

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазМунайГаз»

Потенциал роста: 22%
Целевая цена: 17 900 KZT
Текущая цена: 14 650 KZT

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF
Казахстан | Нефть и газ

флэшнута/апдейт

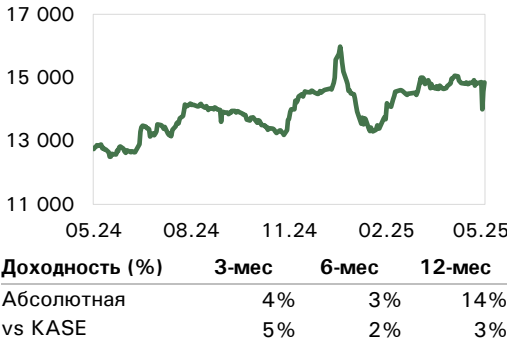
КазМунайГаз: итоги за 1-й квартал 2025 года



Финансовая информация, млрд KZT, 3М '25	
Выручка	2 241
Доля в доходах совм. компаний	186
Чистая прибыль	197
Свободный денежный поток	283

Коэффициенты и маржинальность, 3М '25	
P/E, (x)	9,0x
EV/EBITDA, (x)	4,6x
P/B, (x)	0,8x
ROA, (%)	5,2%
ROE, (%)	8,3%
EBITDA маржа, (%)	24%

Рыночные параметры	
Капитализация (млрд KZT)	8 938
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	11 490-16 000
Текущая цена (KZT)	14 650
Целевая цена (KZT)	17 900
Потенциал роста (%)	22%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально
Динамика акций биржа/тикер KASE/KMGZ	



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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность за первый квартал 2025 года. В целом финансовые показатели компании можно оценить как нейтральные. Выручка незначительно выросла, а в долларовом выражении показала годовое снижение. Чистая прибыль также заметно снизилась, однако благодаря совместным компаниям скорректированная EBITDA и свободный денежный поток продемонстрировали значительный рост. В результате продолжилось снижение отношения чистого долга к EBITDA — до многолетних минимумов. В модели оценки мы пересмотрели прогноз по цене на нефть на ближайшие годы в сторону понижения. Однако на этом фоне также сократились связанные с нефтью виды расходов, включая налоги, а также снизились прогнозные административные расходы. Также мы немного улучшили прогнозы по капзатратам, которые оказались на относительно низком уровне в первом квартале. В итоге наша обновлённая целевая цена одной акции КазМунайГаз составила 17 900 тенге, что подразумевает потенциал роста в 22% от текущей рыночной цены. Рекомендация — «Покупать».

(=) **Выручка показала незначительный рост.** Выручка КазМунайГаз в первом квартале 2025 года составила 2,2 трлн тенге, что на 0,6% больше, чем в 2024 году, и на 13% выше по сравнению с предыдущим кварталом. Годовое снижение выручки от сырой нефти на 11% было компенсировано ростом доходов от продажи нефтепродуктов на 23% г/г за счёт увеличения переработки нефти компанией Петромидия на 42% г/г. Квартальный рост выручки во многом обеспечен увеличением продаж сырой нефти на 26% вследствие роста добычи на месторождении Кашаган на 31% к/к и небольшим повышением средней квартальной цены на нефть на 1,6% к/к. Также средний курс доллара вырос на 2,1% к/к и на 12% г/г, что привело к увеличению средней тенговой цены на нефть на 3,3% г/г. Доля в доходах совместных компаний увеличилась на 50% к/к и на 20% г/г. Такой рост стал возможен благодаря КТК и ММГ, чья чистая прибыль значительно возросла по сравнению как с аномально слабым для КТК предыдущим кварталом, так и с первым кварталом 2024 года. Отметим небольшой рост прибыли ТШО на 3,9% г/г и снижение на 15% к/к, несмотря на рост нефтедобычи на 25% г/г и 48% к/к. Таким образом, ТШО начал демонстрировать первые результаты проекта расширения, и нефтедобыча, вероятно, будет расти в течение всего года. В итоге общая выручка КМГ с прочими доходами составила 2,5 трлн тенге

(-1% г/г и +14% к/к).

