

17 марта 2025 г.

Савченко Игорь

i.savchenko@halykfinance.kz

Тикер		KZTO KZ	
Текущая цена, Т/акцию		809	
Целевая цена (12-мес), Т/акцию		Пересмотр	
Потенциал роста		Пересмотр	
Данные по акциям			
Кол-во простых акций (млн)		385	
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (Т млн)		66	
Доля акций в свобод. обращ. (%)		10%	
Рыночная капитализация (Т млрд)		311	
Кредитный рейтинг			
S&P Global Ratings	Стабильный	BB+	31.10.2024
Fitch Ratings	Стабильный	BBB	20.06.2024
Основные акционеры:			
НК КазМунайГаз		90%	
Финансовые показатели (Т млн)			
	2024	2025П	2026П
Доходы	311 900	365 355	410 235
ЕБИТДА	102 212	137 960	165 794
Чистая прибыль	41 578	63 597	82 814
Собственный капитал	992 931	1 005 944	1 040 352
EPS (Т)	108	165	215
Дивиденд на акцию (Т)*	87	126	164
Оценка			
	2024	2025П	2026П
P/E (x)	7.5	4.9	3.8
P/B (x)	0.3	0.3	0.3
EV/ЕБИТДА (x)	3.4	2.5	2.1
Дивидендная доходность	0.1	0.2	0.2
ROE	4.2%	6.3%	8.0%
Динамика			
	KZTO KZ		
1М	1.0%		
3М	-1.2%		
12М	-4.8%		
Максимум за 52 недели	922		
Минимум за 52 недели	797		

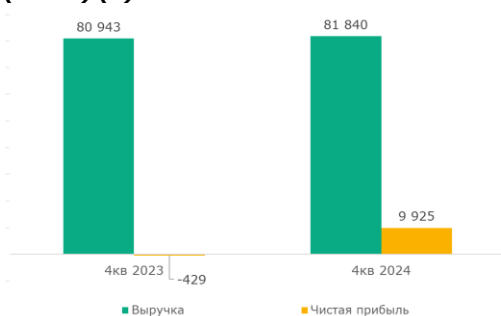
\*прогнозный уровень дивидендов по итогам года

**Рис. 1. Нормализованная динамика изменения индекса KASE и КазТрансОйл**



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

**Рис. 2. Динамика выручки и чистой прибыли (млн Т) (Т): 4кв 2023 – 4кв 2024 гг.**



Источник: Данные компании

**Уважаемые клиенты,** мы подготовили обзор финансовых и операционных показателей за 2024 год АО «КазТрансОйл» (далее – КазТрансОйл) – крупнейшего транспортировщика нефти в Казахстане.

**Финансовые и операционные результаты КазТрансОйл за 2024 год и четвёртый квартал оказались немногим ниже наших ожиданий.** Новую оценку целевой стоимости акций КазТрансОйл мы выпустим после обновления и корректировок финансовой модели.

Представляем вашему вниманию краткую сводку данного отчета:

- рост производственных показателей способствует увеличению выручки компании до рекордных значений;
- повышение тарифов на услуги компании положительно отразилось на операционных показателях;
- с завершением строительства водопровода компания прекратила капитализировать финансовые расходы в стоимость активов;
- прогнозируемый рост нефтедобычи в Казахстане вместе с ростом тарифов окажут поддержку росту доходов компании;
- признание финансовых расходов в отчете о прибылях и убытках оказало негативное влияние на маржинальность чистой прибыли.

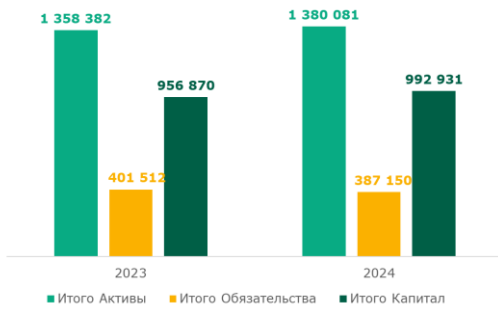
**Общий объем транспортируемой нефти растет.** За отчетный период по системе магистральных нефтепроводов было транспортировано 44.887 млн тонн нефти, что на 699 тыс. больше, чем в 2023 году. Объем транспортировки нефти на нефтеперерабатывающие заводы Республики Казахстан вырос на 139 тыс. тонн до 16.712 млн тонн.

На участке «ТОН-2» было транспортировано 11.808 млн тонн нефти, что на 566 тыс. тонн больше, чем годом ранее. По системе нефтепроводов ТОО «Казахстанско-Китайский Трубопровод» транспортировано 18.789 млн тонн нефти, что соответствует уровню 2023 года. По нефтепроводу ТОО «СЗТК «МунайТас» транспортировано 5.791 млн тонн, что на 264 тыс. выше, чем годом ранее.

**Грузооборот увеличился по сравнению с прошлым годом.** Грузооборот по системе магистральных нефтепроводов составил 35.526 млрд тонно-километров, что на 1.318 млрд больше аналогичного показателя 2023 года. Консолидированный грузооборот увеличился на 1.392 млрд тонно-километров до 45.176 млрд тонно-километров.

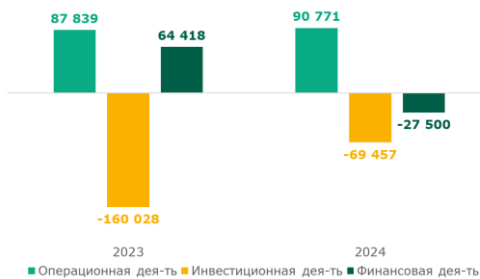
Объем перевалки нефти в магистральный нефтепровод «Атасу - Алашанькоу» не претерпел изменений и сохранился на уровне 11.190 млн тонн. Объем перевали нефти в систему АО «Каспийский Трубопроводный Консорциум-К» увеличился на 967 тыс. тонн до 4.208 млн тонн. В морском порту Актау в 2024 году было налито в танкеры 3.360 млн тонн нефти, что соответствует уровню прошлого года. Группа компаний ООО «Батумский нефтяной терминал» перевалила 1.856 млн тонн нефти, нефтепродуктов и газа, что на 282 тыс. тонн больше результата 2023 года.

**Рис. 3. Активы, обязательства и капитал: 2023–2024 гг. (млн ₸)**



Источник: Данные компании

**Рис. 4. CFO, CFF, CFI: 2023–2024 гг. (млн ₸)**



Источник: Данные компании

Потребителям Атырауской и Мангистауской областей по водоводу «Астрахань - Мангышлак» подано 26.495 млн куб. м пресной воды, что на 1.409 млн куб. м меньше, чем в 2023 году.

**Доходы компании растут, благодаря повышению тарифов на транспортировку нефти.** В 2024 году доходы КазТрансОйл выросли на 7.4% и превысили ₸311.9 млрд. В структурной разбивке выручки главенствующую часть доходов формируют доходы от транспортировки нефти, величина которых в отчетном периоде увеличилась до ₸225.3 млрд (+6.9%), главным образом за счёт роста объёмов транспортируемой нефти и тарифов по перекачке нефти на экспорт.

**Рост тарифов по перекачке нефти на экспорт и снижение их на внутренний рынок в 2025 году.** В соответствии с законодательством РК о естественных монополиях КазТрансОйл является субъектом естественной монополии и все тарифы на внутреннем рынке регулируются КРЕМ (Комитет по регулированию естественных монополий).

Средняя стоимость тарифа на экспорт в 2024 году увеличилась на 7.0% до ₸10 150 за тонну на 1 000 км и с 01 января 2025 года повысилась еще на 11.3% до ₸11 300 за тонну на 1 000 км. Ввиду прогнозного увеличения объёмов добываемой нефти в Казахстане в 2025 году и в последующие годы, рост операционных показателей вместе с увеличением тарифов окажут поддержку доходам компании.

Несмотря на снижение тарифов во второй половине прошлого года, средняя стоимость тарифа по перекачке нефти на внутренний рынок в 2024 году подросла на 2.2% до ₸4 702 за тонну на 1 000 км и на сегодняшний день составляет ₸4 461.76. Данный тариф будет действовать до 30 ноября 2025 года.

