.4 млрд тенге, чему способствовало снижение доходов от штрафов и пени в 8.3 раза. При этом доход от пересмотра и восстановления обязательств по выводу активов из эксплуатации и рекультивации земель вырос на 20.7% г/г до 1.4 млрд тенге.

Операционная прибыль сократилась на 7.2% г/г до 50.3 млрд тенге, а чистая прибыль сократилась на 5.1% г/г в том числе из-за снижения дохода от курсовой разницы и увеличения финансовых расходов на 3.4% г/г до 2.9 млрд тенге.

**Временный компенсирующий тариф.** 29.10.2021 г. Комитет по регулированию естественных монополий Министерства национальной экономики Республики Казахстан сообщил об утверждении временного компенсирующего тарифа на регулируемую услугу по перекачке нефти на внутренний рынок по системе магистральных трубопроводов АО «КазТрансОйл» (перекачка нефти на внутренний рынок РК составляет 24% от выручки) в размере 4 328.04 тенге за 1 тонну на 1000 км (без НДС) на 2022 г., что было незначительно меньше действующего на данный момент тарифа 4 355.6 тенге. Однако позднее, 26.11.2021 г., Комитет объявил уже о более значительном снижении тарифа на этот же период - до 3 728.82 тенге за 1 тонну на 1000 км (без НДС). Указанный временный компенсирующий тариф будет действовать с 01.01.2022 года по 31.12.2022 года. Причиной снижения тарифа является несоответствие исполнения тарифной сметы КТО утвержденным параметрам.

**Корректировка прогнозных финансовых показателей.** Мы ожидаем, что сниженный тариф будет действовать только один год, и с 01.01.2023 г. будет возвращен действующий тариф 4 355.6 тенге (введенный в действие с 01.01.2021 сроком на 5 лет). Тем не менее, принимая во внимание ужесточение политики со стороны Комитета по регулированию естественных монополий, мы пересмотрели наши прогнозы по постепенному увеличению действующего тарифа, и не ожидаем что после его возвращения, он будет пересматриваться

комитетом в сторону повышения до конца действия (до 2026 г.). Только после окончания периода действия тарифа мы ожидаем его повышение. Кроме того, мы ожидаем повышение экспортного тарифа, который составляет 7 358.76 тенге за 1 тонну на 1000 км (перекачка нефти на экспорт за пределы РК составляет 43% от выручки), и транзитного тарифа, составляющего 4 292.4 тенге за 1 тонну на 1000 км (транзит по трубопроводу «ТОН-2» составляет 14% от выручки), не ранее чем в 2024 г. А транзитный тариф по трубопроводу «РФ – граница РК (Прииртышск) – Атасу (РК)», номинированный в долларах США и составляющий \$4.23 (транзит по трубопроводу «РФ-РК-Атасу» составляет 7% от выручки), по нашим ожиданиям, не будет повышаться, и будет компенсироваться через рост курса доллара США по отношению к тенге (CAGR 2.5%).

В результате пересмотра наших прогнозов по финансовым показателям, мы понизили целевую цену по акциям КазТрансОйл с 1 170 до 1 105 тг/акцию.

Рис 1. Тарифы на услуги АО «Казтрансойл» по перекачке нефти по системе магистральных нефтепроводов 2017 г.-2025П. (тенге за 1 тонну на 1000 км)

