

Дата отчета	03.10.2025
Текущая цена, тг.	22 150
Целевая цена, тг.	22 359
Потенциал роста, %	0,9%

#### Финансовые результаты за 1П 2025 г.

Выручка, млрд тг.	4 500
ЕБИТДА, млрд тг.	1 142
Чистая прибыль, млрд тг.	534

#### Финансовое положение на 30 июня 2025 г.

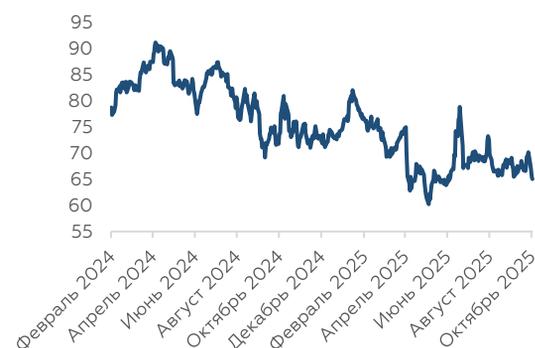
Активы, млрд тг.	19 054
Обязательства, млрд тг.	6 999
Общий долг, млрд тг.	3 892
Капитал, млрд тг.	12 054
ROA, %	5,7%
ROE, %	9,0%
ЕБИТДА маржа, %	23,4%
P/E	12,5x
EV/ ЕБИТДА	6,5x

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



АО «КазМунайГаз» (далее - «Компания», «КМГ») завершило первое полугодие 2025 года с устойчивыми операционными и финансовыми результатами, несмотря на давление снижения мировых цен на нефть. Рост переработки и продаж нефтепродуктов, стабильная работа казахстанских и румынских НПЗ, а также ослабление тенге обеспечили компенсацию снижения доходов от экспорта сырой нефти и газа. В результате компания зафиксировала рост выручки, ЕБИТДА и свободного денежного потока. Чистая прибыль продемонстрировала умеренное снижение вследствие ценового давления и роста издержек, однако долговая нагрузка продолжила сокращаться, а ликвидность — расти, что укрепило баланс и снизило чувствительность к внешним рискам. Существенным драйвером инвестиционной привлекательности стало повышение кредитного рейтинга КМГ агентством S&P до уровня «BBB-» с прогнозом «Стабильный», что подтверждает консервативную финансовую политику и устойчивость денежных потоков. **Учитывая продемонстрированную устойчивость Компании в условиях снижения цен на нефть за счёт роста переработки и увеличения доли нефтепродуктов в выручке, справедливая стоимость акций КМГ пересмотрена в сторону повышения и установлена на уровне 22 359 тенге. На дату отчёта бумаги Компании торгуются близко к справедливой стоимости, поэтому инвестиционная рекомендация подтверждается на уровне – «Держать».**

**Финансовые результаты: рост выручки и денежного потока при умеренном снижении прибыли** В первом полугодии 2025 года выручка КМГ увеличилась на 6,2% до 4 500 млрд тенге, при этом структура доходов сместилась в пользу более маржинальных направлений. Снижение мировых цен на нефть (Brent -14,5%, КЕВСО -13,7%) оказало давление на продажи сырой нефти и газа, которые сократились на 8,8% до 2 375 млрд тенге. Этот эффект был компенсирован ростом продаж нефтепродуктов на 37% до 1 630 млрд тенге благодаря увеличению объёмов переработки углеводородного сырья, более высокой загрузке и стабильной работе НПЗ KMG International и казахстанских заводов после ремонтов 2024 года. Дополнительную поддержку оказало ослабление тенге к доллару США, что смягчило ценовое давление. В совокупности эти факторы позволили компенсировать негативный эффект снижения мировых цен на нефть и уменьшения объёмов добычи на Кашагане, где сохраняется повышенный газовый фактор (рост доли газа в добываемом углеводородном потоке при снижении выхода нефти).

Рост производственных расходов (+18,7%) связан с удорожанием услуг подрядчиков, ремонта и электроэнергии, а также с увеличением расходов на персонал.

ЕБИТДА за полугодие увеличилась на 16,1% до 1 142 млрд тенге, а скорректированный показатель ЕБИТДА, включающий дивиденды от СП вместо доли в прибыли, вырос на 23,7% до 1 267 млрд тенге.

Свободный денежный поток поднялся на 12,9% до 682 млрд тенге благодаря росту операционных потоков и снижению капитальных затрат. Таким образом, ключевые денежные показатели указывают на повышение качества операционных потоков и сохраняющуюся способность компании обеспечивать финансирование инвестиций и дивидендов. Чистая прибыль, напротив, снизилась на 2,8% до 534 млрд тенге против 550 млрд тенге годом ранее вследствие снижения мировых цен на нефть, роста расходов на амортизацию, сокращения прочего финансового дохода, меньшего эффекта от выбытия дочерних организаций, а также отрицательной курсовой разницы.

Динамика долга



### Снижение долговой нагрузки и рост ликвидности

Сильный свободный денежный поток и рост дивидендов от совместных предприятий позволили КМГ существенно укрепить баланс. Чистый долг продолжает сокращаться из квартала в квартал и на 30 июня 2025 года составил 803 млрд тенге, тогда как общий долг уменьшился до 3 892 млрд тенге. Одновременно объём денежных средств и их эквивалентов увеличился на 48% до 1 801 млрд тенге, а совокупная ликвидность с учётом депозитов достигла 3 089 млрд тенге. Такая динамика снижает финансовые риски и повышает устойчивость компании к внешним шокам. Несмотря на валютную структуру долга (71% в долларах США), долларовая выручка обеспечивает естественный хеджинг и смягчает влияние колебаний курса на прибыль.

27 июня 2025 года международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings пересмотрело кредитный профиль КМГ и повысило его рейтинг с «BB+» до «BBB-» с прогнозом «Стабильный». По мнению агентства, улучшение показателей компании – сокращение долговой нагрузки, рост устойчивых денежных потоков и проведение консервативной финансовой политики – усилило её кредитоспособность. Новая оценка отражает более высокую способность КМГ поддерживать крупные инвестиционные программы и сохранять устойчивость к ценовой волатильности и возможным перебоям в транспортировке нефти, что снижает кредитные риски и укрепляет доверие инвесторов.

### ESG и климатическая повестка

В конце мая КМГ опубликовал Отчет об устойчивом развитии за 2024 год, в котором представлены ключевые результаты деятельности Компании в области экологии, социальной ответственности и корпоративного управления за период 2022–2024 годов. Документ подготовлен в соответствии с международными стандартами отчетности GRI Standards 2021 и прошел независимую верификацию, что подтверждает корректность и прозрачность раскрываемой информации.

### Оценка и обновление модели

В модели были учтены обновлённые прогнозы по ключевым проектам, а также изменения в структуре капитала Компании вследствие снижения чистого долга. В июне Компания пересмотрела планы по добыче на крупнейших активах - по Кашагану прогноз добычи нефти на 2025 год был повышен с 17,8 млн тонн до 18 млн тонн (доля КМГ – 16,88%), по Карачагану обновлённый прогноз предусматривает 11,14 млн тонн нефти против прежних 10,78 млн (доля КМГ – 10%). Эти корректировки усиливают ожидания по операционным результатам и денежным потокам в среднесрочной перспективе, в дополнение к тому, что по итогам пяти месяцев 2025 года добыча нефти на Тенгизе превысила план на 5%. Значимым фактором повышения оценки стало сокращение чистого долга. В соответствии с формулой расчёта стоимости собственного капитала, уменьшение долговой нагрузки напрямую увеличивает стоимость, приходящуюся на акционеров, при прочих равных условиях. Эти факторы в совокупности частично нивелировали отрицательное влияние пересмотра прогнозных цен на нефть в сторону снижения.

**С учётом внесённых изменений справедливая стоимость акций КМГ повышена до 22 359 тенге, что практически соответствует текущим рыночным котировкам (апсайд 0,9%). Инвестиционная рекомендация – «Держать»**

млрд. тенге	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Выручка</b>	<b>9 755</b>	<b>10 311</b>	<b>11 259</b>	<b>12 504</b>	<b>13 337</b>
Расходы	-8 913	-9 397	-10 323	-11 462	-12 324
Чистая прибыль	1 181	1 207	1 229	1 316	1 297
Маржа прибыли	12%	12%	11%	11%	10%
<b>EBITDA</b>	<b>2 361</b>	<b>2 251</b>	<b>2 348</b>	<b>2 546</b>	<b>2 582</b>
Маржа EBITDA	24%	22%	21%	20%	19%
<b>ЧДП</b>	<b>1 232</b>	<b>1 175</b>	<b>1 192</b>	<b>1 262</b>	<b>1 260</b>

**Адрес:**

Казахстан, 050060, г. Алматы,  
ул. Абиш Кекилбайулы, 34  
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

**Электронная почта:**

sales@sbinvest.kz

## Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получают прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.