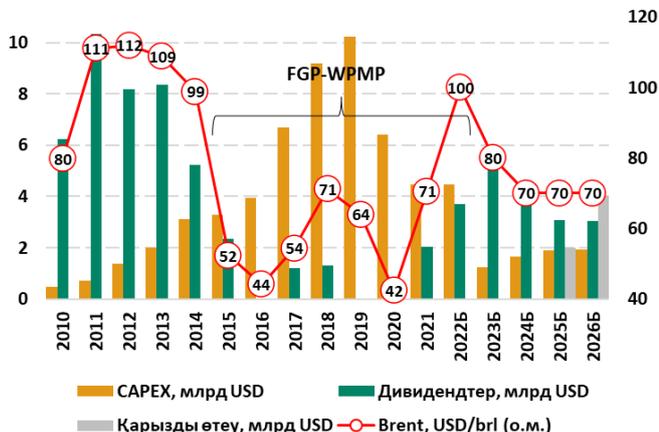


Біздің бағалауымыз бойынша, ҚМГ ҰК әділ құны \$14.5 млрд немесе 6.7 трлн теңгені құрайды, бұл бір акция үшін \$23.75 немесе 11 058 теңгеге сәйкес келеді. IPO шеңберінде акцияларды орналастыру бағасынан 8 406 теңге деңгейінде өсу әлеуеті (компанияның құны \$11 млрд) 32% құрайды. Біз ҚМГ ҰК акцияларын сатып алуды ұсынамыз.

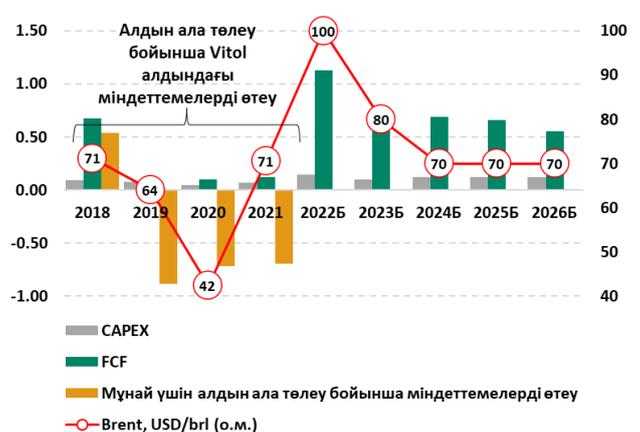
ҚМГ ҰК Қазақстанның ең табысты компанияларының бірі болып табылады. 2021 жылдың қорытындысы бойынша жалғасып жатқан қызметтен түскен таза пайда 844.9 млрд теңгені (2021 жылғы орташа бағам бойынша \$2 млрд) құрады, 2022 жылдың бірінші жартыжылдықта таза пайда 677 млрд теңгеге (\$1.5 млрд) жетті. Ірі инвестициялық жобаның аяқталуы нәтижесінде Теңізшевройл өндірудің өсуін күтілетін және ҚМГ Қашағаннан дивидендік кірістерінің өсуін назарға ала отырып, біз алдағы жылдары ҚМГ ҰК кірісі мен таза пайдасының едәуір ұлғаюын болжаймыз – таза пайда жыл сайын шамамен \$3 млрд құрайтын болады.

ҚМГ ҰК «Теңізшевройл» ЖШС-де (бұдан әрі-ТШО) 20% үлеске ие, ол өз кезегінде Теңіз және Королевское кен орындарында көмірсутектерді өндіруге құқылы. 2023 жылы FGP-WPMP ірі инвестициялық жобасын аяқтау жоспарлануда (2022 жылғы 1 шілдедегі жағдай бойынша жоба 93%-ға аяқталды). Бұл ТШО мұнай өндірісін ағымдағы 26-28-ден жылына 38-40 млн тоннаға дейін ұлғайтуға мүмкіндік береді. Біздің бағалауымыз бойынша, инвестициялық жоба аяқталғаннан кейін және мұнай өндірудің ұлғаюынан кейін ТШО-дан ҚМГ ҰК пайдасына дивидендтер жылына \$400 млн-нан \$800-\$1 000 млн-ға дейін өседі.

Дивидендтер, CAPEX және ТШО қарызын өтеу



FCF ҚМГ Қашаған Б.В., млрд USD



Дереккөз: компания деректері

Дереккөз: компания деректері

ҚМГ ҰК 100% ҚМГ Қашаған Б.В. тиесілі, ол Қашаған жобасында 16.88% иелік етеді. Қашаған кен орнының қоры тәулігіне 0.3 млн баррель (жылына шамамен 16 млн тонна) өндіру кезінде 16.1 млрд баррельді құрайды. 2022 жылы ҚМГ ҰК ҚМГ Қашаған Б.В.-дан \$567 млн. көлемінде алғашқы дивидендтер алды. ҚМГ Қашаған Б.В. мұнай үшін алдын ала төлем жасау бойынша Vitol компаниясы алдындағы міндеттемелерін толық өтеуді (соңғы 3 жылда \$2.3 млрд төленді) және ҚМГ-дағы 50% үлесті сатып алу есебінен осы жобадағы ҚМГ ҰК үлесін ұлғайтуды, ҚМГ Қашаған Б.В.-да қарыздардың жоқтығын және ірі күрделі шығындардың қажеттілігін жоқтығын ескере отырып алдағы жылдары ҚМГ Қашаған Б.В. ҚМГ ҰК-на пайдасына дивидендік төлемдерді (USD түрінде) ұлғайтады деп күтеміз.

Біз мұнай мен мұнай өнімдерінің бағасы таяу болашақта жоғары деңгейде сақталады деп күтеміз, бұл ҚМГ ҰК кірістерін жоғары деңгейде қолдайтын болады. Инфляцияның жоғары қарқыны, ОПЕК және ОПЕК+ келісіміне қатысушы елдер тарапынан жаһандық нарықта мұнай ұсынысының көлемін бақылау, сондай-ақ әлемдегі геосаяси шиеленістің өсуі мұнай бағасының жоғары деңгейде сақталуына ықпал ететін болады. Дегенмен, мұнай бағасының жоғары құбылмалылығын көрсете отырып, әділ құнды бағалау кезінде біз мұнайдың ұзақ мерзімді бағасын барреліне \$70 деңгейінде қолдандық.

КҚК жұмысында ықтимал тоқтау тәуекелдерін ескере отырып, біз ТШО, ҚМГ Қашаған Б.В. және Қарашығанақ бойынша мұнай өндіру болжамдарын нақты өндіру көлемінен (Қашаған және Қарашығанақ) және өндірудің болжамды көлемінен (ТШО) төмен қойдық. Мұнайды КҚК арқылы тасымалдаудың негізгі бағыты сақталады деп күтеміз. КҚК-ның ұзақ мерзімді тоқтауы бізге екіталай болып көрінеді, өйткені ол экономикалық жағынан тиімді емес және тараптардың ешқайсысы үшін геосаяси тұрғыдан орынды емес.

KASE Тикер	KMGZ
AIX Тикер	KMG
Ұсыныс	Сатып алу
Орналастыру бағасы, KZT	8 406
Нысаналы бағасы 12М, KZT	11 058
Күтілетін өсу әлеуеті	32%
Жай акциялар саны, млн	610
Орналастыру бағасы бойынша компанияның құны, млрд KZT	5 128
Негізгі акционерлер	
Самұрық-Қазына	90.42%
ҚРҰБ	9.58%

ҚазМұнайГаз, млрд.	2021	2022Б	2023Б
Кірістер және басқа кірістер	6 743	10 546	9 888
Шығындар	-5 676	-8 300	-8 113
ЕБИТДА*	1 609	2 832	2 415
ЕБИТДА өзгер.**	1 256	2 422	2 294
Таза пайда	1 197	2 056	1 618
Оның ішінде тоқтатылған қызметтен	352	0	0
Сарех	-410	-744	-716
Ақша қаражаттары мен баламалары	1 542	1 408	1 213
Меншікті капитал	8 159	10 015	10 604
Таза қарыз	2 204	2 265	2 353

* - ЕБИТДА = кірістер + бірлескен кәсіпорындар мен қауымдасқан компаниялардың кірістеріндегі үлес - сатып алынған мұнай, газ, мұнай өнімдерінің өзіндік құны және т. б. - өндірістік шығындар - ЖӘШ - тасымалдау және сату шығындары - салықтар, қоспағанда КТС
 ** - БК және қауымдастырылған компаниялардың кірістеріндегі үлестің орнына БК және қауымдастырылған компаниялардан алынған дивидендтер ескерілді

Борыш жүктемесі	2021	2022Б	2023Б
Таза борыш / ЕБИТДА	1.4	0.8	1.0
Таза борыш / ЕБИТДА өзгер.	1.8	0.9	1.0
Таза борыш (ЕБИТДА-Сарех-КТС)	2.3	1.2	1.5
Таза борыш/(ЕБИТДА өзгер.-Сарех-КТС)	3.5	1.5	1.7
Борыш / Капитал	0.5	0.4	0.3

Кредиттік рейтингер	Рейтинг	Болжам	Күні
S&P	BB+	негатив.	28.09.2022
Moody's	Baa2	тұрақты.	23.12.2021
Fitch	BBB-	тұрақты.	20.09.2021

Табыстылық	2021	2022Б	2023Б
ЕБИТДА табыстылығы өзгер.	19%	23%	23%
Таза пайда табыстылығы	18%	19%	16%
ROA	6%	14%	10%
ROE	10%	23%	16%

Сурет 1. ҚМГ ҰК мұнай және конденсат өндіру, млн тонна



Дереккөз: компания деректері

«ҚазМұнайГаз» ұлттық компаниясы (бұдан әрі – ҚМГ ҰК, ҚМГ, компания немесе Топ) қосылған құнды құрудың әрбір кезеңінде: барлау және өндіру, тасымалдау, қайта өңдеу және маркетинг, сапалы активтерге ие, Қазақстанның жетекші тігінен интеграцияланған мұнай компаниясы болып табылады. Компания Қазақстанда мұнай мен конденсат өндірудің 25%, табиғи газ өндірудің 15%, Қазақстанда мұнай өңдеудің 82% және мұнайды магистральдық құбырлар арқылы тасымалдаудың 52% қамтамасыз етеді. ҚМГ ҰК «ҚазМұнайГаз» ұлттық компаниясы 2002 жылы Қазақстан Республикасына тиесілі мұнай-газ активтерін шоғырландыру жолымен құрылды. Қазіргі уақытта компанияның 90.42%-ы Самұрық-Қазына ҰӘҚ арқылы Қазақстан Республикасының Үкіметіне тиесілі және 9.58% Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкіне тиесілі.

ҚМГ ҰК 100% бақылауындағы **өндіруші компаниялар** Өзенмұнайгаз (ӨМГ), Ембімұнайгаз (ЕМГ), Қазақтүрікмұнай (ҚТМ), Өріктау Оперейтинг (ӨО) болып табылады. ҚМГ ҰК сонымен қатар Теңізшевройл (20%), North Caspian Operating Company (16.88% ҚМГ Қашаған Б.В. арқылы), Karachaganak Petroleum Operating (10% KMG Karachaganak арқылы), Маңғыстаумұнайгаз (50% Mangistau Investment B.V. арқылы) және басқа өндіруші компанияларда да үлестерге ие. Айта кету керек, ТШО, NCOC және КРО әлемдік стандарттары бойынша бірінші дәрежелі активтер болып табылады.

Тасымалдау сегментінде ҚМГ ҰК «ҚазТрансОйл» АҚ-ның 90% тиесілі, ол Грузиядағы Батум мұнай терминалының 100% иелік етеді. Сондай-ақ, ҚМГ ҰК Қазақтеңізкөлікфлоты 100%, Қазақстан-Қытай құбырында 50%, МұнайТас құбырында 51% және Каспий құбыр консорциумында 20.75% тиесілі.

Мұнай өңдеу сегментінде ҚМГ ҰК Павлодар мұнай-химия зауытының 100% (ПМХЗ), Атырау мұнай өңдеу зауытының 99.53% (АМӨЗ), Caspi Bitum зауытының 50%, Шымкент МӨЗ-нің 49.72%, сондай-ақ 100% KMG International иелігінде, ол өз кезегінде Румыниядағы Petromidia және Vega МӨЗ-нің 54.63% иеленеді.

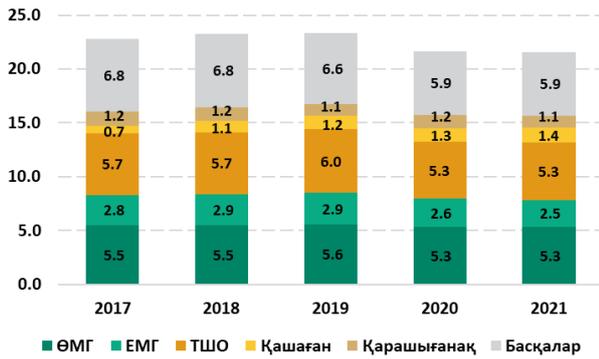
ҚМГ ҰК **қызметінің мұнай сервистік, инфрақұрылымдық және өзге де бағыттары** KMG Systems & Services (100%), Oil Services Company (100%), ТеңізСервис (49%) және т. б. үлестермен ұсынылған.

Қорлар және өндіру

2021 жылы ҚМГ ҰК жалпы өндірісі 21.64 млн тонна мұнай мен конденсатты немесе Қазақстандағы өндірістің жалпы көлемінің 25% құрады, бұл ретте ҚМГ ҰК 100% бақылауымен компаниялар 8.5 млн тонна өндірді. Қауымдастырылған компаниялар мен БК (2021 жылы 13.1 млн тонна) өндірген мұнайды негізінен KPMG International әлемдік бағамен сатып алады және шағын үстеме ақымен (трейдинг) қайта сатады. ҚМГ ҰК қауымдастырылған компаниялар мен БК-дан негізгі экономикалық пайданы олардан дивидендтер түрінде алады.

ҚМГ ҰК 2P санатындағы мұнайдың жалпы қоры (дәлелденген және ықтимал) 645 млн тоннаны

Сурет 2. Компаниялар бөлінісінде ҚМГ ҰК үлесіне мұнай және конденсат өндіру, млн тонна



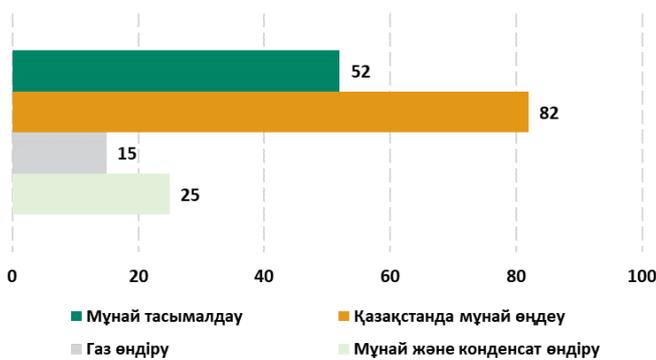
Дереккөз: компания деректері

Сурет 3. ҚМГ ҰК газ өндіру, млрд текше м.



Дереккөз: компания деректері

Сурет 5. 2021 ж. сегменттер бойынша ҚМГ нарығының үлесі, %



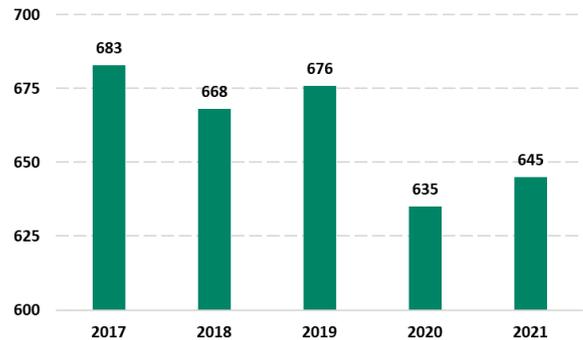
Дереккөз: компания деректері

құрайды, оның 61%-ы үш мегажобаға, 14%-ы ӨМГ-ға және 6%-ы ЕМГ-ға тиесілі.

ҚМГ ҰК газ өндіру 8.1 млрд текше метрді құрайды, өндірілетін газдың негізгі көлемі Теңіз, Қарашығанақ және Қашаған үш мегажобасына тиесілі.

Жалпы алғанда, ҚМГ ҰК бойынша көмірсутектермен қамтамасыз ету 2P бойынша 24 жылды құрайды, ал өндіруге 1P (дәлелденген) бойынша қорлардың еселігі 16.5 жылды құрайды, бұл мұнай саласының әлемдік көшбасшыларының ұқсас көрсеткішінен едәуір асып түседі. Осы қорларды ескере отырып, компания алдағы 10 жыл ішінде 240 миллион тонна мұнай өндіру және 299 миллион тонна мұнай қорын өсіру жоспарын алға тартты.

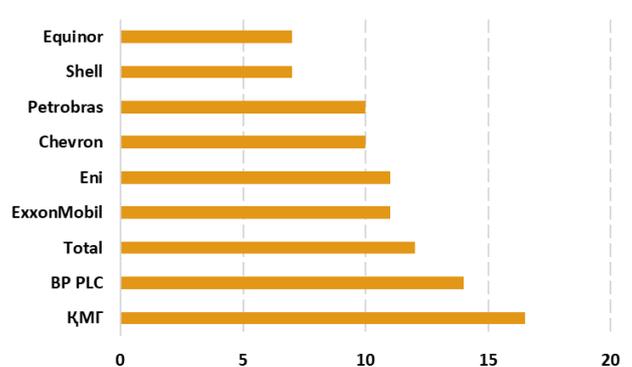
Сурет 4. ҚМГ ҰК көмірсутектер қорлары, млн тонна



2017-2018 жылдар кезеңінде ABC1 (мұнай) санатындағы қорлар, 2019-2021 жылдар кезеңінде 2P (көмірсутектер) санатындағы қорлар көрсетілген.

Дереккөз: компания деректері

Сурет 6. Мұнай мен конденсаттың дәлелденген қорларының еселігі (1P) 2020-2021 жж.



Дереккөз: компания деректері

Кесте 1. ҚМГ тобының құрылымы

ҚМГ тобының құрылымы

Шоғырландыру периметрі

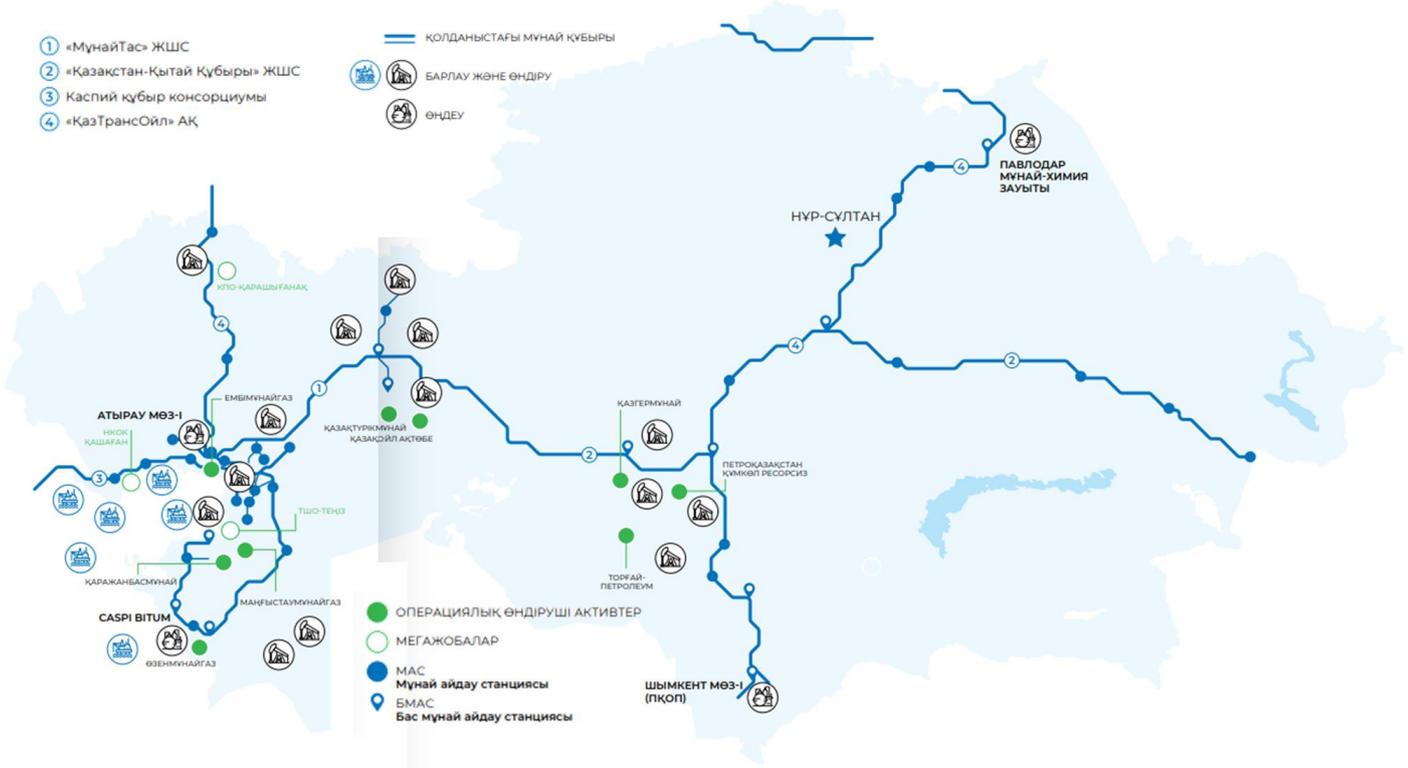
Бірлескен кәсіпорындар және негізгі еншілес және аффилирленген компаниялар

Өндіру	Тасымалдау	Қайта өңдеу және маркетинг	Мұнай сервисі және басқалар
<ul style="list-style-type: none"> ӨзенМұнайГаз (ӨМГ) – 100% Ембімұнайгаз (ЕМГ) – 100% Қазақтүрікмұнай (ҚТМ) – 100% ҚазМұнайТеңіз (ҚМТ) – 100% Өріқтау Оперейтинг (ӨО) – 100% Маңғыстаумұнайгаз (ММГ) – 50% Қазгермұнай (ҚГМ) – 50% ПетроҚазақстан Инк. (ПҚИ) – 33% Қаражанбасмұнай (ҚБМ) – 50% Қазақойл Ақтөбе (ҚОА) – 50% Мегажобалар: Теңізшевройл (ТШО) – 20% Қарашығанақ (ҚПО) – 10% Қашаған (НКОК) – 16.88% 	<ul style="list-style-type: none"> ҚазТрансОйл (ҚТО) – 90% Батуми Мұнай Терминалы – 100% Қазақстан – Қытай Құбыры (ҚҚК) – 50% МұнайТас (МТ) – 51% Каспий Құбыр Консорциумы (КҚК) – 20.75%* Қазақтеңізкөлікфлоты (ҚТКФ) – 100% 	<ul style="list-style-type: none"> Павлодар Мұнай-Химия Зауыты (ПМХЗ) – 100% Атырау Мұнай Өңдеу Зауыты (АМӨЗ) – 99.53% KMG International – 100% Petromidia – 54.63% Vega – 54.63% Шымкент Мұнай Өңдеу Зауыты (ПҚОП) – 49.72% Caspi Bitum – 50% 	<ul style="list-style-type: none"> KMG Systems & Services – 100% Oil Services Company – 100% Oil Construction Company – 100% Oil Transport Corporation – 100% ТеңізСервис – 49% KMG Nabors Drilling Company – 49% KMG Parker Drilling Company – 49% KMG Automation – 49% ҚазРосГаз (ҚРГ) – 50%

* ҚМГ арқылы 19% және Kazakhstan Pipeline Ventures (KPV) арқылы 1.75%

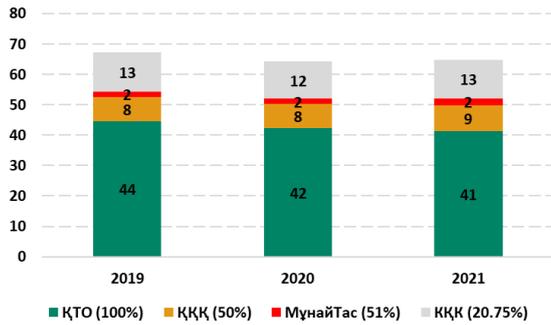
Дереккөз: компания деректері

Сурет 7. ҚМГ ҰК активтерінің картасы



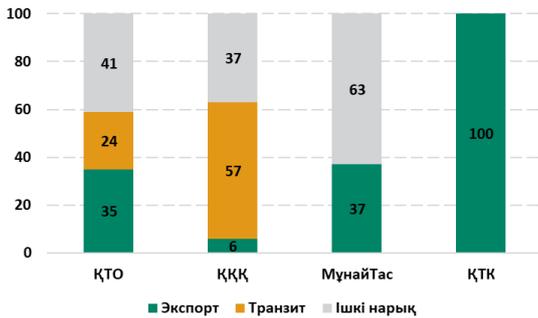
Дереккөз: компания деректері

Сурет 8. ҚМГ үлесіне мұнайды тасымалдау, млн тонна



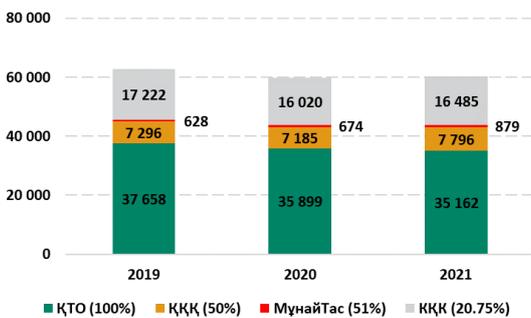
Дереккөз: компания деректері

Сурет 9. 2021 жылғы бағыттар бойынша мұнай тасымалдау құрылымы, %



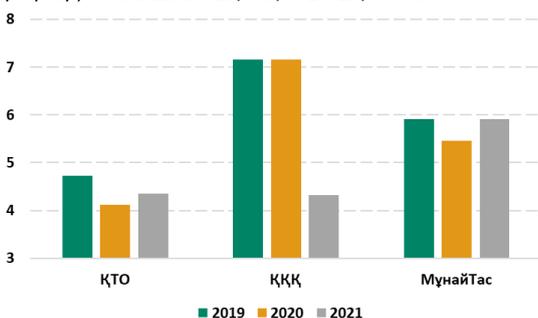
Мұнайды тасымалдаудың шоғырландырылған көлемі ҚМГ операциялық үлесін (ҚТО қоспағанда) ескере отырып, әрбір жеке құбыр компаниясын тасымалдау көлемін ескереді. Мұнай көлемінің бір бөлігін екі немесе үш құбыр компаниясы тасымалдай алады және сәйкесінше бұл көлемдер мұнай тасымалдаудың шоғырландырылған көлемін бір реттен артық есепке алынады. ҚТО тасымалдау көлемі 100% ұсынылған, өйткені ҚМГ осы активтің операциялық қызметін толық бақылайды.
Дереккөз: компания деректері

Сурет 10. ҚМГ үлесіне мұнайдың жүк айналымы, млн тонна*км



Дереккөз: компания деректері

Сурет 11. Мұнайды ішкі нарыққа тасымалдауға арналған тарифтер, тоннасына мың теңге 1 мың км-ге



Дереккөз: компания деректері

Мұнай тасымалдау

Мұнайды тасымалдау сегментіндегі негізгі актив қазақстандық МӨЗ-на, сондай-ақ Еуропа мен Қытайға экспортқа мұнай жеткізу жүзеге асырылатын ҚазТрансОйл (ҚТО) құбыр желісі болып табылады. Құбырлардың жалпы ұзындығы 5 372 км. Атырау-Самара мұнай құбырының қуаты жылына 17.5 млн тоннаны, Ақтау портының мұнай құю терминалдарының қуаты – жылына 5.2 млн тоннаны құрайды.

Қазақстан-Қытай Құбыры (ҚҚК) екі учаскеден тұрады: Кеңқияқ-Құмкөл және Атасу-Алашанькоу. Кеңқияқ-Құмкөл учаскесінің қуаттылығы жылына 10 млн тоннаны құрайды, ұзындығы 794 км. Атасу-Алашанькоу учаскесінің көрсеткіштері жылына 20 млн тонна және тиісінше 965 км. Осы құбыр арқылы мұнай Қытайға және ішкі нарыққа жеткізіледі, ол арқылы Ресей Федерациясынан Қытайға мұнай транзиті де қамтамасыз етіледі.

МұнайТас ұзындығы 449 км және қуаты жылына 6 млн тонна Атырау-Кеңқияқ мұнай құбырына иелік етеді. 2022 жылы реверс жобасы аяқталды, соның арқасында Атыраудан Кеңқияққа қарай мұнай айдау мүмкін болды. Бұған дейін айдау тек Кеңқияқтан Атырауға дейін жүзеге асырылған. Бұл жоба ҚР құбыр инфрақұрылымының сыртқы және ішкі нарықтардағы өзгерістерге икемділігі мен бейімделуін арттырады.

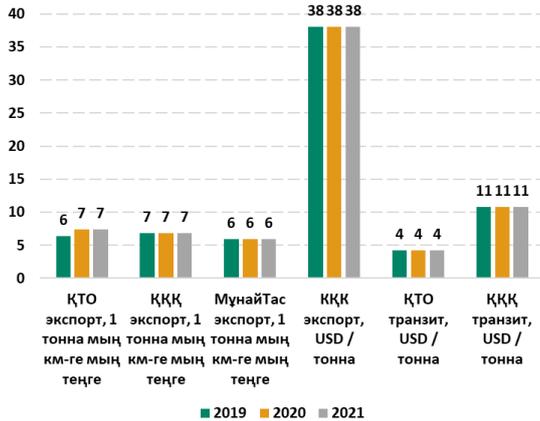
Каспий Құбыр Консорциумы (КҚК) өткізу қуаты жылына 67 млн тонна және ұзындығы 1 510 км мұнай құбырын иеленеді, оның ішінде мұнай құбырының 452 км қазақстандық учаскесіне тиесілі. Мұнай құбыры ҚР Атырау облысындағы кен орындарын Ресей Федерациясындағы Новороссийск теңіз портымен байланыстырады. Теңіз және Қашаған кен орындарында өндіру көлемін ұлғайту жоспарына байланысты КҚК өткізу қабілетін 80 млн тоннаға дейін ұлғайту жоспарлануда.

Қазақтеңізкөлікфлоты ұлттық теңіз тасымалдаушысы болып табылады және 5 мұнай құю танкерін (3-тен 12 мың тонна және 2-ден 115 мың тонна), 8 баржаны, 3 буксирді және 3 қосалқы кемені иеленеді. Тасымалдау Жерорта, Қара және Каспий теңіздерінде жүзеге асырылады. Каспий теңізі арқылы жылына шамамен 0.5-0.6 млн тонна мұнай, Қара және Жерорта теңізі арқылы жылына 9-10 млн тонна мұнай тасымалданады.

Мұнай экспортының балама жолдары. Ресей Федерациясы мен Украина арасындағы әскери қақтығыстың басталуымен Новороссийск портындағы КҚК арқылы мұнай жөнелтудегі үзілістер байқала бастады. Естеріңізге сала кетейік, қазақстандық мұнай экспортының шамамен 80%-ы дәл осы мұнай құбыры арқылы тасымалданады. Тасымалдаудағы үзілістердің ресми себептерінің арасында ауа-райы жағдайлары, Екінші дүниежүзілік соғыстың жарылмаған снарядтары, сондай-ақ Ресей Федерациясының экологиялық заңнамасының бұзылуы аталды. Бір жағынан, Ресей Федерациясына қатысты санкциялардың кеңеюі мұнайдың әлемдік бағасының өсуіне әкеледі (бұл ретте Ресей Федерациясы өз мұнайын дисконтпен сатады), екінші жағынан, КҚК жұмысындағы үзілістер қазақстандық мұнай компанияларының қызметіне айтарлықтай әсер етуі мүмкін. КҚК-мен қалыптасқан жағдайға байланысты Қазақстан мұнай экспорты бағыттарын әртараптандыру мүмкіндіктерін қарастыруда.

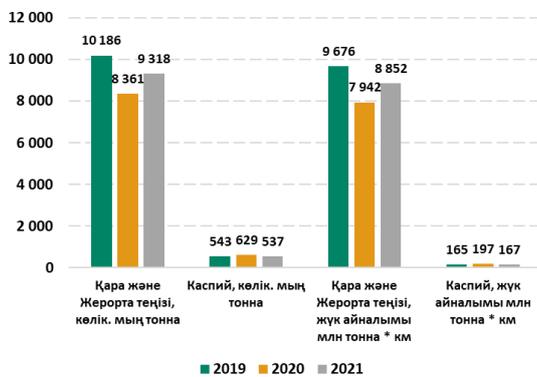
Ресей Федерациясының аумағын айналып өтетін мұнай экспортының бірнеше балама КҚК маршруттары бар. Бұл Қазақстан-Қытай Құбыры (ҚҚК), Баку-Тбилиси-Джейхан құбыры (БТД), Қазақстандық Каспий тасымалдау жүйесі

Сурет 12. Экспортқа және транзитке мұнай тасымалдауға арналған тарифтер



Дереккөз: компания деректері

Сурет 13. ҚТКФ тасымалдау және жүк айналымы



Дереккөз: компания деректері

(ҚКТЖ) және Өзбекстан мен Қырғызстанға теміржол цистерналарымен тасымалдау.

ҚР Энергетика министрлігінің басшысы ҚҚК ағындарын қайта бағыттау мақсатында ҚҚК қуатын кеңейту үшін кемінде 3 жыл қажет деп санайды. Бұл Атасу-Алашанькоу сегментінде жылына 20 млн тоннаны және Кеңқияқ-Құмкөл сегментінде жылына 10 млн тоннаны құрайтын қолданыстағы ҚҚК қуаттылығын кеңейтуді, сондай-ақ қуаттылығы жылына небәрі 6 млн тоннаны құрайтын Атырау-Кеңқияқ мұнай құбырын кеңейтуді білдіреді. Бұл ретте Қытайдың Қазақстаннан мұнайдың мұндай көлемін сатып алуға дайын екендігі туралы түсінік жоқ, өйткені Қытайдың ірі кен орындары Қазақстанмен шекаралас аудандарда орналасқан.

Қуаттылығы жылына 50 млн тоннаға жуық БТД мұнай құбыры 45-50%-ға ғана толды. Осы бағытты дамыту үшін Ақтауға дейінгі мұнай құбырларына инвестиция салу, Ақтау портын жаңғырту және кеңейту (ағымдағы қуаты жылына 5 млн тоннаға жуық) және Баку танкер флотының құрылысына және терминалдарының инфрақұрылымына инвестиция салу қажет. Қолданыстағы ҚҚК және БТД мұнай құбырларының акционерлері қуаттылықты кеңейтуге инвестиция сала бастауы үшін оларға мұнай құбырларын толтыру бойынша кепілдіктер және "мұнай айда немесе төле" форматындағы келісімшарттар қажет.

ҚКТЖ жобасын Қазақстан бұған дейін Қашаған кен орнынан мұнай тасымалдау нұсқаларының бірі ретінде қарастырған болатын. Бұл жоба іске асырылған жағдайда Құрық портына дейін мұнай құбырларын салу, Құрық портының қуатын кеңейту, Каспийде танкер флотын ұлғайту, Бакуде мұнай терминалдарын кеңейту көзделеді.

Теміржол цистерналарымен тасымалдау 1 тонна мұнайды тасымалдау құны тұрғысынан ең қымбат болып табылады, сонымен қатар бұл көптеген цистерналарды сатып алуды талап етеді, ҚР теміржол желісінің өткізу қабілеті мен инфрақұрылымына үлкен жүктеме түсіреді. Қосымша кемшілігі-Өзбекстан мен Қырғызстан мұнайды әлемдік бағамен сатып алмайды және айтарлықтай жеңілдіктер талап етеді. Сонымен қатар, бұл елдер қазір ҚҚК арқылы экспортталатын мұнайдың аз ғана бөлігін сатып ала алады.

Мұнайды тасымалдаудың баламалы ҚҚК маршруттарын іске асыру үшін Ресей Федерациясын айналып өту үшін айтарлықтай инвестициялар, серіктестермен уағдаластықтар және сату мерзімі 3 жылдан бастап қажет болуымен қатар, олардың барлығы тасымалдау құны тұрғысынан ҚҚК-мен салыстырғанда онша тиімді емес.

Мұнай маркетингі

ҚМГ ҰК 100% бақылауындағы компаниялар жылына шамамен 8.5 млн тонна мұнай өндіреді, оның 4.5 млн тоннасы ҚР ішінде өңдеуге жіберіледі. Қалған 4.0 млн тонна экспортқа жіберіледі, оның ішінде ҚМГ ҰК румындық МӨЗ-на шамамен 2.4-2.6 млн тонна түседі. Осылайша, румындық МӨЗ 2.4-2.6 млн тонна көлемінде қазақстандық мұнайды және 2.5-2.7 млн тонна көлемінде нарықтан мұнай сатып алады. Бұл ретте румын МӨЗ мұнайды әлемдік бағамен (оның ішінде қазақстандық компаниялар өндірген мұнайды) сатып алады.

ҚМГ ҰК-ның 100% бақылауымен компаниялар өндірген мұнайдан басқа, топ трейдингтік операцияларды негізінен қауымдасқан компаниялардан және БК-дан әлемдік бағаларға жақын бағалар бойынша өзінің меншік үлесіне пропорционалды түрде сатып алынатын мұнай есебінен жүзеге асырады. Бұл мұнай әрі қарай әлемдік нарықтарда аздаған үстемеақымен

қайта сатылады. Трейдингтік операцияларының көлемі жылына 12-13 млн тонна мұнайды құрайды.

ҚМГ ҰК қазақстандық МӨЗ-на топтың 100% бақылауымен компаниялар өндірген шамамен 4.5 млн тонна мұнай жібереді. Сондай-ақ, ЖЖМ шығымы шамамен 4.5 млн тоннаны құрайды, оның ішінде ішкі нарықта 3.6 млн тонна (авиакеросин, бензиндер, дизель отыны) және 0.9 млн тонна экспортталады (негізінен мазут, пеш отыны және өзге де қара мұнай өнімдері). Румындық МӨЗ өңдеуге 4.9-5.3 млн тонна мұнай қабылдайды, ЖЖМ шығымы 4.8-5.2 млн тонна ЖЖМ құрайды.

Мұнай өңдеу

ҚМГ ҰК Қазақстанда және Румынияда өзінің МӨЗ-ын жаңғыртуды аяқтады. Қазіргі уақытта компания мұнай өңдеу зауыттарын цифрландыру және қайта өңдеу кезінде шығындарды азайту арқылы тиімділікті одан әрі арттыру бойынша міндеттерді шешуге бағытталған. ҚМГ үлесіне тиесілі мұнайды жылдық өңдеу көлемі шамамен 19 млн тоннаны құрайды.

Атырау мұнай өңдеу зауыты (АМӨЗ) 1945 жылы салынған. 2018 жылы зауыт жаңғыртылды. Ол бойынша Нельсон индексі 14.0 құрайды, бұл Топтың МӨЗ арасындағы ең жоғары мән. Зауыт ҚР Атырау және Маңғыстау облыстарының кен орындарынан мұнаймен жұмыс істейді. 2021 жылы ашық түсті мұнай өнімдерінің шығымы 63% құрады, МӨЗ өңдеу қуаты жылына 5.5 млн тонна мұнайды, 2021 жылы қуаттардың жүктемесі-100% құрайды. ҚМГ ҰК зауыттың 99.53% иелік етеді.

Павлодар мұнай-химия зауыты (ПМХЗ) 1978 жылы пайдалануға берілді, 2018 жылы зауыт жаңғыртылды, Батыс Сібір кен орындарынан мұнаймен жұмыс істейді. Ресей Федерациясынан ПМХЗ-на келетін мұнайдың орнына Қазақстан өз мұнайын Қытайға жеткізеді, ол үшін Ресей Федерациясы төлем алады (ПМХЗ-на жеткізілген мұнайдың өтемақысы ретінде, яғни бұл механизм своп-операцияларға ұқсас). Зауыттың өңдеу қуаты жылына 6.0 млн тоннаны құрайды. 2021 жылы қуаттарды жүктеу 90% құрады. ҚМГ ҰК зауыттың 100% иелік етеді. Зауыт бойынша Нельсон индексі 11.0, жеңіл мұнай өнімдерінің шығымы 69% құрайды.

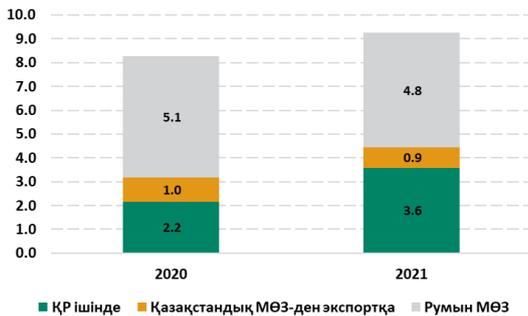
Шымкент мұнай өңдеу зауыты (ПҚОП) 1985 жылы пайдалануға берілді және 2017-2018 жылдары соңғы жаңғыртудан өтті. Зауыттың қуаты жылына 6.0 млн тоннаны құрайды, 2021 жылы қуаттардың жүктемесі 85%, жеңіл мұнай өнімдерінің шығымы 80%, Нельсон индексі 8.2 құрайды. ҚМГ ҰК зауыттың 49.72% иелік етеді (CNPC 49.72% тиесілі). ПҚОП Құмкөл және Торғай кен орындары тобының мұнайында жұмыс істейді.

Caspi Bitum зауыты CITIC-пен бірлесіп 2013 жылы салынды, зауыттың 50%-ы ҚМГ ҰК, 50%-CITIC-ке тиесілі. Жылына 1 млн тонна мұнай өңдеу қуаты, 2021 жылы қуаттарды тиеу 92% құрады. Зауыт Қаражанбас кен орнынан өңдеу үшін мұнай алады. Өңдеу нәтижесінде тазартылған жеңіл мұнай мен битум алынады. Бұл ретте, битум жоғары сапалы.

Румыниядағы Petromidia зауыты ҚМГ ҰК-ға 54.63% тиесілі, қалған бөлігі Румыния Үкіметіне тиесілі. Зауыт 1979 жылы салынып, 2014 жылы модернизациядан өтті. Өңдеу қуаты жылына 6.0 млн тонна мұнайды құрайды, 2021 жылы тиеу 77%, Нельсон индексі 11.0, 2021 жылы жеңіл мұнай өнімдерінің шығымы шамамен 80%.

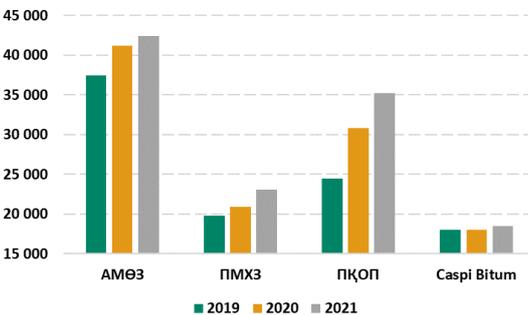
Румыниядағы Vega зауыты 1905 жылы салынды, қазіргі уақытта зауыт жаңартылды. Зауыттың қуаттылығы 0.5 млн

Сурет 14. ҚМГ ҰК ЖЖМ сату көлемі, млн тонна



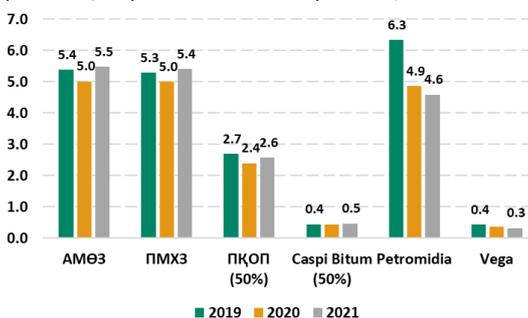
Дереккөз: компания деректері

Сурет 15. Қайта өңдеуге арналған тарифтер, тоннасына теңге



Дереккөз: компания деректері

Сурет 16. ҚМГ үлесіне қайта өңдеу көлемі, млн тонна



Дереккөз: компания деректері

Нельсон индексі инвестициялардың салыстырмалы көлемі мен МӨЗ құнының, сондай-ақ өнімнің ықтимал қосылған құнының шамасының бағдары болуы мүмкін. Нельсонның күрделілік индексі неғұрлым жоғары болса, жабдық соғұрлым қымбат бағаланады және оның өнімдері соғұрлым жоғары және құнды болады.

тонна мұнайды құрайды, 2021 жылы тиеу 60% деңгейінде болды. Vega зауыты иелерінің құрылымы Petromidia зауытының иелеріне ұқсас. Румын зауыттары KMG International компаниясына тиесілі. KMG International сонымен қатар Румыниядағы жанармай құю станциялары желісіне (295 жанармай құю станциясы және 918 сату нүктесі), Болгариядағы 60 жанармай құю станциясы, Грузиядағы 121 жанармай құю станциясы, Молдовадағы 99 жанармай құю станциясына тиесілі.

Мұнай сервисі, мұнай химиясы және басқалар

ҚМГ ҰК мұнай сервисітік компаниялары ҚМГ ҰК Тобына кіретін компаниялар үшін де, бөгде тапсырыс берушілер үшін де қызметтер кешенін жүзеге асырады. Мұнай сервисі бойынша көрсетілетін қызметтер – бұл мұнай және газ ұңғымаларын бұрғылау және игеру, ұңғымаларды жерасты және күрделі жөндеу, көлік қызметтері, технологиялық қондырғылардың қызметін жөндеу және қамтамасыз ету, жобалау қызметтері, бұрғылау қондырғыларын пайдалану және т.б.

ҚМГ ҰК «Kazakhstan Petrochemical Industries Inc.» ЖШС-не 49.5% тиесілі. Бұл компания 2022 жылы Қазақстанда полипропилен өндірісі бойынша алғашқы интеграцияланған газ-химия кешенін іске қосуды жоспарлап отыр. Кешен ҚХР Мемлекеттік Даму Банкінің Қарыз қаражаты және жобаға қатысушылардың меншікті қаражаты есебінен 79:21 пропорцияда салынады. «Kazakhstan Petrochemical Industries Inc.» ЖШС қаржылық берешегінің жалпы сомасы 31.12.2021 жағдай бойынша шамамен 756.6 млрд теңгені құрайды. ТШО жылына 629 мың тонна көлемінде негізгі шикізатты (пропан) жеткізуші болады. Полипропилен түріндегі дайын өнімнің шығымы жылына 500 мың тоннаны құрайды. Болашақта осы кәсіпорынның базасында Қазақстан Республикасында мұнай-химия кластері дамитын болады.

Мегажобалар

Теңіз

ҚМГ ҰК «Теңізшевройл» ЖШС-де (ТШО) 20% иеленеді. ТШО қорлары 5.3 млрд баррельді құрайды. Өндіру тәулігіне 0.6 млн баррель деңгейінде (жылына 26-27 млн тонна). 2023 жылы Болашақ Өсу Жобасын – Сағалық Қысымды Басқару Жобасын аяқтау жоспарлануда, бұл өндірісті тәулігіне 0.85 млн баррельге (жылына 38-40 млн тонна) дейін ұлғайтуға мүмкіндік береді. 2022 жылғы 1 шілдедегі жағдай бойынша бұл инвестициялық жобалардың дайындығы 93% құрады. Салыстырмалы түрде аз қарыздар (9 млрд USD), ірі инвестициялық жобалардың аяқталуы және өндірістің өсуі аясында бос ақша ағыны мен дивидендтердің өсуі күтілуде. 2009-2021 жылдар кезеңінде ҚМГ ҰК алған дивидендтердің сомасы 10.8 млрд USD құрайды.

Қашаған

ҚМГ ҰК ҚМГ Қашаған Б.В. арқылы Қашаған кен орнында жұмыс істейтін North Caspian Operating Company компаниясында 16.88% иеленеді. Бұл кен орнында өндіру тәулігіне 0.3 млн баррельді құрайды (жылына шамамен 16 млн тонна). Қорлар 16.1 миллиард баррельге бағаланады. 2022-2023 жылдары өндіру қуатын тәулігіне 0.45 млн баррельге дейін арттырудың бірінші кезеңін аяқтау жоспарлануда. 2021 жылы ҚМГ Қашаған Б. В. Vitol алдында мұнайды алдын ала төлеу бойынша міндеттемелерін өтеді. Қарыздардың жоқтығын ескере отырып, 2022 жылдан бастап ҚМГ ҰК пайдасына дивидендтік төлемдер

түсе бастайды деп күтілуде. Бұл ретте өндіруді тәулігіне 0.7 млн баррельге дейін жеткізуге бағытталған ұзақ мерзімді инвестициялық жобалар бар. Алайда, бұл мәселе бойынша түпкілікті инвестициялық шешім әлі қабылданған жоқ. 2022 жылы ҚМГ ҰК Қашағаннан 0.57 млрд USD мөлшерінде алғашқы дивидендтер алды.

Қарашығанақ

ҚМГ ҰК «ҚМГ Қарашығанақ» ЖШС арқылы Karachaganak Petroleum Operating компаниясында 10% иелік етеді. Қарашығанақ газ конденсатты кен орнының қорлары 4.3 млрд баррельді құрайды, өндіру тәулігіне 0.2 млн баррель деңгейінде (жылына 11 млн тоннаға жуық). Қазіргі уақытта өндірісті ағымдағы деңгейде ұстап тұруға бағытталған жобалар іске асырылуда. 2012-2021 жылдар кезеңінде ҚМГ ҰК ҚМГ Қарашығанақ ЖШС-нен 1.04 млрд USD сомасына дивидендтер алды.

Қаржылық нәтижелер

2021 жылдың қорытындысы бойынша ҚМГ ҰК кірісі негізінен мұнайдың әлемдік бағасының өсуі есебінен 68% ж/ж 6.7 трлн теңгеге дейін өсті. ҚМГ ҰК кірісінің мөлшері көбінесе мұнайдың әлемдік бағасының деңгейіне байланысты. Бұл ретте компанияның рентабельділігі Топтың 100% бақылауындағы компаниялардың мұнай өндіру көлеміне айтарлықтай тәуелді, өйткені ҚМГ ҰК бизнес құрылымындағы бұл операциялар неғұрлым тиімді болып табылады. Сонымен қатар, компанияның сауда операциялары төмен маржинальді болып табылады және жылына шамамен 13 млн тонна мұнай құрайды. Мұнай тасымалдау мен өңдеуден түскен кірістер компанияның жалпы кірісінің құрылымында аз үлесті алады, бірақ тұрақтылығымен ерекшеленеді. Жалпы 2022 ж. 1Ж кірістер ж/ж 61%-ға 4.2 трлн теңгеге дейін өсті.

Кесте 2. Қаржылық көрсеткіштер.

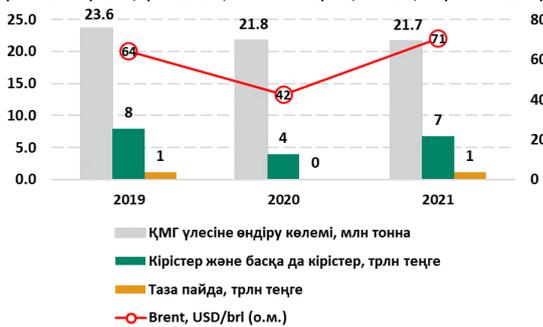
ҚазМұнайГаз, ₸ млрд	2019	2020	2021	1Ж2021	1Ж2022
Кірістер және басқа кірістер	7 970	4 013	6 743	3 048	4 203
Шығыны	-6 586	-4 017	-5 676	-2 552	-4 098
ЕБИТДА*	1 963	810	1 609	750	1 119
ЕБИТДА өзгер.**	1 261	664	1 256	547	598
Таза пайда	1 158	172	1 197	644	677
Оның ішінде тоқтатылған қызметтен	0	261	352	255	0
Сарех	-444	-396	-410	-153	-166
Ақша қаражаттары мен баламалағ	1 476	1 485	1 542	1 753	1 643
Меншікті капитал	8 197	8 637	8 159	9 300	8 926
Таза қарыз	2 361	2 594	2 204	2 367	2 292
Таза қарыз / ЕБИТДА	1.2	3.2	1.4	2.2	1.2
Қарыз / Капитал	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Табыстылық	2019	2020	2021	1Ж2021	1Ж2022
ЕБИТДА табыстылығы өзгер.	16%	17%	19%	18%	14%
Таза пайда табыстылығы	15%	4%	18%	21%	16%
ROA	8%	-1%	6%	9%	9%
ROE	15%	-1%	10%	14%	16%

* - ЕБИТДА = кірістер + бірлескен кәсіпорындар мен қауымдастырылған компаниялардың кірістеріндегі үлес - сатып алынған мұнай, газ, мұнай өнімдерінің өзіндік құны және т. б. - өндірістік шығыстар - ЖӨШ - тасымалдау және сату бойынша шығыстар - КТС-тан басқа салықтар

** - БК және қауымдастырылған компаниялардың кірістеріндегі үлестің орнына БК және қауымдастырылған компаниялардан алынған дивидендтер ескерілді

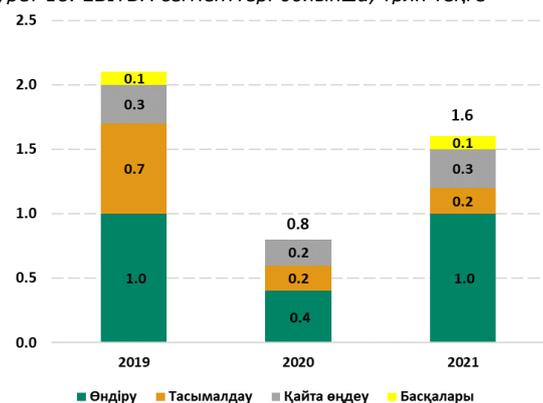
ҚМГ ҰК кірісінің көлемі бойынша екінші үлкен кіріс бабы Қауымдасқан компаниялар мен БК пайдасындағы үлес болып табылады. 2021 жылы бұл кіріс бабы 768.7 млрд теңгені құрады (ж/ж 2.7 есеге ұлғайды), бұл ретте ҚМГ ҰК қауымдастырылған компаниялар мен БК-дан 415.4 млрд теңге сомасына дивидендтер алды (ж/ж 3 есеге ұлғайды). 2022 ж. 1Ж осы кіріс бабы 2021 ж. 1Ж қатысты екі есеге өсті, қауымдастырылған компаниялар мен БК-дан түскен пайда мен дивидендтердің негізгі үлесін ТШО қалыптастырады.

Сурет 17. ҚМГ қаржылық және операциялық көрсеткіштері



Дереккөз: компания деректері

Сурет 18. ЕБИТДА сегменттері бойынша, трлн теңге



Дереккөз: компания деректері

Шығыстар құрылымындағы ең үлкен үлесті сатып алынған мұнайдың, газдың, ЖЖМ-ның және басқалардың құны алады, себебі мұнайдың трейдингілік көлемі әлемдік бағаға жақын бағамен сатып алынады. 2021 жылы шығыстардың бұл сегменті ж/ж 1.9 есеге 3.6 трлн теңгеге дейін өсті (2022 ж. 1Ж қорытындысы бойынша +74% - 2.8 трлн теңгеге дейін). 2021 жылы сату үшін сатып алынған мұнайдың құны мұнай бағасының өсуіне байланысты ж/ж 2 есе 2.6 трлн-ға дейін өсті. 2021 жылы өңдеу үшін мұнайдың құны 558.6 млрд теңгені (ж/ж +78%) құрады. Бұл шығыстар өңдеуге жіберілген мұнайдың, оның ішінде өз өндірісіндегі мұнайдың (өндірістік өзіндік құны бойынша ескерілген) және басқа жеткізушілерден сатып алынған мұнайдың (негізінен румын МӨЗ үшін әлемдік бағамен) құнын ескереді.

2021 жылдың қорытындысы бойынша өндірістік шығыстар ж/ж 6%-ға 693 млрд теңгеге дейін өсті. Өсудің негізгі драйверлері жалақы (ж/ж +5.5%) және электр энергиясы (ж/ж +20%) бойынша шығындар болды. 2022 ж. 1Ж өндірістік шығыстар негізінен еңбекақы бойынша шығыстардың өсуіне байланысты 54%-ға 482 млрд теңгеге дейін өсті.

Жалпы және әкімшілік шығыстар (ЖӘШ) 2021 жылы ж/ж 1%-ға 148.5 млрд теңгеге дейін өсті. ЖӘШ құрамындағы негізгі үлесті жалақы бойынша шығыстар (43%), басқару бойынша шығыстар (14%) және кеңестік шығыстар (11%) құрайды. 2022 ж. 1Ж қорытындысы бойынша ЖӘШ өсімі ж/ж 17% құрады, ЖӘШ 66.8 млрд теңгеге дейін өсті.

2021 жылы тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар ж/ж 3.8%-ға 131.9 млрд теңгеге дейін төмендеді, ал 2022 ж. 1Ж қорытындысы бойынша 6%-ға 69.8 млрд теңгеге дейін өсті.

Табыс салығынан басқа салықтар бойынша шығыстар пайдалы қазбаларды өндіруге салынатын салық, экспортқа рента салығы, экспорттық кедендік баж, мүлік салығы және т.б. бойынша шығыстармен ұсынылған. 2021 жылы бұл шығыстар негізінен тау-кен салығы бойынша шығыстардың өсуіне байланысты, сондай-ақ мұнайдың әлемдік бағасына байланысты экспорттық кедендік баждың және экспортқа рента салығының өсуіне байланысты ж/ж 68%-ға 428.6 млрд теңгеге дейін өсті (2022 ж. 1Ж қорытындысы бойынша ж/ж + 53%, 291.2 млрд теңгеге дейін).

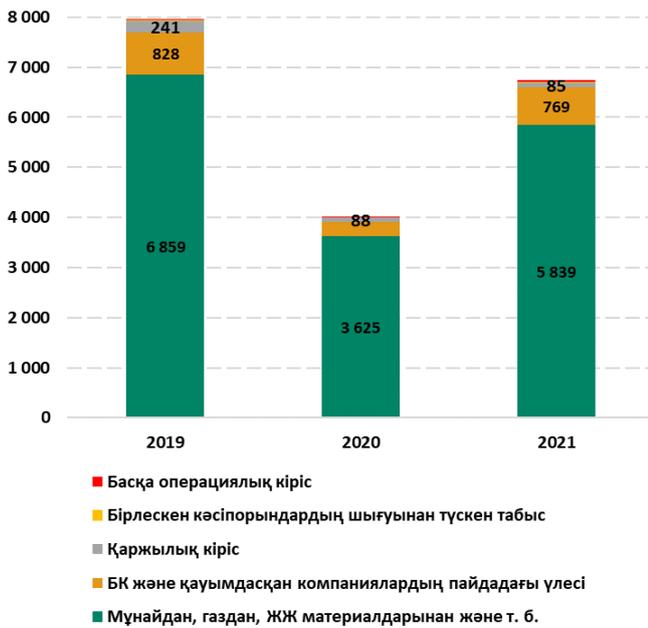
ЕВІТДА көрсеткіші 2020 жылы 810 млрд теңгеден 2021 жылы 1 609 млрд теңгеге дейін өсті. Ал ЕВІТДА көрсеткіші қауымдастырылған компаниялар мен БК-дан алынған дивидендтерді ескере отырып, 2020 жылы 664 млрд теңгеден 2021 жылы 1 256 млрд теңгеге дейін екі есеге жуық өсімді көрсетті. Нәтижесінде, 2021 жылдың қорытындысы бойынша ҚМГ ҰК таза пайдасы 1.2 трлн теңгені құрап, ж/ж 7 есеге артты. Естеріңізге сала кетейік, 2021 жылы ҚМГ ҰК құрамынан ҚазТрансГаз сатылымға байланысты шығарылды. Тиісінше, 2021 жылдың қорытындысы бойынша жалғасып жатқан қызметтен түскен таза пайда 845 млрд теңгені құрады, 2020 жылы таза шығын 89.4 млрд теңгені құрады (COVID-19 пандемиясының әсері). 2022 жылдың 1Ж қорытындысы бойынша жалғасып жатқан қызметтен түскен таза пайда 74%-ға 677 млрд теңгеге дейін өсті.