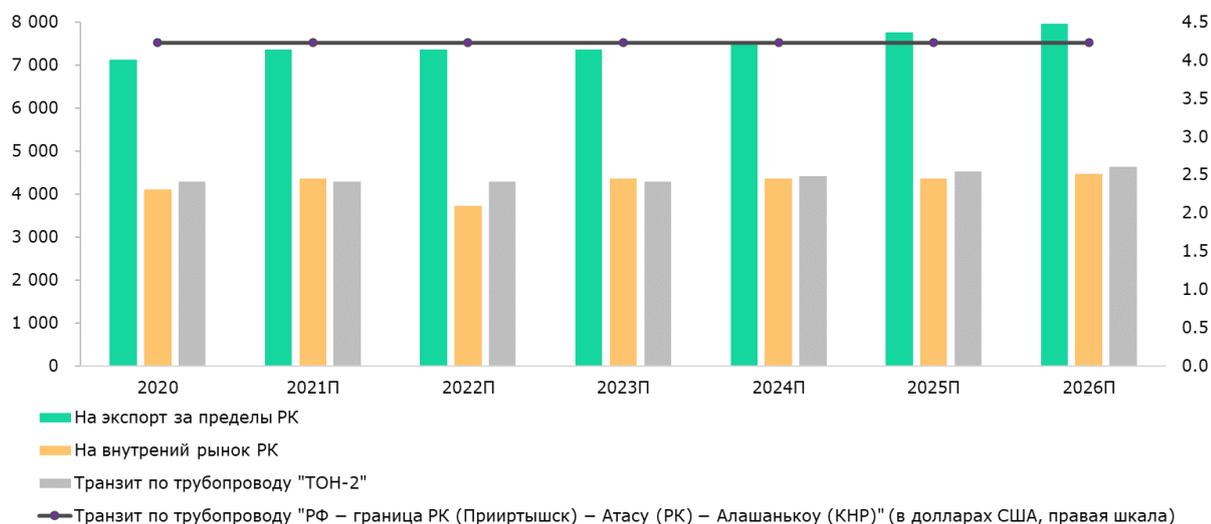


Рис 2. Актуальные финансовые результаты

млрд тенге	2019	2020	г/г	9М2020г.	9М2021г.	г/г
<b>Выручка</b>	<b>239.6</b>	<b>235.2</b>	<b>-1.8%</b>	<b>177.0</b>	<b>177.1</b>	<b>0.1%</b>
Себестоимость реализации	-159.9	-163.0	2.0%	-113.5	-119.4	5.2%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>79.8</b>	<b>72.2</b>	<b>-9.5%</b>	<b>63.5</b>	<b>57.7</b>	<b>-9.1%</b>
Общедминистративные расходы	-17.9	-16.6	-7.1%	-9.9	-9.4	-4.7%
Прочие операционные доходы	1.6	3.2	103.2%	3.1	2.4	-21.7%
Прочие операционные расходы	-3.7	-3.6	-2.8%	-2.5	-0.4	-84.5%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	-13.2	0.0	-100.1%	-0.001	0.000	-100.0%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>46.5</b>	<b>55.2</b>	<b>18.5%</b>	<b>54.2</b>	<b>50.3</b>	<b>-7.1%</b>
Доход/Убыток от курсовой разницы	0.1	4.9	4629.0%	5.8	0.0	-99.1%
Финансовые доходы	2.7	3.1	14.1%	2.2	2.8	28.4%
Финансовые затраты	-3.9	-3.8	-2.8%	-2.8	-2.9	3.4%
Доля в прибыли СП	13.6	9.7	н/д	4.3	10.4	142.7%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>59.1</b>	<b>69.1</b>	<b>17.0%</b>	<b>63.6</b>	<b>60.7</b>	<b>-4.6%</b>
Расходы по подоходному налогу	-14.0	-13.1	-5.9%	-11.7	-11.4	-2.8%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>45.1</b>	<b>56.0</b>	<b>24.0%</b>	<b>51.9</b>	<b>49.3</b>	<b>-5.0%</b>

Рис 3. Расчёт 12М целевой цены

Т млрд	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
<b>ЕБИТДА</b>	<b>94.9</b>	<b>120.2</b>	<b>125.9</b>	<b>121.9</b>	<b>130.9</b>
- Капитальные затраты	54.6	54.9	55.2	55.2	55.3
- Изм. в оборотном капитале	-4.3	-0.2	-2.2	-3.1	7.4
- Налог на прибыль	9.8	14.8	16.5	16.0	15.7
Свободные потоки	34.8	50.7	56.4	53.8	52.5
<b>WACC</b>	<b>13.9%</b>				
<b>DCF</b>	<b>30.6</b>	<b>39.1</b>	<b>38.2</b>	<b>32.0</b>	<b>24.1</b>
	<b>Т млрд</b>				
Потоки в стадии роста	164				
Приведенная терминальная стоимость	230				
Чистый долг (cash)	-31				
Акционерная стоимость Компании	425				
Кол-во акций в обращении (млн)	385				
<b>Справедливая стоимость, Т/акцию</b>	<b>1 105</b>				
Текущая цена, Т/акцию	1 085				
Потенциал роста	2%				
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>				

## Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей, млрд тг., кроме значений на акцию

Т млрд	2017Ф	2018Ф	2019Ф	2020Ф	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Доходы	222	225	240	235	235	234	266	279	282	296
Себестоимость (без учета амортизации)	99	102	107	110	115	122	128	134	140	144
Валовая прибыль	124	124	132	125	119	112	138	145	142	152
Общие и админ. расходы	16	17	18	15	16	14	15	16	17	18
Прочие опер. расходы	1	-5	-15	0	2	-2	-3	-3	-3	-3
ЕБИТДА	109	102	99	110	106	95	120	126	122	131
Износ и амортизация	48	51	52	55	59	58	58	58	58	57
Операционная прибыль	61	51	47	55	47	37	62	68	64	74
Процентные доходы	5	3	3	3	3	3	3	6	8	9
Процентные расходы	-3	-3	-4	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Прочие расходы (доходы)	3	1	14	15	14	13	13	12	11	11
Доход до налогообложения	66	52	59	69	61	49	74	83	80	57
Подходный налог	16	14	14	13	12	10	15	17	16	16
<b>Чистая прибыль</b>	<b>50</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>41</b>

## Отчет о финансовом положении

Т млрд	2017Ф	2018Ф	2019Ф	2020Ф	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Текущие активы	99	89	104	110	63	80	119	145	160	172
Долгосрочные активы	665	715	809	749	806	802	799	796	794	792
<b>Все активы</b>	<b>764</b>	<b>803</b>	<b>913</b>	<b>859</b>	<b>869</b>	<b>881</b>	<b>918</b>	<b>941</b>	<b>954</b>	<b>964</b>
Текущие обязательства	66	68	75	79	77	82	86	90	94	95
Долгосрочные обязательства	99	110	135	128	126	126	126	126	126	126
<b>Всего обязательства</b>	<b>165</b>	<b>178</b>	<b>210</b>	<b>207</b>	<b>203</b>	<b>208</b>	<b>212</b>	<b>216</b>	<b>220</b>	<b>221</b>
Всего капитал	600	625	703	653	665	673	706	725	734	743
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>764</b>	<b>803</b>	<b>913</b>	<b>859</b>	<b>869</b>	<b>881</b>	<b>918</b>	<b>941</b>	<b>954</b>	<b>964</b>

## Отчет о движении денежных средств

Т млрд	2017Ф	2018Ф	2019Ф	2020Ф	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Операционные денежные потоки	99	97	94	96	124	123	121	120	120	132
Инвестиционные денежные потоки	-67	-45	-57	-27	-77	-79	-79	-60	-55	-65
Финансовые денежные потоки	-60	-62	-42	-47	-50	-44	-39	-59	-66	-64
Чистое изменение денежных средств	-28	-9	-5	21	-3	0	3	1.3	-0.9	2.7
Денеж. сред. и эквиваленты на начало года	69	41	33	29	27	23	23	27	28	27
Положительная курсовая разница	-0.5	1.4	0.2	2.5						
<b>Денеж. сред. и эквиваленты на конец года</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	<b>52</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>30</b>

Источник: Данные компании, расчеты 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».

© 2021 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**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance