

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

«ҚазМұнайГаз» АҚ

Өсу потенциалы: **22%**
Мақсатты баға: **17 900 KZT**
Ағымдағы баға: **14 650 KZT**

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау | DCF

Қазақстан | Мұнай және газ

флэшнот/апдейт

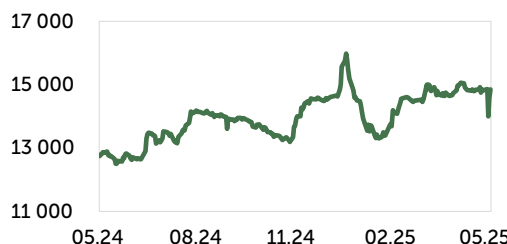
ҚазМұнайГаз: 2025 жылдың 1-тоқсанының қорытындылары



Қаржылық ақпарат, млрд KZT	3М '25
Түсім	2 241
Бірл. компаниялардың кірістеріндегі үлесі	186
Таза пайда	197
Еркін ақша ағымы	283

Коэффициенттер мен маржиналдылық, %	
P/E, (x)	9,0x
EV/EBITDA, (x)	4,6x
P/B, (x)	0,8x
ROA, (%)	5,2%
ROE, (%)	8,3%
EBITDA маржасы, (%)	24%

Нарықтық параметрлер	
Капитализация (млрд KZT)	8 938
Шығарылған акциялар (млн дана)	610
Еркін айналымдағы үлесі (%)	3%
52 апталық мин/макс (KZT)	11 490-16 000
Ағымдағы баға (KZT)	14 650
Мақсатты баға (KZT)	17 900
Өсу потенциалы (%)	22%
Инвестициялық көкжиек	6-12 мес.
Бағаны жаңарту жиілігі	ежеквартальн
Акциялар динамикасы биржа/тикер	KASE/КМГЗ



Өнімділік (%)	3- ай	6- ай	12- ай
Абсолюттік	4%	3%	14%
vs KASE	5%	2%	3%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестициялық аналитик
(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@affin.kz

ҚазМұнайГаз 2025 жылдың бірінші тоқсанының қаржылық есебін жариялады. Жалпы алғанда, компанияның қаржылық көрсеткіштерін бейтарап деп бағалауға болады. Түсім аздап өскенімен, долларлық есепте жылдық төмендеу байқалды. Таза пайда да айтарлықтай қысқарды. Алайда бірлескен компаниялардың үлесінің арқасында түзетілген EBITDA мен еркін ақша ағымы едәуір өсім көрсетті. Соның нәтижесінде таза қарыздың EBITDA-ға қатынасы көпжылдық минимумдарға дейін төмендеуді жалғастырды. Бағалау моделінде біз мұнай бағасына қатысты алдағы жылдарға арналған болжамды төмендеу бағытына өзгерттік. Дегенмен, осыған байланысты мұнайға қатысты шығындар, соның ішінде салықтар, сондай-ақ болжамды әкімшілік шығыстар да қысқарды. Сонымен қатар, бірінші тоқсанда салыстырмалы түрде төмен деңгейде болған капшығындарға қатысты болжамды сәл жақсарттық. Нәтижесінде, ҚазМұнайГаз акциясына жаңартылған мақсатты баға 17 900 теңге болып белгіленді, бұл ағымдағы нарықтық бағадан 22% өсу әлеуетін білдіреді. Ұсыным — «Сатып алу».

(=) **Түсімнің шамалы өсімі.** 2025 жылдың бірінші тоқсанында ҚазМұнайГаз түсімі 2,2 трлн теңгені құрады, бұл 2024 жылмен салыстырғанда +0,6% және алдыңғы тоқсанмен салыстырғанда +13%.

Шикі мұнайдан түскен түсім жылдық есепте 11%-ға азайды, бірақ бұл төмендеуді мұнай өнімдерін сатудан түскен кірістің 23%-ға ж/ж өсуі өтеді. Бұл өсім Петромидия зауытының мұнай өңдеу көлемін 42%-ға ж/ж арттыруының нәтижесі болды.

Түсімнің тоқсандық өсімі негізінен шикі мұнай сатылымының 26%-ға көбеюімен байланысты. Бұған Қашаған кен орнында мұнай өндіру көлемінің 31%-ға т/т артуы және мұнайдың орташа тоқсандық бағасының 1,6%-ға т/т өсуі ықпал етті.

Орташа доллар бағамы тоқсанда 2,1%-ға және жылдық есепте 12%-ға өсті, бұл мұнайдың теңгедегі орташа бағасын 3,3%-ға арттырды.

Бірлескен компаниялардың кірістегі үлесі Кіріс үлесі тоқсандық есепте 50%-ға, ал жылдық есепте 20%-ға өсті. Бұған ҚКК және ММГ компанияларының таза пайдасының айтарлықтай артуы әсер етті.

ТШО-ның таза пайдасы жылдық есепте 3,9%-ға өсті, бірақ тоқсандық есепте 15%-ға төмендеді. Бұл жағдайға қарамастан, мұнай өндіру жылдық есепте 25%-ға және тоқсандық есепте 48%-ға артты. ТШО кеңейту жобасының алғашқы нәтижелері байқала бастады және өндіріс көлемі жыл бойы өсуі ықтимал.

Осылайша, ҚМГ-ның өзге кірістерді қоса алғандағы жиынтық түсімі 2,5 трлн теңгені құрады (-1% ж/ж және +14% т/т).

(=) Таза пайданың төмендеуі, бірақ ақша пайдасы мен еркін ақша ағымының айтарлықтай өсуі

Операциялық таза шығындар 2025 ж. 1-тоқсанында +4,7% ж/ж және +18% т/т өсті. Бұл динамиканың негізгі бөлігі валюталық айырмашылықтан түскен кірістің өзгеруіне байланысты. Валюталық әсерді есептемегенде шығындар тек +6,9% т/т және +2,6% ж/ж өсті. Негізгі себептер: өндірістік шығындардың, салықтардың, тозу және амортизацияның көбеюі. Сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құны -4% т/т төмендеді (нарықтық бағаның құлдырауына байланысты). Өндірістік шығындар +10% ж/ж өсті. Операциялық пайда — 285 млрд теңге (-6,5% т/т, -30% ж/ж). Түзетілген EBITDA — 553 млрд теңге (+23% ж/ж, +57% т/т). EBITDA маржасы — 23% (2024 ж. 4-тоқсанда 17%, 2024 ж. 1-тоқсанда 20%). EBITDA өсіміне негізінен бірлескен компаниялардан жоғары дивидендтер және амортизация әсер етті. Таза пайда (ҚМГ акционерлеріне) — 197 млрд теңге (-13% т/т, -35% ж/ж), немесе акцияға шаққанда 322 теңге. Еркін ақша ағымы — 283 млрд теңге (+96% ж/ж, +52% т/т), негізінен бірлескен кәсіпорындардан түскен дивидендтер есебінен. Таза қарыз -14% т/т және -38% ж/ж төмендеді. Таза қарыз/EBITDA коэффициенті 0,64-тен 0,52x дейін қысқарды — бұл соңғы онжылдықтағы ең төменгі көрсеткіш.

Біздің пікір және бағалау моделіндегі өзгерістер.

ҚМГ қаржылық есебін мұнай бағасының стагнациясы аясында бейтарап деп бағалаймыз. Жылдық түсім шамалы ғана өсті, ал теңгенің құнсыздануын есептемегенде нәтиже теріс болар еді. Алайда, түзетілген EBITDA мен оның маржасының, сондай-ақ еркін ақша ағымының айтарлықтай өсімін атап өткен жөн (негізінен бірлескен кәсіпорындардан түскен дивидендтердің арқасында). Таза қарыз/EBITDA қатынасы одан әрі төмендеуде. Негізгі түзетулер модельде. Brent бағасының \$70-тан төмендеуі салдарынан қысқа мерзімді болжамдар нашарлады (-9%). Ұзақ мерзімді болжамдар (\$68–73) өзгеріссіз қалды. Бұл болжам түсімді аздап төмендетті, бірақ бір мезгілде кейбір шығыстардың қысқаруын болжадық: салықтар (мұнай бағасына тәуелді), әкімшілік шығыстар (1-тоқсанда салыстырмалы түрде төмен болды). Таза қарыз дивидендтік төлемдерді ескере отырып түзетілді. Капиталдық шығындар болжамы төмендетілді. WACC төмендетілді (мемлекеттік облигациялар кірістілігінің төмендеуі аясында). Қорытынды: Бұл өзгерістердің нәтижесінде ҚазМұнайГаз акциясының мақсатты бағасы 17 900 теңге болып белгіленді. Бұл ағымдағы нарықтық бағадан +22% өсу әлеуетін білдіреді. Ұсыным — «Сатып алу».

Анықтамалық ақпарат

Иллюстрация 1. Негізгі өзгерістер бағалау моделінің соңғы нұсқасында

Өзгерістер	Бағалау күні		Өзгеріс, %	Түсіндірме
	31.03.2025	04.06.2025		
Brent мұнайының орташа болжамды бағасы, 2025–2029, \$/баррель	80	72,8	-9%	Мұнайдың нарықтық бағасының төмендеуі және модельде оны инвестбанк консенсус-болжамдарына сәйкестендіру.
Салықтар (табыс салығын қоспағанда), 2026, млрд теңге	517	428	-13%	Мұнай бағасының төмендеуі, соның салдарынан салық мөлшерлемелерінің азаюы.
Әкімшілік шығыстар, 2026, млрд теңге	317	221	-30%	1-тоқсанда түсімге қатысты шығындардың салыстырмалы түрде азаюы және мұнай бағасының төмендеуіне байланысты жалпы түсімнің төмендеуі.

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен мақсатты бағалары (B – «сатып алу», H – «ұстап тұру», S – «сату»)

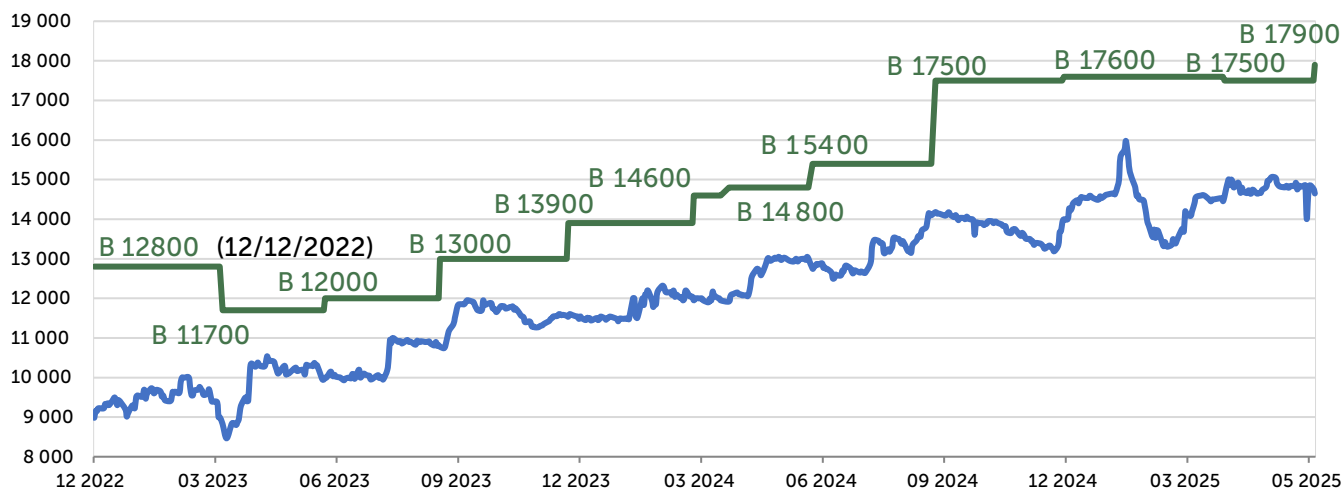


Иллюстрация 3. Freedom Broker есебі бойынша бағалық мультипликаторлар P/E және EV/EBITDA

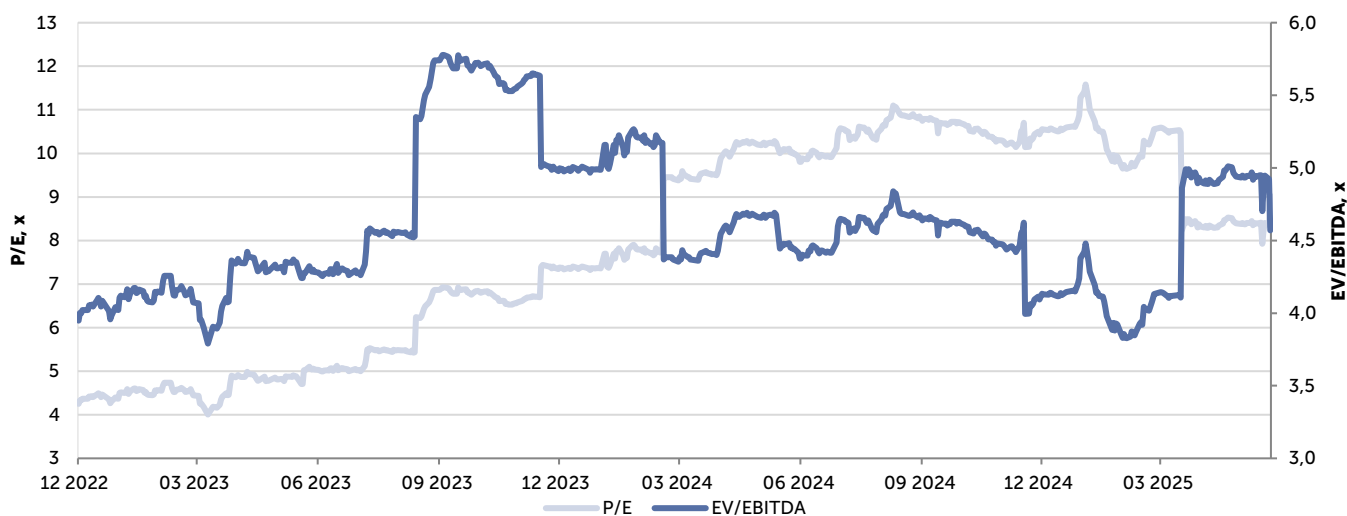


Иллюстрация 4. Freedom Broker ағымдағы бағаларының пайыздық арақатынасы (KASE индексі акциялары бойынша)

Ұсыныс	Саны	Үлес (%)
Buy	7	70%
Hold	2	20%
Sell	1	10%

Лицензия: <https://ffin.global/licence/>

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі – Компания) бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтерді Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) аумағында жүзеге асырады. АХҚО-ның қолданыстағы заңнамасының талаптары, шарттары, шектеулері және/немесе нұсқауларын сақтай отырып, Компания Лицензия No. AFSA-A-LA-2020-0019 негізінде келесі реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: инвестициялар бойынша принципал ретінде мәмілелер; инвестициялар бойынша агент ретінде мәмілелер; инвестицияларды басқару; инвестициялар бойынша кеңес беру; инвестициялар бойынша мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне арналған және әртүрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау жөнінде жеке инвестициялық ұсыным болып табылмайды, сондай-ақ оларды сатып алуға немесе сатуға шақыру немесе ұсыныс емес. Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу нысанына (бұдан әрі – Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие және Компанияның қолданыстағы және әлеуетті бөлшек клиенттеріне арналған. Құжаттағы ақпарат ашық көздерден алынған және автор(лар) оны сенімді деп санайды, алайда автор(лар) оның дәлдігі мен толықтығына қатысты ешқандай кепілдік немесе мәлімдеме, тікелей де, жанама да, бермейді. Бұл ақпаратты қандай да бір жеке немесе заңды тұлға инвестициялық шешім қабылдау үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсынымды білдірмейді және ешқандай бағалы қағазды сатып алуға немесе сатуға ұсыныс немесе шақыру болып табылмайды. Бағалы қағаздарға және өзге де қаржы құралдарына иелік ету әрқашан тәуекелдермен байланысты: олардың құны өсуі де, төмендеуі де мүмкін. Бұрынғы инвестициялық нәтижелер болашақтағы кірістерге кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, Компания болашақта инвестициялардан табысқа кепілдік бермейді және ықтимал инвестициялардың сенімділігі мен табыстылығының тұрақтылығына кепіл бола алмайды.

Ақпаратты ашу

- Осы есептің автор(ы) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің бағалы қағаздарында қаржылық мүддеге ие емес
- Осы есептің автор(ы) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін кез келген мүдделер қақтығысының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің автор(ы) немесе оның отбасы мүшесі жеке портфелінде Эмитенттің бағалы қағаздарының жеткілікті санына ие емес, сондықтан оларды сату кезінде котировкаларға айтарлықтай ықпал ете алмайды
- Автор(лар)дың бағыныштылығы мен олардың сыйақы төлеу тәртібі мүдделер қақтығысына әкелмейді
- Компания және оған қатысты тұлға Эмитенттің шығарылған жалпы акционерлік капиталының 1% немесе одан астамына иелік етпейді
- Компания және оған қатысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитент Компанияның капиталына айтарлықтай үлестік қатысуға ие емес
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер болуы мүмкін. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында келесі сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy (Сатып алу). Рейтинг берілген сәтте алдағы 6–12 ай ішінде бағасы 20 пайыздан артық өседі деп күтілетін акция
- Hold (Ұстап тұру). Рейтинг берілген сәтте алдағы 6–12 ай ішінде бағасы минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейінгі аралықта өзгереді деп күтілетін акция
- Sell (Сату). Рейтинг берілген сәтте алдағы 6–12 ай ішінде бағасы 10 пайыздан артық төмендейді деп күтілетін акция