Принимая во внимание, что объем поставок сырья на экспорт в физическом выражении занимает большую часть от всей транспортировки нефти, снижение тарифов на внутреннем рынке окажет ограниченное влияние на доходы компании. Сгладить умеренно негативный эффект способно прогнозное увеличение нефтедобычи в Казахстане.

**Добыча нефти в Казахстане в 2025 году достигнет рекордного максимума.** В 2024 году объём добычи нефти в Казахстане снизился на 2.4% до 87.8 млн тонн и сложился ниже ориентиров государства. В течение прошлого года Минэнерго дважды пересматривало в сторону снижения прогнозный уровень производства на 2024 год. Изначально правительство РК ставило цель добыть 90.3 млн тонн нефти и осенью прогноз был скорректирован до 88.4 млн тонн, который так же не был достигнут.

Капитальный ремонт на крупнейшем нефтяном месторождении Казахстана — Тенгизе, а также внеплановые остановки на Карачаганаке выступили причинами того, что объём добычи сырья в 2024 году не достиг озвученных прежде планов и оказался ниже уровня 2023 года в 90 млн тонн.

За счёт долгожданного расширения месторождения Тенгиз, Казахстан в 2025 году может нарастить добычу нефти до рекордного объёма. В январе 2025 года Минэнерго пересмотрело прогноз добычи на текущий год до 96.2 млн тонн, что на 1.0 млн тонн ниже прошлого ориентира. Ожидается, что начиная с 2026 года ежегодные объёмы нефтедобычи будут превышать уровень в 100 млн тонн. Плановое увеличение объёмов добываемой нефти способно оказать положительное влияние на операционные показатели КазТрансОйл и, как следствие, позитивно отразится на доходах компании.

**Улучшение маржинальности бизнеса.** Себестоимость реализации в 2024 году увеличилась меньшими темпами, чем выручка и повысилась на 5.8% до ₸263.3 млрд. По этой причине маржа валовой прибыли выросла на 1.3 пп до 15.6%.

Затраты на персонал, занимающие более 40% от всего объема себестоимости, выросли в отчетном периоде на 11.8% до ₸109.5 млрд. Отчисления на износ и амортизацию уменьшились до ₸65.6 млрд, что на 7.8% меньше, чем годом ранее.

Общие и административные расходы подросли на 0.7% до ₸17.4 млрд. Прочие операционные доходы увеличились в 2.5 раза с ₸2.1 млрд до ₸5.3 млрд, главным образом за счёт высокой переоценки активов на сумму ₸3.6 млрд в сравнении с переоценкой в ₸1.0 млрд в 2023 году. Прочие операционные расходы уменьшились с ₸2.5 млрд до ₸894 млн.

В 2024 году компания зафиксировала ощутимый подъем операционной прибыли, однако данный рост в большей степени был связан с эффектом низкой базы прошлого года. К примеру, объём обесценения основных средств в 2023 году превысил ₸4.7 млрд в сравнении с ₸368 млн в 2024 году. В результате операционная прибыль КазТрансОйл увеличилась сразу на 84.4% до ₸35.3 млрд. Маржа операционной прибыли составила 11.3% в сравнении с 6.6% годом ранее.

Чистая прибыль в 2024 году выросла на 23.5% до ₸49.3 млрд. Замедление темпов роста прибыли оказало значительное увеличение финансовых расходов в 2.6 раз до ₸18.3 млрд. Основную часть неоперационных доходов компании составляют финансовые доходы в объёме ₸12.0 млрд (+17%) и доля в прибыли совместных предприятий в сумме ₸19.4 млрд (+15%).

**Причиной роста процентных расходов является завершение строительства водопровода.** До начала 2024 года эти затраты капитализировались в стоимость активов, то есть не влияли на прибыль и убытки, а добавлялись к стоимости активов, пока актив не был введен в эксплуатацию. После начала 2024 года, когда актив был введен в эксплуатацию, затраты по займам стали признаваться как расходы через затраты по финансированию в отчёте о прибылях и убытках. В результате этих изменений это привело к резкому увеличению процентных расходов в 2024 году, которые в отчетном периоде увеличились сразу в 2.6 раз.

По состоянию на 31 декабря 2024 года номинальная ставка вознаграждения по займам в среднем составила 15.75% по сравнению с 18.38% на 31 декабря 2023 года, а эффективная процентная ставка снизилась до 13.88% по сравнению с 15.54% на 31 декабря 2023 года. Это связано с тем, что большая доля займов компании были выпущены с премией, то есть их номинальные ставки выше эффективных. Данное обстоятельство приведет к меньшим расходам по процентам по сравнению с фактическими денежными выплатами в отчете о денежных потоках.

Новый заем от Евразийского Банка Развития на сумму ₸21 млрд, полученный в июле 2024 года для рефинансирования старого займа, существенно снизит процентные расходы компании. Новый заем с эффективной ставкой 11.01% значительно дешевле прежних займов с более высокими ставками. Кроме того, льготный период по новому займу (30 месяцев) отсрочит выплаты по основному долгу и процентам, временно снижая денежные потоки на обслуживание долга и улучшая краткосрочную ликвидность компании. В результате процентные расходы, связанные с данным займом, снизятся, что окажет положительное влияние на чистую прибыль.

Также следует отметить, что компания продолжает амортизировать дисконт, который был признан в

нераспределенной прибыли в размере ₸22.1 млрд, по облигациям для финансирования инвестиционного проекта «Реконструкция и расширение магистрального водовода «Астрахань - Мангышлак» 1 очередь. В 2024 году компания признала амортизацию дисконта в размере ₸4.5 млрд и вместе с увеличением вознаграждения по полученным займам до ₸5.9 млрд это выступило причиной значительного увеличения процентных расходов компании. Разница между рыночной (11.74%) и купонной ставками (0.5%) по облигациям была признана как дисконт и продолжит постепенно списываться, что будет поддерживать высокие процентные расходы в будущем.

Таким образом, несмотря на снижающиеся эффективные ставки по займам компании, окончание периода капитализации расходов по процентам привело к росту данной статьи затрат.

**Перспективы роста дивидендных выплат.** До 2022 года КазТрансОйл являлся лучшей дивидендной историей Казахстана, однако пятикратное снижение размера дивиденда по итогам деятельности за 2021 год с ₸132 до ₸26 в значительной степени снизило доверие инвесторов. В результате котировки компании ушли в крутое пике и сейчас продолжают процесс восстановления, торгуясь выше ₸800 за акцию.

На фоне низкой базы прошлого КазТрансОйл наращивает дивидендные выплаты на протяжении двух лет подряд и по итогам деятельности за 2024 году сохраняет потенциал для увеличения размера дивидендных выплат. В июне 2024 года компания направила на выплату дивидендов более ₸25.0 млрд, что соответствует 76% от чистой прибыли за 2023 год.

В случае сохранения текущего коэффициента дивидендных выплат дивиденд на акцию по итогам 2024 года может увеличиться с ₸65 до ₸86.8. Таким образом, дивидендная доходность к текущей стоимости акции КазТрансОйла, может превысить 10%. По нашему мнению, в абсолютном выражении компания может направить на выплаты дивидендов ₸31.6 млрд.

**Возможность поощрять акционеров более высокими дивидендами.** С точки зрения ликвидности компания сохраняет потенциал и возможность наращивания дивидендов. Так, к примеру, объём денежных средств на балансе на конец 2024 год превысил ₸72.6 млрд, при этом вдобавок к большому объёму ликвидности на балансе компания также владеет нотами НБРК, балансовая стоимость которых на конец года составляла ₸27.2 млрд. Ноты Нацбанка представлены в прочих оборотных финансовых активах, объём которых вырос в 2024 году на 67.4% до ₸37.3 млрд.

Положительная история использования части объёма нераспределенной прибыли (₸513.6 млрд) на выплаты дивидендов в прошлом говорит о том, что компания в случае необходимости может сохранить тренд по восстановлению уровня дивидендных выплат. По состоянию на конец 2024 года объём денежных средств и их эквивалентов (включая ноты НБРК) составил ₸99.9 млрд или ₸260 на акцию.

