



Дата отчета	29.07.2026
Тикер	KMGZ
Текущая цена, теңге	34 591
Целевая цена, теңге	30 164
Потенциал роста, %	-12,8%

Финансовые результаты за 1-й кв. 2026 г.

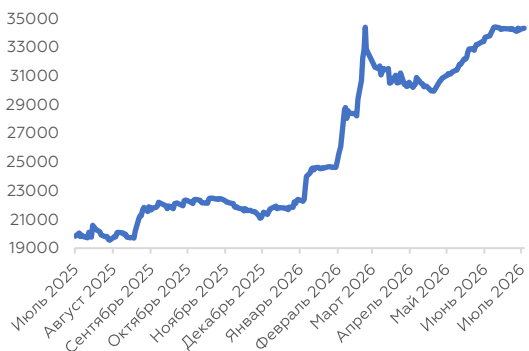
Выручка, млрд теңге	2 481
EBITDA, млрд теңге	775
Чистая прибыль, млрд теңге	373

Финансовое положение на 31 марта 2026 г.

Активы, млрд теңге	19 003
Обязательства, млрд теңге	6 679
Общий долг, млрд теңге	3 504
Капитал, млрд теңге	12 325

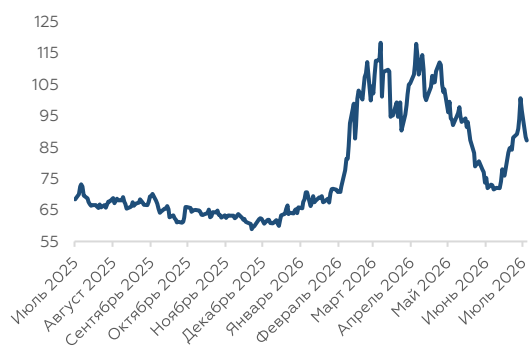
ROA, % (LTM)	6,4%
ROE, % (LTM)	10,0%
EBITDA маржа, % (1кв 2026)	31,2%
P/E (LTM)	17,4x
EV/EBITDA (LTM)	7,3x

Изменение цены акции, теңге



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



Источник: Bloomberg

В 1-м квартале 2026 года АО «НК «КазМунайГаз» (далее «КМГ») показало сильный рост прибыли и рентабельности при слабой операционной динамике и отрицательном свободном денежном потоке. Чистая прибыль почти удвоилась год к году, а рост цен на нефть компенсировал снижение добычи на 12,0%. При этом результаты компании остаются чувствительными к стабильности добычи на крупных проектах, прежде всего на Тенгизе, бесперебойности экспортной инфраструктуры Каспийского трубопроводного консорциума (КТК) и к динамике курса теңге.

По итогам пересмотра модели мы повысили оценку справедливой стоимости акций КМГ, главным образом за счет более высоких прогнозов цен на нефть в ближайших кварталах. Положительный эффект частично сдерживает небольшое снижение ожиданий по добыче на Тенгизе до конца года и по связанным объемам транспортировки через КТК. По нашей оценке, справедливая стоимость КМГ составляет 30 164 теңге за акцию — на 12,8% ниже текущей цены 34 591 теңге. Рекомендация — «Держать».

Финансовые результаты

Выручка КМГ в 1-м квартале 2026 года выросла на 10,7% год к году, до 2 481 млрд теңге, несмотря на снижение добычи нефти и газового конденсата на 12,0%. Сокращение объемов было компенсировано ростом средней цены Brent на 7,1%, до \$81,13 за баррель, и практически нулевым дисконтом KECO. Укрепление среднего курса теңге на 2,5% — до 497,09 теңге за доллар против 510,05 теңге в 1-м квартале 2025 года — частично ограничило рост экспортной выручки в теңге.

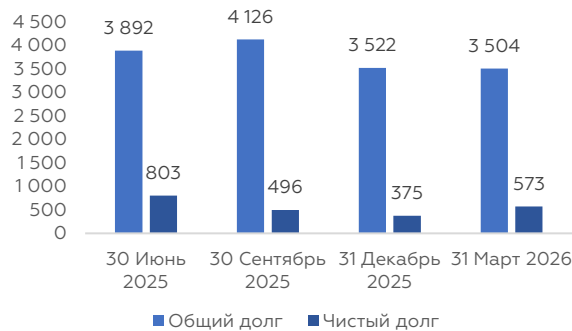
Снижение добычи было сосредоточено на мегапроектах: объемы сократились на 27,3%, в том числе на Тенгизе — на 39,1% из-за аварии на трансформаторах и ограничений КТК. Добыча на собственных операционных активах КМГ увеличилась на 0,9% год к году, но снизилась на 3% к предыдущему кварталу. Падение транспортировки через КТК на 24,8% было компенсировано другими маршрутами, поэтому совокупная транспортировка уменьшилась лишь на 0,8%. Переработка снизилась на 2,8% преимущественно из-за плановых ремонтов на ТОО «ПетроКазахстан Ойл Продактс» и НПЗ «Петромидия».

EBITDA с учетом доли в прибыли совместных и ассоциированных компаний выросла на 33,0%, до 775 млрд теңге, а EBITDA маржа — с 26,0% до 31,2%. Опережающий рост относительно выручки обеспечили умеренная динамика основных затрат и увеличение прибыли совместных и ассоциированных компаний, поддержанное более высокими ценами на нефть.

