

ҰСЫНЫМ

Вуу**«ҚазМұнайГаз» АҚ
(KMGZ)**Өсу әлеуеті: **32%**Нысаналы бағасы: **41 700 KZT**Ағымдағы бағасы: **31 513 KZT****АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ
DCF****Қазақстан** | Мұнай және газ

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

ҚазМұнайГаз: 2025 жылғы 4-тоқсанның қорытындысы

Қаржылық ақпарат, млрд KZT, '25

Түсім	9 371
Бірлескен компаниялардың кірісіндегі үлес	781
Таза пайда	1 040
Еркін ақша ағыны	1 233

Коэффициенттер және маржалық, '25

P/E, (x)	18,5x
EV/EBITDA, (x)	8,5x
P/B, (x)	1,5x
ROA, (%)	5,6%
ROE, (%)	10,3%
EBITDA маржа, (%)	23%

Нарықтық параметрлер

Нарықтағы құны (млрд KZT)	19 227
Шығарылған акциялар (млн дана)	610
Еркін айналыс (%)	3%
52-апта мин/макс (KZT)	13 800-35 920
Ағымдағы бағасы (KZT)	31 513
Нысаналы бағасы (KZT)	41 700
Өсу әлеуеті (%)	32%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланатын жиілігі	Тоқсан сайын

Акциялар серпіні | биржа/тикер KASE/KMGZ



Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

ҚазМұнайГаз ҰК АҚ 2025 жылғы төртінші тоқсанның қаржылық есептілігін жариялады. Есепті бейтарап деп бағалаймыз: жыл соңында теңгенің нығаюы бағамдық айырмадан шығынға алып келді, бұл тоқсандық таза пайданы 65%-ға күрт төмендетті. Валюталық қайта бағалауды есепке алмағанда, жағдай бірқалыпты болып көрінеді, EBITDA маржасы алдыңғы тоқсандар деңгейінде қалды. Сондай-ақ, жылдар бойы борыш жүктемесінің рекордтық төмен деңгейге дейін төмендегенін атап өтеміз. Бағалау үлгісінде біз бағаға дисконттың төмендеуімен алдағы үш жылға арналған мұнай бағасының болжамын күрт арттырдық, сондай-ақ 2025 жылғы нәтижелер бойынша ТШО және КҚК бағалау үлгілерін жақсарттық. Екінші жағынан, доллардың болжамды айырбас бағамы төмендеді. Нәтижесінде ҚазМұнайГаздың бір акциясының жаңартылған нысаналы бағасы 41 700 теңгені құрады, бұл ағымдағы нарықтық бағадан 32%-ға өсу әлеуетін береді. «Сатып алуға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. Үшінші буын зауыты іске қосылғаннан кейін ТШО-ның жобалық қуаттылыққа шығуын жалғастыру басты катализатор болып табылады. ҚМГ үлесіне ТШО-да өндіру төртінші тоқсанда 35%-ға өсті, ал ТШО пайдасындағы үлес 122 млрд теңгені (ж/ж 14%-дан жоғары) құрады. Сондай-ақ, теңіз мұнайын тасымалдау көлемінің ұлғаюына байланысты 2025 жылғы қорытынды бойынша КҚК-дан түсетін кірістің 124%-ға күрт өскенін атап өтеміз. Рекордтық төмен борыштық жүктеме және 3 трлн теңгеден астам қаржылай қауіпсіздік акционерлерге дивидендтерді ұлғайту үшін мүмкіндік жасайды. Тағы бір айқын фактор - мұнайдың ағымдағы көтерілген бағасы. Екінші жағынан, егер қазіргі геосаяси фактор уақытша болып шықса және күтпеген жерден трейдерлер үшін маңыздылығын жоғалтса, мұнай бағасы күрт төмендеуі мүмкін. Дегенмен, бағалау үлгісінің осы нұсқасында біз бағалар биыл көтеріледі деп санаймыз. Теңгенің нығаюы әрі қарай теріс әсер етіп, мұнай сатудан түсетін болжамды теңгелік кірісті азайтады. Тағы бір маңызды қауіп - Украинадағы әскери қақтығыстың КТК-ға теріс әсері.

Түсім: доллар мен мұнай өнімдерінің бағамы бойынша өсу.

