

Апдейт оценки акции КМГ

01 октября 2025 г.

Актанов Амир

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер		KMGZ KZ		
Рекомендация		Покупать		
Текущая цена, Т/акция		21 840		
Целевая цена (12 мес.), Т/акция		24 256		
Данные по акциям				
Текущее кол-во акций (млн)		610		
Доля акций в свобод. общ.		3%		
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес, млн Т		76.4		
Текущая рыноч. капит-ия (млрд Т)		13 325		
Кредитные рейтинги				
Moody's		Baa1/Стабильный	11.09.2024	
Standard&Poor's		BBB-/Стабильный	27.06.2025	
Fitch Ratings		BBB/Стабильный	18.06.2025	
Основные акционеры:				
Самрук-Казына		67.83%		
Минфин РК		20.00%		
НБPK		9.58%		
Финансовые показатели (млрд ₸)		2024	2025П	2026П
Доходы		9 238	9 958	11 214
EBITDA		2 367	2 265	2 716
Чистая прибыль		1 094	1 357	1 521
Собственный капитал		11 924	12 574	13 758
EPS (Т)		1 794	1 728	2 493
Мультипликаторы		2024	2025П	2026П
P/E (x)		12.2	12.6	8.8
P/S (x)		1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)		6.0	6.2	5.2
ROE		9.2%	10.8%	11.1%
Изменение цены		KMGZ	Индекс KASE	
1М		11.7%	6.3%	
3М		34.8%	18.7%	
12М		56.0%	18.7%	
Максимум за 52 недели		21 850	7 170	
Минимум за 52 недели		13 190	5 088	
График изменения цены акций KMG и индекса KASE				



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Уважаемые клиенты, представляем вашему вниманию обновлённую оценку справедливой стоимости акции КазМунайГаз (здесь и далее КМГ). Компания является крупнейшим производителем нефти в Казахстане и Центральной Азии, первичное публичное размещение акций которой состоялось в последней четверти 2022 года. С момента IPO котировки компании показали высокую доходность и без учёта ежегодных выплаченных дивидендов выросли за данный период в 2.6 раза. На сегодняшний день акции компании, как и индекс «голубых фишек» KASE обновили абсолютные исторические максимумы и в долларовом эквиваленте долевые инструменты КМГ существенно опередили темпы роста котировок популярных нефтяных гигантов, став лучшей инвестиционной историей Казахстана и в целом энергетического сектора последних лет.

Согласно обновлённой модели оценки, мы повысили справедливую стоимость акции КМГ до **Т24 256** и рекомендуем «покупать» долевые инструменты компании. Дополнительный импульс котировкам компании могут оказать перспективы роста размера ежегодного дивиденда. Компания может похвастаться внушительным объёмом ликвидности на балансе и имеет возможности нарастить объёмы дивидендных выплат.

Краткая сводка результатов за январь-июнь 2025 г.

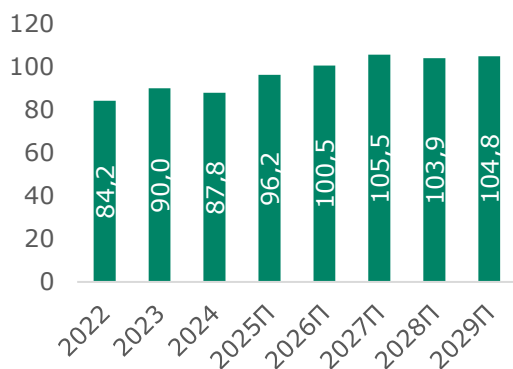
- Суммарный объем доходов компании в январе-июне 2025 года увеличился на 4.8% до Т4 993.3 млрд во многом за счёт роста продажи нефтепродуктов до Т1 630.8 млрд (+36.7%). Чистая прибыль уменьшилась на 2.8% до Т534.4 млрд, при этом во втором квартале прибыль выросла до Т341.9 млрд (+37.1%);
- Снижение цен на нефть.** Средняя стоимость нефти казахстанской марки KEBCO в первом полугодии 2025 года снизилась на 13.7% до \$72.8 за баррель. Отечественная нефть на рынке торгуется дороже стоимости эталонной смеси. Спред между KEBCO и Brent в отчетном периоде составил почти \$1;

Принимая во внимание текущее снижение цен на нефть до \$66-67 за баррель, более низкие цены на нефть продолжат оказывать давление на генерацию доходов компании. В некоторой степени нивелировать негативный эффект способно прогнозное увеличение нефтедобычи в Казахстане, а также ослабление курса тенге к доллару США;

Рост нефтедобычи в Казахстане. В 2025 году ожидается добыча рекордного уровня добычи «чёрного золота» в стране. Прогнозируется, что добыча нефти увеличится на 9.6% до 96.2 млн тонн и превысит 100 млн тонн в 2026 году. Улучшение операционных показателей компании наряду с прогнозным ослаблением курса тенге окажут позитивное влияние на генерацию доходов компании;

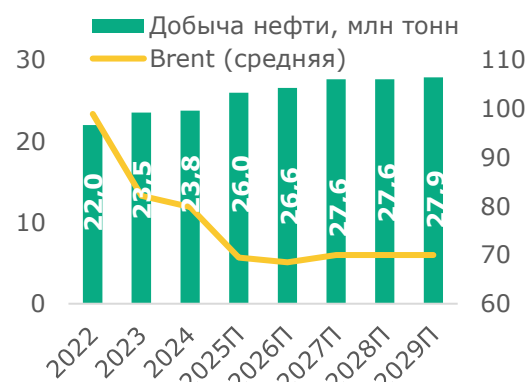
- Операционные результаты преимущественно показали рост.** Объём добычи нефти и газового конденсата, приходящийся на долю КМГ в январе-июне

Рис 1. Прогноз добычи нефти в Казахстане, млн тонн



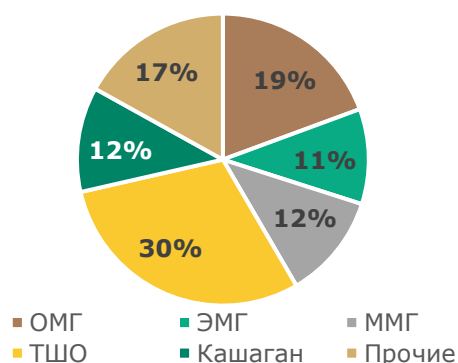
Источник: Прогнозы Министерства национальной экономики, календарный год

Рис 2. Объем добычи нефти на долю КМГ и средняя цена реализации нефти



Источник: НК КМГ, прогнозы Halyk Finance и Bloomberg

Рис 3. Добыча месторождений КМГ (от доли всей добычи нефти компании) на 6М2025 г.