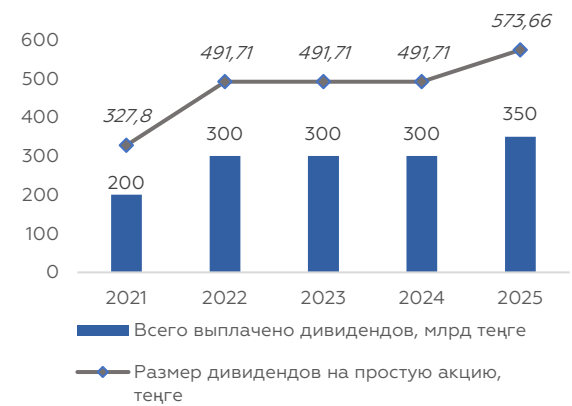
Скорректированная EBITDA, учитывающая фактически полученные дивиденды от совместных предприятий и ассоциированных компаний вместо доли в их прибыли, увеличилась лишь на 6,8%, до 591 млрд теңге. Более слабая динамика скорректированной EBITDA связана с низким объемом дивидендов, полученных в отчетном периоде: 12 млрд теңге при доле в прибыли совместных и ассоциированных компаний в размере 196 млрд теңге. Разрыв в значительной степени носит календарный характер: уже после отчетной даты — в апреле — КМГ получил около 140 млрд теңге от ТОО «Тенгизшевройл» (ТШО) и 24,5 млрд теңге от ТОО «КС Energy Group» (СП, которому была передана деятельность ТОО «PETROSUN»). Эти поступления будут отражены в скорректированной EBITDA 2-го квартала.

Чистая прибыль выросла на 93,8%, до 373 млрд теңге. Рост обеспечили увеличение выручки и доли в прибыли совместных и ассоциированных компаний, снижение финансовых расходов, а также сокращение затрат на обесценение и геологоразведку с 22,5 млрд теңге до 0,1 млрд теңге.

Динамика долга



Динамика дивидендных выплат



Прогнозные показатели

млрд теңге	2026	2027	2028	2029	2030
Выручка	11 762	11 292	11 210	11 385	11 550
Расходы	(10 258)	(9 934)	(9 945)	(10 150)	(10 351)
Чистая прибыль	1 844	1 679	1 608	1 587	1 561
Маржа ЧП	16%	15%	14%	14%	14%
EBITDA	3 312	2 950	2 855	2 842	2 822
Маржа EBITDA	28%	26%	25%	25%	24%
ЧДП	1 782	1 686	1 584	1 563	1 537

Источник: прогноз SkyBridge Invest

Свободный денежный поток составил -78 млрд теңге против +283 млрд теңге годом ранее. Снижение было обусловлено оттоком в оборотный капитал, низкими дивидендными поступлениями от совместных и ассоциированных компаний в отчетном периоде и ростом капитальных затрат до 237 млрд теңге. В результате операционный денежный поток не покрыл инвестиционные расходы.

Долговая нагрузка и ликвидность

Чистый долг на конец 1-го квартала 2026 года составил 573 млрд теңге при общем долге 3 504 млрд теңге. Денежные средства и депозиты достигли 2 932 млрд теңге, покрывая около 84% общего долга, хотя их объем снизился на 6,8% к концу 2025 года преимущественно из-за финансирования инвестиционных проектов.

Дивиденды

По итогам 2025 года КМГ выплатил акционерам рекордные 350 млрд теңге, или 573,66 теңге на акцию (дивидендная доходность 1,66%), что на 16,7% выше выплат за 2022–2024 годы — по 300 млрд теңге, или 491,71 теңге на акцию ежегодно. Повышение дивидендов после трех лет стабильных выплат является позитивным сигналом для акционеров, однако дальнейшая динамика будет зависеть от генерации свободного денежного потока на фоне реализации капиталоемких инвестиционных проектов.

Оценка и обновление модели

Мы актуализировали фактические показатели на основе опубликованной отчетности и пересмотрели прогнозные предпосылки, в результате чего стоимость 100% капитала КМГ составила 18 403 758 млн теңге, или 30 164 теңге за акцию.

Основным фактором повышения оценки стал пересмотр прогноза цен на нефть. Геополитические риски и ограничения поставок уже поддержали цены в 1-м квартале 2026 года. В ближайших кварталах мы ожидаем сохранения повышательных уровней с последующим постепенным снижением. Поскольку денежные потоки ближайших периодов имеют больший вес при дисконтировании, повышение прогноза цен на нефть на этом горизонте оказало наиболее существенное положительное влияние на оценку.

Оценку частично сдержало незначительное снижение прогноза добычи ТШО и соответствующих объемов транспортировки через КТК. Ранее модель предполагала около 8 млн тонн добычи на долю КМГ в 2026 году, исходя из работы проекта на полной мощности. С учетом текущей динамики добычи и перебоев с экспортом через КТК мы ожидаем, что отставание не будет полностью восполнено до конца года. Влияние этой корректировки существенно меньше положительного эффекта более высоких цен на нефть.

Усилившимся риском остается экологический спор вокруг Кашагана, не учтенный в нашей оценке. В рамках разбирательства оператору NCOC предъявлены требования на 2,36 трлн теңге; при их распределении пропорционально долям на КМГ может прийти около 398 млрд теңге. Для сравнения, чистая прибыль КМГ за 1-й квартал 2026 года составила 373 млрд теңге, а последние годовые дивиденды — 350 млрд теңге.

Наша оценка справедливой стоимости — 30 164 теңге за акцию, что на 12,8% ниже текущей рыночной цены 34 591 теңге. Потенциал дальнейшего роста котировок, обоснованного фундаментальными показателями, выглядит ограниченным, однако сильная динамика котировок, устойчивый спрос со стороны инвесторов и повышение дивидендов могут поддерживать текущую премию. Наша рекомендация — «Держать».

Адрес:

Казахстан, 050060, г. Алматы,
ул. Абиш Кекилбайулы, 34
БЦ «Capital Tower», 14-й 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 его 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 связано обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.