(=) Снижение чистой прибыли, но заметный рост денежной прибыли и свободного денежного потока. Чистые операционные расходы в первом квартале выросли на 4,7% г/г и на 18% к/к. Однако значительная часть такой динамики связана с колебаниями прибыли от курсовой разницы. Без её учёта расходы выросли лишь на 6,9% к/к и на 2,6% г/г, в основном из-за роста производственных расходов, налогов, износа и амортизации. В то же время себестоимость купленной нефти и нефтепродуктов снизилась на 4% к/к из-за падения рыночных цен. Производственные расходы выросли на 10% г/г. В результате операционная прибыль составила 285 млрд тенге (-6,5% к/к и -30% г/г). При этом скорректированная EBITDA выросла на 23% г/г и на 57% к/к, составив 553 млрд тенге, а маржа увеличилась с 17% в четвёртом квартале (20% в первом квартале 2024 года) до 23%. Рост EBITDA в основном обеспечен более высокими дивидендами от совместных компаний и увеличением износа и амортизации. Чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 197 млрд тенге (-13% к/к и -35% г/г), или 322 тенге на одну акцию. Свободный денежный поток достиг 283 млрд тенге (+96% г/г и +52% к/к), в основном благодаря дивидендам от совместных предприятий. Чистый долг КМГ сократился на 14% к/к и на 38% г/г. Соотношение чистого долга к EBITDA снизилось с 0,64 до 0,52x — это новый минимум как минимум за последние десять лет.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовую отчётность КМГ можно оценить как нейтральную на фоне стагнации цен на нефть. Выручка за год выросла незначительно, и без учёта девальвации тенге результат был бы отрицательным. Тем не менее, стоит отметить существенный рост скорректированной EBITDA и её маржи, а также свободного денежного потока — в первую очередь благодаря увеличению дивидендов от совместных предприятий. На этом фоне продолжается снижение соотношения чистого долга к EBITDA. В модели оценки основным негативным фактором стало снижение прогнозных цен на нефть на ближайшие пять лет. Из-за недавнего снижения цен Brent ниже \$70 на 9% ухудшились краткосрочные прогнозы в модели оценки. Долгосрочные прогнозные цены (\$68–73) в модели оценки мы оставили без изменений. Это привело к некоторому снижению прогнозной выручки, но одновременно мы ожидаем сокращения некоторых расходов — прежде всего налогов (зависящих от цен на нефть) и административных затрат, которые в первом квартале продемонстрировали относительное снижение. Также был скорректирован чистый долг с учётом недавней выплаты дивидендов и понижены прогнозные капитальные затраты вместе с WACC на фоне более низкой доходности гособлигации относительно предыдущих ожиданий. Все эти изменения в совокупности привели к небольшому росту целевой цены одной акции КазМунайГаз до **17 900 KZT**, с **потенциалом роста в 22%**. Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	31.03.2025	04.06.2025		
Средняя прогнозная цена на нефть Brent, 2025-2029 \$/баррель	80	72,8	-9%	Снижение рыночной цены на нефть и приведение их в модели в соответствии с консенсус-прогнозами инвестбанков
Налоги, кроме подоходного, 2026, млрд тенге	517	428	-13%	Снижение цен на нефть, что транслируется в меньшие налоговые ставки
Адмрасходы, 2026, млрд тенге	317	221	-30%	Уменьшение относительных расходов к выручке в 1-м квартале и общее снижение выручки из-за цен на нефть

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держат», S-«продавать»)

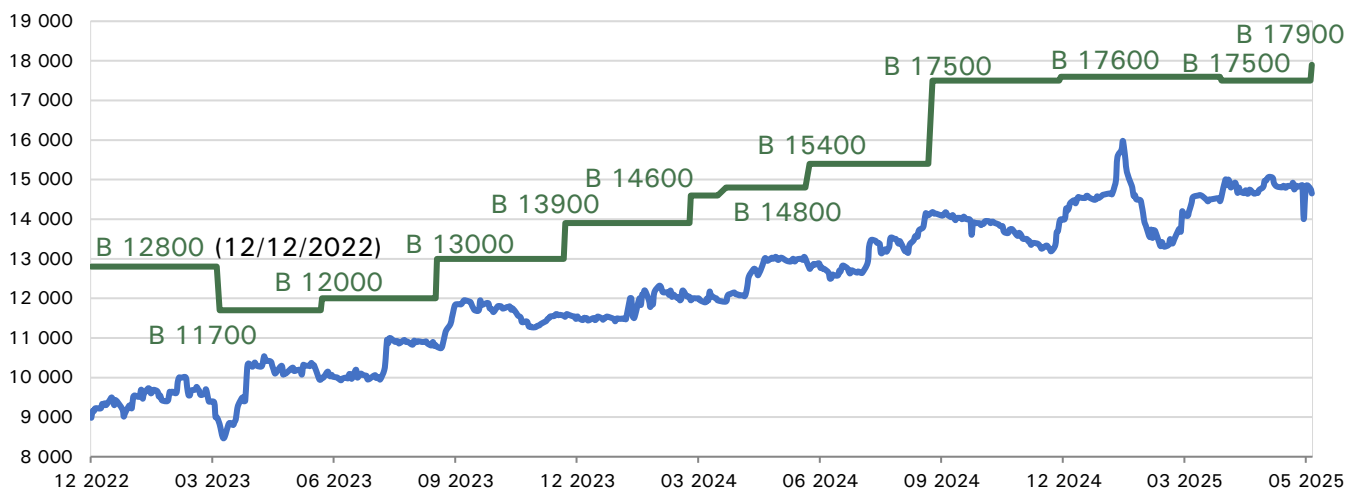


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

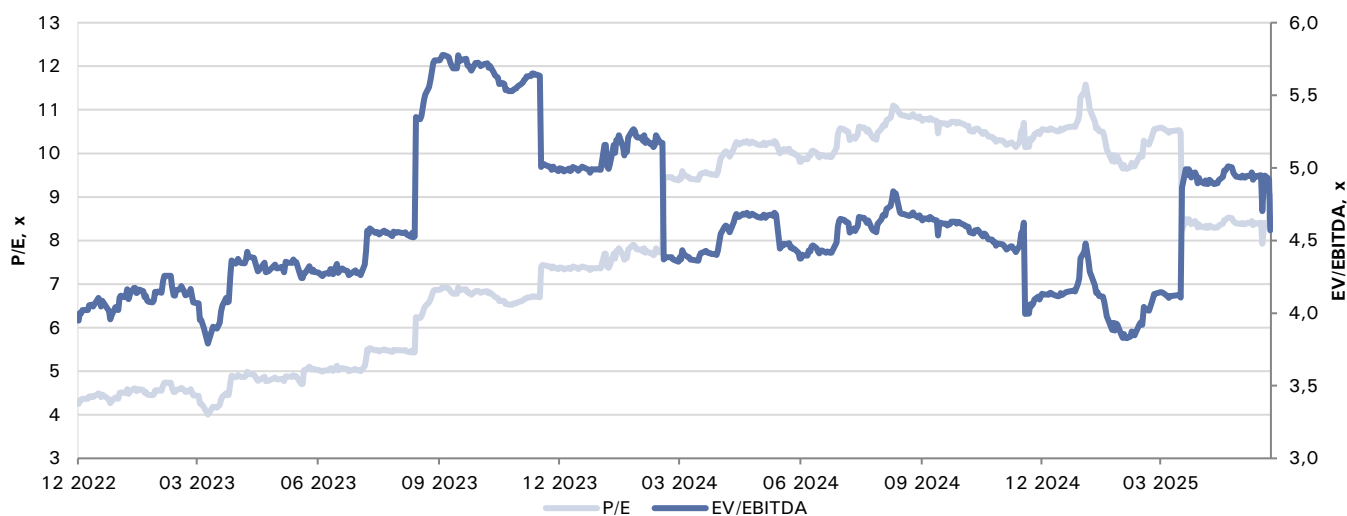


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %	
Buy	7	70%	
Hold	2	20%	
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) надежными, однако автор(ы) не дает 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 дает гарантии надежности 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