Источник: НК КМГ, прогнозы Halyk Finance и Bloomberg

2025 года, превысил 13 млн тонн, что на 8.8% больше результата аналогичного периода прошлого года. Рост добычи во многом был связан с расширением месторождения Тенгиз (+35.5%) — 3 892 тыс. тонн. Между тем, добыча газа выросла на 18.3% до 5 726 тыс. кубометров. В первом полугодии 2025 года объем транспортировки нефти снизился на 0.3% и превысил 41.6 млн тонн;

- **Рекордное снижение чистого долга.** Чистый долг компании продолжил снижаться и относительно 2022 года сократился более чем в два раза до ₸877.2 млрд. Отношение показателя чистый долг/EBITDA (ТТМ), по нашим оценкам, опустилось ниже 0.4х в сравнении с 1.0х в 2022 году. Текущий уровень показателя сигнализирует о комфортной долговой нагрузке компании;
- **Внушительная ликвидная позиция.** Объем денежных средств на балансе включая краткосрочные банковские вклады на конец второго квартала 2025 года превысил ₸3.0 трлн, что является максимум в истории компании и на ₸284.8 млрд больше уровня на начало года;
- **Перспективы роста дивидендных выплат.** Внушительный объем ликвидности на балансе открывает возможности компании нарастить объем дивидендных выплат. Во втором квартале компания направила на дивиденды более ₸300 млрд, что составляет 10% от текущего объема ликвидности.

Добыча нефти в Казахстане в 2025 году достигнет рекордного максимума. В 2024 году объем добычи нефти в Казахстане снизился на 2.4% до 87.8 млн тонн (см. рис. №1) и сложился ниже ориентиров государства. В течение прошлого года Минэнерго дважды пересматривало в сторону снижения прогнозный уровень производства на 2024 год. Изначально правительство РК ставило цель добыть 90.3 млн тонн нефти, но осенью прогноз был скорректирован до 88.4 млн тонн, который также не был достигнут.

Капитальный ремонт на крупнейшем нефтяном месторождении Казахстана — Тенгизе, а также внеплановые остановки на Карачаганаке выступили причинами того, что объем добычи сырья в 2024 году не достиг озвученных прежде планов и оказался ниже уровня 2023 года в 90 млн тонн.

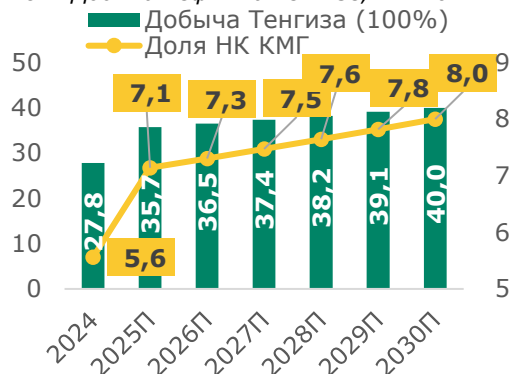
За счёт долгожданного расширения месторождения Тенгиз, Казахстан в 2025 году может нарастить добычу нефти до рекордного объема. В январе 2025 года Минэнерго пересмотрело прогноз добычи на текущий год до 96.2 млн тонн, что на 1.0 млн тонн ниже прошлого ориентира, а уже в июне заявило, что не планирует корректировать планы добычи на год. Экспорт нефти в Казахстане в 2025 году ожидается на уровне 70.5 млн тонн.

В январе-июне 2025 года уровень добычи нефти Казахстана увеличился на 11.6% до 49.8 млн тонн, что соответствует почти 52% от прогнозного уровня добычи на текущий год. Ожидается, что начиная с 2026 года ежегодные объемы нефтедобычи будут превышать уровень в 100 млн тонн.

Добыча нефти на Тенгизе обновила рекорды. Ключевой вклад в увеличение нефтедобычи в стране взяло на себе крупнейшее месторождение Тенгиз, чьи операционные результаты уже начиная с начала года сумели зафиксировать высокие темпы роста.

В январе 2025 года суточный объем нефтедобычи на месторождении Тенгиз (доля владения КМГ составляет 20%) вырос к среднему уровню 2024 года сразу на 45% до 870 тыс. баррелей.

Рис 4. Добыча нефти на Тенгизе, млн тонн



Источник: Прогнозы Министерства национальной экономики, прогнозы Halyk Finance

В июне текущего года добыча выросла до 953 тыс. барр/с в сравнении с 813.2 тыс. барр/с месяцем ранее.

Операционные результаты КМГ за первое полугодие отразили позитивные перемены в операционной деятельности Тенгиза. Так, объём добычи нефти и газового конденсата месторождения, приходящийся на долю КМГ в январе-июне 2025 года составил 3 892 тыс. тонн, увеличившись на 35.5% относительно результата аналогичного периода прошлого года.

Во втором квартале уровень добычи Тенгиза, приходящийся на долю КМГ составил 2 018 тыс. тонн, что на 7.7% больше показателя января-марта 2025 года и более чем на 47% выше второго квартала прошлого года.