ҚМГ ҰК балансының құрылымы салыстырмалы түрде тұрақты. Ақша қаражаты мен баламалары шамамен 1.5-1.6 трлн теңгені құрайды, ал таза қарыз 2.2-2.3 трлн теңге деңгейінде сақталады. ЕВІТДА көрсеткішінің өсуіне байланысты таза қарыз / ЕВІТДА коэффициенті 2022 ж. 1Ж (x1.2) құрады.

ЕВІТДА бойынша ҚМГ ҰК рентабельділігі 16-19% шегінде, таза пайданың рентабельділігі 15-18% шегінде (2020 жылы

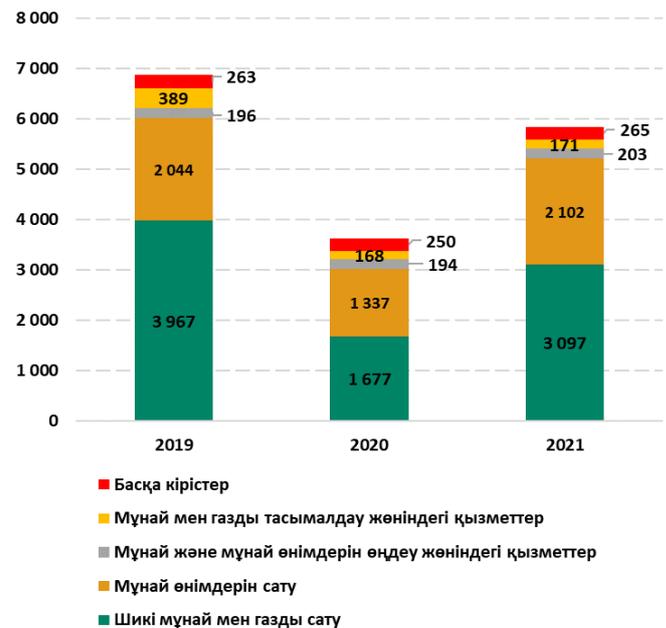
пандемияның әсерін есепке алмағанда). Борыштық жүктеме қолайлы деңгейде, коэффициенті таза қарыз/EBITDA қауымдастырылған компаниялар мен БК дивидендтерін ескере отырып, 2021 жылдың аяғындағы жағдай бойынша барлығы (x1.8) құрайды. Компания халықаралық облигациялар бойынша белгіленген келісімдерді сақтайды. Moody ' s (Baa2) және Fitch (BBB-) тәуелсіз халықаралық агенттіктерінің кредиттік рейтингтері ҚМГ ҰК облигацияларының инвестициялық класын растайды.

Сурет 19. ҚМГ кірісінің құрылымы, млрд теңге



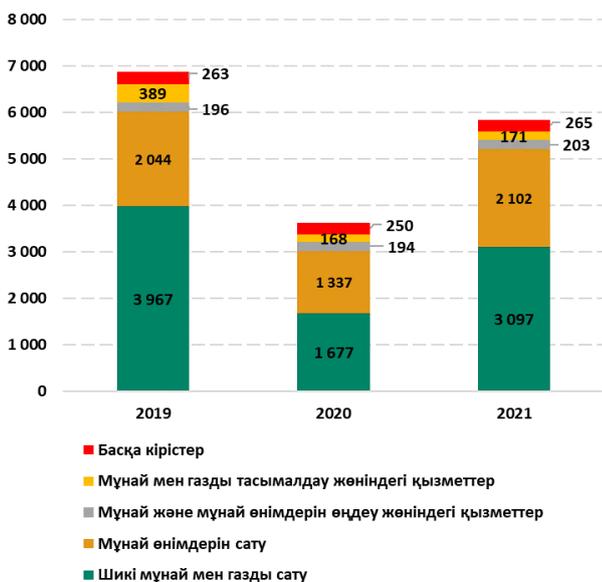
Дереккөз: компания деректері

Сурет 20. ҚМГ түсімінің құрылымы, млрд теңге



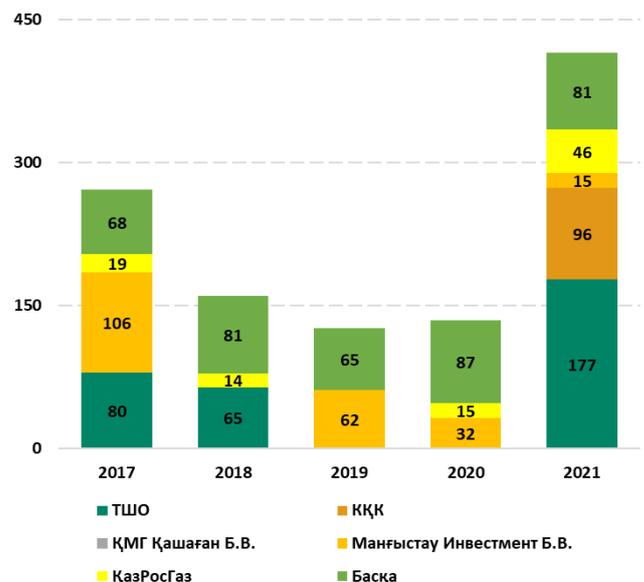
Дереккөз: компания деректері

Сурет 21. Қауымдасқан компаниялар мен БК пайдасындағы үлесі, млрд теңге



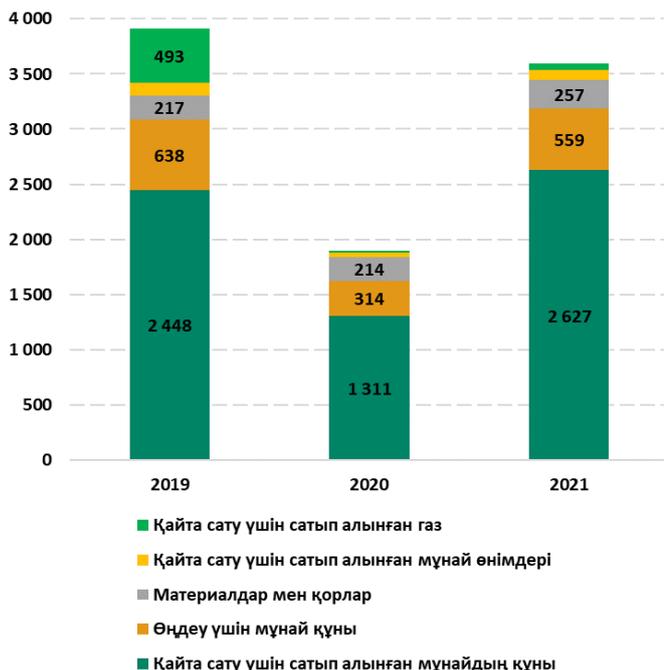
Дереккөз: компания деректері

Сурет 22. Қауымдасқан компаниялар мен БК-дан дивидендтер, млрд теңге

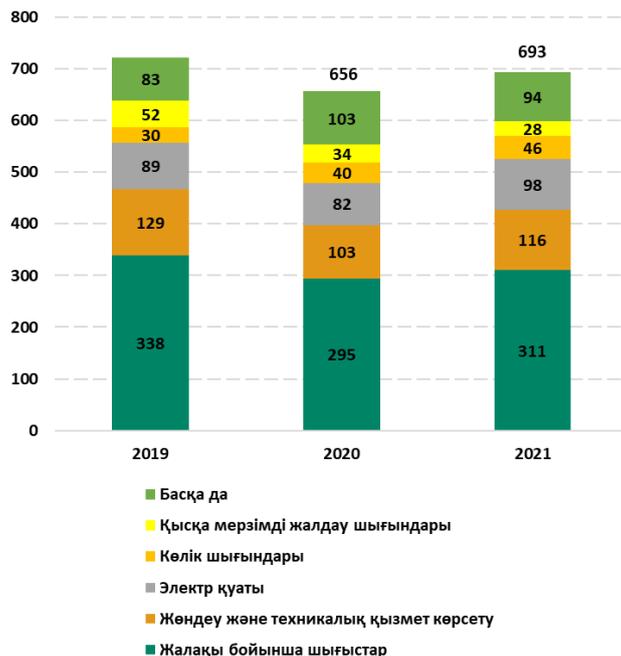


Дереккөз: компания деректері

Сурет 23. Сатып алынған мұнайдың, газдың, мұнай өнімдерінің және Сурет 24. Өндірістік шығыстар, млрд теңге басқалардың өзіндік құны, млрд теңге



Дереккөз: компания деректері



Дереккөз: компания деректері

Әлемдік мұнай сұранысы мен ұсынысы

U.S. Energy Information Administration (US EIA) деректеріне сәйкес, 2022 жылы нарықтағы ұсыныс профицитінен кейін (0.35 млн б/т) әлемдік мұнай нарығы келесі жылы тағы да тапшылыққа тап болады, ол 0.3 млн. б/т құрайды. Әлемнің екінші экономикасы – Қытай өсу қарқынының баяулауына қарамастан, мұнай тұтынудың негізгі өсуі дәл Аспан асты еліне тиесілі болады. ҚХР-да мұнайға (барлық сұйық фракцияларды қоса алғанда) сұраныс алдыңғы жылғы 15.23 млн. б/т салыстырғанда 2023 жылы 15.93 млн. б/т құрайды. АҚШ-та мұнай тұтыну 0.19 млн. б/т, яғни 20.54 млн. б/т дейін ұлғаяды (4 кестені қараңыз).

2023 ж. 1 тоқсанда әлемдік мұнай нарығы ұсыныс тапшылығына тап болады, ол алдыңғы тоқсандағы тапшылық 0.03 млн. б/т көлемімен салыстырғанда 1.18 млн. б/т құрайды. 2023 ж. 1 тоқсанда мұнай ұсынысының төмендеуі ОПЕК емес елдерде (-1.0 млн. б/т) байқалады. ОПЕК мұнай өндіру деңгейі алдыңғы тоқсандағы 34.08 млн. б/т салыстырғанда, 2023 ж. 1Т 34.32 млн. б/т құрайды (3 кестені қараңыз).

Кесте 3. Нарықтағы мұнай ұсынысының динамикасы, млн. б/т (барлық сұйық фракцияларды қоса алғанда)

	2022				2023				2021	2022	2023
	1К	2К	3К	4К	1К	2К	3К	4К			
ЭЫДҰ	31.66	31.87	32.54	33.19	33.63	33.67	33.6	34.09	31.13	32.32	33.75
АҚШ	19.44	20.12	20.36	20.72	20.93	21.01	21.03	21.37	18.98	20.16	21.09
Канада	5.66	5.53	5.72	5.85	5.92	5.88	5.90	5.92	5.54	5.69	5.91
Мексика	1.91	1.89	1.89	1.86	1.90	1.87	1.83	1.79	1.92	1.89	1.85
ЭЫДҰ-ның басқа елдері	4.65	4.34	4.56	4.75	4.87	4.91	4.83	5.01	4.68	4.58	4.91
МЭЕҰ	33.75	33.8	34.68	34.08	34.32	34.43	34.55	34.2	31.66	34.08	34.37
Еуразия	14.39	13.33	13.7	13.67	12.42	12.25	12.27	12.28	13.75	13.77	12.31
Қытай	5.18	5.16	5.14	5.18	5.22	5.25	5.24	5.28	4.99	5.16	5.25
МЭЕҰ-ның басқа елдері	13.9	14.49	15.12	14.74	14.51	15.23	15.5	14.98	14.18	14.57	15.06
МЭЕҰ-емес	65.13	64.86	66.5	66.78	65.78	66.4	66.61	66.63	64.05	65.82	66.36
Жаһандық ұсыныс	98.87	98.65	101.18	100.86	100.09	100.83	101.16	100.83	95.71	99.9	100.73

Дереккөз: EIA

Кесте. 4. Нарықтағы мұнай сұранысының динамикасы, млн. б/т (барлық сұйық фракцияларды қоса алғанда)

	2022				2023				2021	2022	2023
	1К	2К	3К	4К	1К	2К	3К	4К			
ЭЫДҰ	45.85	45.42	45.69	46.86	46.24	45.27	45.91	46.31	44.89	45.96	45.93
АҚШ	20.22	20.27	20.15	20.76	20.22	20.52	20.61	20.81	19.89	20.35	20.54
Канада	2.26	2.19	2.36	2.37	2.3	2.25	2.34	2.32	2.28	2.3	2.3
Еуропа	13.15	13.42	13.77	13.8	13.57	13.19	13.59	13.35	13.12	13.54	13.42
Жапония	3.7	3.03	3.16	3.49	3.72	3.06	3.09	3.39	3.41	3.34	3.31
ЭЫДҰ-ның басқа елдері	6.3	6.32	6.04	6.22	6.22	6.05	6.08	6.22	5.99	6.22	6.14
ЭЫДҰ емес елдер	53.13	53.37	53.85	54.03	55.04	55.47	55.12	54.76	52.54	53.6	55.1
Еуразия	4.55	4.4	4.76	4.69	4.29	4.44	4.76	4.67	4.86	4.6	4.54
Еуропа	0.76	0.76	0.76	0.77	0.75	0.77	0.77	0.78	0.75	0.76	0.77
Қытай	15.14	15.12	15.11	15.56	16.35	16.24	15.62	15.54	15.27	15.23	15.93
Азияның басқа елдері	13.8	13.81	13.5	13.88	14.41	14.39	13.81	14.1	13.23	13.75	14.18
ЭЫДҰ емес басқа елдер	18.89	19.27	19.72	19.13	19.24	19.63	20.17	19.67	18.44	19.25	19.68
Жаһандық сұраныс	98.98	98.79	99.54	100.89	101.27	100.74	101.03	101.07	97.43	99.55	101.03
Профицит (тапшылық)	-0.11	-0.14	1.64	-0.03	-1.18	0.09	0.13	-0.24	-1.72	0.35	-0.3

Дереккөз: EIA

Кесте. 5. Инвестициялық үйлер бойынша бөліністігі мұнай бағасының тоқсандық болжамдары, \$/баррель

Инвестициялық үй/банк	4К2022	1К2023	2К2023	3К2023	4К2023
Emirates NBD PJSC	90	90	95	95	100
Intesa Sanpaolo SpA	98	96	94	92	90
Citigroup Inc	85	78	72	77	74
Westpac Banking Corp	92	89	89	91	92
Goldman Sachs Group Inc/The	125	130	125	125	120
Rabobank International	104	115	125	110	101
Landesbank Baden-Wuerttemberg	90	90	90	85	85
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	88				
Natixis SA	105	90	95	110	105
Banco Santander SA	92	86	83	81	78
Commerzbank AG	95	95	90	90	90
Deutsche Bank AG	110	110	95	90	90

Дереккөз: Bloomberg

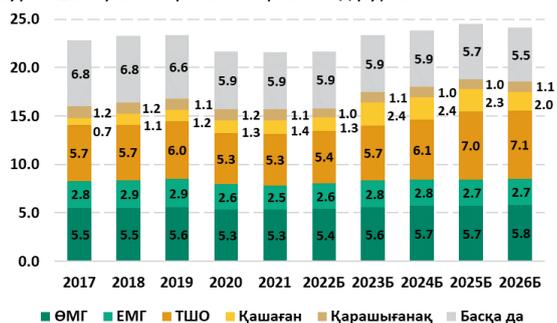
Bloomberg мәліметтері бойынша, Brent маркалы мұнайдың болжамды бағасы барреліне 72 USD - (Citigroup) барреліне 130 USD дейін (Goldman Sachs) дейін өзгереді (5 кестені қараңыз).

Қазақстандық мұнай нарығы

Мұнайдың жоғары бағасына қарамастан, Қазақстанның мұнай саласындағы жағдай 2022 жылы тұрақсыз күйде тұр. Қашаған кен орнында 2022 жылғы маусымда мұнай өндіру тоқтатылған кезде жоспарлы жөндеу және тамыз айында жоспарланбаған, тек қыркүйекте ғана жойылған апат болған кезде, Қазақстанда мұнай өндірудің ағымдағы көлеміне түзетулер енгізілді. Қарашығанақ кен орнында ағымдағы жылдың қыркүйек-қазан айларында күрделі жоспарлы жөндеуге байланысты мұнай өндірісі тоқтап қалды. Теңіз кен орнында мұнайды өнеркәсіптік өндіруді кеңейту биыл өндірісті ішінара тоқтата тұрумен қатар жүретін болады. Өндірістің іркілуіне, КҚК бойынша тасымалдаудың үзілістеріне және негізгі кен орындарында жоспарлы жөндеу жұмыстарына байланысты республиканың бейінді ведомствосы сәуір айындағы өндіріс болжамын 85.7 млн. түзеткен. ҚР Энергетика министрлігінің соңғы болжамдарына сәйкес, 2022 жылы мұнай өндіру шамамен 85.5 млн. т. (2021 жылы 85.9 млн. т.) құрауы мүмкін. Үкімет күткендей, 2023 жылы мұнай өндіру шамамен 8.3%-ға 92.6 млн тоннаға дейін ұлғаюы мүмкін. Республика үшін бұл өндірістің

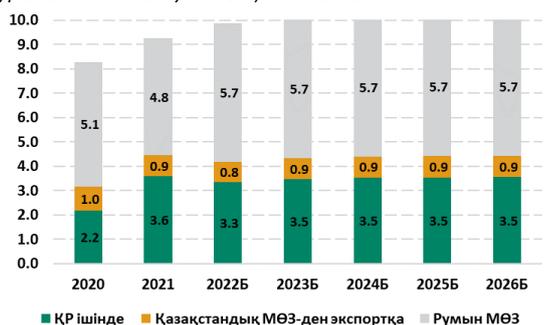
тарихи рекордтық деңгейі болады. Қазақстанда мұнай өндірудің ең жоғары көлемі 2019 жылы 90.6 млн. т. құрады, бұл ретте Республика ОПЕК+ шеңберінде мұнай өндіруді шектеу туралы келісімге қатысты. 2023 жылы жаһандық нарықта мұнайдың болжамды тапшылығына қарамастан, Қазақстанның ОПЕК+ келісіміне қатысуы белгілі бір түзетулер енгізуі мүмкін және келесі жылы мұнай өндірудің нақты көлемі жоспарланғаннан біршама төмен болуы мүмкін екендігі жоққа шығарылмайды.

Сурет 25. ҚМГ ҰК үлесіне мұнай өндіру, млн тонна



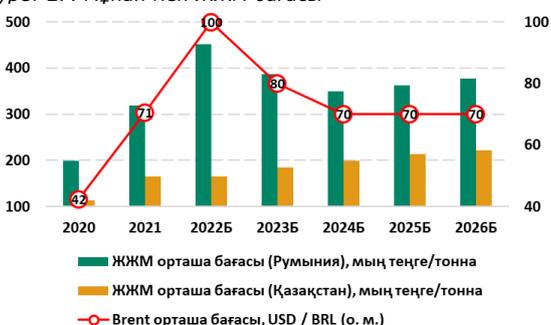
Дереккөз: компания деректері, Halysk Finance есептеулері

Сурет 26. ЖЖМ сату көлемі, млн тонна



Дереккөз: компания деректері, Halysk Finance есептеулері

Сурет 27. Мұнай мен ЖЖМ бағасы



Дереккөз: компания деректері, Halysk Finance есептеулері

DCF моделі-негізгі болжамдардың сипаттамасы

ҚМГ ҰК операциялық бақылауындағы компаниялар

Мұнай өндіру және ЖЖМ өткізу көлемі

Біз операциялық компаниялардың ҚМГ ҰК 100% бақылауымен мұнай өндіру көлемі жылына 8.5-9.0 млн тонна деңгейінде сақталуын жалғастырады деп санаймыз, ал трейдингтік операциялар көлемі, жылына 12-13 млн тоннадан жылына 15 млн тоннаға дейін, ТШО-да өндірістің өсуі мен Қашаған жобасындағы ҚМГ ҰК үлесінің ұлғаюының арқасында 8.44%-дан 16.88%-ға дейін ұлғаяды.

Біз ҚМГ ҰК ҚР ішіндегі мұнайды өңдеудің және мұнайды экспортқа, оның ішінде Румынияда орналасқан өзінің МӨЗ-на өткізудің тарихи пропорцияларын сақтайды деп күтеміз. Тиісінше, ҚМГ ҰК АМӨЗ, ПМХЗ, Petromidia және Vega (ПҚОП Valsera-дағы үлесі арқылы equity әдісімен ескерілген) бойынша ЖЖМ өндіру және өткізу көлемін орташа тарихи деңгейде жылына 9-10 млн тонна ЖЖМ сақтайды. Қазақстаннан негізінен қара ЖЖМ (мазут) экспортталады.

Газ өндіру және өткізу көлемі

Газды өндіру және сату көлемі мұнай өндіру көлемімен корреляцияны ескере отырып, модельге енгізілген. Жыл сайын инфляцияның болжамды қарқынына түзетілген орташа нақты бағалар бойынша газ сату көлемі 8-10 млрд текше метр деңгейінде болжанады.

Мұнай, ЖЖМ және газды өткізу бағасы

Мұнайдың болжамды бағасы 2022 жылға орташа есеппен 100 \$/баррель, 2023 жылға орташа есеппен 80 \$/баррель және 2024 жылдан бастап 70 \$/баррель мөлшерінде ескерілді. ҚР ішінде ЖЖМ сату бағасы болжамды инфляция қарқынын ескере отырып, орташа нақты деректер негізінде ескерілді. ҚР шегінен тыс жерлерде ЖЖМ өткізу бағалары мұнайдың әлемдік бағасына тәуелділікті (корреляцияны) ескере отырып, орташа нақты деректер негізінде ескерілді. ЖЖМ сатудың орташа бағалары ЖЖМ-ның барлық түрлерін, оның ішінде мазутты, пеш отынын және т.б. қамтиды.

Қазақстандық МӨЗ-дағы қайта өңдеу қызметтерінен түсетін кірістер

АМӨЗ және ПМХЗ мұнай өңдеу қызметтерінен түсетін кірістер өңдеу тарифінің өсуі есебінен инфляцияның өсу қарқынына пропорционалды түрде өседі деп болжануда. Қайта өңдеу көлемі орта тарихи деңгейлерде модельге салынған немесе жылына шамамен 11 млн тонна, қайта өңдеу қызметтері бойынша ҚМГ ҰК-ның топшілік транзакциялары ҚМГ ҰК-ның қаржылық есептілігін шоғырландыру периметрін ескере отырып жойылды. Мұнайды қайта өңдеуге арналған тарифтерді ҚР ҰЭМ ТМРК реттейтінін атап өту қажет.

Мұнай тасымалдау қызметтерінен түсетін кірістер

Біз мұнайды тасымалдаудан түсетін табыстың өсуін болжамды инфляцияның өсу қарқынына пропорционалды түрде белгілеп отырмыз. Тасымалдау көлемі орта тарихи деңгейлерде ескерілген. Естеріңізге сала кетейік, мұнай тасымалдау қызметтеріне тарифтерді ҚР ҰЭМ ТМРК реттейді.

Сатып алынған мұнайдың, газдың, мұнай өнімдерінің және басқалардың өзіндік құны

Қайта сату үшін сатып алынған мұнайдың өзіндік құны USD/KZT болжамды бағамының динамикасын ескере отырып, Brent маркалы мұнайдың болжамды бағалары бойынша жылына 15 млн тонна көлеміндегі трейдинг көлемінің болжамына сәйкес ескерілді.

Қайта өңдеуге жіберілген мұнайдың құны мұнайды қайта өңдеу көлемінің болжамы негізінде және мұнайдың әлемдік бағасының өзгеру динамикасын және USD/KZT бағамының болжамын ескере отырып, орташа нақты құны негізінде модельде ескерілген.

Басқа сатып алынатын материалдардың құны ҚР-дағы тұтынушылық инфляция қарқынының болжамын ескере отырып, нақты деректер негізінде болжанады.

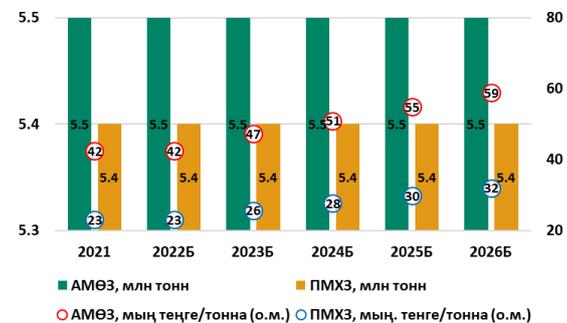
Өндірістік шығындар, ЖӘШ, көлік шығындары және іске асыру шығындары инфляция болжамына түзетілген 1Ж2022 үшін нақты деректер негізінде болжанады.

Қаржыландыру бойынша шығыстар қаржыландырудың қолданыстағы шарттарына сүйене отырып есептелген. Қарыздар мен облигациялар бойынша негізгі борышты өтеу қолданыстағы өтеу кестелеріне сәйкес ескерілген.

2022-2026 жылдарға арналған күрделі шығыстар (CAPEX) кірістің 7-8% мөлшерінде есепке алынды, бұл 2017-2021 жылдардағы орташа нақты деректерге сәйкес келеді.

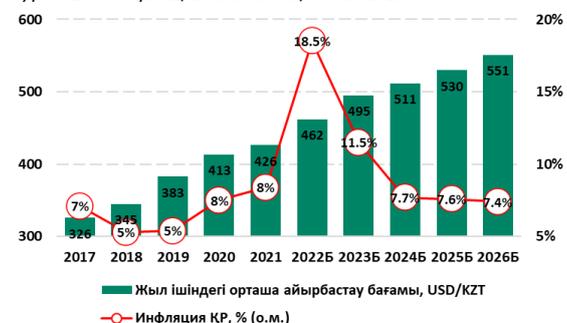
Самұрық-Қазына ҰӘҚ-нан ҚМГ Қашаған Б.В. 50% үлесті сатып алуға тартылған ақша қаражатының кетуі және облигациялар шығарылымы ескерілді. Мәміле сомасы 3 781 млн USD (1 796 млрд теңге) құрады. 751.6 млрд теңге 13 жыл мерзімге облигациялар шығару есебінен және 3% купондық мөлшерлеменен қаржыландырылды, 436.5 млрд теңге өзара есеп айырысу арқылы төленді (Самұрық-Қазына ҰӘҚ-да ҚМГ ҰК алдында осы сомаға берешегі болды), 269 млрд теңге ақшалай қаражатпен төленді, 351 млрд теңге 2023 жылдың ортасына дейін бөліп төленетін болады. ҚМГ ҰК осы мәмілеге байланысты туындаған берешек Қашаған жобасындағы үлесінің 16.88% дивидендтері есебінен өтеледі деп күтеді. Осылайша, 2022 жылдың қыркүйегінен бастап ҚМГ ҰК 100% ҚМГ Қашаған Б.В. иелік етеді. Өз кезегінде ҚМГ Қашаған Б.В. NCOC NV-дегі тиісті үлесі арқылы Қашаған жобасында 16.88% иеленеді.

Сурет 28. Өңдеу көлемі және АМӨЗ және ПМХЗ тарифтері



Дереккөз: компания деректері, Halyk Finance есептеулері

Сурет 29. Инфляция және теңге бағамы



Дереккөз: ҚР ҰЭМ СК, Halyk Finance есептеулері

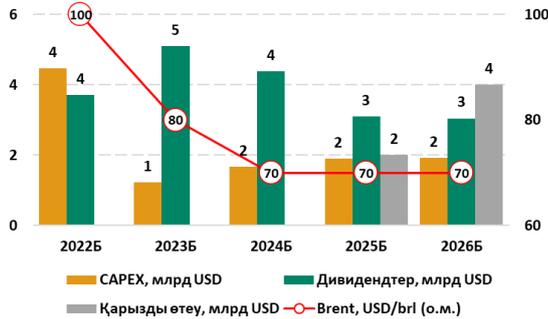
Кесте 6. ҚМГ ҰК 100% бақылауымен операциялық компаниялар өндірген мұнайды пайдалану, млн тонна

	2020	2021	2022Б	2023Б	2024Б	2025Б	2026Б
ҚР ішінде қайта өңдеуге	3.5	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8
Экспорт	5.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3
оның ішінде Румынияда қайта өңдеуге*	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4

* ҚР экспорты ретінде ескерілді

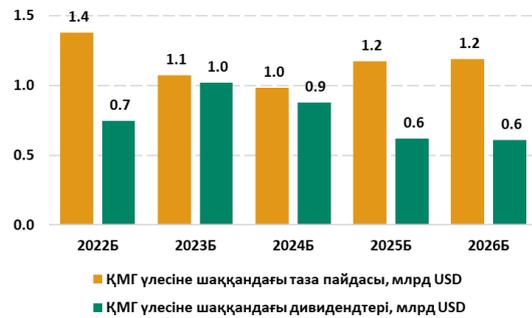
Бірлескен кәсіпорындардың пайдадағы үлесі

Сурет 30. Дивидендтер, CAPEX және ТШО қарызын өтеу (2024 жылдан бастап барреліне 70 USD бағасы бойынша болжам)



Дереккөз: Halyk Finance есептеулері

Сурет 31. ТШО-ның ҚМГ үлесіне шаққандағы таза пайдасы мен дивидендтері (2024 жылдан бастап барреліне 70 USD бағасы бойынша болжам)



Дереккөз: Halyk Finance есептеулері

ҚМГ ҰК әділ құнын айқындау мақсатында негізгі бірлескен және қауымдасқан компаниялар бойынша жекелеген DCF модельдері әзірленді.

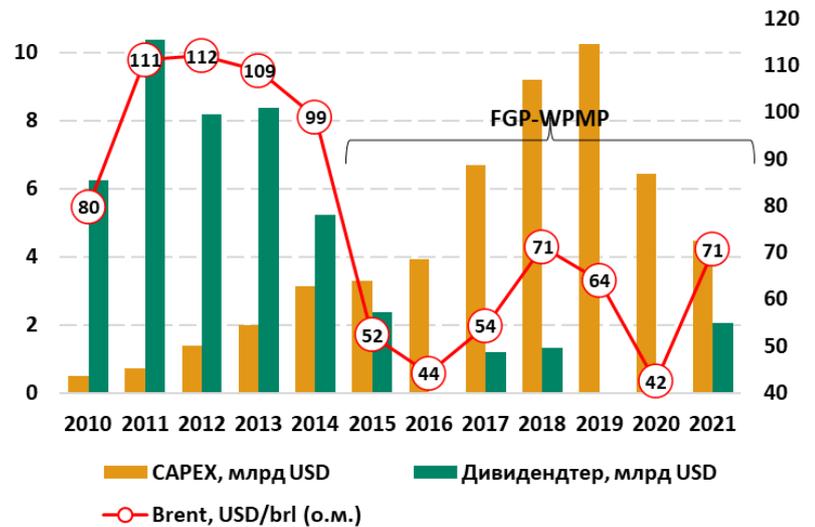
ТШО

ТШО-ның қаржылық нәтижелері ҚМГ ҰК-ның шоғырландырылған есептілігінде equity әдісімен ескеріледі, бұл ретте ҚМГ ҰК ТШО-дан мұнайдың өз бөлігін (ТШО өндірудің 20%) әлемдік бағаға жақын бағамен сатып алады және шағын үстеме ақымен қайта сатады. Тиісінше, бұл операцияларды трейдинг бөлімінде ҚМГ ҰК ескереді.

Мұнайдың орташа бағасы барреліне шамамен 70 USD және EBITDA орташа тарихи рентабельділігі кезінде 2024 жылдан бастап ТШО өндіру деңгейі жылына 35-37 млн тоннаға дейін артады деп болжануда (бұл ретте ТШО 38-40 млн тоннаға дейін өсуді болжайды).

2023 жылы FGP-WPMP жобаларының аяқталуын ескере отырып, біз CAPEX орташа тарихи кірістің 10%-на дейін төмендеуін болжаймыз және ТШО дивидендтерінің өсуін күтеміз. Естеріңізге сала кетейік, ТШО тарихи түрде өте жоғары дивидендтер төлеген. 2011-2013 жылдары мұнайдың жоғары бағасы мен CAPEX төмен мәндерінде дивидендтер жылына 8-10 миллиард USD құрады. Тиісінше, біз FGP-WPMP жобасы аяқталғаннан кейін ТШО-дан алынған дивидендтер мұнай бағасына байланысты 1.0 млрд USD дейін өседі деп күтеміз.

Сурет 32. Дивидендтер және ТШО CAPEX

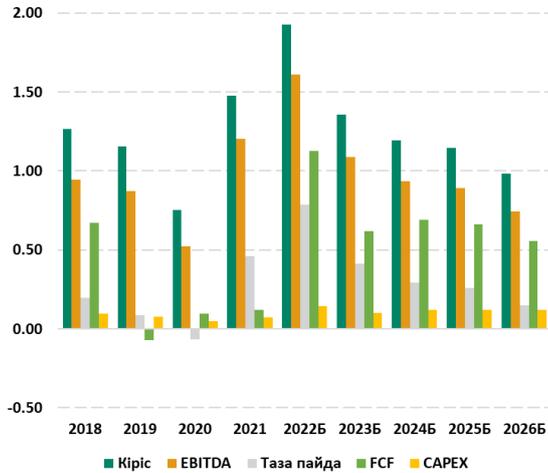


Дереккөз: компания деректері, Bloomberg

Қашаған

Солтүстік Каспий жобасының (СКЖ, Қашаған) қаржылық нәтижелері equity әдісімен ҚМГ ҰК шоғырландырылған қаржылық есептілігінде көрсетіледі. 2022 жылдың қыркүйегіне дейін ҚМГ ҰК 50% ҚМГ Қашаған Б.В. иеленді. 2022 жылдың қыркүйегінде ҚМГ ҰК Самұрық-Қазына ҰАҚ-нан ҚМГ Қашаған Б.В. 50% сатып алды. Біз, ҚМГ Қашаған Б.В. 100% үлесті шоғырландырғаннан кейін, ҚМГ ҰК өзінің business combination әдісімен шоғырландырылған есептілігінде ҚМГ Қашаған Б.В. қаржылық нәтижелерін ескеруді бастайды деп күтеміз, бұл

Сурет 33. ҚМГ Қашаған Б. В. қаржылық көрсеткіштері, млрд USD



Дереккөз: компания деректері, Halyk Finance есептеулері

кірістің, EBITDA, таза пайданың және басқа да көрсеткіштердің өсуіне әкеледі.

Біздің модельде біз 2022 жылы мұнай өндіруді 12.7 млн тонна деңгейінде саламыз, бұл кен орнында газдың ағып кетуін жою бойынша жөндеу жұмыстарының түрін өндіру көлемінің төмендеуіне байланысты. 2023-2025 жылдары өндіру жылына 12-14 млн тонна деңгейінде жоспарланып отыр, ал 2026 жылдан бастап өндіруді жылына 11 млн тонна деңгейінде ұстау күтілуде. Тиісінше, осы өндірістегі ҚМГ Қашаған Б.В. үлесі 16.88% құрайды.

Орташа болжамды баға EBITDA орташа тарихи кірістілігін сақтай отырып, 2024 жылдан бастап барреліне 70 USD деңгейінде белгіленді. ҚМГ ҰК 2022 жылы 567 млн USD мөлшерінде ҚМГ Қашаған Б.В.-дан алғашқы дивидендтер алды. Қарыздардың жоқтығын, шикі мұнайды жеткізу бойынша міндеттемелердің орындалуын және қызметті қолдауға арналған ірі CAPEX шығындарының болмауын ескере отырып, біз Қашағаннан дивидендтердің айтарлықтай өсуін күтеміз. Бұл ретте біз 2022-2023 жылдардағы дивидендтер (оның ішінде ҚМГ Қашаған Б.В. шоттарындағы ақша қаражаттарының қалдықтары есебінен) негізінен Самұрық-Қазына ҰӘҚ-нан ҚМГ Қашаған Б.В. 50% үлесті сатып алуға байланысты туындаған берешекті өтеуге жіберілетін болады.

Сурет 34. Бос ақша ағыны (FCF) ҚМГ Қашаған Б. В., млрд USD



Қарашығанақ

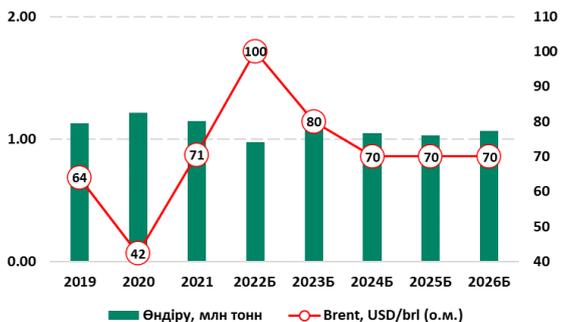
«ҚМГ Қарашығанақ» ЖШС қаржылық нәтижелері business combination әдісімен ҚМГ ҰК есептілігінде шоғырландырылады. «ҚМГ Қарашығанақ» ЖШС Қарашығанақ жобасына 10% мөлшерінде бөлінбейтін үлестік қатысуы бар.

Біз ҚМГ үлесіне тиесілі өндіру көлемін жылына 1 млн тонна деңгейінде болжаймыз, бұл өндірудің орташа нақты көлеміне сәйкес келеді. Мұнайдың болжамды бағасы 2022 жылы орташа есеппен барреліне 100 USD, 2023 жылы орташа есеппен барреліне 80 USD және 2024 жылдан бастап барреліне 70 USD деп есептеледі. CAPEX бойынша болжамды шама табыс үлесінің орташа тарихи мәні ретінде есептелген.

Басқа қауымдастырылған компаниялар мен БК

Басқа қауымдастырылған және бірлескен кәсіпорындардың пайдадағы үлесі мен дивидендтері негізінен мұнай бағасының

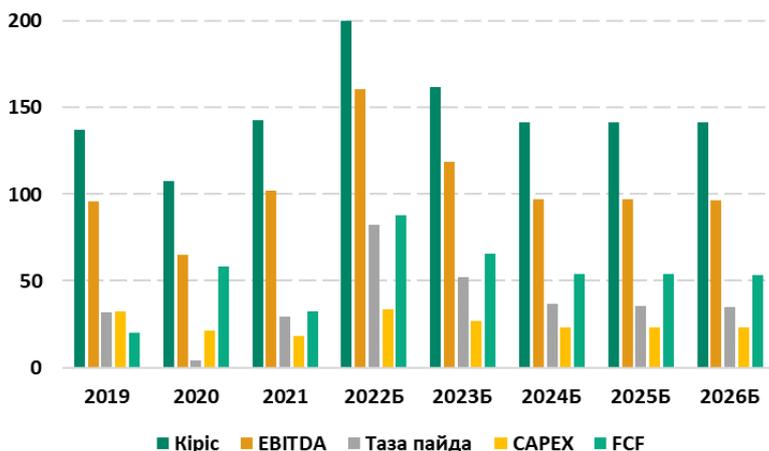
Сурет 35. ҚМГ Қарашығанақ операциялық көрсеткіштері.



Дереккөз: компания деректері, Halyk Finance есептеулері

динамикасын ескере отырып, өндіру болжамдарына пропорционалды түрде ескеріледі.

Сурет 36. ҚМГ Қарашығанақ қаржылық көрсеткіштері, млрд теңге



Дереккөз: компания деректері, Halyk Finance есептеулері

ҚМГ ҰК акционерлік капиталының әділ құны

FCF дисконттау, таза қарызды есептеу, Enterprise value және Equity value

FCF қауымдастырылған компаниялар мен БК-дан дивидендтер болжамын ескере отырып есептелген. Пайыздық шығыстар мен кірістер де жойылды. Таза борыш қолма-қол ақшаның кетуіне және ҚМГ Қашаған Б.В. 50% үлесті сатып алу туралы мәмілеге байланысты қарыздың өсуіне байланысты түзетілді. Бұл ретте 751 млрд теңге сомасындағы облигациялар нарықтық мөлшерлеме бойынша дисконтталды.

Модельде пайдаланылған капиталдың орташа өлшенген құны (WACC) - 16.0%.

Біздің DCF моделі бойынша есептелген ҚМГ ҰК акционерлік капиталының 100% әділ құны 6.7 трлн теңгені немесе 14.5 млрд USD құрады.

Кесте 7. 2024 жылдан бастап барреліне 70 USD мұнай бағасымен Equity құнын есептеу

Т млрд	2022Б	2023Б	2024Б	2025Б	2026Б
Кіріс және басқа табыстар	10 546	9 888	9 401	10 111	10 355
Оның ішінде дивидендтер JV	888	865	837	717	690
Сатып алынған мұнайдың, газдың, мұнай өнімдерінің және өзге де материалдардың өзіндік құны	-5 752	-5 467	-5 131	-5 502	-5 607
Өндірістік шығындар	-892	-994	-1 064	-1 131	-1 201
Табыс салығынан басқа салықтар	-607	-516	-460	-474	-489
Тозу, сарқылу және амортизация	-341	-374	-400	-415	-429
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	-156	-174	-183	-193	-200
Жалпы және әкімшілік шығыстар	-159	-174	-182	-190	-199
EBITDA JV дивидендтерін ескере отырып	2 422	2 294	2 204	2 208	2 235
FCF	867	1 065	1 266	1 247	1 296
WACC	16.0%				

Дисконтталған ағындардың сомасы 2023-2026 жж	3 370
Терминал құны	5 846
Кәсіпорын құны	9 216
Таза қарыз	2 580
Бақыланбайтын үлес	-70
2П2022 үшін ақша өсімі	181

Акционерлік капиталының құны, млрд теңге	6 747
Акционерлік капиталының құны, млн USD	14 488

Кесте 8. ҚМГ ҰК акционерлік капиталының 100% құнының Brent маркалы мұнайдың және WACC болжамды бағасына сезімталдығын талдау.

В млн USD						
Brent, USD/brl	60	65	70	75	80	WACC
Акционерлік капиталының құны	14 516	15 977	17 672	19 150	20 817	14.0%
Кәсіпорын құны	19 818	21 278	22 974	24 451	26 119	
Акционерлік капиталының құны	13 164	14 479	16 014	17 346	18 856	15.0%
Кәсіпорын құны	18 466	19 780	21 316	22 647	24 158	
Акционерлік капиталының құны	11 914	13 097	14 488	15 688	17 057	16.0%
Кәсіпорын құны	17 216	18 398	19 789	20 989	22 358	
Акционерлік капиталының құны	10 900	11 978	13 254	14 351	15 607	17.0%
Кәсіпорын құны	16 202	17 280	18 556	19 652	20 908	

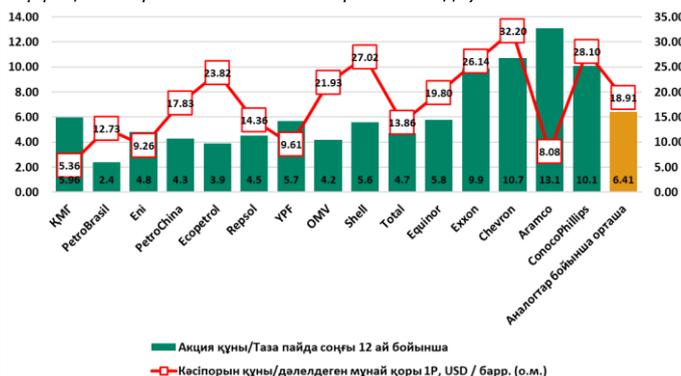
ҚМГ ҰК әділ құнын салыстырмалы талдау

Сонымен қатар, біз ҚМГ ҰК акционерлік капиталының 100% үлесінің әділ құнына салыстырмалы талдау жүргіздік. Мұнай компаниялары үшін әділ құнды салыстырмалы талдау мақсатында ең айқын коэффициенттер Enterprise value (EV)/дәлелденген қорлар (Proved немесе 1P) коэффициенті болып саналады, сондай-ақ P/E (нарықтық капиталдандыру соңғы 12 айдағы таза пайдаға бөлу). ҚМГ ҰК үшін P/E коэффициенті (implied) DCF моделі бойынша анықталған әділ құн негізінде есептелді. ҚМГ ҰК үшін P/E коэффициенті (implied) 5.96 мөлшерінде қалыптасты, бұл 6.41-дегі ұқсас компаниялар бойынша орташа мәнге жақын.

ҚМГ ҰК бойынша EV/дәлелденген қорлар (implied) коэффициенті барреліне 5.36 USD құрады. Бұл мән аналогтық компаниялардың орташа деңгейінен төмен.

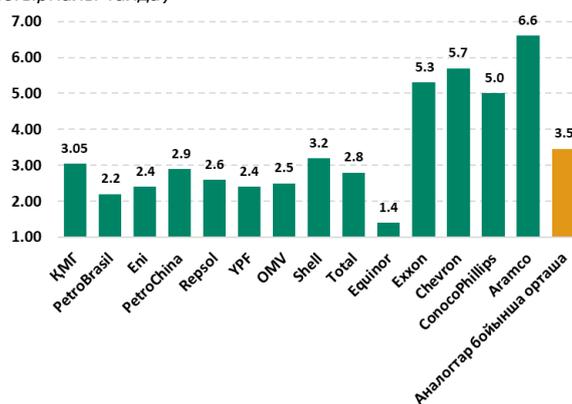
ҚМГ ҰК бойынша EV/EBITDA (implied) коэффициенті 3.05 құрады, бұл сала бойынша тиісті орташа мәннен 3.5 төмен. Бұл ретте ҚМГ ҰК бойынша коэффициентті есептеу кезінде 2023 ж. EBITDA болжамды мәні пайдаланылды, ол қауымдасқан компаниялар мен БК-дағы үлестердің құнын көрсету мақсатында, ТШО EBITDA 20%-ға, ҚМГ Қашаған Б.В. EBITDA 100%-ға және Маңғыстаумұнайгаз EBITDA 50%-ға түзетілді.

Сурет 37. ҚМГ ҰК әділ құнын P/E (акция құны/таза пайда) және EV/1P дәлел. мұнай қорлар (кәсіпорын құны/1P дәлел. Мұнай қорлар) коэффициенттері бойынша салыстырмалы талдау.



Дереккөз: Bloomberg, Halyk Finance есептеулері

Сурет 38. ҚМГ ҰК әділ құнын EV/EBITDA коэффициенті бойынша салыстырмалы талдау



Дереккөз: Bloomberg, Halyk Finance есептеулері

ҚМГ ҰК құнының өсу драйверлері:

- тұрақты және өсіп келе жатқан ақша ағындары, оның ішінде Теңіз, Қашаған және Қарашығанақ мегажобаларындағы үлестерді иеленуден, олар бойынша ірі инвестициялық жобалар аяқталып, өндіру мен кірістердің (дивидендтердің) айтарлықтай өсуі күтілуде;
- мұнайдың үлкен дәлелденген қорларының болуы (ағымдағы өндіру деңгейінде 16.5 жыл);
- дешевая сырьевая база для развития нефтехимии на основе действующей производственной инфраструктуры компании;
- Қазақстанда және Румынияда жаңғыртылған МӨЗ-ын бақылау, сондай-ақ жанармай құю станцияларының кең желісінің болуы;
- компания өнімдеріне қолайлы баға конъюнктурасы.

Негізгі тәуекелдер:

- мұнайдың нарықтық бағасының төмендеуі;
- экспорттық мұнай құбырларының (КҚК құбыры) жұмыс істеуіне байланысты геосаяси тәуекелдерге байланысты мұнай өндіру деңгейін төмендету;
- ҚМГ ҰК 100% бақылауындағы кен орындарының жоғары сулануы себептен болашақта өндірістің қысқаруына әкелуі мүмкін;
- ірі жобаларға операциялық бақылаудың болмауы;
- ҚМГ ҰК кірістерінің өсуіне қарамастан, дивидендтік төлемдер негізгі акционердің шешімдеріне байланысты төмен болуы мүмкін;
- саланы елеулі мемлекеттік реттеу;
- қайталама нарықтағы акциялардың ықтимал төмен өтімділігі.

Нурлан Жиентаев, CFA
n.zhiyentayev@halykfinance.kz

Қосымша 1. 2024 жылдан бастап Brent маркалы мұнай бағасы барреліне 70 USD болған кездегі негізгі қаржылық көрсеткіштердің болжамы

Баланс, млрд ₸	2019	2020	2021	2022Б	2023Б	2024Б	2025Б	2026Б
АКТИВТЕР								
Негізгі құралдар	4 484	4 370	3 406	3 730	3 987	4 141	4 277	4 425
Бірлескен кәсіпорындар мен қауымдастырылған компанияларға инвестициялар	5 590	6 471	6 550	7 569	7 690	7 727	7 990	8 256
Басқа да ұзақ мерзімді активтер	1 367	1 336	589	590	591	591	592	593
Жалпы ұзақ мерзімді активтер	11 442	12 177	10 546	11 889	12 268	12 460	12 860	13 274
ТМҚ	281	228	259	500	505	517	555	565
Сауда дебиторлық берешек	398	423	418	885	973	1 002	1 073	1 104
Басқа ағымдағы активтер	896	680	1 453	1 650	1 682	1 673	1 690	1 698
Ақша қаражаттары және олардың баламалары	1 064	1 146	976	841	646	850	959	1 080
Қысқа мерзімді активтердің жиыны	2 640	2 476	3 107	3 875	3 807	4 042	4 277	4 447
БАРЛЫҒЫ АКТИВТЕР	14 082	14 653	13 652	15 764	16 075	16 501	17 136	17 721
КАПИТАЛ								
Акционерлік капитал	917	917	917	917	917	917	917	917
Бөлінбеген пайда	5 469	5 637	5 060	6 916	7 505	8 127	9 041	9 872
Резервтер және басқа капитал	1 773	2 155	2 272	2 272	2 272	2 272	2 272	2 272
Меншіктің бақыланбайтын үлесі	38	-72	-89	-89	-89	-89	-89	-89
ЖАЛПЫ КАПИТАЛ	8 197	8 637	8 159	10 015	10 604	11 226	12 140	12 971
МІНДЕТТЕМЕЛЕР								
Қарыздар мен облигациялар	3 584	3 717	3 261	3 566	3 434	3 119	2 846	2 197
Басқа да ұзақ мерзімді міндеттемелер	863	966	860	860	860	860	860	860
Жалпы ұзақ мерзімді міндеттемелер	4 447	4 683	4 121	4 426	4 294	3 979	3 706	3 056
Қарыздар мен облигациялар	253	362	485	106	132	316	272	650
Сауда кредиторлық берешек	668	537	519	673	583	544	562	577
Төлеуге берілетін өзге де салықтар	87	130	126	158	134	119	123	127
Басқа қысқа мерзімді міндеттемелер	430	305	242	386	327	318	333	339
Жалпы қысқа мерзімді міндеттемелер	1 438	1 333	1 372	1 323	1 176	1 297	1 290	1 693
МІНДЕТТЕМЕЛЕРДІҢ ЖИЙНТЫҒЫ	5 885	6 017	5 494	5 749	5 470	5 275	4 996	4 750
Міндеттемелер мен капиталдың жиынтығы	14 082	14 653	13 652	15 764	16 075	16 501	17 136	17 721
Кірістер мен шығыстар туралы есеп, млрд ₸								
Кіріс	6 859	3 625	5 839	9 100	8 754	8 388	8 980	9 242
Бірлескен және қауымдасқан кәсіпорындардың пайдасындағы үлес, таза	828	281	769	1 299	986	874	980	955
Қаржылық кіріс	241	88	85	124	125	116	127	134
Басқа да кірістер	42	19	51	24	24	24	24	24
Жалпы табыс және басқа да кірістер	7 970	4 013	6 743	10 546	9 888	9 401	10 111	10 355
Сатып алынған мұнайдың, газдың, мұнай өнімдерінің және өзге де материалдардың өзіндік құны	-3 914	-1 901	-3 596	-5 752	-5 467	-5 131	-5 502	-5 607
Өндірістік шығындар	-722	-656	-693	-892	-994	-1 064	-1 131	-1 201
Табыс салығынан басқа салықтар	-454	-254	-429	-607	-516	-460	-474	-489
Тозу, сарқылу және амортизация	-337	-317	-322	-341	-374	-400	-415	-429
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	-420	-137	-132	-156	-174	-183	-193	-200
Жалпы және әкімшілік шығыстар	-214	-147	-148	-159	-174	-182	-190	-199
Қаржылық шығындар	-317	-265	-249	-243	-251	-238	-233	-221
Басқа шығындар	-207	-339	-107	-150	-163	-173	-182	-190
Жалпы шығындар мен өтімдер	-6 586	-4 017	-5 676	-8 300	-8 113	-7 832	-8 319	-8 537
Табыс салығын есепке алғанға дейінгі пайда/(залал)	1 385	-4	1 066	2 246	1 776	1 570	1 791	1 818
КТС бойынша шығыстар	-226	-85	-221	-189	-158	-139	-162	-173
Тұрақты қызметтен пайда / (шығын)	1 158	-89	845	2 056	1 618	1 431	1 629	1 645
Тоқтатылған қызметтен салық салғаннан кейінгі пайда	0	261	352	0	0	0	0	0
Таза пайда	1 158	172	1 197	2 056	1 618	1 431	1 629	1 645

Ақша қаражаттарының қозғалысы туралы есеп, млрд ₸	2019	2020	2021	2022Б	2023Б	2024Б	2025Б	2026Б
Операциялық қызметтен таза ақша ағындары	124	447	1 078	1 492	1 655	1 788	1 785	1 881
Инвестициялық қызметтен түсетін таза ақша ағындары	-320	-206	-989	-1 352	-716	-644	-644	-672
Қаржылық қызметтен түсетін таза ақша ағындары	-270	-245	-283	-274	-1 134	-941	-1 031	-1 087
Валюта бағамындағы өзгерістердің әсері	-15	85	23	0	0	0	0	0
КНШ астындағы резервтерді өзгерту	0	0	0	0	0	0	0	0
Ақша қаражаттарындағы таза өзгеріс	-481	81	-170	-135	-195	203	109	121
Кезеңнің басындағы ақша қаражаты	1 546	1 064	1 146	976	841	646	850	959
Кезең соңындағы ақша қаражаты	1 064	1 146	976	841	646	850	959	1 080

Дереккөз: компания деректері, Halyk Finance есептеулері

- Қысқартулар тізімі.
- Capex – Capital expenditures
- CITIC – China International Trust Investment Corporation
- DCF – Discounted cash flow, Дисконтталған ақша ағыны
- EBITDA – Earnings before interest, tax, depreciation and amortization
- EV – Enterprise value, кәсіпорын құны
- FCF – Free cash flow, бос ақша ағыны
- FGP-WPMP – Future Growth Project-Wellhead Pressure Management Project
- IPO – Initial Public Offering
- P/E – Price/Earnings, Акция құны/таза пайда
- WACC – Weighted average cost of capital, капиталдың орташа өлшенген құны
- 1Ж – бірінші жартыжылдық
- 1Т – бірінші тоқсан
- БК – Бірлескен Кәсіпорындар
- б/т – баррель тәулігіне
- ЕМГ – Ембімұнайгаз
- ЖӨШ – Жалпы және әкімшілік шығындар
- ЖЖМ – Жанар-жағармай материалдары
- КҚК – Каспий Құбыр Консорциумы
- КНШ – Күтілетін несиелік шығындар
- ҚҚҚ – Қазақстан-Қытай Құбыры
- ҚМГ – ҚазМұнайГаз
- ҚМГ ҰК – ҚазМұнайГаз Ұлттық Компаниясы
- ҚРҰБ – Қазақстан Республикасының Ұлттық Банкі
- ҚР ҰЭМ ТМРК – Қазақстан Республикасы Ұлттық экономика министрлігінің Табиғи монополияларды реттеу комитеті
- ҚТМ – Қазақтүрікмұнай
- КТС – Корпоративтік Табыс Салығы
- ҚТО – ҚазТрансОйл
- ҚХР – Қытай Халық Республикасы
- ММГ – Манғыстаумұнайгаз
- млн – миллион
- млрд – миллиард
- МӨЗ – Мұнай Өңдеу Зауыты
- о.м. – оң масштаб
- ӨМГ – Өзенмұнайгаз
- ӨО – Өріктау Оперейтинг
- СКЖ – Солтүстік Каспий жобасы, NCOC North Caspian Operating Company
- ТШО – «Теңізшевройл» ЖШС
- ҰӘҚ – Ұлттық Әл-ауқат Қоры

«Halyk Finance» АҚ (бұдан әрі – HF), «Қазақстан Халық банкі» АҚ еншілес ұйымы.

Осы жарияланым тек ақпараттық сипатта болады және HF тарапынан осы жарияланымда сілтеме болуы мүмкін қандай да бір бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарына қатысты қандай да бір инвестициялық ұсынымдар немесе қызметтер ұсынуға қатысты қандай да бір мәмілені сатып алу, сату немесе оған кіру ұсынысы немесе әрекеті болып табылмайды. Көрсетілген ұсыныстар тек қолданыстағы заңнаманың талаптарына сәйкес жіберілуі мүмкін. Бұл жарияланым біз сенімді деп санайтын ақпаратқа негізделген, бірақ біз берілген барлық ақпарат толығымен дәл деп айтпаймыз. Бұл ретте, өткен табыстылық болашақта инвестициялар табыстылығының көрсеткіші болып табылмайтынын атап өтеміз. Біз клиенттердің осы жарияланымдағы ақпаратты пайдаланғаны үшін, сондай-ақ бағалы қағаздармен және онда айтылған өзге де қаржы құралдарымен жасалған мәмілелер мен операциялар үшін жауап бермейміз. Біз осы жарияланымдағы ақпаратты үнемі жаңартып отыруға немесе мүмкін болатын дәлсіздіктерді түзетуге міндеттеме алмаймыз. HF, оның аффилиирленген және лауазымды тұлғалары, серіктестері мен қызметкерлері, оның ішінде осы материалды дайындауға және шығаруға қатысатын тұлғалар осы жарияланымда аталған бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарына қатысты мәмілелерге қатысу құқығын өзіне қалдырады. Сондай-ақ, осы басылымда қаралатын және шетел валютасында номинацияланған бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарына валюталардың айырбас бағамдары әсер етуі мүмкін екенін атап өтеміз. Валюта бағамдарының өзгеруі аталған активтерге инвестициялар құнының төмендеуіне әкелуі мүмкін. Америкалық депозитарлық қолхаттарға инвестициялау валюталардың айырбас бағамының өзгеру қаупіне ұшырайтынын, ал қазақстандық бағалы қағаздарға және өзге де қаржы құралдарына инвестициялаудың елеулі тәуекелі бар екенін есте ұстаған жөн. Осыған байланысты инвесторлар осы жарияланымда қаралатын бағалы қағаздармен және өзге де қаржы құралдарымен мәмілелерге қатысу туралы шешім қабылдағанға дейін осы бағалы қағаздар эмитенттерінің және өзге де қаржы құралдарының сенімділігіне қатысты өз зерттеулерін жүргізуге тиіс.

Бұл ақпарат көпшілікке таратуға арналмаған және оны «Halyk Finance» АҚ-ның алдын ала жазбаша рұқсатынсыз толық немесе ішінара көшіруге, беруге немесе жариялауға болмайды.

© 2022 ж., барлық құқықтар қорғалған.

Зерттеу Департаменті

E-mail

research@halykfinance.kz

Сату Департаменті

E-mail

sales@halykfinance.kz

Мекенжайы:

Halyk Finance
Абай даңғылы, 109 «В», 5-қабат
A05A1B9, Алматы, Қазақстан Республикасы
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance