

## Результаты за 2024 г.

2 апреля 2025 года

Тикер	KZTO KZ
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена, Т/акцию	808
Целевая цена (12-мес), Т/акцию	994
Потенциал роста	22.9%
Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	385
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (Т млн)	52
Доля акций в свобод. обрац. (%)	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	363 115	415 179
ЕБИТДА	102 212	133 125	162 554
Чистая прибыль	41 578	66 429	90 793
Собственный капитал	992 931	1 027 712	1 067 942
EPS (Т)	108	173	236
Дивиденд на акцию (Т)	65	82	131

Оценка	2024	2025П	2026П
P/E (x)	7.5	4.7	3.4
P/B (x)	0.3	0.3	0.3
EV/ЕБИТДА (x)	3.4	2.6	2.2
Дивидендная доходность	8.0%	10.2%	16.2%
ROE	4.2%	6.5%	8.5%

Динамика	KZTO KZ
1М	-0.9%
3М	-1.5%
12М	-3.6%
Максимум за 52 недели	922
Минимум за 52 недели	797

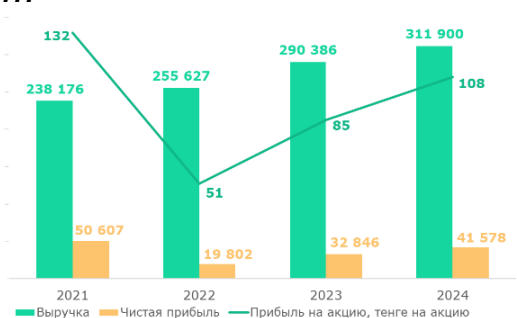
Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

**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) и прибыли на акцию (Т): 2021–2024 гг.**



Источник: Данные компании

**Уважаемые клиенты,** мы пересмотрели оценку справедливой стоимости акций КазТрансОйл с учетом опубликованной эмитентом отчетности за четвертый квартал и весь 2024 год. 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.

**По нашей оценке, справедливая стоимость долевых финансовых инструментов КазТрансОйл составляет 994 тенге за акцию. Мы рекомендуем «Покупать» акции КазТрансОйл с ожидаемым потенциалом роста 22.9%.**

Ключевые допущения нашей модели оценки стоимости акции КазТрансОйл:

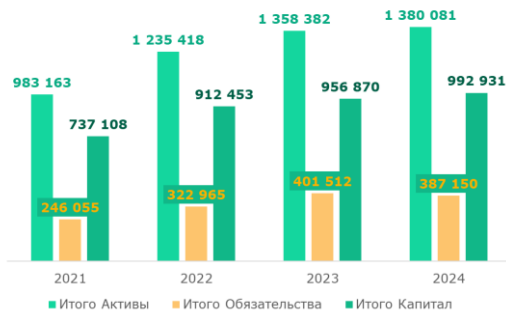
- Обновленный прогноз в сторону увеличения добычи нефти в Республике Казахстан положительно повлияет на объем транспортируемой нефти КазТрансОйл;
- Доля транспортировки нефти на локальном рынке останется стабильной;
- Доля транспортировки на экспортное направление будет расти за счет увеличения поставок углеводородов в Европу и Китай;
- Казахстан продолжит диверсифицировать пути экспортной транспортировки нефти через морские порты Каспийского моря, сохраняя долю 2023–2024 годов;
- Доля транспортировки нефти по нефтепроводу Каспийского трубопроводного консорциума останется на сопоставимом уровне со средним значением 2023–2024 годов.

**По нашим расчетам, объемы транспортировки нефти будут расти.** Мы обновили прогнозные оценки по добыче нефти в Казахстане, опираясь на данные Министерства энергетики. Согласно обновленным прогнозам ведомства, ожидается увеличение объемов добычи по сравнению с предыдущими ожиданиями, что, в свою очередь, должно способствовать росту объемов нефти, транспортируемой по трубопроводной системе КазТрансОйл. В рамках базового сценария мы предполагаем сохранение стабильной доли транспортируемой нефти относительно общего уровня добычи.

Ранее Министерство национальной экономики РК прогнозировало добычу нефти в 2024 году на уровне 90.3 млн тонн, однако фактический объем оказался существенно ниже — 87.8 млн тонн. Согласно обновленным прогнозам Министерства энергетики, в 2025 году добыча нефти может достигнуть 96.2 млн тонн, а с 2026 года превысить 100 млн тонн благодаря расширению производственных мощностей крупнейших месторождений страны.

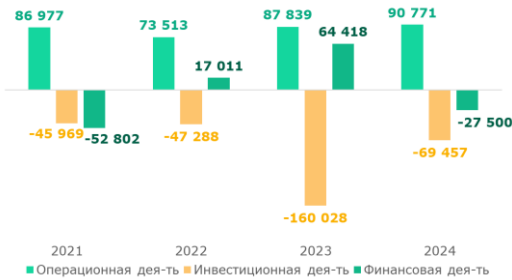
Мы ожидаем, что рост грузооборота будет обусловлен двумя ключевыми факторами: увеличением объемов поставок и расширением географии транспортировки нефти на более дальние расстояния. По нашим оценкам, КазТрансОйл планирует наращивать экспортные поставки, одновременно поддерживая стабильную долю присутствия на внутреннем рынке. Значительная часть прогнозируемого роста грузооборота будет связана с

**Рис. 3. Активы, обязательства и капитал: 2021–2024 гг. (млн Т)**



Источник: Данные компании

**Рис. 4. CFO, CFF, CFI: 2021–2024 гг. (млн Т)**



Источник: Данные компании

увеличением объемов транспортировки нефти в направлении Китая и Европы.

Вместе с тем в рамках стратегии диверсификации экспортных маршрутов Казахстан, как ожидается, сохранит текущие объемы перевалки нефти в систему Каспийского трубопроводного консорциума (КТК). Дополнительно предполагается, что часть прироста добычи нефти будет направлена в порты Каспийского моря для дальнейшей транспортировки в Азербайджан и Турцию.

Таким образом, мы прогнозируем положительное влияние на выручку КазТрансОйл, исходя из сочетания увеличения объемов транспортировки и расширения экспортных направлений, на которых применяются повышенные тарифы.

**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 Т10 150 за тонну на 1 000 км и с 01 января 2025 года повысилась еще на 11.3% до Т11 300 за тонну на 1 000 км. Ввиду прогнозного увеличения объемов 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 Т4 702 за тонну на 1 000 км и на сегодняшний день составляет Т4 461.76. Данный тариф будет действовать до 30 ноября 2025 года.

**Объем транспортировки нефти КазТрансОйл в 2024 году составил 44.9 млн тонн, что на 1.6% больше, чем в 2023 году.** Консолидированный грузооборот нефти увеличился на 3.2%, составив 45.2 млрд тонно-километров. По системе ТОО Казахстанско-Китайский Трубопровод транспортировано 4.2 млн тонн нефти что на 0.1% меньше, чем в 2023 году, грузооборот снизился до 16.9 млрд тонно-километров. По нефтепроводу МунайТас объем транспортировки вырос на 4.8% до 5.8 млн тонн, грузооборот вырос на 7.1% до 2.4 млрд тонно-километров. По Батумскому нефтяному терминалу перевалка нефти и нефтепродуктов составила 1.9 млн тонн, увеличившись на 18% год к году. По водоводу Астрахань-Мангышлак ТОО «Магистральный Водовод» подано 26.5 млн куб. м. воды, что на 5% меньше, чем в 2023 году.

Мы предполагаем, что при сохранении средней исторической доли транспортировки нефти по трубопроводам КазТрансОйл объемы будут увеличиваться пропорционально росту добычи нефти. В то же время наш прогноз по приросту грузооборота опережает темпы роста добычи нефти за счет перенаправления потоков на более дальние расстояния.

**Операционная маржинальность компании растет, благодаря снижению операционных расходов.** За 2024 год выручка КТО увеличилась на 7.4% год к году до Т311.9 млрд. Данный рост обусловлен как ростом тарифов на внутренний рынок и экспортные направления, так и ростом грузооборота. При этом себестоимость реализации без учета амортизации увеличилась на 11.3% год к году, достигнув Т197.6 млрд. В результате валовая маржинальность снизилась с 38.8% до 36.6%.

Общие и административные расходы без учета амортизации выросли на 2.5% год к году, составив Т16.1 млрд,

преимущественно из-за увеличения затрат на персонал. В то же время амортизационные отчисления сократились на 8%, до Т66.9 млрд. Совокупные операционные расходы составили Т79 млрд, что существенно ниже прошлогоднего уровня в Т93.6 млрд. В результате операционная прибыль выросла на 84% до Т35.3 млрд, а операционная маржа увеличилась с 6.6% до 11.3%.

**Финансовые затраты значительно увеличились на 161.4% и составили Т18.3 млрд, по сравнению с Т7 млрд в 2023 году.** Основным фактором этого роста стали вознаграждения по займам и амортизация дисконта по долговым ценным бумагам. В 2023 году для финансирования инвестиционного проекта были выпущены облигации на сумму Т70 млрд с купонной ставкой 0.5% годовых. Разница между рыночной и купонной ставками была признана дисконтом и учтена в нераспределенной прибыли. Затраты по облигациям начали признаваться через прибыли и убытки с начала 2024 года. Финансирование осуществляется для проекта «Реконструкция и расширение магистрального водовода «Астрахань-Мангышлак» 1 очередь».

Рефинансирование займов: 10 июня 2024 года Магистральным Водоводом заключен кредитный договор с Евразийским Банком Развития на сумму Т21 млрд с плавающей процентной ставкой и льготным периодом в 30 месяцев. Цель кредита – рефинансирование задолженности.

При построении модели мы учли поступившее финансирование и предполагаем, что компания погасит его в соответствии оглашенными сроками.

Чистая прибыль компании составила Т41.6 млрд, что на 26.6% выше показателя прошлого года. В результате чистая маржа выросла с 11.3% до 13.3%.

С учетом планового увеличения добычи нефти в Казахстане мы ожидаем дальнейший рост операционной и чистой маржинальности в прогнозном периоде.

**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 Т132 до Т26 в значительной степени снизило доверие инвесторов. В результате котировки компании ушли в крутое пике и сейчас продолжают процесс восстановления, торгуясь выше Т800 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 Т25.0 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 Т65 до Т86.8. Таким образом, дивидендная доходность к текущей стоимости акции КазТрансОйла, может превысить 10%. По нашему мнению, в абсолютном выражении компания может направить на выплаты дивидендов Т31.6 млрд.

Среди ключевых триггеров роста акций КазТрансОйл мы отмечаем:

- ✓ растущий объем добычи нефти в Республике Казахстан;
- ✓ увеличение доли нефти, транспортируемой на экспорт;
- ✓ установление более высоких тарифов на оказываемые услуги;
- ✓ рекомендация СД об увеличении дивидендных выплат.

Среди рисков, которые могут негативно повлиять на динамику котировок акций КазТрансОйл, мы выделяем рост доли транспортировки нефти, перенаправленной на внутренний рынок, а также политические риски, связанные с временными осложнениями в транспортировке нефти по Каспийскому трубопроводному консорциуму.

**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. 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 пересмотрели параметры расчета стоимости акционерного капитала (CAPM) и средневзвешенной стоимости капитала (WACC).** Снижение бездолговой беты, согласно данным Bloomberg, а также сокращение риск-премии по акциям Казахстана, рассчитанной Damodaran, способствовало уменьшению ставки дисконтирования. Однако данный эффект был частично нивелирован ростом доходности 10-летних облигаций Министерства финансов РК, выступающей в качестве безрисковой ставки.

В результате показатель CAPM снизился с 17.7% до 17.45%, что привело к уменьшению WACC с 16.3% до 16.1%. Кроме того, прогнозный курс доллара к тенге был пересмотрен и повышен с 470 до 500 единиц.

**По нашей оценке, справедливая стоимость долевых финансовых инструментов КазТрансОйл составляет 994 тенге за акцию. Мы рекомендуем «Покупать» акции КазТрансОйл с ожидаемым потенциалом роста 22.9%.**

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

₹ млн	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Выручка	238 176	255 627	290 386	311 900	7.3%	13.6%	7.4%
Себестоимость	-121 045	-165 997	-177 651	-197 642	37.1%	7.0%	11.3%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>117 131</b>	<b>89 630</b>	<b>112 735</b>	<b>114 259</b>	<b>-23.5%</b>	<b>25.8%</b>	<b>1.4%</b>
Валовая маржинальность	49.2%	35.1%	38.8%	36.6%			
Амортизация	-53 658	-54 874	-72 796	-66 952	2.3%	32.7%	-8.0%
Общие и админ. расходы	-14 093	-15 103	-15 705	-16 104	7.2%	4.0%	2.5%
Прочие операционные доходы	3 095	2 028	2 128	5 320	-34.5%	5.0%	149.9%
Прочие операционные расходы	-1 263	-13 923	-7 241	-1 263	1002.7%	-48.0%	-82.6%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>51 213</b>	<b>7 758</b>	<b>19 122</b>	<b>35 260</b>	<b>-84.9%</b>	<b>146.5%</b>	<b>84.4%</b>
Операционная маржинальность	21.5%	3.0%	6.6%	11.3%			
Доходы от курсовой разницы, нетто	-88	1 945	643	920	-2300.4%	-66.9%	43.2%
Финансовые доходы	3 201	4 029	10 262	12 002	25.8%	154.7%	17.0%
Финансовые расходы	-4 116	-4 779	-7 011	-18 329	16.1%	46.7%	161.4%
Доли прибыли от совместно контролируемых предприятий	12 788	15 974	16 873	19 412	24.9%	5.6%	15.0%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>62 998</b>	<b>24 926</b>	<b>39 890</b>	<b>49 265</b>	<b>-60.4%</b>	<b>60.0%</b>	<b>23.5%</b>
Расход по подоходному налогу	-12 391	-5 124	-7 044	-7 687	-58.6%	37.5%	9.1%
<b>Прибыль за период</b>	<b>50 607</b>	<b>19 802</b>	<b>32 846</b>	<b>41 578</b>	<b>-60.9%</b>	<b>65.9%</b>	<b>26.6%</b>
Маржинальность прибыли	21.2%	7.7%	11.3%	13.3%			
<b>Прибыль на акцию, тенге на акцию</b>	<b>132</b>	<b>51</b>	<b>85</b>	<b>108</b>	<b>-61.4%</b>	<b>66.7%</b>	<b>27.1%</b>

Источник: данные компании

**Таблица 2. Отчет о финансовом положении**

₹ млн	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Итого Активы	983 163	1 235 418	1 358 382	1 380 081	25.7%	10.0%	1.6%
Итого Обязательства	246 055	322 965	401 512	387 150	31.3%	24.3%	-3.6%
Итого Капитал	737 108	912 453	956 870	992 931	23.8%	4.9%	3.8%

Источник: данные компании

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

₹ млн	2021	2022	2023	2024	2021-2022 % изм. г/г	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Операционная дея-ть	86 977	73 513	87 839	90 771	-15.5%	19.5%	3.3%
Инвестиционная дея-ть	-45 969	-47 288	-160 028	-69 457	2.9%	238.4%	-56.6%
Финансовая дея-ть	-52 802	17 011	64 418	-27 500	-132.2%	278.7%	-142.7%

Источник: данные компании

**Приложение 1. Расчет справедливой стоимости (FCFF)**

₹ млн	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	311 900	363 115	415 179	470 883	472 119	484 506	497 302
ЕБИТ	35 259	57 856	86 787	122 125	101 130	89 022	74 767
ЕБИТДА	102 212	133 125	162 554	199 074	179 199	168 298	155 338
FCFF	19 933	64 763	60 825	82 680	69 218	58 991	47 990
WACC	16.1%						
<b>Свободные денежные потоки (PV)</b>	<b>19 933</b>	<b>64 763</b>	<b>52 408</b>	<b>61 380</b>	<b>44 275</b>	<b>32 512</b>	<b>22 788</b>
Сумма денежных потоков (PV)	278 125						
Терминальная стоимость (PV)	348 116						
Долгосрочные темпы роста (%)	2.0%						
12М целевая цена (₹/акция)	994						
Текущая цена (₹/акция)	808						
Потенциал роста/(снижения)	22.9%						
Рекомендация	<b>Покупать</b>						
					Cost of Equity		17.4%
					Cost of Debt		12.0%
					Доля собственного капитала		0.75
					Доля заемного финансирования		0.25
					Beta		0.64

Источник: данные компании; расчеты Halyk Finance

**Приложение 2. Таблица чувствительности стоимости**

WACC	Долгосрочный рост				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
14.1%	1 090	1 112	1 137	1 163	1 192
15.1%	1 022	1 040	1 060	1 082	1 105
16.1%	962	978	994	1 012	1 032
17.1%	909	923	937	952	968
18.1%	863	874	886	899	913

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](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