Улучшение прогнозных оценок Тенгиза и других месторождений в 2025 году. По прогнозам КМГ, по итогам текущего года уровень нефтедобычи на месторождении Тенгиз увеличится до 35.7 млн тонн, что больше прошлой оценки Минэнерго в 34.8 млн тонн и на 28.4% выше результата 2024 года.

Минэнерго прогнозирует перспективы объёма увеличения добычи до 40 млн тонн в год. По заявлениям КМГ, ожидаемое увеличение нефтедобычи на долю компании **может составить 2.4 млн тонн.** По нашим оценкам, в абсолютном значении (на долю КМГ) объём нефтедобычи Тенгиза способен увеличиться с 5 562 тыс. в 2024 году до 8 000 тыс. тонн в 2030 году (см.рис.№4)

Вдобавок представители КМГ пересмотрели в сторону роста операционные показатели других мегапроектов в 2025 году. Так, например объём нефтедобычи на Кашагане в текущем году ожидается на уровне 18 млн тонн (17.8 млн тонн прошлая оценка). Таким образом, объём добычи нефти, приходящийся на долю КМГ увеличится до 3 042 тыс. тонн (+5.4%). Прогноз по Карачаганку был улучшен до 11.14 млн тонн (10.78 млн тонн прошлая оценка), что немногим выше прошлогоднего результата.

Рост доли КМГ в общей добыче нефти в стране. Как уже было отмечено ранее, добыча нефти в Казахстане в 2024 году снизилась на 2.4% до 87.8 млн тонн, из которых более 23.8 млн тонн пришлось на операционную долю КМГ. В прошлом году порядка 27.1% от всей добываемой нефти в стране приходилась на операционные активы и мегапроекты компании в сравнении с 25.3% в 2021 году и 26.1% в 2022–2023 гг.

Помимо расширения уровня нефтедобычи на месторождении Тенгиз, поддержку операционным показателям компании способны оказать передовые технологии, внедрение которых в течение 25 лет позволят дополнительно извлечь более 60 млн тонн нефти на зрелых месторождениях.

КазМунайГаз — бенефициар увеличения объёмов производства углеводородов в Казахстане. Плановое увеличение объёмов добываемой нефти способно оказать положительное влияние на операционные показатели КазМунайГаз и, как следствие, позитивно отразится на доходах компании. Кроме того, это открывает дорогу Тенгизшевройл (здесь и далее ТШО) **перераспределять заметно больше дивидендных выплат в пользу КМГ.**

Только по итогам прошлого года КМГ получила от совместных предприятий и ассоциированных компаний более ₸701 млрд, из которых ₸390 млрд пришлось на выплаты со стороны ТШО. За четырёхлетний период (2021–2024 гг.) ТШО через дивидендные выплаты распределил более ₸1.2 трлн КМГ. По нашим ожиданиям, рост нефтедобычи на месторождении позволит заметно увеличить денежные потоки компании.

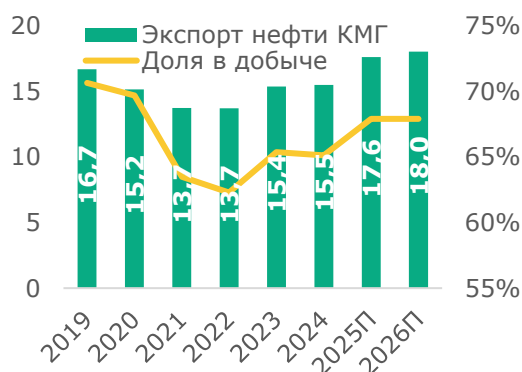
Рис. 5. Структура группы КМГ

Добыча	Транспортировка нефти	Переработка и нефтехимия	Нефтесервис и прочее
Операционные активы: 100% - АО «Озенмунайгаз» 100% - АО «Эмбамунайгаз» 100% - TOO «Казактуркмунай» 100% - TOO «Урихтау Оперейтинг» 60% - Dunga Operating GmbH 50% - АО «Мангистаумунайгаз» 50% - TOO «СП «Казгермунай» 50% - АО «Каражанбасмунай» 50% TOO «Казахойл Актобе» 50% TOO «Урал Ойл энд Газ» 33% PetroKazakhstan Inc. Мегапроекты: 20% TOO Тенгизшевройл 16.88% North Caspian Operating Company N.V. (Кашаган) 10% «Карачаганак Петролиум Оперейтинг Б.В.»	100% TOO «НМСК «Казмортрансфлот» 90% АО «КазТрансОйл» 100% ООО «Батумский нефтяной» 51% ООО TOO «СЗТК «МунайТас» 50% TOO «ККТ» 20.8% АО АО «Каспийский Трубопроводный Консорциум»	100% TOO «Павлодарский нефтехимический завод» 100% KMG International N.V 54.6% «Петромидия» 54.6% «Вега» 99.5% TOO «Атырауский НПЗ» 50% TOO «СП «CASPI BITUM» 49.7% TOO TOO «ПетроКазахстан Ойл Продактс» 49.5% TOO «Kazakhstan Petrochemical Industries» 40% TOO «Силено» 100% TOO «KMG PetroChem»	99.7% TOO «KMG Drilling & Services» 100% TOO «Oil Services Company» 100% TOO «Oil Construction Company» 100% TOO «Кен-Курылыс-Сервис» 50% TOO «КазРосГаз» 100% TOO «КазГПЗ»