Тоқсандық түсім 2,3 трлн теңгені құрады (ж/ж 17%-дан жоғары, т/т 10%-дан аз). Жылдық өсу теңгенің долларға шаққандағы орташа бағамының ж/ж 5%-ға әлсіреуіне байланысты, бұл долларлық мұнай бағамдарының төмендеуін ішінара өтеді. Шикі мұнайды сатудан түскен кіріс ж/ж 1,1 трлн теңгеге дейін 8,3%-ға, румыниялық МӨЗ қайта өңдеу көлемінің ұлғаюы аясында (ж/ж 8%-дан жоғары) мұнай өнімдері 979 млрд теңгеге дейін ж/ж 30%-ға өсті. Т/т түсімінің 10%-ға төмендеуі мұнайдың орташа теңгелік бағасының 9,7%-ға төмендеуімен байланысты. Операциялық активтер бойынша мұнай өндіру 3 626 мың тонна (ж/ж 1%-дан аз) деңгейінде тұрақты болып қалды, ал мега жобалар бойынша ТШО кеңейту жобасын іске қосу есебінен ж/ж 28%-ға өскені

байқалады. Екінші жағынан, қазан айында ТШО-да жоспарлы жөндеу жұмыстары мега жобалар бойынша мұнай өндірудің тоқсандық 6,4%-ға төмендеуіне әкелді. Бірлескен кәсіпорындар мен қауымдасқан компаниялардың пайдадағы үлесі КҚК, ТШО және Valsera Holdings есебінен ж/ж 78% және т/т 4%-ға 220 млрд теңгеге дейін өсті. Өңдеу 5 211 мың тоннаны құрады (ж/ж 3,5%-дан жоғары, т/т 3,4%-дан аз), мұнай тасымалдау 18 385 мың тоннаға жетті (ж/ж 4,9%-дан жоғары, т/т 0,9%-дан жоғары). ҚМГ-ның басқа да кіріспен жалпы түсімі 2,6 трлн теңгені құрады (ж/ж 21%-дан жоғары, т/т 7,2%-дан аз).

Маржа: бағамдық шығындар пайда әкелді, бірақ маржа тұрақты.

Таза операциялық шығыс ж/ж 31%-ға өсті. Сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құнында (ж/ж 15%-дан жоғары), өндірістік шығыста (ж/ж 16%-дан жоғары, оның ішінде жалақының ж/ж 11%-ға және электр энергиясының ж/ж 21%-ға өсуі) және амортизацияда (ж/ж 28%-дан жоғары) өсу байқалады. Тасымалдау шығысы 30%-ға өсті. Түзетілген EBITDA 334 млрд теңгені құрады (ж/ж 5%-дан аз, т/т 55%-дан аз), ал EBITDA бірлескен компаниялардағы үлесті ескере отырып, маржа үшінші тоқсандағы 23,9%-дан 23,4%-ға дейін аздап төмендеді. Таза пайдаға басты соққы бағамдық айырма болды: шығын мөлшері бір жыл бұрынғы 129 млрд теңгеге және бір тоқсан бұрынғы 102 млрд теңгеге қарағанда 163 млрд теңгені құрайды. Сонымен бірге, қаржылық шығыс ж/ж 31%-ға және т/т 43%-ға 120 млрд теңгеге дейін өсті. Нәтижесінде ҚМГ акционерлеріне қатысты таза пайда 78 млрд теңгені (ж/ж 65%-дан аз, т/т 82%-дан аз) немесе бір акцияға 128 теңгені құрады. Еркін ақша ағыны 138 млрд теңгені (ж/ж 26%-дан аз) құрады. Ұзақ мерзімді қарыздар еуробондтарды мерзімінен бұрын сатып алғаннан кейін 3 244 млрд теңгеге дейін 11%-ға төмендеді. Нәтижесінде таза борыш т/т 23%-ға төмендеді, ал EBITDA-ға таза борыш коэффициенті жылдар бойы 0,16 x рекордтық деңгейге дейін төмендеді.

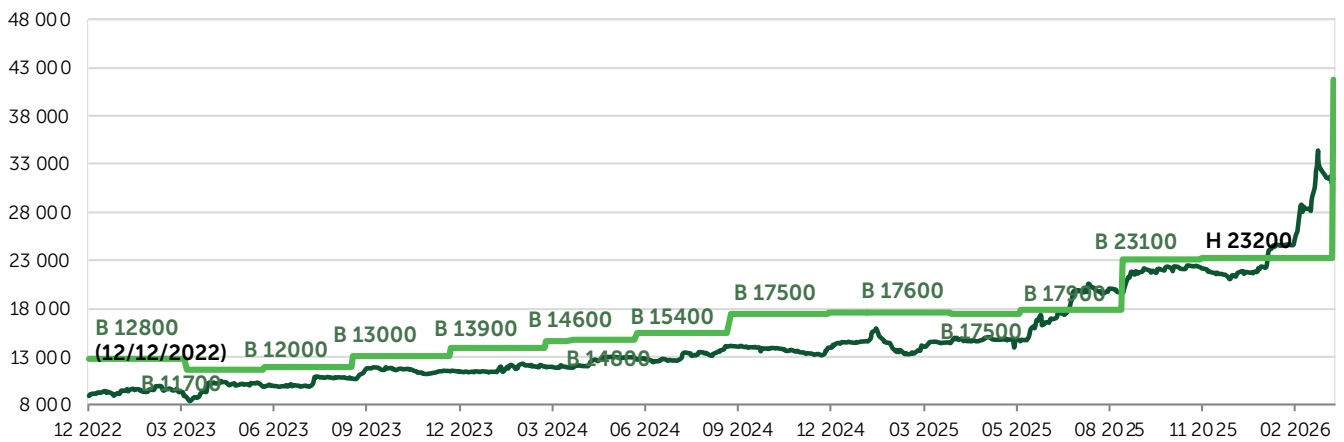
Біздің пікіріміз және бағалау үлгісіндегі өзгерістер. ҚМГ қаржылық есептілігін бейтарап деп бағалауға болады, себебі бағамның нығаюына байланысты тоқсандық таза пайда төмендейді деп күтіледі. Қазіргі уақытта борыш жүктемесінің одан әрі төмендеуі және шоттардағы қолма қол ақшаның әрі қарай жинақталуы ең оң фактор болып табылады. Мұның бәрі дивидендтердің өсу ықтималдығын арттырады, тіпті 2025 жылы мұнайдың орташа бағасы барреліне 70 АҚШ долларынан төмен болса да, бұл компанияны дивидендтерді жыл деңгейінде төлеуге міндеттемейді. Urals және CPC Blend қосымша сыйлықақысы бар мұнай бағасының ағымдағы өсуі қаржылық көрсеткіштерге күшті оң әсер етеді. Бағалау үлгісінде негізгі өзгеріс мұнай бағасының болжамдарының алдағы 10 жылға ұлғаюы болды, бұл бір баррель үшін 68-73 АҚШ доллары болатын алдыңғы ұзақ мерзімді деңгейлерге дейін біртіндеп төмендеді. Сондай-ақ, ҚМГ бағалауына ТШО мен КҚК бағалауларының жекелеген үлгілерін жаңарту оң әсер етті, олар 2025 жылғы қорытынды бойынша біздің алдыңғы болжамымызға қатысты әлдеқайда жоғары маржаны көрсетті. Екінші жағынан, доллардың айырбас бағамының одан әрі төмендеуі ҚМГ-ның қорытынды теңгелік бағасының төмендеуіне әкелді. Нәтижесінде осы өзгерістердің барлығы жиынтығында ҚазМұнайГаз **бір акциясының нысаналы бағасының 41 700 KZT жаңартылуына әкелді, ағымдағы нарықтық бағадан 32%-ға өсу әлеуеті бар. «Сатып алуға» кеңес беріледі.**

АНЫҚТАМА АҚПАРАТЫ

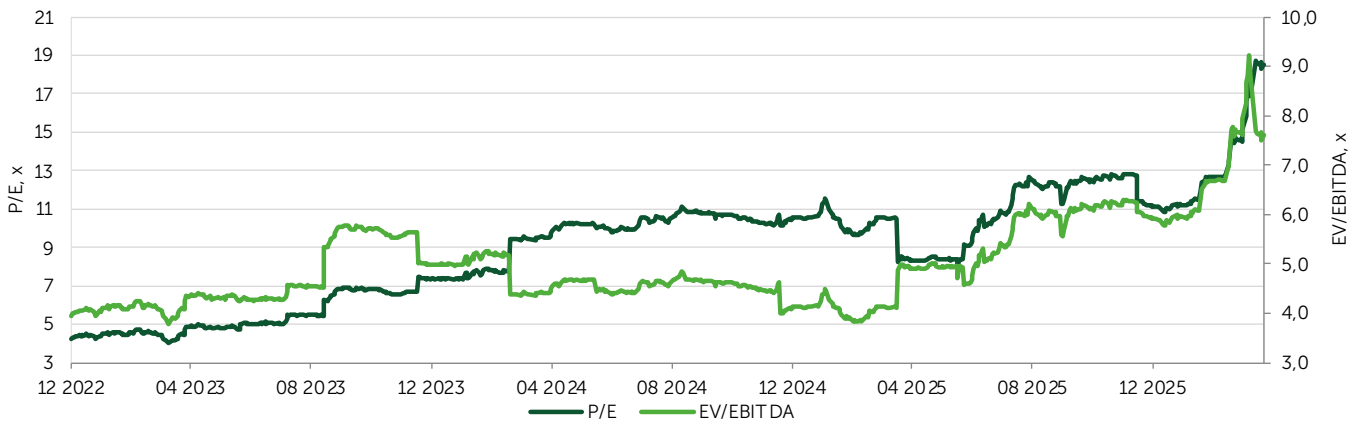
1-сурет. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	27.11.2025	12.09.2025		
Айырбас бағасы USDKZT	520	475	-8,7%	Доллардың айырбас бағамының нақты төмендеуі
Brent бағалар болжамы, 2026, USD/баррель	63	110	+75%	Нарықтағы мұнай бағасының күрт өсуі
ТШО бағалауы, млрд USD	7,8	11,3	+45%	Біздің болжамымызға қатысты операциялық маржаның жақсаруы және мұнай бағасының өсуі

2-сурет. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағасы. (B-«сатып алу», H-«ұстау», S-«сату»)



3-сурет. Freedom Broker-дің есептері бойынша P/E және EV/EBITDA бағалық мультипликаторлары



4-сурет. Freedom Broker-дің KASE индексінің акциялары бойынша ағымдағы бағаларының пайыздық ара қатынасы

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	3	30%
Hold	6	60%
Sell	1	10%

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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі – Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО-ның қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтаған жағдайда, Компания No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензиясына сәйкес қызметтің мынадай реттелетін түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар бойынша консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтама-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC компаниясының клиенттеріне арналған, жеке инвестициялық ұсыным болып табылмайды және әр түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялауға ұсыныс болып табылмайды.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі – Эмитент) қатысты анықтама-ақпараттық сипатқа ие, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек клиенттеріне арналған. Осы құжатта баяндалған ақпарат жалпыға бірдей қолжетімді дереккөздерден алынған және автор (авторлар) оны сенімді деп санайды, алайда (автор) авторлар оның дәлдігі мен толықтығына қатысты ешқандай айқын немесе көздейтін кепілдіктер немесе растаулар бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдерді қабылдау үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсынымды білдірмейді, сондай-ақ қандай да бір бағалы қағазды сатып алуға немесе сатуға ұсыныс немесе шақыру болып табылмайды.

Бағалы қағаздарға және басқа да қаржы құралдарына иелік ету қашанда тәуекелмен байланысты: бағалы қағаздар мен басқа да қаржы құралдарының құны өсуі немесе төмендеуі мүмкін. Бұған дейін инвестициялау нәтижелері болашақта кірістің болатынына кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, компания болашақта салымның кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістің мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты жария ету

- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасының мүшесі Эмитенттің бағалы қағаздарында қаржылық мүдделігі жоқ.
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасының мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығысының бары туралы білмейді.
- Осы есептің авторы (авторлары) немесе оның отбасының мүшесі Эмитенттің жеке портфельдегі бағалы қағаздарын сатқан жағдайда баға белгіленімдеріне айтарлықтай ықпал ету үшін олардың жеткілікті саны жоқ.
- Авторға (авторларға) бағыну және оның (олардың) сыйақылары тәртібі мүдделер қақтығысына әкелмейді.
- Компания және онымен байланысты адам Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1%-ы немесе одан көп бөлігін иеленбейді.
- Компания және онымен байланысты адам Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді.
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі қатысу үлесі жоқ.
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында баяндалған және: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/> мынадай сілтемесі арқылы қолжетімді.

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте баға келесі 6-12 ай ішінде 20 пайыздан астам өседі деп күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте баға келесі 6-12 ай ішінде минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгереді деп күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте баға келесі 6-12 ай ішінде 10 пайыздан астам төмендейді деп күтілетін акция.