

Финансовая модель с учетом результатов за первый квартал 2025 г.

5 июня 2025 года

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	Покупать
Текущая цена, ₸/акцию	807
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	893
Потенциал роста	10.6%
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)	310

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	313 391	338 034
EBITDA	102 212	98 348	108 718
Чистая прибыль	41 578	40 187	47 313
Собственный капитал	992 931	996 418	1 007 166
EPS (₸)	108	103	123
Дивиденд на акцию (₸)	86	86	94

Оценка	2024	LTM	2025П
P/E (x)	7.5	7.8	6.6
P/B (x)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	3.1	3.2	2.9
Дивидендная доходность	10.7%	10.7%	11.6%
ROE	4.2%	4.0%	4.7%

Динамика	KZTO KZ	KASE
1М	-5.3%	-1.6%
3М	-0.5%	-0.4%
12М	-3.8%	11.2%
Максимум за 52 недели	899	5777
Минимум за 52 недели	797	4995

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 первый 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 потенциал роста стоимости акций КазТрансОйл на 10.6% до ₸893 за акцию. Ожидаемая дивидендная доходность по акциям компании дополнительно оценивается в 11.6%. Таким образом, совокупный ожидаемый потенциал доходности составляет 22.2%. Наша оценка справедливой стоимости акций КазТрансОйл установлена на уровне ₸893 за бумагу, на основании чего мы рекомендуем «Покупать».

По текущим оценка мультипликатор P/E составляет 7.8. Форвардное значение данного показателя на конец 2025 года составляет 6.6.

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.

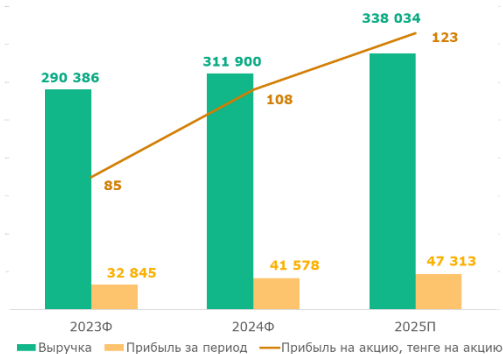
С другой стороны, сегмент кроме «Большой тройки» характеризуется значительной долей зрелых и истощающихся месторождений с высоким естественным темпом падения добычи.

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 незначительное снижение, либо останется на относительно стабильном уровне, если не произойдет прорыва в освоении «30 месторождений».

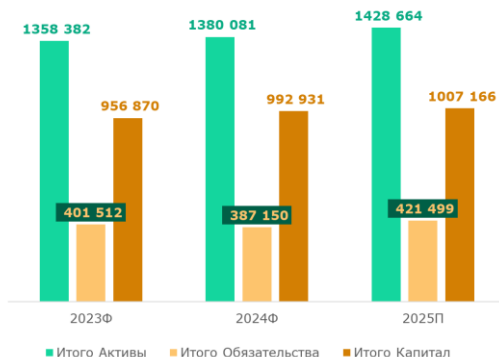
Исходя из вышесказанного, наш расчет предполагает сохранение текущих объемов транспортировки нефти и грузооборота КазТрансОйл в анализируемом периоде. При этом мы

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



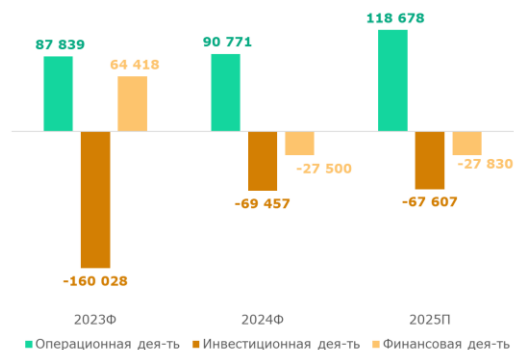
Источник: Данные компании

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

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

Потенциальный рост выручки в среднесрочной перспективе может быть обеспечен за счет реализации двух значимых факторов. Во-первых, планов по увеличению транзита российской нефти в Китай через Казахстан объемом 2.5 млн тонн в год, озвученных Министром энергетики РФ А. Новаком. Во-вторых, вступления в силу с 1 мая 2025 года нового, повышенного тарифа на транспортировку нефти по участку Прииртышск — Атасу (\$7.24 за тонну, против прежних \$4.23). В случае реализации роста объемов российской нефти, транспортируемой через Казахстан, эта инициатива также может сгладить темпы падения объемов от добычи на зрелых месторождениях страны и, следовательно, повлиять на объемы транспортировки нефти КТО.

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.

Расчет WACC. Ввиду переоценки доходности 10-летних ГЦБ РК мы обновили данные по безрисковой ставке, снизив показатель до 14.6% и увеличили бету компании до 0.9, что в свою очередь позволило увеличить стоимость собственного капитала до 18.1%. При этом мы увеличили долгосрочные темпы роста бизнеса до 3%. Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала снизилась до 16.5%.

Мы прогнозируем потенциал роста стоимости акций КазТрансОйл на 10.6% до ₸893 за акцию. Ожидаемая дивидендная доходность по акциям компании дополнительно оценивается в 11.6%. Таким образом, совокупный ожидаемый потенциал доходности составляет 22.2%. Наша оценка справедливой стоимости акций КазТрансОйл установлена на уровне ₸893 за бумагу, на основании чего мы рекомендуем «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	7.8	3.2	0.3	0.9	4.0%	2.9%	0.90	10.7%
KEGOC	KEGC KZ Equity	1.1	6.9	3.9	0.5	1.2	7.6%	5.3%	0.90	11.2%
KazMunaiGaz	KMGZ KZ Equity	23.9	9.1	7.0	0.8	1.1	8.9%	5.5%	1.20	3.2%
Enbridge	ENB CN Equity	102.6	17.8	16.1	2.3	2.3	9.9%	3.1%	0.83	5.7%
Kinder Morgan	KMI US Equity	85.8	24.3	14.0	2.1	4.1	8.5%	3.6%	0.73	4.0%
Energy Transfer	ET US Equity	83.0	15.0	9.9	2.0	0.7	14.8%	4.0%	0.76	7.2%

Источник: Данные компании; расчеты Halyk Finance; Bloomberg

Таблица 2. Отчет о прибылях и убытках

Т млн	1 кв 2023	1 кв 2024	1 кв 2025	1 кв. 2023-1 кв. 2024 % изм. г/г	1 кв. 2024-1 кв. 2025 % изм. г/г
Выручка	67 852	76 574	78 064	12.9%	1.9%
Себестоимость	-41 785	-47 068	-51 573	12.6%	9.6%
Валовая прибыль	26 066	29 506	26 492	13.2%	-10.2%
Валовая маржинальность	38.4%	38.5%	33.9%		
Амортизация	-18 807	-16 737	-15 899	-11.0%	-5.0%
Общие и админ. расходы	-3 018	-3 407	-3 608	12.9%	5.9%
Прочие операционные доходы	273	1 585	969	480.1%	-38.9%
Прочие операционные расходы	-241	-18	-51	-92.7%	188.6%
Операционная прибыль	4 274	10 929	7 902	155.7%	-27.7%
Операционная маржинальность	6.3%	14.3%	10.1%		
Доходы от курсовой разницы, нетто	-303	-234	-498	-22.7%	112.3%
Финансовые доходы	2 509	3 266	3 108	30.2%	-4.8%
Финансовые расходы	-1 419	-4 694	-4 682	230.9%	-0.3%
Доли прибыли от совместно контролируемых предприятий	5 377	4 614	4 790	-14.2%	3.8%
Прибыль до налогообложения	10 438	13 880	10 621	33.0%	-23.5%
Расход по подоходному налогу	-1 619	-3 136	-1 267	93.7%	-59.6%
Прибыль за период	8 819	10 744	9 354	21.8%	-12.9%
Маржинальность прибыли	13.0%	14.0%	12.0%		
Прибыль на акцию, тенге на акцию	23	28	24	21.7%	-14.3%

Источник: Данные компании; Себестоимость и общие и административные расходы не включают амортизацию

Таблица 3. Отчет о финансовом положении

Т млн	1 кв 2023	1 кв 2024	1 кв 2025	1 кв. 2023-1 кв. 2024 % изм. г/г	1 кв. 2024-1 кв. 2025 % изм. г/г
Итого Активы	1 199 007	1 369 798	1 369 056	14.2%	-0.1%
Итого Обязательства	309 819	390 372	372 638	26.0%	-4.5%
Итого Капитал	889 188	979 245	996 418	10.1%	1.8%

Источник: Данные компании

Таблица 4. Отчет о движении денежных средств

Т млн	1 кв 2023	1 кв 2024	1 кв 2025	1 кв. 2023-1 кв. 2024 % изм. г/г	1 кв. 2024-1 кв. 2025 % изм. г/г
Операционная дея-ть	17 441	19 878	14 934	14.0%	-24.9%
Инвестиционная дея-ть	-26 603	-9 754	-7 005	-63.3%	-28.2%
Финансовая дея-ть	-630	-638	-732	1.3%	14.8%

Источник: Данные компании

Приложение 1. Расчет справедливой стоимости (FCFF)

Т млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	311 900	338 034	386 927	416 094	444 315	471 039	495 099
EBIT	35 259	33 770	61 326	68 847	74 558	78 027	78 175
EBITDA	102 212	108 718	136 430	144 472	151 032	155 638	157 159
FCFF	19 933	53 062	45 167	53 303	48 202	47 726	45 073
WACC	16.5%						
Свободные денежные потоки (PV)	19 933	53 062	38 760	39 255	30 463	25 884	20 977
Сумма денежных потоков (PV)	208 401						
Терминальная стоимость (PV)	343 162						
Долгосрочные темпы роста (%)	3.0%						
12М целевая цена (Т/акция)	893						
Текущая цена (Т/акция)	807						
Потенциал роста/(снижения)	10.6%						
Рекомендация	Покупать						
					Cost of Equity		18.1%
					Cost of Debt		12.0%
					Доля собственного капитала		0.75
					Доля заемного финансирования		0.25
					Beta		0.90

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

Приложение 2. Таблица чувствительности стоимости

WACC	Долгосрчный рост				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
14.5%	981	1 004	1 028	1 055	1 084
15.5%	916	935	955	977	1 001
16.5%	861	876	893	911	930
17.5%	812	825	839	854	870
18.5%	769	780	792	805	818

Источник: расчеты Halyk Finance

© 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

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