Рис. 6. Добычи нефти на месторождениях КМГ, тыс. тонн

Добыча нефти и конденсата	Доля владения	2019	2020	2021	2022	2023	2024	6M2025
АО «Озенмунайгаз» (ОМГ)	100%	5 586	5 347	5 332	5 096	4 877	5 098	2 528
АО «Эмбамунайгаз» (ЭМГ)	100%	2 900	2 601	2 522	2 581	2 722	2 790	1 376
АО «Мангистаумунайгаз» (ММГ)	50%	3 204	2 977	2 944	3 049	3 075	3 085	1 521
Прочие		3 786	3 188	3 165	3 036	2 886	3 321	1 636
TOO «СП «Казгермунай» (КГМ)	50%	1 114	778	727	651	594	521	228
АО «Каражанбасмунай» (КБМ)	50%	1 082	1 001	1 048	1 071	1 027	1 077	528
PetroKazakhstan Inc. (ПКИ)	33%	844	661	600	554	515	472	206
TOO «Казактуркмунай» (КТМ)	100%	409	432	434	436	436	440	222
TOO «Казахойл Актобе» (КОА)	50%	320	295	298	281	253	238	116
Dunga Operating GmbH (Дунга)	60%					40	378	204
TOO «Урихтау Оперейтинг» (УО)	100%	0	6	47	43	20		46
TOO «Урал Ойл энд Газ» (УОГ)	50%					1	111	86
TOO «Амангельды Газ» (КТГ)	100%	17	15	11				
Операционные активы		15 476	14 113	13 963	13 761	13 559	14 294	7 061
TOO «Тенгизшевройл» (Тенгиз)	20%	5 958	5 292	5 311	5 836	5 779	5 562	3 892
North Caspian Operating Company N.V. (Кашаган)	16.9%	1 169	1 253	1 344	1 402	3 108	2 885	1 517
«Карачаганак Петролиум Оперейтинг Б.В.» (Карачаганак)	10%	1 015	1 094	1 034	1 013	1 086	1 097	573
Мегапроекты		8 142	7 639	7 688	8 251	9 973	9 544	5 982
Итого добыча нефти		23 618	21 752	21 651	22 012	23 532	23 838	13 043

Рис 7. Экспорт нефти, млн тонн



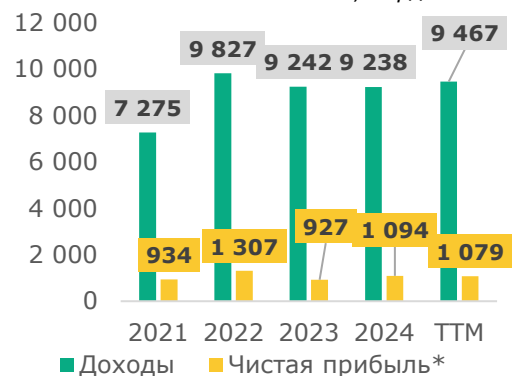
Источник: НК КМГ, прогнозы Halyk Finance

В январе-марте 2025 года объем дивидендов, полученных от совместных предприятий и ассоциированных компаний, практически утроился и составил ₸156.4 млрд (из них львиная часть выплат пришлась на ТШО) и достиг ₸474.4 млрд в первом полугодии 2025 года, что на 53.2% больше января-июня 2024 года и соответствует 68% от объема выплат 2024 года.

Fitch Ratings ожидает роста дивидендов выплат со стороны СП и ассоциированных компаний. В июне аналитики международного рейтингового агентства Fitch Ratings повысили международный кредитный рейтинг КМГ на ступень до BBB, среди прочего отметив, что ожидают увеличения дивидендных выплат КМГ со стороны СП и ассоциированных компаний.

Эксперты выделяют, что пик капитальных вложений у ТШО уже пройден и у компании нет существенных непогашенных капитальных вложений, что вместе с невысокой долговой нагрузкой компании даёт возможность перераспределять КМГ более высокий объем дивидендов. Fitch Ratings прогнозирует, что ТШО в следующие несколько лет направит КМГ дивидендов в объеме \$5 млрд (2 725 млрд тенге по текущему курсу USDKZT), даже при падении нефтяных котировок до \$55 за баррель.

Рис 8. Финансовые показатели, млрд ₸



Источник: НК КМГ, *чистая прибыль от продолжающейся деятельности

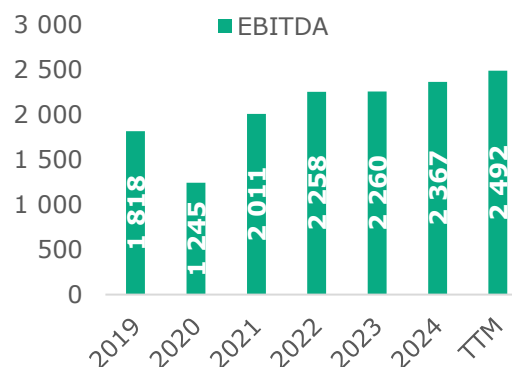
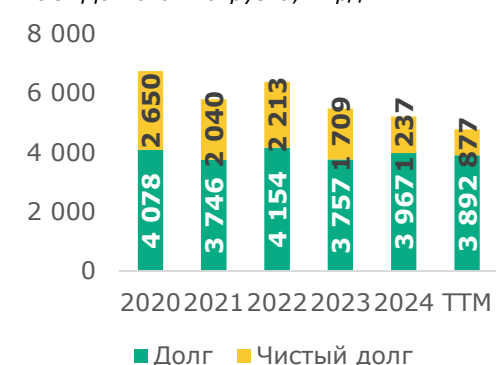
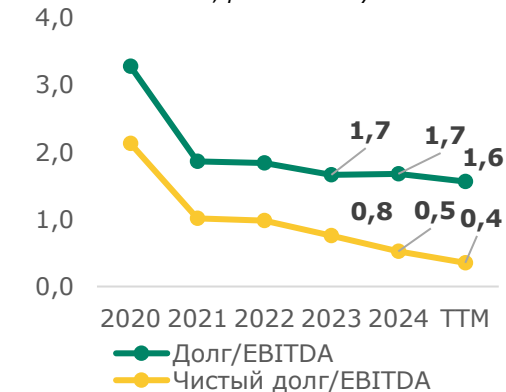


Рис 9. Долговая нагрузка, млрд ₸



Источник: НК КМГ, расчёты Halyk Finance



Источник: НК КМГ, расчёты Halyk Finance

Рост чистого денежного потока ТШО. Представители Chevron (ТШО на 50% принадлежит Chevron) подтверждают прогнозное улучшение финансовых показателей ТШО. При цене на нефть на уровне \$60 за баррель чистый денежный поток ТШО в 2025 году составит \$4 млрд и увеличится до \$5 млрд в следующем году. Данный прогноз выглядит достаточно консервативным принимая во внимание, что текущая стоимость нефти марки Brent составляет \$66-67 за баррель и мы не исключаем, что фактический свободный денежный поток может оказаться выше заявленных значений.

Добывающие активы. Основной объем добычи нефти КМГ приходится на месторождения Озенмунайгаз (ОМГ) и Эмбамунайгаз (ЭМГ), которые находятся под 100% контролем компании. Среди активов, которые не полностью принадлежат КМГ, крупными добывающими предприятиями являются Мангистаумунайгаз (50%) и Каражанбасмунай (50%).

В разбивке **мегапроектов** КМГ имеет участие в таких крупных проектах, как Тенгизшевройл с долей участия в 20%, в Кашагане (16.88%) и в Карачаганаке (10%). По состоянию на первое полугодие 2025 года добыча нефти на этих месторождениях (на долю КМГ) превысила 11.9 млн тонн или 91.5% от всего уровня добычи компании за данный период.

Добыча нефти на месторождении Озенмунайгаз (см. рис. №6) выросла до трёхлетних максимумов и увеличилась до 5 098 тыс. тонн (+4.5%). Немаловажный вклад в общий рост нефтедобычи оказал приобретение месторождения Дунга в конце 2023 года. В части мегапроектов добыча на Тенгизе и на Кашагане снизилась в результате проведения капитальных работ. В 2025 году и в последующие года мы прогнозируем расширение добычи на мегапроектах, главным образом за счёт увеличения извлечения сырья на Тенгизе.

В сегменте транспортировки нефти КМГ владеет 90% КазТрансОйл, которому, в свою очередь, на 100% принадлежит 100% Батумского нефтяного терминала в Грузии. Помимо КТО, КМГ владеет 100% Казмортрансфлот, 50% в Казахстанско-Китайском трубопроводе (ККТ), 51% в трубопроводе МунайТас и 20.75% в Каспийском трубопроводном консорциуме (КТК).

В январе-июне 2025 года доходы сегмента транспортировки нефти превысили ₸120.4 млрд (+1.0%) и составили ₸240.7 млрд (+6.4%) в 2024 году. По нашим ожиданиям, выручка, полученная от транспортировки нефти, продолжит расти как за счёт увеличения объёмов транспортируемой нефти, так и за счёт роста тарифов на транспортировку сырья.

В январе-июне объём транспортировки нефти снизился на 0.3% до 41.6 млн тонн и составил 70.3 млн тонн в 2024 году в сравнении с 69.6 млн тонн и 65.3 млн тонн соответственно в предыдущие два года. Основной объём транспортировки или 64% приходится на КазТрансОйл, общая протяжённость магистральных трубопроводов которого составляет 5 373 км.

В сегменте переработки нефти КМГ владеет 100% Павлодарского НПЗ, 99.53% Атырауского НПЗ, 50% завода Caspi Bitum, 49.72% Шымкентского НПЗ, а также иностранными активами через KMG International, которому принадлежит 54.63% НПЗ Petromidia и Vega в Румынии.

Рост экспорта нефти КМГ. В 2024 г. объём экспорта нефти КМГ вырос до 15.5 млн тонн (+0.8%) и почти на 2 млн тонн оказался выше уровней 2021–2022 гг. Доля нефти в мегапроектах КМГ в большей степени отправляется на экспорт. В связи с плановым увеличением объёмов добываемой нефти на месторождениях Тенгиз и Кашаган, мы прогнозируем рост поставок нефти за рубеж.

Рис 10. Прогнозы по ценам на нефть марки Brent, \$/барр.

	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Медиана	68.0	63.0	65.0	68.8	67.5
Среднее	67.7	63.0	67.0	69.7	70.2
Максимум	75.0	78.0	83.0	87.0	88.0
Минимум	61.0	55.0	60.0	60.0	60.0
Фовард	69.5	66.8	66.4	67.1	68.0

Источник: Bloomberg

Если добыча на месторождении Тенгиз, согласно прогнозам, может увеличиться до 40 млн тонн нефти в год с 35.7 млн тонн в 2025 году (27.8 млн тонн в 2024 году), то суточный объем нефтедобычи на месторождении Кашаган может расширяться с 370 тыс. до 450 тыс. баррелей. При этом, по заявлениям гендиректора по коммерческим вопросам KMG Kashagan К. Кескинбаева, потенциал месторождения по уровню добычи нефти составляет до 1.0 млн баррелей в сутки.

Ассоциированные компании и СП. Операционные активы компании включают в себя добывающие месторождения Казахстана, в которых КМГ имеет как минимум 50% долю владения (см. рис. №5). Из них компаниями под 100% контролем КМГ в 2024 году было добыто более 8.3 млн тонн нефти, при этом оставшийся объем нефти в объеме 15.5 млн тонн был извлечен ассоциированными компаниями и СП.

Именно они оказывают поддержку операционному денежному потоку компании, направляя КМГ щедрые дивидендные выплаты, которые, как уже отмечалось ранее, только в 2024 году превысили ₸701 млрд, из которых ₸390 млрд пришлось на выплаты со стороны ТШО. Стоит отметить, что за последние два года ТШО направила на дивиденды порядка ₸817 млрд. Огромные объемы дивидендов, полученных от СП и ассоциированных компаний, положительно сказываются на ликвидности КМГ.

Возможности роста стоимости ГСМ в Казахстане. Позитивным моментом для бизнеса компании являются планы правительства Казахстана в следующие годы ослабить регулирование цен на ГСМ в стране, что может привести к тому, что предельные розничные цены на бензин в стране увеличатся до уровня, граничащих с Казахстаном стран. Мы ожидаем, что это может привести к росту стоимости бензина, керосина, дизельного топлива и других нефтепродуктов, которые реализует КМГ.

Основные итоги января-июня 2025 года.

Рост доходов. Суммарный объем доходов компании в январе-июне 2025 года увеличился на 4.8% до ₸4 993.3 млрд во многом за счёт роста продажи нефтепродуктов до ₸1 630.8 млрд (+36.7%). В отчётном периоде объем производства нефтепродуктов увеличился на 16.9% до 9.685 млн тонн. Восстановление производства нефтепродуктов на зарубежных НПЗ в Румынии (Петромидия, Вега) оказало положительное воздействие на операционные показатели компании.

Ввиду снижения средней стоимости нефти (KEVCO) на 13.7% до \$72.8 за баррель выручка, полученная от продажи сырой нефти и газа, просела на 8.8% до ₸2 375.1 млрд. Однако снижение в некоторой степени было сглажено ростом объема добычи нефти и газа до 13.0 млн тонн (+8.8%).

В географической разбивке продаж основную часть доходов принесли ОАЭ — ₸1 135.4 млрд (+16.2%), Швейцария — ₸814.4 млрд (-18.7%), а также Румыния — ₸643.8 млрд (+19.2%). Продажи казахстанским клиентам принесли ₸934.7 млрд, что на 21.4% больше, чем годом ранее.

Опережающие темпы роста издержек. Себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов увеличилась на 3.7% до ₸2 426.8 млрд. Из них расходы на покупную нефть для перепродажи составили ₸1 810.8 млрд, что немногим меньше прошлогоднего уровня. Себестоимость нефти для переработки выросла с ₸130.1 млрд до ₸333.2 млрд. Расходы на материалы и запасы превысили ₸263.5 млрд (-14.8%).

Производственные расходы составили ₸758.8 млрд, что на 18.7% больше прошлогоднего результата. Из них расходы по заработной

плате, составляющие основную часть производственных расходов, выросли в январе-июне 2025 года на 9.6% до ₸13.7 млрд.

Расходы по услугам ремонта и обслуживания в составе производственных расходов превысили ₸136.9 млрд, что на 41.7% больше прошлогоднего результата. Расходы на электроэнергию сложились на уровне ₸83.0 млрд (+52.4%), а транспортные расходы сократились до ₸62.3 млрд (-19.4%).

Расходы по транспортировке и реализации выросли до ₸145.7 млрд. Общие и административные расходы сократились до ₸94.3 млрд (₸110.8 млрд годом ранее) во многом за счёт эффекта высокой базы прошлого года. В январе-июне 2024 года расходы по доверительному управлению КМГ составили ₸21.0 млрд. В отчётном периоде компания таких расходов не несла. Расходы по заработной плате в составе общих и административных расходов подросли до ₸43.3 млрд (+1.9%).

Финансовые затраты в январе-июне 2025 года сложились на уровне ₸164.0 млрд, что немногим меньше уровня аналогичного периода прошлого года. В отчётном периоде компания получила отрицательную курсовую разницу в объёме ₸22.7 млрд в сравнении с прибылью в ₸39.3 млрд в первом полугодии 2024 года. В январе-июне 2025 года средний курс тенге к доллару США по данным Bloomberg снизился на 14% и составил ₸512.2 за \$1. Общий объём расходов превысил ₸4 286.4 млрд, что на 6.8% больше, чем годом ранее.

Рост маржинальности бизнеса. Операционная прибыль в первом полугодии 2025 года повысилась на 7.4% и превысила ₸887.3 млрд. Маржа операционной прибыли составила 19.7% в сравнении с 19.5% годом ранее. Прибыль EBITDA составила ₸1 218.4 млрд (+7.4%). Маржа прибыли EBITDA увеличилась с 26.8% до 27.1%.

Снижение чистой прибыли. В условиях опережающих темпов роста расходов относительно доходов чистая прибыль КМГ в январе-июне 2025 года снизилась на 2.8% до ₸534.4 млрд, но во втором квартале повысилась сразу на 37.1% до ₸341.9 млрд. Сильные результаты за второй квартал позволили сгладить слабые результаты января-марта 2025 года.

Снижение цен на нефть оказывает давление на доходы КМГ. Отрицательная динамика снижения выручки от продажи сырой нефти в последней четверти 2024 года и в первом полугодии 2025 года оказалась не случайной. По данным Bloomberg, нефть марки Brent в октябре-декабре 2024 года опускалась в моменте к границам \$71 за баррель, а её средняя стоимость в данный период составляла \$74 за баррель, что на 10.7% меньше результата аналогичного периода прошлого года в \$82.9 за баррель.

В январе-июне 2025 года ситуация только ухудшилась. Средняя стоимость нефти марки Brent по данным Bloomberg за данный период снизилась на 15.1% до \$70.8 за баррель в сравнении с \$83.4 за баррель в первом полугодии 2024 года. В настоящий момент цены на нефть торгуются ниже среднего значения первых шести месяцев года и торгуются в коридоре \$66-67 за баррель.

Заметное снижение чистого долга. Комфортная долговая нагрузка. Несмотря на рост размера долговых обязательств в 2024 году, компания поддерживает комфортный уровень долговой нагрузки. В сентябре прошлого года КМГ осуществила досрочное погашение долларовых облигаций в размере \$750 млн (объём выпуска \$1 млрд).

Досрочное погашение позволило не только снизить уровень долговой нагрузки, дать сигнал международным рейтинговым агентствам потенциально пересмотреть кредитный рейтинг

компании (рейтинг был повышен в июне 2025 года). Кроме того, досрочное погашение долговых ценных бумаг позволило сэкономить \$92.7 млн на купонных выплатах (более 50.2 млрд тенге по текущему курсу USDKZT).

Долг компании на конец второго квартала 2025 года превысил ₸892.3 млрд в сравнении с ₸967.4 млрд на начало года. Отношение показателя долг/EBITDA составило 1.6x в сравнении с 1.7x в 2024 году.

Чистый долг компании продолжил снижаться и относительно 2022 года сократился более чем в два раза до ₸877.2 млрд. Отношение показателя чистый долг/EBITDA (TTM), по нашим оценкам, опустилось ниже 0.4x в сравнении с 1.0x в 2022 году. Текущий уровень показателя сигнализирует о комфортной долговой нагрузке компании.

Standard&Poor's повысило кредитный рейтинг. В июне текущего года международное рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило международный кредитный рейтинг КМГ до инвестиционного уровня. Повышение рейтинга на одну ступень с «BB+» до «BBB-» в первую очередь было связано со значительным снижением размера долга компании, что вместе с улучшением бизнес-процессов даёт возможности компании абсорбировать возросшие инвестиции, справляться с волатильностью цен на нефть и потенциальными перебоями с поставками нефти.

Стабильный прогноз отражает ожидания Standard&Poor's, что ожидаемое увеличение капитальных расходов КМГ останется под контролем. По оценкам кредитного агентства, соотношение от операционной деятельности (FFO) к долгу будет стабильно превышать 45%.

По оценкам аналитиков рейтингового агентства, КМГ, за последние четыре года сократил уровень скорректированного чистого долга более чем вдвое, до \$3.8 млрд к концу 2024 года. Standard&Poor's прогнозирует, что уровень скорректированного FFO (средства от операционной деятельности) к долгу с 2023 года превысил 60% и, по ожиданиям, сохранится на этом уровне в 2025-2026 годах даже при ценах на нефть \$60-65 за баррель.

Тем не менее, даже в условиях увеличения объёма капиталовложений в нефтехимические проекты, аналитики оценивают, что уровень FFO к долгу сохранится в диапазоне 45–60%, что соответствует финансовой политике компании.

Риски перебоев поставок казахстанской нефти на экспорт. Не секрет, что более 80% от объёма экспортируемой нефти Казахстана транспортируется через Каспийский трубопроводный консорциум (КТК). Через мощности данного трубопровода транспортируется порядка 2/3 экспортной нефти КМГ.

Высокая концентрация казахстанской нефти и, как следствие, нефти КМГ на мощностях одного трубопровода создаёт высокие геополитические и операционные риски, особенно в условиях продолжающегося военного конфликта между Россией и Украиной. Возникающие периодически атаки БПЛА на инфраструктуру КТК и порта Новороссийск, откуда экспортируется львиная доля казахстанской нефти, сигнализируют об уязвимости черноморских маршрутов Казахстана.

После событий 2022 года КМГ предприняла попытки диверсификации экспортных поставок нефти. Однако, несмотря на локальные успехи, эти усилия не могут в полной мере служить альтернативой полноценной замены КТК.

Инвестиционная оценка. Для оценки справедливой стоимости долевых финансовых инструментов КМГ мы применили «модель

дисконтирования свободных денежных потоков акционерам» (Discounted Cash Flow – Free Cash Flow for to Equity, DCF – FCFE).

Модель DCF – FCFE построена на основе наших прогнозов производственных и финансовых показателей эмитента на 2025–2030 годы с используемыми прогнозными значениями уровня отпускных цен реализации нефти, газа и других нефтепродуктов и прогнозного обменного курса USDKZT.

При этом мы учитываем, что фактические значения некоторых параметров могут существенно отклоняться от прогнозируемых нами значений под влиянием как внутренних, так и внешних факторов. Кроме того, часть показателей была спрогнозирована на основе субъективных оценочных суждений.

Выводы: Котировки КМГ, как и индекс KASE, обновили абсолютные исторические максимумы. С момента IPO последней четверти 2022 года акции компании без учёта полученных дивидендов с момента IPO выросли в 2.6 раза и стали лучшей инвестиционной идеей на отечественном рынке акций в последние годы.

Спекулятивный рост котировок компании накануне, прежде всего, был связан рядом факторов, главными из которых стали заметное восстановление цен на нефть (в моменте котировки нефти марки Brent торговались на уровне \$78-79 за баррель), ослабление курса тенге против доллара США до исторического минимума, а также преобладание покупательских настроений на биржах (многие индексы развитых и развивающихся стран показали высокие темпы роста с начала года и обновили рекордные максимумы).

Согласно обновлённой модели оценки, мы повысили справедливую стоимость акции КМГ до ₸24 256 и рекомендуем «покупать» долевые инструменты компании. Дополнительный импульс котировкам компании могут оказать перспективы роста размера дивиденда. Компания может похвастаться крупным объёмом ликвидности на балансе и имеет возможности нарастить объёмы дивидендных выплат. К примеру, во втором квартале на дивиденды компания направила немногим более ₸300 млрд, что составляет порядка 10% от текущего объёма ликвидности (денежные средства и краткосрочные банковские вклады).

Приложение 1. Расчёт справедливой стоимости акций КМГ

млн ₸	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
EBIT	1 552 131	1 981 873	2 416 038	2 832 943	3 061 825	3 260 891
Амортизация	712 880	733 832	727 556	735 690	751 582	769 887
EBITDA	2 265 011	2 715 705	3 143 593	3 568 632	3 813 407	4 030 777
-Расходы по подоходному налогу	302 529	380 202	465 116	658 420	737 052	814 243
-Капитальные расходы	712 880	733 832	727 556	735 690	751 582	769 887
-Изменение в оборотном капитале	-156 698	-7 200	115 717	122 041	89 655	116 281
Свободные денежные потоки	1 406 301	1 608 871	1 835 204	2 052 482	2 235 118	2 330 367
WACC	16.4%					
Дисконтированные денежные потоки	1 347 030	1 323 785	1 297 113	1 246 148	1 165 703	1 044 020
Потоки в стадии роста (PV)	7 423 800					
Терминальная стоимость	18 677 760					
Терминальная стоимость (PV)	8 367 766					
Стоимость Компании	15 791 566					
Чистый долг	877 236					
Миноритарный интерес	115 016					
Акционерная стоимость Компании	14 799 314					
Кол-во акций в обращении (млн)	610					
Справедливая стоимость, ₸/акция	24 256					
Текущая цена, ₸/акция	21 840					
Потенциал роста/(снижения)	11%					
Рекомендация	Покупать					

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 2. Чувствительность к стоимости акционерного капитала

		Чувствительность к стоимости акционерного капитала, ₸				
		WACC				
		14.4%	15.4%	16.4%	17.4%	18.4%
PGR	2.00%	16 184 356	14 913 097	13 819 830	12 869 846	12 036 898
	2.50%	16 626 938	15 277 139	14 122 858	13 124 703	12 253 187
	3.50%	17 633 764	16 096 898	14 799 314	13 689 370	12 729 273
	4.00%	18 209 692	16 560 645	15 178 413	14 003 276	12 992 090
	4.50%	18 843 715	17 066 886	15 589 333	14 341 491	13 273 796
		Целевая цена, ₸				
		WACC				
		16.2%	16.7%	17.2%	17.7%	18.2%
PGR	1.50%	26 527	24 443	22 651	21 094	19 729
	2.00%	27 252	25 040	23 148	21 512	20 083
	2.50%	28 902	26 383	24 256	22 437	20 864
	3.00%	29 846	27 143	24 878	22 952	21 294
	3.50%	30 885	27 973	25 551	23 506	21 756
		Потенциал роста				
		WACC				
		16.2%	16.7%	17.2%	17.7%	18.2%
PGR	1.50%	21%	12%	4%	-3%	-10%
	2.00%	25%	15%	6%	-2%	-8%
	2.50%	32%	21%	11%	3%	-4%
	3.00%	37%	24%	14%	5%	-2%
	3.50%	41%	28%	17%	8%	0%

Приложение 3. Отчёт о прибылях и убытках

₹ млн	2021	2022	2023	2024	2022-2023 % изм. г/г	2023-2024 % изм. г/г
Выручка и прочие доходы	7 275 467	9 827 313	9 242 104	9 237 960	-6.0%	0.0%
Выручка по договорам с покупателями	6 459 335	8 693 081	8 319 543	8 330 261	-4.3%	0.1%
Доля в прибыли СП	680 292	991 310	534 177	531 230	-46.1%	-0.6%
Финансовый доход	19 835	0	186 225	16 410	-	-91.2%
Доход от выбытия СП	85 226	120 603	146 781	307 682	21.7%	109.6%
Прочий операционный доход	30 779	22 319	55 378	52 377	148.1%	-5.4%
Расходы и затраты	-6 020 157	-8 028 376	-8 045 634	-7 780 626	0.2%	-3.3%
Себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочи материалов	-3 607 202	-4 960 176	-4 621 881	-4 347 011	-6.8%	-5.9%
Производственные расходы	-721 057	-1 144 241	-1 219 722	-1 398 604	6.6%	14.7%
Налоги кроме КПН	-461 244	-677 921	-594 080	-592 984	-12.4%	-0.2%
Износ, истощение и амортизация	-523 044	-506 900	-599 543	-642 666	18.3%	7.2%
Расходы по транспортировке и реализации	-183 439	-205 352	-245 525	-267 824	19.6%	9.1%
Общие и административные расходы	-151 392	-160 479	-165 897	-254 148	3.4%	53.2%
Обесценение основных средств, активов по разведке и других активов	-20 724	-19 917	-248 140	-69 733	-	-71.9%
Расходы по разведке	-79 083	-	-	-	-	-
Финансовые затраты	-262 823	-308 055	-321 630	-346 096	4.4%	7.6%
Положительная курсовая разница, нетто	17 565	40 089	25 222	185 459	-37.1%	635.3%
Прочие расходы	-27 714	-85 424	-54 438	-47 019	-36.3%	-13.6%
Прибыль/(убыток) до учета подоходного налога	1 255 310	1 798 937	1 196 470	1 457 334	-33.5%	21.8%
Расходы по подоходному налогу	-321 248	-492 377	-269 792	-363 087	-45.2%	34.6%
Чистая прибыль	934 062	1 306 560	926 678	1 094 247	-29.1%	18.1%

Источник: КМГ, Расчеты Halyk Finance

Приложение 4. Бухгалтерский баланс

₹ млн	2022	2023	2024	2023-2024 % изм. г/г	6М2025	6М2025-2024 % изм. г/г
Активы	16 656 890	16 941 101	18 934 647	11.8%	19 053 866	0.6%
Обязательства	6 789 464	6 544 487	7 010 363	7.1%	6 999 715	-0.2%
Собственный капитал	9 867 426	10 396 614	11 924 284	14.7%	12 054 151	1.1%

Источник: КМГ, Расчеты Halyk Finance

Приложение 5. Отчёт о движении денежных средств

₹ млн	2023	2024	2023-2024 % изм. г/г	6М2024	6М2025	6М2025-6М2024 % изм. г/г
Операционная деятельность	1 667 614	1 843 852	10.6%	873 433	943 985	8.1%
Инвестиционная деятельность	-759 636	-1 042 955	37.3%	90 352	-25 348	-
Финансовая деятельность	-604 362	-780 560	29.2%	-383 521	-332 193	-13.4%

Источник: КМГ, Расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться 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 ценными 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. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. 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 ценными 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.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance