

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазТрансОйл» (KZTO)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **1 300 тенге**

 Текущая цена: **1 000 тенге**

РЫНОК АКЦИЙ

DCF

Казахстан | Транспортировка нефти

флэшнуут/апдейт

КазТрансОйл: результаты за третий квартал



Выручка, 9М'19 (млрд KZT)	180
ЕБИТ, 9М'19 (млрд KZT)	40
Чистая прибыль, 9М'19 (млрд KZT)	38
Чистая наличность, 9М'19 (млрд KZT)	72

P/E, 9М'19 (x)	9,4x
P/BV, 9М'19 (x)	0,56x
ROA (%)	4,7%
ROE (%)	6,0%
Маржа ЕБИТ (%)	22,1%
Маржа чистой прибыли (%)	20,9%

Капитализация (млрд KZT)	385
Акции выпущено (млн штук)	385
Свободное обращение (%)	10%
52-нед. мин/макс (KZT)	950-1 430
Текущая цена (KZT)	1 000
Целевая цена (KZT)	1 300
Потенциал роста (%)	30%

 Динамика акций | биржа/тикер **KASE/KZTO**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-14%	-28%	-26%
vs KASE	-20%	-31%	-27%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

3 декабря АО «КазТрансОйл» опубликовало финансовые результаты за третий квартал 2019 года. Отчет оказался негативным из-за снижения квартальной прибыли по причине негативной переоценки дочерней компании в Грузии. Подобное событие снижает уровень вероятных дивидендов. Также решение акционеров КТК по расширению нефтепровода изменило нашу модель оценки и снизило ее. Мы оцениваем одну акцию КазТрансОйл в 1 300 тенге с рекомендацией «покупать» и потенциалом роста в 30%.

(=) Выручка выросла, однако вновь проявились проблемы в Грузии. Выручка КазТрансОйл выросла на 7,6% г/г и на 1,6% к/к, достигнув 180 млрд тенге. Основным фактором роста стало более быстрое увеличение доходов от обслуживания трубопроводов, которые выросли на 29,7% г/г. Тем не менее, начавшееся, казалось бы, восстановление выручки от грузинской дочки в первых двух кварталах этого года остановилось в третьем квартале. Доходы в Грузии упали на 32%, что и стало одной из главных причин переоценки стоимости активов дочерней компании. Квартальная выручка компании впервые перевалила отметку в 60 млрд тенге.

(-) Более высокий рост себестоимости в третьем квартале. Несмотря на небольшой рост выручки, себестоимость выросла быстрее, особенно это проявилось в третьем квартале. Рост квартальной себестоимости составил сразу 15,3% к/к или на 5,4 млрд тенге до 40,7 млрд тенге. Примерно 2 млрд тенге роста пришлось на рост оплаты труда и 1,4 млрд тенге на статью «топливо и материалы». Учитывая, что у компании скорее всего будут повышенные траты на оплату труда в четвертом квартале из-за годовых премий (последние два года показатель выше на 75-80% в 4 квартале), квартальная себестоимость может достичь 50 млрд тенге, что в итоге скажется на чистой прибыли. Операционная маржа за три квартала составила 22,1% против 29,5% в прошлом году, а в квартальном выражении маржа упала с 28,7% до 7,5% в основном из-за переоценки активов.

(-) Негативная переоценка активов сыграла в злую шутку. Негативная переоценка активов компании почти на 10 млрд тенге не имеет прямого эффекта на денежные средства компании. Тем не менее, подобная переоценка влияет на итоговую прибыль, от которой как показывает практика и будут зависеть итоговые дивиденды. Денежные средства на балансе компании выросли до 72 млрд тенге, что необычно много на

данный момент года. Последний раз такое случалось два года назад, когда в четвертом квартале 2017 года значительная часть этих денег были потрачены на капитальные затраты. Если этого не произойдет в этом году, то увеличивается вероятность дивидендов выше 100% чистой прибыли. Сама же переоценка случилась из-за снижения прогнозов по транспортировке и перевалке нефти в терминале в Батуми.

(=) Ожидаемые дивиденды теперь составляют 120 тенге на акцию. С учетом ожидаемого роста себестоимости из-за повышенной оплаты труда в четвертом квартале, мы ожидаем квартальную чистую прибыль в размере 8,5 млрд тенге, что в итоге даст годовую прибыль в 46,1 млрд тенге или 120 тенге на акцию. Так как исторически руководство компании опирается на чистую прибыль при выплате дивидендов, то и в этот раз дивиденды могут составить около 100% чистой прибыли или 120 тенге на акцию, что ниже наших предыдущих ожиданий в 150-160 тенге, но выше прошлогодних дивидендов в 104 тенге. Дивидендная доходность может составить около 12% от текущей цены.

Наше мнение. Мы существенно пересмотрели модель оценки по части прогнозных доходов из-за утвержденных планов расширения КТК к 2022 году до 72,5 млн тонн нефти в год для удовлетворения потребностей расширения месторождения Тенгиз. Подобный пересмотр отнимает часть потенциальных доходов у КазТрансОйл от расширения, тем самым снижая его оценку. Также мы пересмотрели неожиданно увеличившиеся затраты на оплату труда, что также немного повлияло на оценку. Тем не менее мы все еще считаем, что рыночная стоимость КазТрансОйл на данный момент недооценена с прицелом на рост дивидендов. Мы оцениваем, одну акцию КазТрансОйл в размере **1 300 тенге** с **потенциалом роста в 30%**. Рекомендация **«покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	29.08.2019	05.12.2019		
WACC	14,05%	13,76%	-2,1%	Снижение рассчитанного коэффициента беты
Перевалка в порт Актау, млн тонн, 2022	12,2	5,4	-56%	Утвержденные планы КТК по расширению нефтепровода значительно снижают ожидаемый объем нефти через порт Актау
Капзатраты, млрд тенге, 2020	53,0	34,4	-35%	Значительное снижение соотношения капзатрат к выручке в этом году

расчеты Фридом Финанс

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Фридом Финанс. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

