

## КазТрансОйл: рост экспортного тарифа и низкие дивиденды за 2021 г.

25 апреля 2022 г.

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	<b>Держать</b>
Текущая цена, ₸/акцию	875
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	892
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>2%</b>

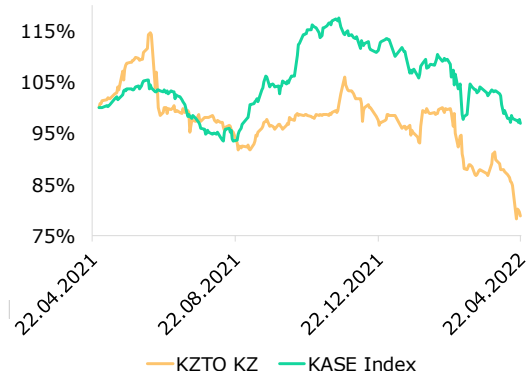
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов (₸ млн)	32
Доля акций в свобод. обрац. (%)	10%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	337

Основные акционеры:	
НК КазМунайГаз	90%

Финансовые показатели (₸ млн)	2021	2022П	2023П
Доходы	238 176	275 470	287 442
ЕБИТДА	104 871	110 832	117 542
Чистая прибыль	50 607	42 423	45 177
Собственный капитал	737 108	769 410	797 618
EPS (₸)	132	110	117

Оценка	2021	2022П	2023П
P/E (x)	6.7	7.9	7.4
P/B (x)	0.5	0.4	0.4
EV/ЕБИТДА (x)	2.8	2.7	2.5
RoE	6.9%	5.5%	5.7%

Динамика KZTO KZ		KZTO KZ
1М		-9.6%
3М		-15.5%
12М		-24.6%
Максимум за 52 недели		1274
Минимум за 52 недели		869



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

КазТрансОйл заявил об увеличении экспортного тарифа на 20% до 8 830.51 тенге за 1 тонну на 1000 км, что, по нашей оценке, приведет к росту выручки в среднем на 7-8%. При этом компания значительно сократила размер дивидендов и намерена выплатить только 20% от чистой прибыли за 2021 г. (в 2020 г. – 90%). В результате, дивиденд на акцию составит 26 тенге, что на 80% ниже г/г. Повышение экспортного тарифа и снижение дивидендов мы связываем с планами по реконструкции водовода Астрахань-Мангышлак, стоимость которой мы оцениваем в пределах 100-150 млрд тенге. В условиях разнонаправленного влияния данных событий на перспективу компании **мы сохраняем нашу рекомендацию Держать акции КазТрансОйл с 12М ЦЦ 892тг/акцию.**

**Рост экспортного тарифа и сокращение дивидендов могут быть связаны с подготовкой к крупному инвестиционному проекту.** 18 апреля 2022 г. АО КазТрансОйл сообщило об увеличении экспортного тарифа на 20% до 8 830.51 тенге за 1 тонну на 1000 км (без НДС). Данный тариф будет введен в действие с 1 июня 2022 г. Т.к. выручка по перекачке нефти по магистральным трубопроводам на экспорт занимает около 40% от общей выручки компании, мы ожидаем, что данное увеличение тарифа приведет к повышению выручки КТО ориентировочно на 7-8%.

При этом Совет директоров компании предложил из 50.6 млрд тенге чистого дохода за 2021 г. направить на выплату дивидендов только 10 млрд тенге (20% от чистой прибыли), размер дивиденда на акцию при этом составит 26 тенге, что существенно ниже исторических значений. Для сравнения, в 2021 г. было выплачено 50.8 млрд тенге дивидендов при чистой прибыли 2020 г. 55.9 млрд тенге. Данное решение Совет директоров обосновывает необходимостью увеличения фонда оплаты труда работников, ростом расходов по оплате услуг сервисных компаний и прочего. Общее собрание акционеров АО КазТрансОйл, на котором будут утверждены дивиденды за 2021 г., должно состояться 19 мая 2022 г.

По нашему мнению, повышение экспортного тарифа и существенное сокращение размера дивидендов за 2021 г. связано с аккумуляцией ликвидности в ответ на рост неопределенности относительно экспорта казахстанской нефти через территорию России и на случай значительного увеличения капитальных расходов. Возможным проектом, на который будут направлены капитальные расходы, может стать реконструкция водовода Астрахань-Мангышлак, сообщения о которой появлялись еще годом ранее, в том числе о ней говорил Президент РК. Реализация данного проекта может потребовать привлечения дополнительного внешнего финансирования, при этом рост тарифов на поставку воды будет ограничен ввиду социальной значимости для региона.

**Пересмотр целевой цены связан с повышением операционных и капитальных затрат.** Несмотря на ожидаемое увеличение выручки компании благодаря повышению экспортного тарифа, мы пересмотрели целевую цену компании с 1063 до 892 тг/акцию т.к. мы ожидаем существенного роста расходов, связанных с повышением оплаты труда работников, которое, по нашему мнению, составит не менее 30%. Кроме того, мы считаем, что компания будет нести капитальные расходы на реконструкцию

водовода Астрахань-Мангышлак. Согласно нашим ожиданиям, стоимость данного проекта составит 100-150 млрд тенге, а срок реализации проекта 3-4 года. Мы также ожидаем, что часть этих расходов будет покрыта за счет привлечения заемных средств, что увеличит процентные расходы компании.

**Увеличение транспортировки нефти на экспорт не окажет значимого влияния на оценку компании.** Помимо всего прочего, менеджмент АО КазТрансОйл ожидает увеличения приема нефти в апреле с месторождений Кашаган и Карачаганак на экспорт по нефтепроводу «Атырау-Самара» и «Атасу-Алашанькоу», заявленные объемы транспортировки составят 214.7 тыс. тонн и 40 тыс. тонн соответственно. Данное увеличение транспортировки не оказывает значимого влияния на нашу оценочную стоимость компании ввиду того, что оно носит краткосрочный характер, связанный с проведением восстановительных работ на КТК.

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

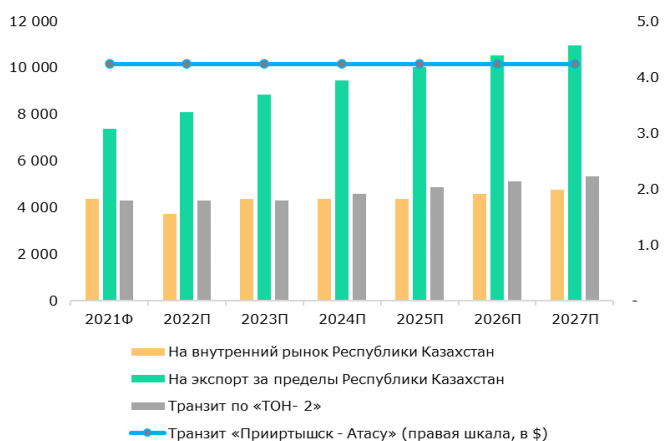


Рис 2. Добыча нефти в Казахстане и операционные результаты КТО 2021-2027 гг.

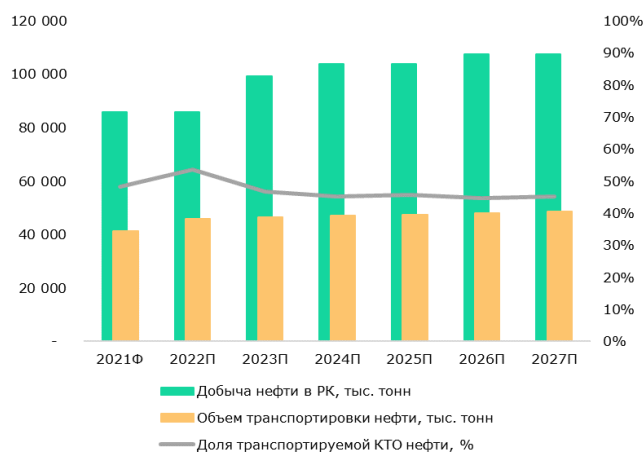


Рис 3. Актуальные финансовые результаты

Т млн	2020	2021	г/г	4кв2020	4кв2021	г/г
<b>Выручка</b>	<b>235 222</b>	<b>238 176</b>	<b>1.3%</b>	<b>58 225</b>	<b>61 049</b>	<b>4.9%</b>
Себестоимость реализации	-163 017	-173 246	6.3%	-49 561	-53 859	8.7%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>72 205</b>	<b>64 930</b>	<b>-10.1%</b>	<b>8 664</b>	<b>7 190</b>	<b>-17.0%</b>
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	-
<b>Операционная прибыль</b>	<b>55 170</b>	<b>51 213</b>	<b>-7.2%</b>	<b>923</b>	<b>866</b>	<b>-6.2%</b>
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%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>69 090</b>	<b>62 998</b>	<b>-8.8%</b>	<b>16 922</b>	<b>2 380</b>	<b>-85.9%</b>
Расходы по подоходному налогу	-13 136	-12 391	-5.7%	-1 403	-982	-30.0%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>55 954</b>	<b>50 607</b>	<b>-9.6%</b>	<b>15 520</b>	<b>1 398</b>	<b>-91.0%</b>

Рис 4. Расчёт 12М целевой цены

Т млн	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	275 470	287 442	302 168	316 336	333 500	349 022
ЕВIT	48 259	52 249	57 979	62 017	66 334	69 781
+ Амортизация	62 573	65 293	68 638	71 856	75 755	79 281
- Налог на прибыль	12 681	13 504	14 848	15 634	16 836	17 869
- Капитальные инвестиции	107 433	97 730	99 716	82 247	66 700	69 804
- Изменения в оборотном капитале	-11 443	-1 595	-1 528	-2 251	-3 317	-3 264
Свободные денежные потоки	2 161	7 903	13 581	38 243	61 869	64 653
WACC	15.01%					
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>1 879</b>	<b>5 975</b>	<b>8 928</b>	<b>21 860</b>	<b>30 749</b>	<b>27 940</b>
Терминальная стоимость (PV)	196 984					
Enterprise value (PV)	294 314					
- Чистый долг (PV)	-48 928					
Рыночная капитализация	343 242					
Количество акций, млн	385					
12М целевая цена (KZT/акция)	892					
Текущая цена (KZT/акция)	875					
Потенциал роста/(снижения)	2%					
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	275	287	302	316	333	349
Себестоимость	-173	-208	-215	-224	-234	-247	-258
Валовая прибыль	65	68	72	78	82	87	91
Общие и админ. расходы	-16	-19	-19	-19	-20	-20	-20
Прочие опер. доходы (расходы), нетто	2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
ЕВITDA	105	111	118	127	134	142	149
Износ и амортизация	-54	-63	-65	-69	-72	-76	-79
Операционная прибыль	51	48	52	58	62	66	70
Процентные доходы (расходы),	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Прочие доходы (расходы), нетто	13	9	9	9	9	9	9
Доход до налогообложения	63	56	60	66	70	74	78
Подходный налог	-12	-13	-14	-15	-16	-17	-18
<b>Чистая прибыль</b>	<b>51</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>60</b>

**Отчет о финансовом положении**

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Текущие активы	81	100	89	78	82	89	113
Долгосрочные активы	902	947	979	1010	1020	1011	1002
<b>Всего активы</b>	<b>983</b>	<b>1046</b>	<b>1068</b>	<b>1088</b>	<b>1102</b>	<b>1101</b>	<b>1115</b>
Текущие обязательства	79	110	103	114	120	110	115
Долгосрочные обязательства	167	167	167	167	167	167	167
<b>Всего обязательства</b>	<b>246</b>	<b>277</b>	<b>271</b>	<b>282</b>	<b>288</b>	<b>277</b>	<b>283</b>
Всего капитал	737	769	798	807	814	823	833
<b>Всего обязательства и капитал</b>	<b>983</b>	<b>1046</b>	<b>1068</b>	<b>1088</b>	<b>1102</b>	<b>1101</b>	<b>1115</b>

**Отчет о движении денежных средств**

Т млрд	2021Ф	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Операционные денежные потоки	87	108	104	111	118	127	134
Инвестиционные денежные потоки	-46	-99	-89	-91	-74	-58	-61
Финансовые денежные потоки	-53	6	-26	-33	-43	-63	-51
Чистое изменение денежных средств	-12	15	-12	-13	1	6	22
Денежные средства и эквиваленты на начало года	52	40	55	43	30	32	37
<b>Денежные средства и эквиваленты на конец года</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>59</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  
A05A1B9, 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