

## Welcome To The World Of STOCKS!

Актанов Амир

30.12.2025

a.aktanov@halykfinance.kz



### Обзор компании КазТрансОйл (KZTO)

Сектор	Энергетики
Отрасль	Транспортировка нефти
Торговая площадка	KASE, AIX
ISIN	KZ1C00000744
Валюта отчетности	Тенге
Текущая цена, тенге	945,4
Капитализация, млрд тенге	363,6
Ср. ежед. объем торгов (3M), млн	27,0
Бета акции, x	0,5
Макс. цена за 52 недели, тенге	983
Мин. цена за 52 недели, тенге	770
Дата след. отчетности (примерно)	13.03.2026
Кред. рейтинги за посл. 12 месяцев	Fitch: BBB (Стаб.) S&P: BBB- (Стаб.)

### Мультиплекторы KazTransOil (KZTO) за последние 12 месяцев

P/E, x	7,4
P/B, x	0,4
P/S, x	1,1
Маржинальность EBITDA, %	33,7%
Маржинальность EBIT, %	14,2%
Маржинальность чистой прибыли, %	15,4%
Дивидендная доходность, %	9,1%
ROAE, %	5,0%
ROAA, %	3,6%

Мы в телеграмме <https://t.me/halykfinance>

Наш корпсайт <https://halykfinance.kz/research/?lang=ru>

## Неожиданный пересмотр тарифов на перекачку нефти на внутренний рынок

Спустя почти месяц после объявления новой тарифной сметы, утверждённой Комитетом по регулированию естественных монополий (КРЕМ) на 2026–2030 гг, ещё не вступившие в силу тарифы были пересмотрены в сторону снижения. В результате с 1 января 2026 года тариф на перекачку нефти на внутренний рынок снизился на 26,8% с 6 777,76 тенге до 4 963,25 тенге за тонну на 1 000 км без учёта НДС, что немногим выше ныне действующего тарифа в 4 915,21 тенге за тонну на 1 000 км без учёта НДС, который вступил в силу с 23 октября 2025 года.



На фоне публикации умеренно положительных финансовых результатов за январь–сентябрь 2025 года, повышения тарифов и кредитного рейтинга агентством S&P Global Ratings, котировки КТО за месяц выросли почти на 18%. Очередной пересмотр тарифов в сторону снижения, вероятно, окажет негативное воздействие на генерацию доходов компании в будущем.

**Очередной пересмотр тарифа.** КазТрансОйл является субъектом естественных монополий и тарифы компаний на внутреннем рынке регулируются КРЕМ (Комитет по регулированию естественных монополий). В августе текущего года компания обращалась в комитет с тарифной заявкой на увеличение стоимости тарифа на перекачку нефти на внутреннем рынке.

Запрос на утверждение тарифной сметы на последующие годы предполагал удвоение действующего тарифа на транспортировку нефти на внутреннем рынке, установленного на период с 1 декабря 2024 года по 22 октября 2025 года в размере 4 461,8 тенге за тонну на 1 000 км без учёта НДС и 4 915,2 тенге за тонну на 1 000 км без учёта НДС в период с 23 октября по 31 декабря 2025 года.

1 декабря умеренно позитивную реакцию среди инвесторов вызвала новость об утверждении новых тарифов на транспортировку нефти на внутреннем рынке, что в последующие годы, особенно в 2026 году, могло оказать поддержку доходам КТО. С 1 января 2026 года тариф на перекачку нефти должен был составить 6 777,76 тенге за тонну на 1 000 км без учёта НДС, что почти на 38% выше действующего уровня.



**Влияние пересмотра тарифов на доходы КТО.** По нашим оценкам доходы от транспортировки нефти на внутренний рынок занимают более трети от всего объема доходов от транспортировки нефти КТО и составляют порядка четверти от всей выручки компании.

Таким образом, более низкий уровень тарифов на 2026 год по сравнению с ранее прогнозировавшимся вероятно окажет негативное влияние на генерацию доходов КТО. Согласно нашим расчётам, компания от этой статьи доходов недополучит порядка 29 млрд тенге, что составляет более 9% от общего объема выручки за 2024 год. Мы пересмотрели выручку компании на 2026 год в сторону снижения — до 391 млрд тенге по сравнению с предыдущей оценкой в 421 млрд тенге.

**Что будем в будущем?** В нашей модели оценки мы сохраняем прогнозный уровень тарифов, утвержденный на 2027–2030 гг, однако видим риски того, что декабрьский прецедент в отношении пересмотра тарифов может также затронуть и уровни тарифов в последующие годы. В совокупности эти факторы могут поставить под сомнение инвестиционную привлекательность долевых инструментов КТО.

**Обновление справедливой стоимости акции.** Пересмотр уровня тарифов на перекачку нефти на внутренний рынок на 2026 год ожидаемо негативно повлиял на оценку компании. С учётом роста котировок акций КТО после выхода последнего обзора, а также естественного снижения справедливой целевой цены, мы пересматриваем рекомендацию по акциям КТО с «покупать» до «держать». 12M целевая цена была снижена с 1 062 до 1 012 тенге за акцию, что предполагает потенциал роста на уровне 7% от текущих цен.

Отчет о прибылях и убытках	3кв 24	3кв 25	9м 24	9м 25	9м25/9м24
Выручка	79 051	91 002	230 061	254 150	10,5%
Себестоимость	-64 124	-69 882	-192 213	-204 790	6,5%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>14 927</b>	<b>21 120</b>	<b>37 848</b>	<b>49 360</b>	<b>30,4%</b>
Общие и админ. расходы	-3 645	-4 051	-11 589	-12 203	5,3%
Прочие опер. Расходы	-140	-197	-354	-991	180,3%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>11 142</b>	<b>16 871</b>	<b>25 905</b>	<b>36 166</b>	<b>39,6%</b>
Прочие операционные доходы	-533	257	1 779	1 975	11,0%
Обесценение ОС и НМА	0	0	0	0	
Доход от курсовой разницы	-52	758	148	274	85,9%
Финансовые доходы	2 654	3 733	8 650	10 343	19,6%
Финансовые затраты	-4 098	-5 275	-13 308	-15 545	16,8%
Доля в прибыли СП	5 067	4 988	13 856	13 448	-2,9%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>14 179</b>	<b>21 332</b>	<b>37 030</b>	<b>46 662</b>	<b>26,0%</b>
Налоги	-2 049	-3 756	-5 377	-7 507	39,6%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12 131</b>	<b>17 575</b>	<b>31 654</b>	<b>39 155</b>	<b>23,7%</b>

Маржинальность	3кв 24	3кв 25	9м 24	9м 25
Операционная маржа	14,1%	18,5%	11,3%	14,2%
Чистая маржа	15,3%	19,3%	13,8%	15,4%
Маржа EBITDA	34,7%	37,2%	32,8%	33,7%

Отчет о движении ден. ср.	3кв 24	3кв 25	9м 24	9м 25	9м25/9м24
Операционный денежный поток	23 228	39 057	64 743	80 101	23,7%
Инвестиционный поток, втч:	-29 990	-18 000	-29 256	-831	-97,2%
- Капитальные затраты	-18 139	-12 186	-36 975	-38 395	3,8%
<b>Финансовый поток</b>	<b>-657</b>	<b>-679</b>	<b>-26 956</b>	<b>-38 118</b>	<b>41,4%</b>

Таблица 1. Оценка справедливой стоимости акции КазТрансОйл

млн ₸	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
EBIT	-2 586	47 353	55 389	71 317	87 942
Амортизация	69 943	69 211	68 873	68 453	67 969
<b>EBITDA</b>	<b>67 357</b>	<b>116 564</b>	<b>124 261</b>	<b>139 770</b>	<b>155 911</b>
-Расходы по подоходному налогу	4 125	14 895	16 774	20 301	23 964
-Капитальные расходы	-58 688	-64 003	-62 421	-61 020	-64 434
-Изменение в оборотном капитале	-1 687	1 061	-2 404	-1 272	-1 022
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>6 231</b>	<b>36 605</b>	<b>47 470</b>	<b>59 722</b>	<b>68 535</b>
<b>WACC</b>	<b>17,6%</b>				
<b>Дисконтированные денежные потоки</b>	<b>5 299</b>	<b>26 207</b>	<b>28 899</b>	<b>30 916</b>	<b>30 169</b>
<b>Потоки в стадии роста (PV)</b>	<b>121 489</b>				
Терминальная стоимость	524 059				
<b>Терминальная стоимость (PV)</b>	<b>230 688</b>				
<b>Стоимость Компании</b>	<b>352 178</b>				
Чистый долг	-37 093				
Миноритарный интерес	0				
<b>Акционерная стоимость Компании</b>	<b>389 271</b>				
Кол-во акций в обращении (млн)	385				
<b>Справедливая стоимость, ₸/акция</b>	<b>1 012</b>				
Текущая цена, ₸/акция	945				
Потенциал роста/(снижения)	7%				
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>				

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

**Приложение 1. Основные показатели, коэффициенты, мультиплекторы  
КазТрансОйл, млн тенге**

	2021	2022	2023	2024	9M2025
<b>Маржинальность и рентабельность</b>					
Маржа валовой прибыли	27.3%	14.2%	14.3%	15.6%	19.4%
Маржа EBIT	20.3%	7.3%	7.5%	9.7%	14.2%
Маржа EBITDA	42.9%	28.8%	32.5%	31.2%	33.7%
Маржа чистой прибыли	21.2%	7.7%	11.3%	13.3%	15.4%
ROAE	7.3%	2.4%	3.5%	4.3%	5.0%
ROAA	5.5%	1.8%	2.5%	3.0%	3.6%
<b>Изменение основных фундаментальных показателей</b>					
Выручка	1.3%	7.3%	13.6%	7.4%	10.5%
Операционная прибыль	-6.8%	-61.5%	16.5%	39.5%	39.6%
EBITDA	-4.4%	-28.0%	28.6%	2.9%	13.2%
чистая прибыль	-9.6%	-60.9%	65.9%	26.6%	23.7%
<b>Показатели ликвидности и платежеспособности</b>					
Коэффициент текущей ликвидности	1.0	1.3	1.2	1.2	1.6
Коэффициент денежной ликвидности	0.6	0.9	0.7	0.6	1.0
Обязательства/Собственный Капитал	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Обязательства/Активы	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	2021	2022	2023	2024	TTM
<b>Показатели долговой нагрузки</b>					
Долг	0	29 761	48 510	61 424	103 258
Долг/EBITDA	-	0.4	0.5	0.6	1.0
Чистый долг/EBITDA	-0.5	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3
Коэффициент покрытия процентов*	11.8	3.9	3.1	1.7	2.3
<b>Показатели активности</b>					
Оборачиваемость запасов, дней	17.3	14.1	13.0	11.8	12.9
Собираемость дебиторской задолженности, дней	8.7	11.1	10.6	10.2	11.5
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	45	33	40	44	18
Операционный цикл, дней	26	25	24	22	24
Финансовый цикл, дней	-19	-7	-16	-22	6
Оборачиваемость активов	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Основные рыночные мультиплекторы</b>					
P/E	7.5	13.8	10.1	7.5	7.4
P/B	0.5	0.3	0.4	0.3	0.4
P/S	1.6	1.1	1.1	1.0	1.1
EV/EBITDA	3.2	3.0	3.0	2.8	3.0
EV/Sales	1.4	0.9	1.0	0.9	1.0

Источник: Расчеты Halyk Finance, мультиплекторы рассчитаны исходя из цены акции на дату выхода отчетности



АО «Halyk Finance», дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны АО «Halyk Finance» купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содергаться 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 цennыми 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. 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 цennыми 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