**Финансовые и операционные результаты КазТрансОйл оказались немногим ниже наших ожиданий.** Тем не менее, ввиду прогнозного увеличения объёмов добываемой нефти в Казахстане, тарифов на перекачку нефти на экспорт, вполне реализуемо возможное расширение уровня дивидендов. Новую оценку целевой стоимости акции КазТрансОйл мы выпустим после обновления и корректировок финансовой модели.

**Приложение 1. Отчет о прибылях и убытках**

Т млн	2022-2023			2023-2024 %		4К2023	4К2024	г/г
	2022	2023	2024	% изм. г/г	изм. г/г			
<b>Выручка</b>	<b>255 627</b>	<b>290 386</b>	<b>311 900</b>	<b>13.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>80 943</b>	<b>81 840</b>	<b>1.1%</b>
Себестоимость реализации	-219 435	-248 858	-263 280	13.4%	5.8%	-70 094	-71 067	1.4%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>36 193</b>	<b>41 528</b>	<b>48 620</b>	<b>14.7%</b>	<b>17.1%</b>	<b>10 849</b>	<b>10 772</b>	<b>-0.7%</b>
Общие и административные расходы	-16 539	-17 294	-17 418	4.6%	0.7%	-6 907	-5 829	-15.6%
Прочие операционные доходы	2 028	2 128	5 320	5.0%	149.9%	-972	3 540	-464.3%
Прочие операционные расходы	-1 011	-2 510	-894	148.3%	-64.4%	-1 623	-541	-66.7%
Обесценение основных средств и нематериальных активов, нетто	-12 912	-4 731	-368	-63.4%	-92.2%	-4 731	-368	-92.2%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>7 758</b>	<b>19 121</b>	<b>35 259</b>	<b>146.5%</b>	<b>84.4%</b>	<b>-3 384</b>	<b>7 575</b>	<b>-323.9%</b>
Операционная маржа	3.0%	6.6%	11.3%	-	-	-4%	9%	-
Доход/Убыток от курсовой разницы	1 945	643	920	-66.9%	43.2%	-101	773	-
Финансовые доходы	4 029	10 262	12 002	154.7%	17.0%	2 986	3 352	12.2%
Финансовые затраты	-4 779	-7 011	-18 329	46.7%	161.4%	-2 167	-5 020	131.7%
Доля в прибыли СП	15 974	16 873	19 412	5.6%	15.0%	3 396	5 556	63.6%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>24 926</b>	<b>39 889</b>	<b>49 265</b>	<b>60.0%</b>	<b>23.5%</b>	<b>731</b>	<b>12 235</b>	<b>1574.0%</b>
Расходы по подоходному налогу	-5 124	-7 044	-7 687	37.5%	9.1%	-1 160	-2 310	99.1%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>19 802</b>	<b>32 845</b>	<b>41 578</b>	<b>65.9%</b>	<b>26.6%</b>	<b>-429</b>	<b>9 925</b>	<b>-</b>
Чистая маржа	8%	11%	13%	-	-	-	12%	-

Источник: Данные компании

**Приложение 2. Отчет о финансовых результатах**

Т млн	2022-2023			2023-2024 %	
	2022	2023	2024	% изм. г/г	изм. г/г
Итого Активы	1 235 418	1 358 382	1 380 081	10.0%	1.6%
Итого Обязательства	322 965	401 512	387 150	24.3%	-3.6%
Итого Капитал	912 453	956 870	992 931	4.9%	3.8%

Источник: Данные компании

**Приложение 3. Отчет о движении денежных средств**

Т млн	2022-2023			2023-2024 %	
	2022	2023	2024	% изм. г/г	изм. г/г
Операционная дея-ть	73 513	87 839	90 771	19.5%	3.3%
Инвестиционная дея-ть	-47 288	-160 028	-69 457	238.4%	-56.6%
Финансовая дея-ть	17 011	64 418	-27 500	278.7%	-142.7%

Источник: Данные компании

© 2025 г. 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».

© 2025 г., все права защищены.

**Департамент торговых идей**

**E-mail**

[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@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**

**Refinitiv**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance