

РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy**

**АО «КазМунайГаз»  
(KMGZ)**

Потенциал роста: **32%**  
Целевая цена: **: 41 700 KZT**  
Текущая цена: **31 513 KZT**

**РЫНОК АКЦИЙ**  
Оценка капитала | DCF  
Казахстан | Нефть и газ



ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

**КазМунайГаз: итоги за 4-й квартал 2025 года**

Финансовая информация, млрд KZT, '25

Выручка	9 371
Доля в доходах совм. компаний	781
Чистая прибыль	1 040
Свободный денежный поток	1 233

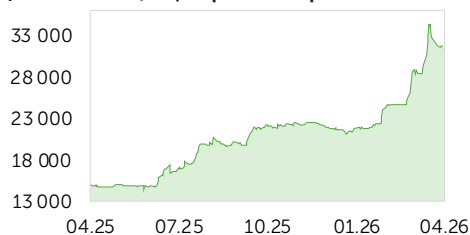
Коэффициенты и маржинальность, '25

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

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	19 227
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	13 800-35 920
Текущая цена (KZT)	31 513
Целевая цена (KZT)	41 700
Потенциал роста (%)	32%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

Динамика акций | биржа/тикер KASE/KMGZ



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	44%	43%	113%
vs KASE	35%	35%	73%

**Оразбаев Данияр, CFA**  
Инвестиционный аналитик  
(+7) 727 311 10 94 (988) | orazbayev@ffin.kz

АО НК «КазМунайГаз» опубликовало финансовые результаты за четвертый квартал 2025 года. Отчёт оцениваем как нейтральный: укрепление тенге в конце года ожидаемо привело к убытку от курсовой разницы, что резко снизило квартальную чистую прибыль на 65% г/г. Без учёта валютной переоценки картина выглядит сдержаннее, EBITDA маржа осталась примерно на уровне предыдущих кварталов. Также отмечаем снижение долговой нагрузки до рекордно низкого уровня за много лет. В модели оценки мы резко увеличили прогнозы цен на нефть на ближайшие три года с уменьшением дисконта к цене, а также улучшили модели оценки ТШО и КТК по результатам 2025 года. С другой стороны, был снижен прогнозный обменный курс доллара. В итоге обновлённая целевая цена одной акции КазМунайГаз составила 41 700 тенге, что дает потенциал роста от текущей рыночной цены в 32%. Рекомендация – «Покупать».

**Ключевые факторы для оценки.** Главным катализатором является продолжение выхода Тенгиза на проектную мощность после запуска Завода третьего поколения. На долю КМГ добыча на ТШО выросла на 35% г/г в четвертом квартале, а доля в прибыли ТШО составила 122 млрд тенге (+14% г/г). Также отмечаем резкий рост доходов от КТК на 124% г/г по итогам 2025 года на фоне увеличения объёмов транспортировки тенгизской нефти. Рекордно низкая долговая нагрузка и денежная подушка свыше 3 трлн тенге создают пространство для увеличения дивидендов акционерам. Другим очевидным катализатором являются текущие повышенные цены на нефть. С другой стороны, цены на нефть могут резко снизиться, если текущий геополитический фактор окажется временным и неожиданно быстро уйдет из радаров трейдеров. И все же в этой версии модели оценки мы считаем, что цены будут оставаться повышенными в этом году. Укрепление тенге продолжает оказывать негативный эффект и снижает прогнозные тенговые доходы от продажи нефти. Еще одним важным риском является негативное влияние военного конфликта в Украине на КТК.

**Выручка: рост за счёт курса доллара и нефтепродуктов.** Квартальная выручка составила 2,3 трлн тенге (+17% г/г, -10% к/к). Годовой рост обусловлен ослаблением среднего курса тенге к доллару на 5% г/г, что частично компенсировало снижение долларовых нефтяных котировок. Доходы от продажи сырой нефти выросли на 8,3% г/г до 1,1 трлн тенге, нефтепродуктов - на 30% г/г до 979 млрд тенге на фоне увеличения объёмов переработки румынских НПЗ (+8% г/г). Снижение выручки к/к на 10% связано со снижением средней тенговой цены на нефть на 9,7% к/к. Добыча нефти по операционным активам осталась стабильной на уровне 3 626 тыс. тонн (-1% г/г), а по мегапроектам отмечается рост на 28% г/г за счет запуска проекта расширения ТШО. С другой стороны, плановый ремонт на ТШО в октябре привел к квартальному снижению

добычи нефти по мегапроектам на 6,4%. Доля в прибыли совместных предприятий и ассоциированных компаний выросла на 78% г/г и 4% к/к до 220 млрд тенге за счет КТК, ТШО и Valseira Holdings. Переработка составила 5 211 тыс. тонн (+3,5% г/г, -3,4% к/к), транспортировка нефти достигла 18 385 тыс. тонн (+4,9% г/г, +0,9% к/к). Общая выручка КМГ с прочими доходами составила 2,6 трлн тенге (+21% г/г, -7,2% к/к).

**Маржинальность: курсовые убытки обрушили прибыль, но маржа стабильна.** Чистые операционные расходы выросли на 31% г/г. Наиболее заметный рост наблюдается в себестоимости купленной нефти и нефтепродуктов (+15% г/г), производственных расходах (+16% г/г, в том числе рост зарплат на 11% г/г и электроэнергии на 21% г/г) и амортизации (+28% г/г). Расходы на транспортировку увеличились на 30% г/г. Скорректированная EBITDA составила 334 млрд тенге (-5% г/г, -55% к/к), а EBITDA маржа с учётом долей в совместных компаниях снизилась незначительно до 23,4% с 23,9% в третьем квартале. Главным ударом по чистой прибыли стала курсовая разница: убыток в 163 млрд тенге против прибыли в 129 млрд тенге годом ранее и 102 млрд тенге кварталом ранее. Кроме того, финансовые затраты выросли на 31% г/г и 43% к/к до 120 млрд тенге. В результате чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 78 млрд тенге (-65% г/г, -82% к/к), или 128 тенге на одну акцию. Свободный денежный поток составил 138 млрд тенге (-26% г/г). Долгосрочные займы снизились на 11% г/г до 3 244 млрд тенге после досрочного выкупа еврообондов. В итоге чистый долг снизился на 23% к/к, а коэффициент чистого долга к EBITDA упал до рекордно низких за много лет 0,16х.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Финансовую отчётность КМГ можно оценить как нейтральную, так как снижение квартальной чистой прибыли из-за укрепления курса было ожидаемым. Наиболее позитивным фактором сейчас является дальнейшее снижение долговой нагрузки и продолжение накопления наличности на счетах. Все это увеличивает вероятность роста дивидендов, даже несмотря на среднюю цену на нефть в 2025 году ниже \$70 за баррель, что не обязывает компанию выплатить дивиденды на уровне прошло года. Текущий рост цен на нефть с дополнительной премией на Urals и CPC Blend окажут сильный позитивный эффект на финансовые показатели. В модели оценки основным изменением стало увеличение прогнозов цен на нефть на следующие 10 лет с постепенным снижением до предыдущих долгосрочных уровней в \$68-73 за баррель. Также позитивно на оценку КМГ сказалось обновление отдельных моделей оценок ТШО и КТК, которые по итогам 2025 года показали гораздо более высокую маржу относительно наших предыдущих ожиданий. С другой стороны, дальнейшее падение обменного курса доллара привело к снижению итоговой тенговой оценки КМГ. В итоге все эти изменения в совокупности привели к обновлению целевой цены одной акции КазМунайГаз в **41 700 KZT**, с потенциалом роста от текущей рыночной цены на **32%. Рекомендация – «Покупать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	27.11.2025	06.04.2026		
Обменный курс USDKZT	520	475	-8,7%	Фактическое снижение обменного курса доллара
Прогноз цен на Brent, 2026, USD/баррель	63	110	+75%	Резкое увеличение цены на нефть на рынке
Оценка ТШО, млрд USD	7,8	11,3	+45%	Улучшение операционной маржинальности относительно наших ожиданий и рост цен на нефть

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker. (В-«покупать», Н-«держать», S-«продавать»)

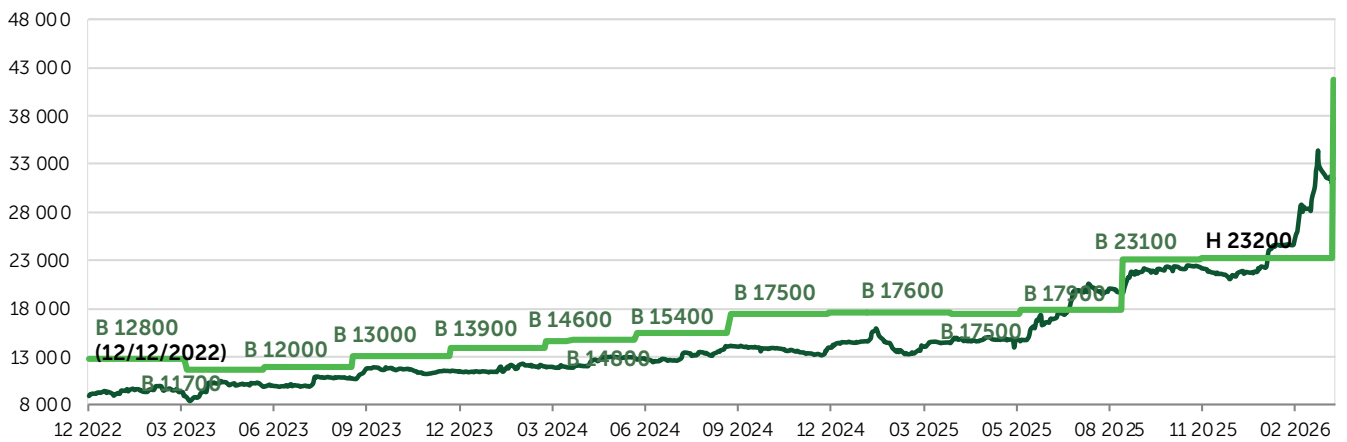


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

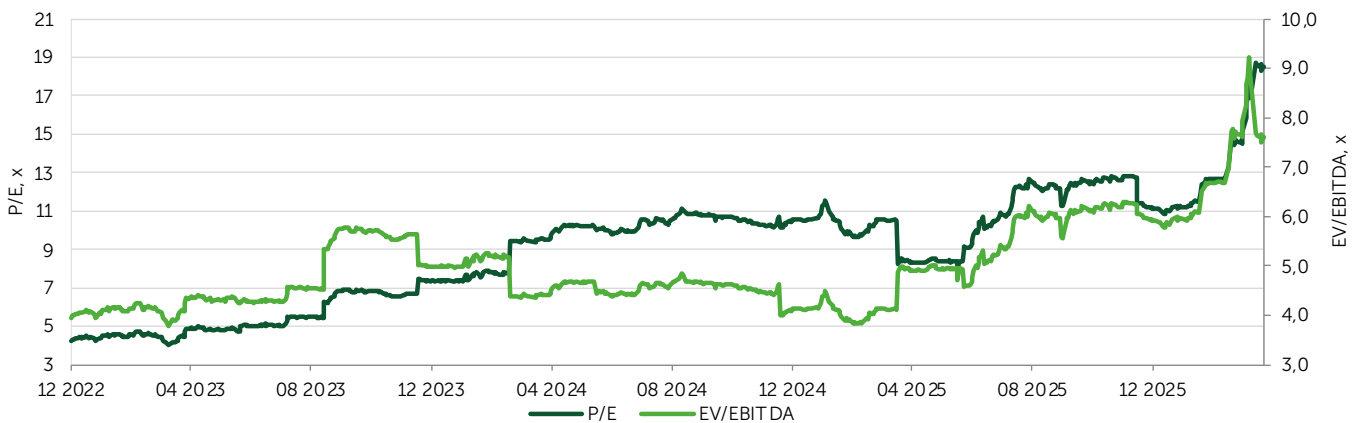


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

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

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No.

AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надёжными, однако автор(ы) не даёт никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не даёт гарантии надёжности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

#### Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

#### Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев