

Финансовые результаты за 2021 г.

6 апреля 2022 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Держать
Текущая цена, Т/акцию	977
Целевая цена (12-мес), Т/акцию	1 063
Ожидаемый потенциал роста	9%
Дивиденд за 2021 г., KZT/акция (прогноз)	107
Ожидаемая дивидендная доходность	11%

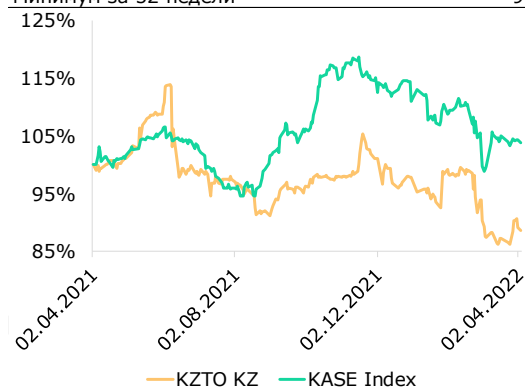
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов (Т млн)	32
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	376

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (Т млн)	2021	2022П	2023П
Доходы	238 176	261 362	265 195
EBITDA	104 871	118 227	114 313
Чистая прибыль	50 607	51 370	47 686
Собственный капитал	737 108	747 382	752 151
EPS (Т)	132	134	124
Дивиденд на акцию (Т)	107	112	113

Оценка	2021	2022П	2023П
P/E (x)	7.4	7.3	7.9
P/B (x)	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	3.4	3.0	3.1
Дивидендная доходность	0.1	0.1	0.1
RoE	6.9%	6.9%	6.3%

Динамика KZTO KZ		KZTO KZ
1М		-2.0%
3М		-7.6%
12М		-11.5%
Максимум за 52 недели		1274
Минимум за 52 недели		963



Источники: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg

Чистая прибыль КазТрансОйл за 2021 год составила 50.6 млрд тенге (-10% г/г). Мы ожидаем, что компания выплатит дивиденды в размере 107 тенге на акцию, что на 19% ниже показателя прошлого года. Мы скорректировали ЦЦ в сторону снижения в связи с ростом средневзвешенной стоимости капитала, а также в ответ на изменение ожиданий по росту капитальных затрат, в основном в результате существенных капиталовложений по проекту реверса нефтепровода Атырау – Кенкияк. **Мы сохраняем рекомендацию Держать акции КазТрансойл с 12М ЦЦ 1063 тг/акцию.**

Финансовые показатели за 2021 г. ожидаемо снизились. Консолидированная выручка КазТрансОйл в 2021 г. выросла на 1.26% г/г, составив 238 млрд тенге, прогнозируемое значение выручки было 235 млрд тенге. При этом выручка от транспортировки сырой нефти (81% от консолидированной выручки) снизилась на 1.13% г/г и составила 191.8 млрд тенге. Рост консолидированной выручки произошел благодаря увеличению доходов от транспортировки воды на 36.25% г/г (до 9.1 млрд тенге), перевалки нефти и нефтепродуктов на 14.5% (до 7 млрд тенге), эксплуатации и техническому обслуживанию трубопроводов на 6% (до 18.1 млрд тенге) и услуг морского порта на 11.4% (до 6.6 млрд тенге).

В то же время себестоимость реализации возросла на 6.3% г/г и составила 173.2 млрд тенге. Наибольший вклад в рост себестоимости оказали затраты на персонал, увеличившись на 8.6% г/г, до 61.6 млрд тенге. При этом затраты на износ и амортизацию снизились до 52.2 млрд тенге (-1.8% г/г).

Общие и административные расходы снизились на 6.4% г/г и составили 15.6 млрд тенге. Снижение произошло благодаря отсутствию расходов на благотворительность и снижению амортизационных издержек на 10% г/г, до 1.5 млрд тенге. Однако расходы на персонал составили 9.8 млрд тенге, увеличившись на 2.8% г/г. Также снизились и прочие операционные расходы на 65% г/г, до 1.3 млрд тенге.

В результате прироста себестоимости операционная прибыль компании снизилась на 7.2%, до 51.2 млрд тенге (при прогнозе 47 млрд тенге), а чистая прибыль уменьшилась на 10%, до 50.6 млрд тенге, сложившись лишь немногим выше нашего прогноза в 49 млрд тенге. На снижение маржинальности компании повлияли расходы по курсовой разнице, которые составили 0.09 млрд тенге против дохода 4.9 млрд тенге в 2020 г. Падение чистой прибыли могло бы быть более значительным, однако прирост прибыли от совместно контролируемых предприятий на 31% (или на 3.1 млрд тенге) поддержал прибыльность КазТрансОйл в 2021 г.

Рост стоимости фондирования и увеличение финансирования проекта реверса трубопровода Кенкияк – Атырау. Наше решение скорректировать целевую цену по акциям КазТрансОйл с 1105 до 1063 тг/акцию основано на повышении стоимости фондирования на рынке капитала в Казахстане, в результате чего средневзвешенная стоимость капитала также возросла с 13.87% до 15.01%.

Также на пересмотр целевой цены повлиял рост капитальных затрат, отражающий обесценение национальной валюты и реализацию проекта по реверсу трубопровода Кенкияк – Атырау.

В 2021 г. капитальные затраты КазТрансОйл, связанные с проектом по реверсу трубопровода Кенкияк – Атырау, существенно возросли. В результате этого роста соотношение CAPEX к выручке в 2021 г. составило примерно 30%. Мы ожидаем, что уровень капитальных затрат выше 20% от выручки сохранится и в 2022 г., со снижением до 20% от выручки в последующие годы (уровень, необходимый для поддержания текущей инфраструктуры в рабочем состоянии).

КазТрансОйл начал говорить о реализации проекта реверсного трубопровода Кенкияк – Атырау в своих годовых отчетах более пяти лет назад. Данный проект призван заместить нефть, поступающую на внутренний рынок и в систему ККТ из Кызылординской группы нефтяных месторождений, где добыча постепенно снижается в связи со зрелостью месторождений, нефтью с Каспийской группы месторождений. Ожидаемый

прирост от дополнительной транспортировки нефти по реверсному трубопроводу Кенкияк – Атырау, оцениваемый компанией на уровне до 6 млн тонн в год, также был заложен в нашу прогнозную модель. Мы ожидаем, что данный объем будет вводиться постепенно по мере снижения добычи на зрелых месторождениях, для замещения выпадающей добычи нефти на этих месторождениях. Это позволит КазТрансОйл сохранять объемы транспортировки, поставляемые в систему ККТ и на внутренний рынок.

Существует вероятность дальнейшего увеличения капитальных затрат КазТрансОйл в случае реализации проекта по реконструкции водовода Астрахань – Мангышлак. Реализация данного проекта может потребовать привлечения дополнительного внешнего финансирования, а также увеличения тарифов на поставку воды для того, чтобы проект стал рентабельным, при этом рост тарифов на поставку воды будет ограничен ввиду социальной значимости для региона.

Проблемы с транспортировкой нефти через КТК не окажут существенного влияния на КТО. В результате остановки транспортировки казахстанской нефти по системе КТК мы ожидаем, что часть нефти может быть направлена на экспорт по системе трубопроводов КазТрансОйл. Однако, даже с учетом загрузки экспортных мощностей до значений, близких к максимальным, увеличение транспортировки не окажет существенного влияния на денежный поток компании в перспективе нашего горизонта прогнозирования, т.к. мы не ожидаем, что оно будет продолжительным.

Высокая дивидендная доходность сохранится. В 2016 – 2021 гг. компания поддерживала средний коэффициент выплаты дивидендов на уровне 124% от чистой прибыли. В 2016 – 2018 гг. выплаты составляли в среднем более 150% от чистой прибыли, и снизились в среднем до 93% в 2019 – 2021 гг. По нашим ожиданиям, коэффициент выплаты дивидендов за 2021 г. составит 80%. Это обусловлено тем, что компания будет стремиться сохранить часть чистой прибыли для покрытия возможных непредвиденных потерь на случай дальнейшего ухудшения экономической ситуации. Следовательно, мы ожидаем выплату дивидендов по итогам 2021 г. на одну акцию на уровне 107 тенге (132 тенге по итогам 2020 г.), что при текущей цене за акцию составит дивидендную доходность равную 11%. При этом средняя дивидендная доходность за последние шесть лет была относительно стабильной и составляла 11.9%, что является одним из самых высоких значений для казахстанских эмитентов (рис. 3).

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.

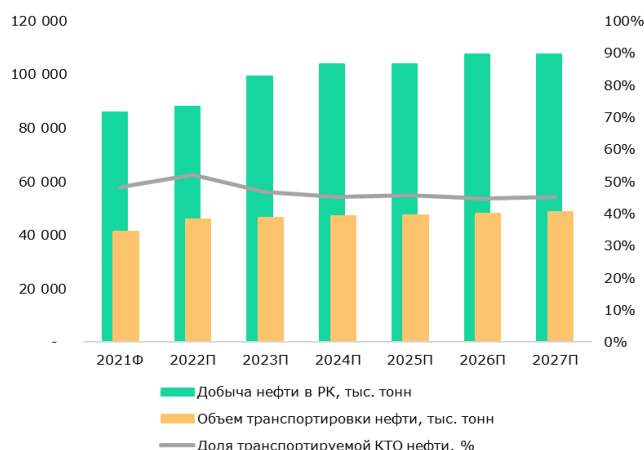


Рис 3. Средний коэффициент выплаты дивидендов и дивидендная доходность за последние шесть лет среди казахстанских компаний



Рис 4. Актуальные финансовые результаты

Т млн	2020	2021	г/г	4кв2020	4кв2021	г/г
Выручка	235 222	238 176	1.3%	58 225	61 049	4.9%
Себестоимость реализации	-163 017	-173 246	6.3%	-49 561	-53 859	8.7%
Валовая прибыль	72 205	64 930	-10.1%	8 664	7 190	-17.0%
Общие и административные расходы	-16 614	-15 550	-6.4%	-6 741	-6 138	-9.0%
Прочие операционные доходы	3 168	3 095	-2.3%	99	690	598.7%
Прочие операционные расходы	-3 604	-1 263	-65.0%	-1 112	-877	-21.1%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	14	0		14	0	
Операционная прибыль	55 170	51 213	-7.2%	923	866	-6.2%
Доход/Убыток от курсовой разницы	4 910	-88		10 663	-39	
Финансовые доходы	3 055	3 201	4.8%	867	392	-54.8%
Финансовые затраты	-3 775	-4 116	9.0%	-974	-1 219	25.2%
Доля в прибыли СП	9 730	12 788	31.4%	5 442	2 380	-56.3%
Прибыль до налогообложения	69 090	62 998	-8.8%	16 922	2 380	-85.9%
Расходы по подоходному налогу	-13 136	-12 391	-5.7%	-1 403	-982	-30.0%
Чистая прибыль	55 954	50 607	-9.6%	15 520	1 398	-91.0%

Рис 5. Расчёт 12М целевой цены

Т млн	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	261 362	265 195	275 648	285 963	299 119	312 878
ЕВИТ	58 858	54 074	54 847	55 447	58 264	61 010
+ Амортизация	59 369	60 239	62 614	64 957	67 945	71 071
- Налог на прибыль	15 355	14 254	14 432	14 570	15 218	15 850
- Капитальные инвестиции	65 340	53 039	55 130	57 193	59 824	62 576
- Изменения в оборотном капитале	-2 269	-4 070	-3 023	-3 096	-2 826	-3 042
Свободные денежные потоки	39 801	51 090	50 922	51 737	53 993	56 697
WACC	15.01%					
Свободные денежные потоки (PV)	34 607	38 626	33 475	29 573	26 835	24 501
Терминальная стоимость (PV)	172 290					
Enterprise value (PV)	359 907					
- Чистый долг (PV)	-48 928					
Рыночная капитализация	408 835					
Количество акций, млн	385					
12М целевая цена (KZT/акция)	1 063					
Текущая цена (KZT/акция)	977					
Потенциал роста/(снижения)	9%					
Рекомендация	Держать					

Источники: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей

Отчет о совокупном доходе

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Доходы	238	261	265	276	286	299	313
Себестоимость	-173	-186	-195	-204	-214	-224	-235
Валовая прибыль	65	75	70	71	72	75	78
Общие и админ. расходы	-16	-15	-16	-16	-16	-16	-16
Прочие опер. доходы (расходы), нетто	2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	105	118	114	117	120	126	132
Износ и амортизация	-54	-59	-60	-63	-65	-68	-71
Операционная прибыль	51	59	54	55	55	58	61
Процентные расходы	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Прочие доходы (расходы), нетто	13	9	9	9	9	9	9
Доход до налогообложения	63	67	62	63	63	66	69
Подходный налог	-12	-15	-14	-14	-15	-15	-16
Чистая прибыль	51	51	48	48	49	51	53

Отчет о финансовом положении

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Текущие активы	81	90	107	123	140	158	177
Долгосрочные активы	902	908	900	893	885	877	869
Всего активы	983	998	1007	1016	1026	1035	1045
Текущие обязательства	79	83	87	92	96	101	106
Долгосрочные обязательства	167	167	167	167	167	167	167
Всего обязательства	246	250	255	259	264	268	273
Всего капитал	737	747	752	757	762	767	772
Всего обязательства и капитал	983	998	1007	1016	1026	1035	1045

Отчет о движении денежных средств

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Операционные денежные потоки	87	105	104	106	109	114	119
Инвестиционные денежные потоки	-46	-57	-45	-47	-49	-51	-54
Финансовые денежные потоки	-53	-42	-44	-44	-45	-46	-48
Чистое изменение денежных средств	-12	7	16	15	16	16	17
Денежные средства и эквиваленты на начало года	52	40	47	63	78	94	110
Денежные средства и эквиваленты на конец года	40	47	63	78	94	110	127

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

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance