

Финансовая модель с учетом результатов за второй квартал 2025 г.

11 сентября 2025 года

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	815
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	934
Потенциал роста	14.6%
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	52
Доля акций в свобод. обращ. (%)	10%
Рыночная капитализация (₸ млрд)	313

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 (₸ млн)	2024	LTM	2025П
Доходы	311 900	322 548	344 263
EBITDA	102 212	105 204	116 488
Чистая прибыль	41 578	45 025	54 713
Собственный капитал	992 931	996 418	1 014 565
EPS (₸)	108	112	142
Дивиденд на акцию (₸)	86	86	108

Оценка	2024	LTM	2025П
P/E (x)	7.5	7.3	5.7
P/B (x)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	3.2	3.1	2.8
Дивидендная доходность	10.6%	10.6%	13.3%
ROE	4.2%	4.5%	5.4%

Динамика	KZTO KZ	KASE
1М	1.2%	10.3%
3М	0.6%	24.8%
12М	0.0%	35.7%
Максимум за 52 недели	899	7130
Минимум за 52 недели	797	5088

Рис. 1. Нормализованная динамика изменения индекса KASE и КазТрансОйл



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Уважаемые клиенты, мы пересмотрели оценку справедливой стоимости акций КазТрансОйл с учетом опубликованной эмитентом отчетности за второй квартал 2025 года. Для определения целевой цены была использована обновленная финансовая модель, учитывающая изменения в объемах добычи нефти, тарифной политике компании, а также корректировки в расчете ставки дисконтирования.

Мы прогнозируем рост стоимости акций КазТрансОйл на уровне 14.6% до ₸934 за акцию. Ожидаемая дивидендная доходность по акциям компании дополнительно оценивается в 10.6%. Таким образом, совокупный ожидаемый потенциал доходности составляет 25.2% на горизонте 12 месяцев. С учетом нашей оценки справедливой стоимости акций КазТрансОйл на уровне ₸934 за бумагу, мы рекомендуем их «Покупать».

Мы увеличиваем прогноз экспортной выручки компании. По данным КазТрансОйл, в 2025 году Казахстан продолжает поставлять нефть в Германию по системе нефтепровода «Дружба». Объем транспортировки в августе 2025 года составил 190 тыс. тонн, что на 18.7% превышает показатель июля. С начала года по август включительно общий объем экспорта достиг 1 277 млн тонн.

Изначально в КазМунайГаз планировали поставить в Германию 1.5 млн тонн нефти, что соответствует прошлогоднему объему. Однако впоследствии стало известно о планах увеличить поставки до 2 млн тонн, как ранее заявлял министр энергетики Казахстана. На основе этих данных мы повысили потенциал экспортной выручки КазТрансОйл в 2025 году в сторону увеличения.

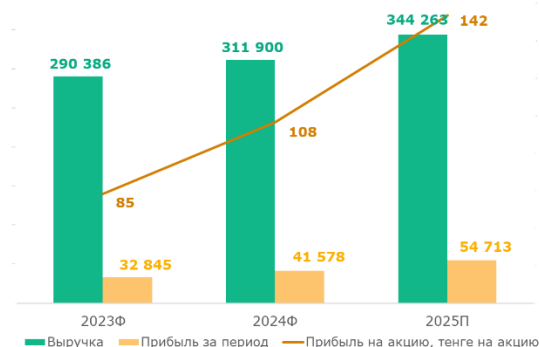
Текущие и прогнозные темпы роста экономики оказались выше наших ожиданий. По результатам очередного макроэкономического опроса Национального Банка Казахстана, экспертное сообщество представило свои прогнозы на 2025–2027 годы, указывающие на быстрый рост экономики.

Аналитики ожидают, что в ближайшие три года цена на нефть марки Brent будет стабильной, находясь в диапазоне \$68.5–\$69 за баррель, что создает благоприятные условия для экономического развития. Прогнозы по росту ВВП Казахстана улучшились на всем горизонте анализа:

- в 2025 году ожидается рост на 5.5–6.5%;
- в 2026 году — на 4.0–5.0%;
- в 2027 году — на 3.5–4.5%.

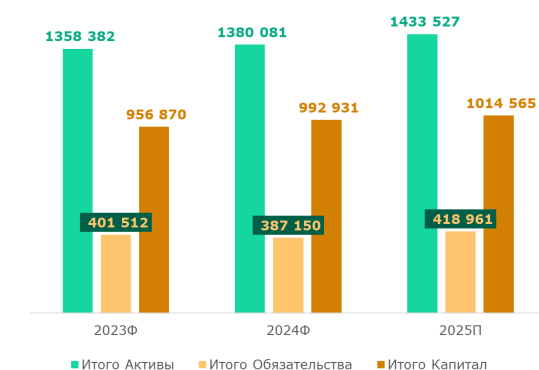
На фоне устойчивого роста ВВП и пересмотренных в сторону улучшения макроэкономических прогнозов, мы скорректировали темп роста денежных потоков в постпрогнозный период, повысив его с 3% до 4%. Мы считаем, что компания получит значительную выгоду от ускорения экономического роста в Казахстане, так как ее деятельность по транспортировке нефти и нефтепродуктов является ключевой для поддержания и обеспечения экономического развития страны.

Рис. 2. Динамика выручки, чистой прибыли (млн ₸) и прибыль на акцию (₸): 2023–2025 гг.



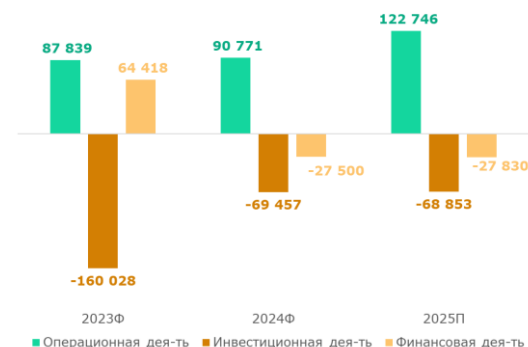
Источник: Данные компании

Рис. 3. Активы, обязательства и капитал: 2023–2025 гг. (млн ₸)



Источник: Данные компании

Рис. 4. CFO, CFF, CFI: 2023–2025 гг. (млн ₸)



Источник: Данные компании

В условиях ужесточения монетарной политики НБРК стоимость будущих денежных потоков была пересчитана. Пересмотр базовой ставки Национального банка Республики Казахстан до 16.5% годовых вызван стремлением сдержать инфляцию, которая, несмотря на небольшое замедление в июле, остается на высоком уровне. Годовая инфляция в 11.8% обусловлена ростом цен на продовольственные и непродовольственные товары. Хотя месячная инфляция снизилась, ее значение в 0.7% все еще значительно превышает исторические средние показатели. Это указывает на устойчивое инфляционное давление, поддерживаемое фискальным стимулированием, активным розничным кредитованием и высоким потребительским спросом.

В связи с ростом инфляционного давления и последовавшим увеличением доходности 10-летних ГЦБ РК, мы пересмотрели показатель безрисковой ставки в сторону повышения с прошлых 14.1% до 16.9%. Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала (WACC) КазТрансОйл, используемая для оценки, увеличилась до 18.8%.

По аналогичной причине стоимость акционерного капитала (CAPM) выросла до 20.8%. Данный показатель учитывает актуальную безрисковую ставку, основанную на доходности 10-летних ГЦБ РК, скорректированное значение беты, премию за риск по Казахстану (согласно данным Damodaran).

Стоимость долгового капитала, скорректированного на налог, оценена в 14.1%, исходя из текущих рыночных доходностей ГЦБ и средней премии облигаций квазигосударственных компаний.

Целевая цена КазТрансОйл учитывает неопределенность по поводу дальнейшего уровня добычи на зрелых месторождениях Казахстана и уровня дальнейшей транспортировки нефти по трубопроводам компании. Анализ перспектив добычи нефти в Казахстане без учета Тенгиза, Карачаганак и Кашагана на период 2025–2027 гг. показывает сложную картину. С одной стороны, реализуется ряд инициатив, направленных на ввод новых месторождений, а также КМГ активно внедряет программы повышения нефтеотдачи на своих зрелых активах. Эти меры способны дать определенный прирост добычи.

С другой стороны, сегмент кроме «Большой тройки» характеризуется значительной долей зрелых и истощающихся месторождений с высоким естественным темпом падения добычи.

По нашему мнению, ключевым фактором, который может изменить эту ситуацию и обеспечить рост добычи и транспортировки нефти, является успешная и быстрая реализация «инициативы 30 месторождений». Однако конкретные планы и ожидаемые годовые объемы добычи по этой инициативе пока недостаточно детализированы для точного прогноза. Внедрение альтернативного налога на недропользование для истощающихся месторождений с 2026 года является важным долгосрочным стимулом, но его существенное влияние на объемы добычи ожидается скорее после 2027 года.

Таким образом, ответ на вопрос о росте добычи нефти и ее транспортировки в Казахстане без учета «Большой тройки» в 2025–2027 гг. остается неоднозначным и сопряжен с высокой степенью неопределенности. По нашему мнению, в этот период сегмент будет либо демонстрировать незначительный рост, либо останется на относительно стабильном уровне, если не произойдет прорыва в освоении «30 месторождений».

Исходя из вышесказанного, наш расчет предполагает несущественное увеличение текущих объемов транспортировки нефти и грузооборота КазТрансОйл в анализируемом периоде. При

этом мы прогнозируем дальнейший рост ключевых тарифов компании, что совокупно положительно повлияет на ее выручку.

Дивиденды. В части дивидендной политики наш прогноз предполагает, что КазТрансОйл будет генерировать достаточный объем денежных средств для обеспечения стабильного роста дивидендных выплат, соблюдая при этом исторический уровень выплат в 70–80% от чистой прибыли, что подразумевает потенциальный рост дивидендной доходности при сохранении текущей стоимости акций.

Модель оценки. Для оценки справедливой стоимости долевых финансовых инструментов КазТрансОйл мы применили «модель дисконтирования денежных потоков фирме» (Discounted Cash Flow – Free Cash Flow for Firm, DCF – FCFF).

Модель DCF – FCFF построена на основе наших прогнозов производственных и финансовых показателей эмитента на 2025–2030 годы. При этом мы учитываем, что фактические значения некоторых параметров могут существенно отклоняться от прогнозируемых нами значений под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Кроме того, часть показателей была спрогнозирована на основе субъективных оценочных суждений.

Компания предоставляет недостаточно детализированную информацию о динамике экспортного и внутреннего грузооборота за 2024 год, а также не раскрывает прогнозные значения данного показателя. В связи с этим для его оценки мы использовали экстраполяцию исторических данных и обоснованные допущения. Кроме того, существует неопределенность по поводу роста добычи нефти на месторождениях, использующих трубопроводы КазТрансОйл для транспортировки нефти. Несмотря на указанные ограничения, мы считаем, что наши прогнозные расчеты и модель оценки обладают высокой степенью точности и могут служить надежной основой для инвестиционных решений.

Мы прогнозируем рост стоимости акций КазТрансОйл на уровне 14.6% до ₸934 за акцию на горизонте 12 месяцев. Ожидаемая дивидендная доходность по акциям компании дополнительно оценивается в 10.6%. Таким образом, совокупный ожидаемый потенциал доходности составляет 25.2%. Наша оценка справедливой стоимости акций КазТрансОйл установлена на уровне ₸934 за бумагу, на основании чего мы рекомендуем их «Покупать».

Таблица 1. Мультипликаторы

Компания	Тикер	Капит., млрд\$	P/E	EV/EBITDA	P/B	P/S	ROE	ROA	Бета	Див. Дох-ть
KazTransOil	KZTO KZ Equity	0.6	7.3	3.1	0.3	0.9	4.5%	3.3%	0.90	10.6%
KEGOC	KEGC KZ Equity	0.8	6.8	3.9	0.5	1.2	7.9%	5.6%	0.90	11.3%
KazMunaiGaz	KMGZ KZ Equity	23.1	11.4	7.0	1.0	1.4	9.4%	5.9%	1.10	5.8%
Enbridge	ENB CN Equity	105.2	17.9	16.1	2.5	2.3	10.5%	3.2%	0.74	5.6%
Kinder Morgan	KMI US Equity	59.4	22.1	14.0	1.9	3.7	8.9%	3.8%	0.68	4.3%
Energy Transfer	ET US Equity	60.6	13.8	9.9	1.9	0.8	14.4%	3.9%	0.74	7.4%

Источник: Данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

Таблица 2. Отчет о прибылях и убытках

Т млн	2кв 2023	2кв 2024	2кв 2025	2кв. 2023-2кв. 2024 % изм. г/г	2кв. 2024-2кв. 2025 % изм. г/г	1П 2024	1П 2025	1П 2024-1П 2025 % изм. г/г
Выручка	69 063	74 435	85 083	7.8%	14.3%	151 009	163 148	8.0%
Себестоимость	- 40 945	- 48 323	- 51 540	18.0%	6.7%	- 95 391	- 103 113	8.1%
Валовая прибыль	28 118	26 112	33 544	-7.1%	28.5%	55 618	60 035	7.9%
Валовая маржинальность	41%	35%	39%			37%	37%	
Амортизация	- 17 520	- 16 630	- 16 522	-5.1%	-0.6%	- 33 367	- 32 421	-2.8%
Общие и админ. расходы	- 2 976	- 3 867	- 3 917	29.9%	1.3%	- 7 274	- 7 525	3.4%
Прочие операционные доходы	313	728	802	132.3%	10.1%	2 313	1 771	-23.4%
Прочие операционные расходы	- 114	- 196	- 795	71.9%	306.0%	- 214	- 846	296.3%
Операционная прибыль	7 822	6 147	13 111	-21.4%	113.3%	17 076	21 013	23.1%
Операционная маржинальность	11%	8%	15%			11%	13%	
Доходы от курсовой разницы, нетто	- 416	434	14	-204.3%	-96.7%	200	- 483	-342.2%
Финансовые доходы	2 376	2 731	3 502	15.0%	28.2%	5 997	6 610	10.2%
Финансовые расходы	- 1 910	- 4 517	- 5 587	136.5%	23.7%	- 9 211	- 10 269	11.5%
Доли прибыли от совместно контролируемых предприятий	6 297	4 175	3 670	-33.7%	-12.1%	8 789	8 460	-3.8%
Прибыль до налогообложения	14 169	8 971	14 710	-36.7%	64.0%	22 851	25 330	10.9%
Расход по подоходному налогу	- 2 018	- 193	- 2 484	-90.5%	1190.2%	- 3 328	- 3 751	12.7%
Прибыль за период	12 152	8 779	12 226	-27.8%	39.3%	19 523	21 580	10.5%
Маржинальность прибыли	18%	12%	14%			13%	13%	
Прибыль на акцию, тенге на акцию	30	23	32	-23.3%	39.1%	51	55	7.8%

Источник: Данные компании

Таблица 3. Отчет о финансовом положении

Т млн	2кв 2023	2кв 2024	2кв 2025	2кв. 2023-2кв. 2024 % изм. г/г	2кв. 2024-2кв. 2025 % изм. г/г
Итого Активы	1 289 783	1 344 750	1 364 208	4.3%	1.4%
Итого Обязательства	353 836	386 498	376 839	9.2%	-2.5%
Итого Капитал	935 947	958 253	987 369	2.4%	3.0%

Источник: Данные компании

Таблица 4. Отчет о движении денежных средств

Т млн	1П 2023	1П 2024	1П 2025	1П. 2023-1П. 2024 % изм. г/г	1П. 2024-1П. 2025 % изм. г/г
Операционная дея-ть	35 746	41 515	41 044	16.1%	-1.1%
Инвестиционная дея-ть	- 73 283	734	17 169	-101.0%	2238.9%
Финансовая дея-ть	45 576	- 26 299	- 37 438	-157.7%	42.4%

Источник: Данные компании

Приложение 1. Расчет справедливой стоимости (FCFF)

Т млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	311 900	344 263	395 275	429 792	457 502	486 712	513 996
EBIT	35 259	41 460	67 897	79 146	85 702	91 561	94 799
EBITDA	102 212	116 488	143 183	155 117	162 669	169 835	174 645
FCFF	19 933	54 348	49 825	58 609	53 703	55 090	54 366
WACC	18.8%						

Свободные денежные потоки (PV)	19 933	54 348	41 946	41 540	32 044	27 674	22 992
Сумма денежных потоков (PV)	166 196						
Терминальная стоимость (PV)	382 499						
Долгосрочные темпы роста (%)	4.0%						
12М целевая цена (Т/акция)	934						
Текущая цена (Т/акция)	815						
Потенциал роста/(снижения)	14.6%						
Рекомендация	Покупать						

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

Приложение 2. Таблица чувствительности стоимости

Долгосрочный рост		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	16.8%	1 020	1 041	1 063	1 087	1 113
	17.8%	958	975	994	1 014	1 035
	18.8%	903	918	934	951	969
	19.8%	855	868	881	896	911
	20.8%	813	824	835	847	860

Источник: 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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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».

Департамент торговых идей**E-mail**dti@halykfinance.kz**Департамент продаж****E-mail**sales@halykfinance.kz**Адрес:**

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg**HLFN****Refinitiv**

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance