

ҰСЫНБА

Buy

«ҚазМұнайГаз» АҚ

Өсу әлеуеті: **52%**

Мақсатты баға: **12 800 KZT**

Орналастыру бағасы: **8406 KZT**

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау | DCF

Қазақстан | Мұнай және газ

бағалау туралы есеп

ҚазМұнайГаз: қазақстандықтарға арналған мұнай рентасы



Қаржылық ақпарат, млрд KZT, 6M22

Кіріс	4 203
Біріл. компаниялардың кірістеріндегі үлес	644
Таза табыс	677
Еркін ақша ағыны	188

Көэффициенттері және и маржиналдылық, 6M22

P/E, (x)	4,1x
EV/EBITDA, (x)	3,5x
P/B, (x)	0,57x
ROA, (%)	4,6%
ROE, (%)	7,8%
EBITDA маржа, (%)	24%

IPO параметрлері

Шығарылған акциялар (млн дана)	610
Орналастыруға арналған акциялар (млн дана)	30,5
Орналастыру бағасы (KZT)	8 406
Капитализация (млрд KZT)	5 129
Капитализация (млн USD)	10 904
IPO көлемі (млрд KZT)	256
KASE тикері	KMGZ
AIX тикері	KMG
Инвестициялық көкжиек:	6-12 мес.

Біз мақсатты бағамызды ҚазМұнайГаздың (бұдан әрі – «Топ») 1 акциясы үшін 12 800 теңге деңгейінде белгіледік, бұл орналастыру бағасының 52%-ға өсу әлеуетін болжайды. Біз акцияларға «Сатып алу» рейтингін береміз.

ҚазМұнайГаз акциялары DCF моделі бойынша біздің бағалауымызға қатысты жақсы өсу әлеуетін көрсетеді, бұл (1) топтың экономика үшін маңызды мәртебесіне, (2) күшті іргелі мұнай-газ активтеріне, (3) операциялық көрсеткіштердің өсу перспективаларына біздің көзқарасымызды көрсетеді.

Ең маңызды ұлттық компания. «ҚазМұнайГаз» мұнайды барлаумен, өндірумен, тасымалдаумен және өңдеумен айналысатын тігінен интеграцияланған мұнай-газ компаниясы болып табылады. Топ ұлттық компания мәртебесіне ие, бұл оған мұнай-газ кен орындарын жер қойнауын пайдалану бөлігінде басым артықшылықтар береді. Сонымен қатар, мұнай-газ саласы Қазақстанның ең маңызды саласы болып табылады, бұл топқа артықшылықты жағдай береді және оқиғаларды дамытудың ең қолайсыз сценарийлері жағдайында мемлекеттік қолдауға сенуге мүмкіндік береді.

Мұнай активтерінің күшті негізі. Топтың көптеген құнды мұнай-газ активтері бар. Олардың ішінде мұнай өндіру бойынша ең бастысы «Өзенмұнайгаз» АҚ және «Ембімұнайгаз» АҚ болып табылады, онда Топтың 100% үлесі бар. Сондай-ақ, Топтың үш мегажобада үлесі бар, олардың жалпы өндірісі Қазақстандағы мұнай өндірісінің шамамен 65%-ды құрайды. Бұл жобалар айтарлықтай ақша ағындарын тудырады және мұнайдың орасан зор қоры мен лифтинг-шығындардың салыстырмалы түрде төмен деңгейіне ие, бұл «ҚазМұнайГазды» мұнай бағасының төмен кезеңінде сақтандыруы мүмкін. Сонымен қатар, Топтың дәлелденген және ықтимал мұнай қорларының салыстырмалы түрде жоғары деңгейі бар, ал барлау жұмыстары Топтың қорларын тұрақты түрде толықтырады. Биылғы жылы мұнай бағасының күрт өсуі топқа бос ақша ағынын арттыруға және дивидендтерді көбейтуге мүмкіндік береді.

Өсу перспективалары. Топ көмірсутектерді өндіру саласындағы бизнестің дәстүрлі бағыттарын одан әрі дамытуға ниетті. Сонымен қатар, Топ мұнай өңдеуде жаңа өндірісті бастайды. Атап айтқанда, биыл қуаттылығы 500 мың тонна полипропилен шығаратын зауытты іске қосу жоспарлануда. Ал 2026 және 2027 жылдарға қарай «ҚазМұнайГаз» бутадиен және полиэтилен шығаратын зауыттарды пайдалануға беруді жоспарлап отыр. Сонымен қатар, ТШО кеңейту бағдарламасын аяқтап, алдағы 2 жылда мұнай өндіруді шамамен 45%-ға ұлғайтады, бұл топтың ақша ағындарын едәуір арттырады.

«ҚазМұнайГаз»: қаржылық көрсеткіштер

Пайда туралы есеп, млрд KZT	2019	2020	2021	6M22
Кіріс	6 859	3 625	5 839	4 203
Бірл. компаниялардың кірістеріндегі үлес	828	281	769	644
Басқа кірістер	283	107	135	63
Кірістердің жиыны	7 970	4 013	6 743	4 910
Мұнай және мұнай өнімдерінің өзіндік құны	(3 914)	(1 901)	(3 596)	(2 818)
Өндірістік шығындар	(722)	(656)	(693)	(482)
Прочие операционные расходы	(1 634)	(1 119)	(1 131)	(591)
Қаржылық шығындар	(317)	(265)	(249)	(153)
Басқа шығындар	1	(75)	(42)	(54)
Салыққа дейінгі пайда	1 385	(4)	1 031	812
Таза пайда	1 158	172	1 162	677
EBITDA	1 203	314	851	525
Рост и маржа, %	2019	2020	2021	6M22
Кірістің өсуі	(2)%	(47)%	61%	57%
Бірл. компаниялардан түскен пайданың өсуі	19%	(66)%	174%	99%
EBITDA өсуі	18%	(74)%	171%	18%
EBITDA маржасы	16%	8%	13%	11%
Таза пайда маржасы	15%	(2)%	12%	14%
CashFlow, млрд KZT	2019	2020	2021	6M22
Операциялық ақша ағындары	124	447	1 078	354
Бірл. компаниялардың дивидендтері	126	135	415	123
Инвестициялық ақша ағындары	(320)	(206)	(989)	(235)
Күрделі шығындар	(444)	(396)	(410)	(166)
Қаржылық ақша ағындары	(270)	(245)	(283)	(177)
Төленген дивидендтер	(37)	(82)	(50)	(200)
Ақша ағыны	(481)	81	(170)	(3)
Еркін ақша ағыны	(320)	50	669	188
Айналыстағы акциялар, млн дана	610	610	610	610
Акцияның баланстық құны, KZT	13 372	14 273	13 519	14 745
Акцияның нарықтық құны, KZT	-	-	-	-
Нарықтық капиталдануды, млрд KZT	-	-	-	-
EV, млрд KZT	-	-	-	-
Жұмыс капиталы, млрд KZT	(27)	(26)	251	88
Қайта инвестициялау, млрд KZT	282	499	454	239
BV, млрд KZT	8 158	8 708	8 248	8 996
EPS, акцияға KZT	1 899	(147)	1 326	1 110

Баланс, млрд KZT	2019	2020	2021	6M22
Дебиторлық берешек	398	423	418	834
Банк салымдары	360	282	511	609
Байланысты тараптарға қарыздар	139	28	486	449
Қолма-қол ақша	1 064	1 146	976	973
Басқа активтер	672	551	715	639
Ағымдағы активтер	2 632	2 430	3 106	3 505
Негізгі құралдар	4 484	4 370	3 406	3 497
Бірл. компанияларға инвестициялар	5 590	6 471	6 550	7 565
Басқа да ұзақ мерзімді активтер	1 367	1 336	589	643
Ұзақ мерзімді активтер	11 442	12 177	10 546	11 705
Қарыздар	253	362	485	356
Кредиторлық берешек	668	537	519	870
Басқа да ағымдағы міндеттемелер	517	435	368	499
Ағымдағы міндеттемелер	1 438	1 333	1 372	1 725
Қарыздар	3 584	3 717	3 261	3 579
Резервтер	274	303	223	226
Кейінге қалдырылған салық	509	556	546	660
Басқа ұ-м міндеттемелер	80	107	91	94
Ұзақ мерзімді міндеттемелер	4 447	4 683	4 121	4 559
Жарғылық капитал	917	917	917	917
Валютаны қайта есептеуден резерв	1 732	2 146	2 261	2 691
Бөлінбеген пайда	5 469	5 637	5 060	5 415
Жалпы меншікті капитал	8 158	8 708	8 248	8 996
Қарыз жүктемесі және капитал құрылымы	2019	2020	2021	6M22
EBIT/Пайыздық төлемдер, (x)	5,3x	1,0x	5,2x	6,6x
Қарыз/Активтер, %	27%	28%	27%	26%
Қарыз/Меншікті капитал, %	47%	47%	46%	44%
Қарыз/Инвестициялық капитал, %	32%	32%	31%	30%
Меншікті капитал/Активтер, %	58%	59%	60%	59%
Мультипликаторлар	2019	2020	2021	6M22
P/B	-	-	-	0,6x
P/E	-	-	-	4,1x
EV/EBITDA	-	-	-	3,5x
EV/S	-	-	-	1,1x

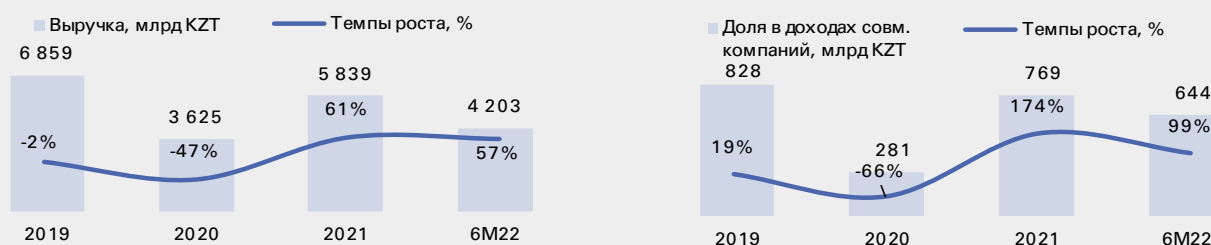
Дереккөз: Топ деректері

«ҚазМұнайГаз»: оқиғалар мен шығындар факторлары

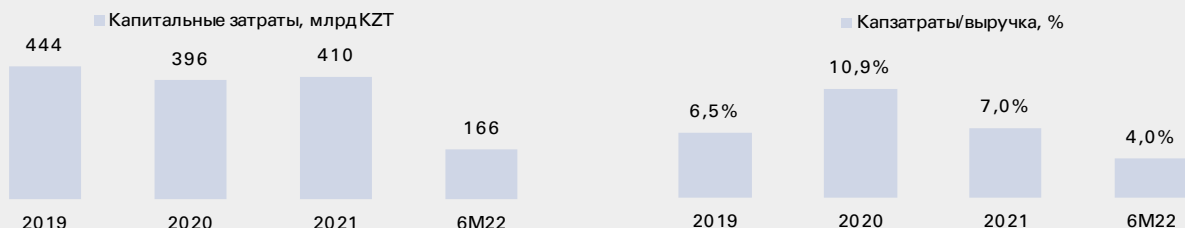
Ключевые события «КазМунайГаз» с 2012 года



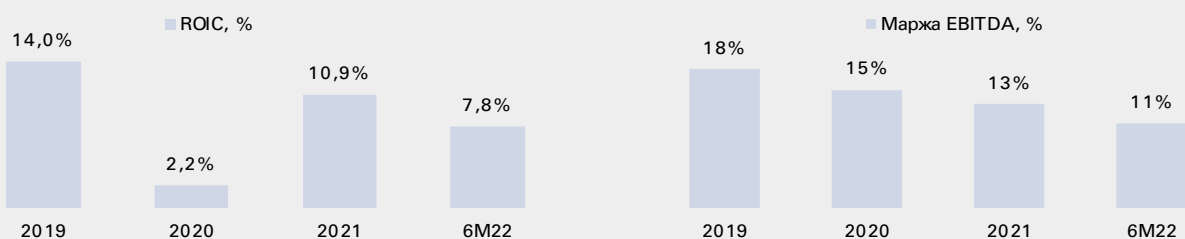
Динамика операционных доходов



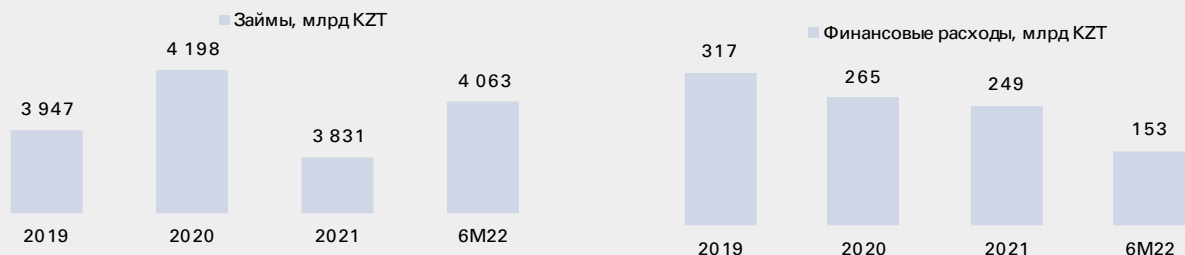
Капитальные затраты



Маржа и рентабельность



Займы и процентные платежи



Источник: данные Группы

Мазмұны

«ҚазМұнайГаз»: тарихы және жалпы ақпарат	5
«ҚазМұнайГаз»-дың операциялық қызметіне шолу	9
Мұнай-газ индустриясындағы жағдайдың түйіндемесі	19
«ҚазМұнайГаз» даму стратегиясы және орта мерзімді жоспарлары	26
«ҚазМұнайГаз»-дың қаржылық шолуы	27
«ҚазМұнайГаз»: Болжамдар және бағалау моделі	32
«ҚазМұнайГаз» шоғырландырылған бағасы	36
Бірлескен және қауымдастырылған компанияларды бағалау	40
Бағалау моделі үшін ықтимал тәуекелдер	48

«ҚазМұнайГаз»: тарихы және жалпы ақпарат

«ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ – Мұнай және газ саласында жұмыс істейтін Қазақстанның негізгі ұлттық компаниясы. «ҚМГ ҰК» АҚ (бұдан әрі – Топ) – бұл Қазақстан Республикасындағы басты тігінен интеграцияланған мұнай-газ компаниясы. Топ сервистік қызметтерді қоса алғанда, мұнайды барлау, өндіру, тасымалдау және өңдеу сияқты бүкіл өндірістік цикл бойынша қызметті жүзеге асырады. Топтың негізгі активтері мұнай өндіруші компаниялар болып табылады. Топтың Қазақстанның барлық негізгі мұнай-газ кен орындарында, соның ішінде Теңіз, Қашаған және Қарашығанақ сияқты алыптарда үлесі бар. Сонымен қатар, оның үш мұнай тасымалдау компаниясында меншік үлесі бар. Сондай-ақ, топ Қазақстандағы екі ірі МӨЗ-ге толық иелік етеді, Румыниядағы екі МӨЗ-де мажоритарлық үлесі және Қазақстандағы тағы бір ірі МӨЗ-де 50% үлесі бар.

Саланың даму кезеңдері аясында топтың тарихы. «ҚазМұнайГаз» ҰК» АҚ 2002 жылы Қазақстан Республикасы Президентінің 2002 жылғы 20 ақпандағы Жарлығы негізінде «Қазақойл» ұлттық мұнай-газ компаниясы мен «Мұнай және газ көлігі» Ұлттық компаниясын біріктіру жолымен құрылды. Жалпы, Қазақстандағы мұнай-газ саласы 1892 жылы, қазіргі Ақтөбе облысында орналасқан Ембіде мұнай барлау басталған кезде басталды. 1911 жылы Доссор алаңында ірі кен орны ашылды, тағы екі жылдан кейін Мақатта кен орны ашылды. 1914 жылға қарай бұл кен орындарынан 200 мың тонна мұнай өндірілді. Екі жыл бұрын «Ембі» мұнай өнеркәсібі және сауда акционерлік қоғамы капиталды тарту үшін Лондон қор биржасында акциялар шығарады. Осыған қарамастан, «Ембімұнайгаз» АҚ-ның ресми тарихы 1922 жылы Доссор және Мақат кен орындарын игеру үшін «Ембімұнай» тресін құрудан басталады. 1940 жылдың аяғында Орал-Ембі ауданының кәсіпшілігінде мұнай өндіру жылына 750 мың тоннаға жетті, ал онкүндіктің соңында көрсеткіш жылына 1 млн тоннаға дейін өсті. 1945 жылы ленд-лиза бағдарламасы бойынша американдық жабдықтар базасында Гурьев (Атырау) мұнай өңдеу зауыты пайдалануға берілді. 1960 жылдары Өзен кен орнында өндіріс басталады, қазір «Өзенмұнайгаз» тобының еншілес компаниясы мұнай өндірумен айналысады. 1970 жылдары Қаламқас, Солтүстік Бозашы және Қаражанбас сияқты маңызды кен орындары ашылды. Ал 1979 жылы алып Теңіз кен орны ашылды. КСРО ыдырағаннан кейін Қазақстанның жекелеген мұнай өндіруші кәсіпорындары акционерлік қоғамдарға айналды. 1993 жылы «Қазақойл» және «ҚазТрансОйл» ұлттық компаниялары құрылды. Сол жылы шетелдік серіктестермен Қарашығанақ кен орнында өнімді бөлу туралы келісімге қол қойылды. Сондай-ақ, биыл Қазақстан, Ресей, Оман және халықаралық мұнай консорциумы КҚК мұнай құбырын салу туралы келісті. 2005 жылы Атасу-Алашанькоу мұнай құбыры іске қосылып, ол арқылы Қытайға мұнай айдалады. Сол жылы топ Қашаған жобасындағы 8,33% үлесін сатып алды. 2006 жылы LSE және KASE-те «Барлау Өндіру ҚазМұнайГаз» еншілес компаниясының IPO өтті. Бұдан басқа, 2006 жылы «Қазгермұнай» БК» ЖШС-нің 50% үлесі және «ПетроҚазақстан Инк.» компаниялар тобындағы 33% үлесі сатып алынды. 2007 жылы Топтың сатып алу тізімі: «Ромпетрол» компаниясындағы 75%, Шымкент мұнай өңдеу зауытындағы 50% және «Қаражанбасмұнай» АҚ-дағы 50% үлесімен

толықтырылды. 2008 жылы «ҚазМұнайГаз» өнімді бөлу туралы келісімнің талаптары қайта қаралғаннан кейін Қашағандағы үлесін 16,81%-ға дейін екі есеге арттырды. 2009 жылы Азиялық газ құбыры іске қосылып, Қытайға газ экспорты басталды. Сол жылы топ «Ромпетролдағы» өз үлесін 100% - ға жеткізді, Павлодар мұнай өңдеу зауытын және «Маңғыстаумұнайгаз» АҚ-дағы 50% үлесін сатып алды. 2011 жылы топ Қарашығанақ кен орнында 10% үлесін алды, ал 2012 жылы «Халықтық IPO» бағдарламасы аясында KASE-те «ҚазТрансОйл» IPO өтті. Бір жылдан кейін Бейнеу-Бозой-Шымкент газ құбыры іске қосылды. 2014 жылы «Қазақтүрікмұнай» ЖШС меншік үлесі 50%-дан 100%-ға дейін ұлғайтылды. 2015 жылы борыштық жүктемені азайту үшін топ Қашаған жобасындағы 8,44% үлесін «Самұрық-Қазына» АҚ пайдасына сатты. 2016 жылы Қашаған кен орнында өндіру қалпына келтіріліп, теңізде мұнай өндіруді кеңейту туралы шешім жарияланды. 2017-2018 жылдары Қазақстанның үш ірі МӨЗ жаңғырту аяқталды. 2017 жылы Қашағанның қажеттіліктерін қанағаттандыру үшін КҚК өткізу қабілеті 67 млн тоннаға дейін ұлғайтылды. 2018 жылы «ҚМГ БӨ» акцияларының делистингі және оның топ құрылымымен толық бірігуі орын алды. 2019 жылы топ түрлі бейінді емес активтерді, сондай-ақ Қазақстандағы ЖМҚС бөлшек сауда желісін сатты. Ал екі жылдан кейін «Самұрық-Қазына» АҚ пайдасына «ҚазТрансГаз Аймақ» АҚ-ның 100% акциясы сатылды. Сондай-ақ, соңғы екі жылда топ өндірілетін мұнай өнімдерінің желісін одан әрі кеңейту үшін «Бутадиен» ЖШС (24,9%) және Petrosun ЖШС (49%) үлесіне кірді.

1-кесте. Топтың еншілес компанияларының тізімі және олардың 2022 жылдың 30 маусымына негізгі қызметі

Атауы	Негізгі қызметі	Тіркеу елі	Акционерлік қатысу, %
«ҚазМұнайГаз» Барлау Өндіру» АҚ	Барлау және өндіру	Қазақстан	99,72%
«ҚазМұнайТеңіз» ЖШС	Барлау және өндіру	Қазақстан	100%
«ҚМГ Қарашығанақ» ЖШС	Барлау және өндіру	Қазақстан	100%
«Қазақтүрікмұнай» ЖШС	Барлау және өндіру	Қазақстан	100%
«ҚазТрансОйл» АҚ	Мұнай тасымалдау	Қазақстан	90%
«Қазақтеңізкөлікфлоты» ЖШС	Мұнай тасымалдау және құрылыс	Қазақстан	100%
Cooperative KazMunayGas PKI U.A.	Мұнай өнімдерін қайта өңдеу және сату	Нидерланд	100%
«Атырау мұнай өңдеу зауыты» ЖШС	Қайта өңдеу	Қазақстан	99,53%
«Павлодар мұнай-химия зауыты» ЖШС	Қайта өңдеу	Қазақстан	100%
KMG International N.V.	Мұнай өнімдерін қайта өңдеу және сату	Румыния	100%
«KMG Drilling&Services» ЖШС	Бұрғылау қызметтері	Қазақстан	100%

Дереккөз: Топ деректері

2-кесте. Топтың бірлескен және қауымдастырылған компанияларының тізімі және олардың 2022 жылдың 30 маусымына негізгі қызметі

Атауы	Негізгі қызметі	Қызметті жүзеге асыру орны	Акционерлік қатысу, %
«Теңізшевройл» (ТШО) ЖШС	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	20%
KMG Kashagan B V (Қашаған)	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	50%
Mangistau Investment B V (МИБВ)	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	50%
«ҚазРосГаз» (ҚРГ) ЖШС	Табиғи газды және қайта өңдеу өнімдерін қайта өңдеу және сату	Қазақстан	50%

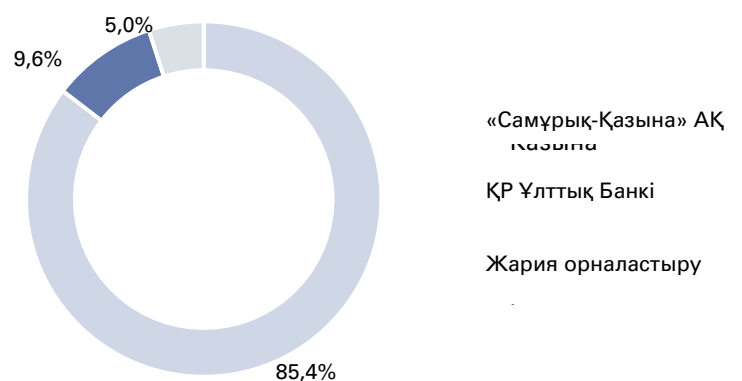
UralGroupLimited (УГЛ)	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	50%
«ҚазГерМұнай» (КГМ) ЖШС	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	50%
«Казахойл-Актобе» (КОА) ЖШС	Көмірсутектерді барлау және өндіру	Қазақстан	49%
«Теңіз Сервис» (Теңіз Сервис) ЖШС	Инфрақұрылымдық объектілерді жобалау, салу және пайдалану, теңіздегі мұнай операцияларын қолдау	Қазақстан	48,996%
Valsera Holdings B V (Валсера)	Шикі мұнайды қайта өңдеу	Қазақстан	50%
Каспий Құбыр Консорциумы (КҚК)	Сұйық көмірсутектерді тасымалдау	Қазақстан/Ресей	20,75%
Петро Қазақстан Инк (ПҚИ)	Көмірсутектерді барлау, өндіру және өңдеу	Қазақстан	33%

Дереккөз: Топ деректері

Менеджмент, акциялар және бастапқы орналастыру құрылымы.

Топ қазақстандық қор биржасында (KASE) және Астананың халықаралық биржасында (AIX) жергілікті IPO өткізеді. KASE-тегі акцияларының тикері – KMGZ, ал AIX-те – KMG. IPO шеңберінде инвесторларға бір акция үшін 8 406 теңге бағамен 30,5 млн-нан аспайтын қарапайым акциялар ұсынылатын болады. Нәтижесінде IPO көлемі 256 млрд теңгені немесе топтағы үлестің 5%-ды құрайды. Нарықтық капиталдандыру 5,1 трлн теңгені құрайды. Өтімдерді қабылдау 2022 жылғы 9 қарашада басталып, 2022 жылғы 2 желтоқсанда аяқталады. Бұл акциялардың сатушысы «Самұрық-Қазына» АҚ болады. 2022 жылғы 30 маусымдағы жағдай бойынша «ҚазМұнайГаз» АҚ қарапайым акцияларының жалпы саны 610 119 493 дананы құрайды. Акциялардың 90,42%-ы «Самұрық-Қазына» АҚ-на тиесілі, ол өз кезегінде Қазақстан Республикасының Үкіметіне тиесілі, ал қалған 9,58%-ы ҚР Ұлттық Банкіне тиесілі. Топтың Басқарма төрағасы – Мағзұм Мырзағалиев, ал директорлар Кеңесінің төрағасы – Уолтон Кристофер Джон.

1-кесте. IPO-дан кейінгі Топтың меншік құрылымы



Дереккөз: Топ деректері

Дивидендтік саясат. Дивидендтік саясатқа сәйкес топ дивиденд ретінде бос ақша ағынының 50%-на дейін төлеуге ниетті. Төлемдер туралы шешім қабылдаудағы негізгі фактор таза борыш пен түзетілген EBITDA қатынасында көрсетілген борыштық жүктеме деңгейі болады. Түзетілген EBITDA – бірлескен кәсіпорындар мен қауымдасқан компаниялардан алынған кірістер плюс дивидендтер сатып алынған мұнайдың, газдың, мұнай өнімдерінің және басқа материалдардың өзіндік құнын (тозу мен амортизацияны қоспағанда) минус өндірістік шығыстар минус жалпы және әкімшілік шығыстар (тозу мен амортизацияны қоспағанда) минус тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар (тозу мен амортизацияны

қоспағанда) табыс салығын қоспағанда, минус салықтар. Көрсеткіш бойынша таза қарыз/EBITDA, 1,0x-тен төмен, ақша ағынының кем дегенде 50% төленеді. Көрсеткіші бойынша таза қарыз/EBITDA, 1,0-1,5 x – ең аз 40% бос ақша ағыны, 1,5 x-2,0x – ең аз 30% бос ақша ағыны. Егер борыштық жүктеме 2,0x көрсеткішінен асқан жағдайда, төлем пайызы акционерлердің жалпы жиналысының шешімімен айқындалатын болады. Сонымен қатар, топ алдағы үш жылда мұнайдың орташа жылдық бағасы барреліне кемінде 70 АҚШ долларын құраған жағдайда, кем дегенде 200 млрд KZT жыл сайынғы кепілдендірілген дивидендтер төлейді. Топ 2021 жылы 200 млрд теңге дивиденд немесе бос ақша ағынының 30% төледі, ал 2020 жылы төлем 50 млрд KZT немесе бос ақша ағынының 100% құрады.

3-кесте. Топтың 2015 жылдан 2021 жылға дейінгі қаржы жылдарына дивидендтер төлеуі

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Көрсетілген жылдың қорытындысы бойынша төленген дивидендтер, млрд KZT	59,7	6,7	36,3	37,0	-	50,0	200
Акцияға дивидендтер, KZT	102	11,3	61,5	60,6	-	82,0	328
Таза пайдадан түскен пайыз	12%	1,9%	6,9%	5,3%	0%	29%	17%
Бос ақша ағынынан түскен пайыз	-15%	0,8%	16%	19%	0%	100%	30%
Көрсетілген жылы бірлескен компаниялармен төленген дивидендтер, млрд KZT	173	119	272	160	126	135	415

Дереккөз: Топ деректері, Фридом Финанстың есебі

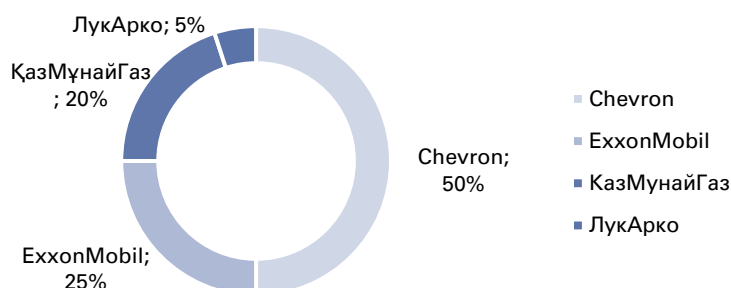
«ҚазМұнайГаз»-дың операциялық қызметіне шолу

Топ өзінің операциялық қызметін үш негізгі сегментке бөледі: «Барлау және өндіру», «Тасымалдау» және «Қайта өңдеу». «Барлау және өндіру» сегментінде топ мұнай мен газды барлау және өндіру жөніндегі қызметті жүзеге асырады. Бұл таза пайданың көп бөлігін құрайтын негізгі сегмент. Топтың көптеген әлеуетті және жұмыс істеп тұрған жер қойнауын пайдаланушы жобаларында үлесі бар. «Тасымалдау» - бұл әртүрлі экспорттық және ішкі бағыттар бойынша мұнай тасымалдайтын үш компанияны қамтитын сегмент. Олардың бірі су көлігі арқылы тасымалдауды жүзеге асырады. «Қайта өңдеу» сегменті – шикі мұнайды өңдеумен және бензин, дизель отыны, авиациялық керосин және битум сияқты мұнай өнімдерін өндірумен айналысатын 5 МӨЗ және тағы бір компания.

«Барлау және өндіру». Бұл сегментте топ ең көп өншілес, бірлескен және қауымдастырылған кәсіпорындарға ие. Жалпы мұнай және газ өндіру бойынша ҚМГ пайдасына әртүрлі үлестері бар 13 компания ұсынылған. Бұл компаниялар екі санатқа бөлінеді: «Операциялық активтер» және «Мегажобалар». Соңғысы үш алып кен орны: Теңіз, Қашаған және Қарашығанақ. Қалғандарының барлығы, онша үлкен емес, операциялық активтер ретінде жіктеледі.

Теңіз кен орны 1979 жылы ашылды, ал ауқымды мұнай өндіру 1993 жылы «Теңізшевройл» (ТШО) операторымен басталды, мұндағы меншік үлесінің 20% Топқа тиесілі. ТШО-ның негізгі акционері – 50% үлесі бар американдық Chevron компаниясы болып табылады. Кен орны әлемдегі ең ірі кен орындарының бірі болып келеді, ал Қазақстандағы мұнай өндірісінің 31%-ы дәл Теңізге тиесілі. Бұл сонымен қатар белсенді супергиганттардың ішіндегі ең терең кен орны. Мұнай мен газдың жалпы қоры 8,3 миллиард м.э.¹ баррелін құрайды. 2023 жылы кеңейту жобасы аяқталғаннан кейін мұнай өндірісі шамамен 45% өседі деп күтілуде. Оның жалпы құны шамамен \$46,5 миллиард USD құрады.

2-кесте. 2022 жылғы 30 маусымына «Теңізшевройл» ЖШС акционерлерінің құрылымы



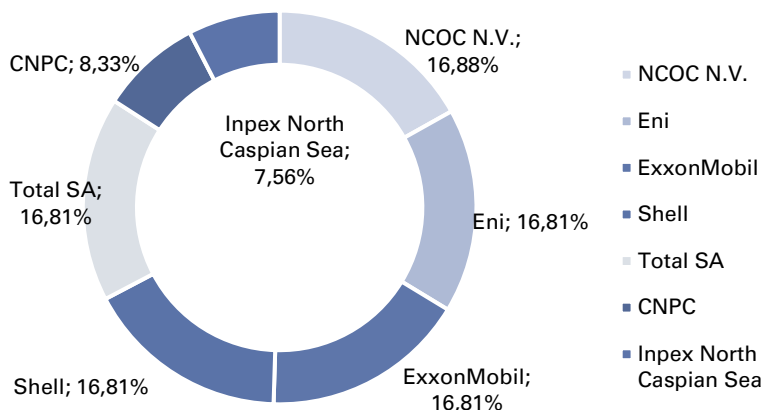
Дереккөз: Топ деректері

Қашаған оффшорлық кен орнында мұнай өндіру 2016 жылы басталды. Бұл Қазақстанның алғашқы ірі оффшорлық жобасы, ал өндіру бес жасанды аралда жүргізілуде. Жалпы санаттар 2P (дәлелденген және ықтимал) супергигант көмірсутектерінің қоры 16,2 миллиард м.э. баррелін құрайды, бұл қазіргі өндіріс деңгейінде

¹ мұнай эквивалентінің баррелі

120 жылдан астам уақыт бойы мұнай өндіруге мүмкіндік береді. Оператор – North Caspian Operating Company B. V. (NCOC) болып табылады, онда акционерлер бірден бірнеше мүше болып келеді: NCOC N.V., Eni, Exxon Mobil, Shell, Total SA, CNPC и Inpex North Caspian Sea. ҚМГ өз кезегінде Қашағандағы үлесінің 16,877% - иеленетін NCOC N. V. компаниясының бенефициары болып табылатын KMG Kashagan B. V.-дағы 100% үлеске ие. 2015 жылдың қазан айында топ KMG Kashagan B. V.-дағы үлесінің 50% «Самұрық-Қазына» қорына 4 4,7 млрд USD-ға сатты, 2018-2020-жылдары орындау мерзімі бар кері сатып алу бойынша опционды өзіне қалдырды. Содан кейін ол 2022 жылдың соңына дейін ұзартылды. Сатудың негізгі мақсаты мұнай бағасының төмендеуі аясында қарыз жүктемесін азайту және жобадан түсетін ақша ағындарының болмауы болды. Нәтижесінде 2022 жылғы 15 қыркүйекте топ опционды орындады және бұл үлесті борыштық қаржыландыру, Топ алдындағы «Самұрық-Қазына» бұрынғы қарыздарының өзара есеп айырысуы және Қашаған кен орнынан мұнай сатудан түсетін болашақ ақша ағындары есебінен ішінара \$3,8 млрд USD сатып алды.

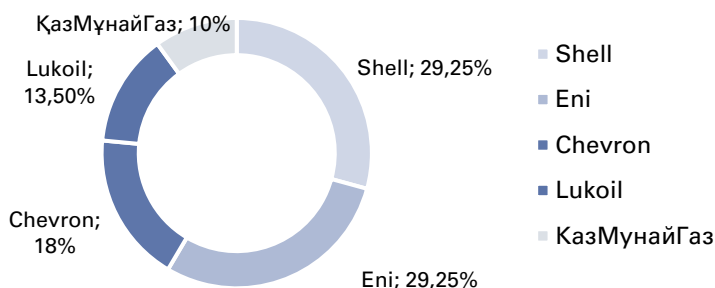
3-кесте. 2022 жылғы 30 маусымына North Caspian Operating Company B.V. акционерлерінің құрылымы



Дереккөз: Топ деректері

Қарашығанақ – әлемдегі ең ірі газ конденсатты кен орындарының бірі болып табылады. Іске қосу 1984 жылы өтті және кен орны Қазақстанның барлық көмірсутектерін өндірудің 12% құрайды. Мұнай мен газдың жалпы қоры шамамен 4,9 млрд м.э. баррелін құрайды, оператор «Қарашығанақ Петролиум Оперейтинг Б. В.» (КПО) АОЗТ болып табылады, оның қатысушылары: Shell, Eni, Chevron, Lukoil және KMG Karachaganak B.V.-дан «ҚазМұнайГаз» компаниялары болып табылады.

4-кесте. 2022 жылғы 30 маусымына АОЗТ «Карачаганак Петролиум Оперейтинг Б.В.» акционерлерінің құрылымы



Дереккөз: Топ деректері

Операциялық активтердің ішінде ең маңызды үш компанияны бөліп көрсету керек: «Өзенмұнайгаз» АҚ, «Ембімұнайгаз» АҚ және «Маңғыстаумұнайгаз» АҚ. «Өзенмұнайгаз» ҚМГ еншілес активтерінің ішіндегі ең ірісі болып табылады. Өзен кен орны 1965 жылдан бастап белсенді, ал дәлелденген мұнай мен газ қоры 698 млн м.э. баррелін құрайды. «Ембімұнайгаз» өз кезегінде 1911 жылдан бері жұмыс істеп келе жатқан ең көне мұнай-газ активі болып табылады. ЭМГ көмірсутектерінің дәлелденген қоры 286 млн м.э. баррелін құрайды. Кен орны 1967 жылдан бері жұмыс істейді, ал ҚМГ үлесіне пропорционалды түрде дәлелденген және ықтимал мұнай мен газ қорлары 327 млн м.э. баррелін құрайды. 2021 жылдың аяғында барлық кен орындары бойынша «ҚазМұнайГаз» көмірсутектерінің жалпы дәлелденген және ықтимал қорлары 4,98 млрд. млн м.э. баррельді немесе 645 млн. м.э. тоннаны құрайды.

4-кесте. 2021 жылғы 31 желтоқсандағы жағдай бойынша ҚМГ барлық кен орындары бойынша көмірсутектер қоры

Топтағы көмірсутектер қоры	Мұнай, млн тонна, ҚМГ үлесі	Мұнай, млн тонн, 100%	Газ, млрд куб. м, ҚМГ үлесі	Газ, млрд куб. м, 100%
Операциялық активтер				
«Өзенмұнайгаз» АҚ (100%)	95	95	-	-
«Ембімұнайгаз» АҚ (100%)	39	39	1,2	1,2
«Қаражанбасмұнай» АҚ (50%)	19	38	-	-
«Қазгермұнай» БК» ЖШС (50%)	7,2	14	1,4	2,8
«ПетроҚазақстан Инк» АҚ (33%)	0,4	1,2	-	-
«Амангелді Газ» ЖШС (конденсат) (100%)	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
«Маңғыстаумұнайгаз» АҚ (50%)	43	86	3,6	7,2
«Қазақойл Ақтөбе» ЖШС (50%)	6,3	13	2,9	5,8
«Қазақтүрікмұнай» ЖШС (100%)	3,0	3,0	-	-
«УрихтауОперейтинг» ЖШС (100%)	3,1	3,1	14,9	14,9
Итого по операционным активам	216,1	292,7	24,0	31,9
Мегажобалар				
Теңіз (20%)	135	673	52	262
Қашаған (16,88%)	257	1 520	11	66
Қарашығанақ (10%)	23	227	32	320
Мегажобалар бойынша жиыны	414	2 420	96	648
БАРЛЫҒЫ	630	2 713	120	680

Источник: данные Группы

Мұнай өндірудің жалпы көлемі 2022 жылдың бірінші жартыжылдығының қорытындысы бойынша ҚМГ-ның меншік үлесіне пропорционалды түрде 10,78 млн тоннаны құрады. Бұл көрсеткіш өткен жылғы көрсеткіштен 40 мың тоннаға ғана жоғары болды. Өндірілген мұнайдың 63% – ы операциялық активтерге, ал қалған 37% - ы мегажобаларға тиесілі болды. Жыл сайын олардың Мұнай өндірудегі үлесі Қашаған кен орнын іске қосу және өндірістің біртіндеп өсуі аясында артып келеді. Қашағанда өндіру 2017 жылы 8,1 млн тоннадан 2021 жылы 15,9 млн тоннаға дейін өсті, алайда 2022 жылдың алғашқы 6 айында кен орнында өндіру тек 7,1 млн тоннаны (-2% г/г) құрады. Сонымен қатар, теңізде өндіру 2021 жылы Қазақстанда мұнай өндіру ОПЕК+шартымен шектелген кезде төменгі база есебінен г/Ж 6%-ға ұлғайды. Сондай-ақ, соңғы бірнеше жылда кейбір ескі кен орындарында өндіріс деңгейінің баяу және біртіндеп

төмендеуі байқалды. Егер 2015 жылы топтың 10 операциялық активіне 16,2 млн тонна мұнай өндіру қажет болса, 2021 жылы көрсеткіш 14 млн тоннаға дейін төмендеді. Негізгі құлдырау «ПетроҚазақстан Инк.» Қызылорда облысында мұнай өндіретін «Қазгермұнай» және «Құмкөл» кен орны тұрақты түрде таусылып, 2015 жылдан бастап өндірістің жалпы құлдырауы тиісінше 59% және 52% құрады. "Өзенмұнайгаз" және «Ембімұнайгаз» тұлғасындағы ҚМГ негізгі 100% еншілес активтері жылдан жылға мұнай өндірудің тұрақты серпінін жылына 5,5 және 2,8 млн тонна мұнай деңгейінде көрсетеді. 2020-2021 жылдардағы төмендеу ОПЕК+ шектеулеріне байланысты болды. Дәл осындай тұрақты серпінді тағы бір ірі актив – «Маңғыстаумұнайгаз» бойынша да атап өтуге болады, оны өндіру 2015-2019 жылдары жылына 6,4 млн тонна деңгейінде болды және одан кейін 2020 жылы аздап төмендеді.

5-кесте. Мұнай өндіру 2015 жылғы – 2022 жылғы 6 айға ҚМГ үлесіне пропорционалды, тыс. тонн

Мұнай өндіру, мың тонна	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
Операциялық активтер									
«Өзенмұнайгаз» АҚ (100%)	5 520	5 564	5 488	5 488	5 586	5 347	5 332	2 501	1 250
«Ембімұнайгаз» АҚ (100%)	2 823	2 832	2 840	2 895	2 900	2 601	2 522	1 267	627
«Қаражанбасмұнай» АҚ (50%)	1 069	1 064	1 071	1 081	1 082	1 001	1 048	529	260
«Қазгермұнай» БК» ЖШС (50%)	1 500	1 468	1 400	1 354	1 114	778	727	333	169
«ПетроҚазақстан Инк.» (33%)	1 448	1 235	1 077	998	844	661	600	275	138
«Амангелді Газ» ЖШС (конденсат) (100%)	19	21	21	19	17	15	11	-	-
«Маңғыстаумұнайгаз» АҚ (50%)	3 137	3 145	3 178	3 187	3 204	2 977	2 944	1 474	720
«Қазақойл Ақтөбе» ЖШС (50%)	401	381	351	296	320	295	298	140	70
«Қазақтүрікмұнай» ЖШС (100%)	242	292	387	376	409	432	434	216	110
«УрихтауОперейтинг» ЖШС (100%)	-	-	-	-	-	6	47	22	11
Операциялық активтер бойынша жиыны	16 158	16 002	15 812	15 693	15 476	14 113	13 963	6 757	3 356
Мегажлбалар									
Теңіз (20%)	5 432	5 511	5 739	5 724	5 958	5 292	5 311	2 867	1 457
Қашаған (16,88%)	-	79	686	1 094	1 169	1 253	1 344	601	386
Қарашығанақ (10%)	1 080	1 047	1 125	1 095	1 015	1 094	1 034	549	285
Мегажобалар бойынша жиыны	6 511	6 637	7 550	7 913	8 142	7 639	7 688	4 017	2 128
БАРЛЫҒЫ	22 669	22 639	23 362	23 606	23 618	21 752	21 651	10 775	5 484

Дереккөз: Топ деректері

Жалпы газ өндіру динамикасы мұнай өндіруден кейін жүреді. 2022 жылдың алғашқы жарты жылдығында газ өндіру 4,11 млрд текше метрді құрады. Газ өндіру бойынша көшбасшы Қарашығанақ кен орны болып табылады, онда 2021 жылы теңізден 14,8 млрд текше м³ озып, 19 млрд текше м³ жуық табиғи және ілеспе газ өндірілді.

6-кесте. Газ өндіру ҚМГ үлесіне пропорционалды 2015 жыл – 2022 жылғы 6 айға, млн м³

Газ өндіру, млн м ³	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
Операциялық активтер									
«Өзенмұнайгаз» АҚ (100%)	637	614	618	630	709	726	665	307	327
«Ембімұнайгаз» АҚ (100%)	188	191	198	221	260	217	202	110	89
«Қаражанбасмұнай» АҚ (50%)	342	19	18	22	27	27	31	16	17

Газ өндіру, млн м ³	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
«Қазгермұнай» БК» ЖШС (50%)	242	299	280	262	224	188	185	61	107
«ПетроҚазақстан Инк.» (33%)	233	242	218	195	181	142	125	57	71
«Амангелді Газ» ЖШС (конденсат) (100%)	300	327	344	349	350	326	224	-	142
«Маңғыстаумұнайгаз» АҚ (50%)	366	378	378	393	394	334	376	213	176
«Қазақойл Ақтөбе» ЖШС (50%)	302	308	301	249	348	361	412	213	191
«Қазақтүрікмұнай» ЖШС (100%)	165	187	175	161	143	140	167	102	66
«УрихтауОперейтинг» ЖШС (100%)	-	-	-	-	-	2	24	10	10
Операциялық активтер бойынша жиыны	2 776	2 564	2 530	2 483	2 636	2 463	2 411	1 088	1 196
Мегажобалар									
Теңіз (20%)	2 978	3 016	3 172	3 125	3 258	2 950	2 953	1 599	1 505
Қашаған (16,88%)	-	49	397	637	700	758	818	372	374
Қарашығанақ (10%)	1 823	1 766	1 892	1 891	1 861	2 021	1 898	1 051	1 003
Мегажобалар бойынша жиыны	4 801	4 831	5 462	5 653	5 819	5 729	5 669	3 022	2 883
БАРЛЫҒЫ	7 577	7 395	7 992	8 137	8 455	8 191	8 081	4 110	4 079

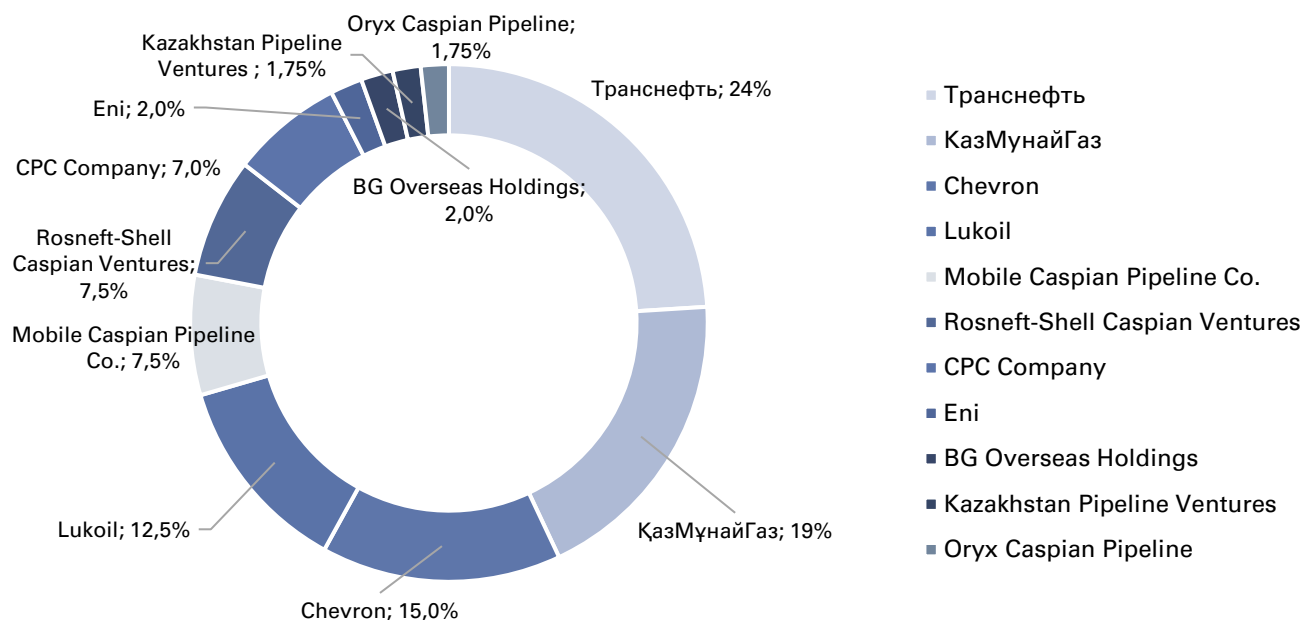
Дереккөз: Топ деректері

Мұнай-газ кен орындарын барлау және көмірсутектер қорларын үнемі толықтыру топтың негізгі міндеттерінің бірі болып табылады. Барлау жұмыстарына басты назар Каспий маңы өңіріне аударылады, онда Қазақстанның мұнай қорының шамамен 90%-ы шоғырланған. 2021 жылы Топ екі жоба бойынша жаңа лицензиялар алды: «Әл-Фараби» және «Торғай». 2020 жылы топ геологиялық барлау жұмыстары аясында 19 ұңғыманы бұрғылады, ал 2022 жылы тағы 17 ұңғыманы бұрғылау жоспарлануда. Жалпы 2023 жылдан 2027 жылға дейін 42 іздеу және бағалау ұңғымаларын бұрғылау жоспарлануда. Сондай-ақ, осы кезеңде 9,3 мың км² алаңда екі өлшемді сейсмикалық барлау және 1,6 мың км² алаңда үш өлшемді сейсмикалық барлау жүргізіледі.

Тасымалдау. Тасымалдау сегментінде топ үш компаниядағы үлестерді иелену арқылы ұсынылған: Каспий Құбыр Консорциумы (КҚК), ҚазТрансОйл (ҚТО) және Қазақтеңізкөлікфлоты (ҚТКФ). Сондай-ақ, ҚТО арқылы Топ келесі компанияларға ие: Қазақстан-Қытай құбыры (ҚҚҚ), Мұнайтас және Батум мұнай терминалы. Бұл компаниялардың барлығы мұнайды экспорттық және ішкі бағыттар бойынша тасымалдаумен айналысады. ҚазТрансОйл магистральдық мұнай құбыры бойынша ұлттық оператор болып табылады. ҚазМұнайГаз ҚТО акцияларының 90% иелік етеді, қалған 10% акциялар жария болып табылады және 2012 жылы IPO-дан кейін KASE-те саудаланады. Магистральдық мұнай құбырларының жалпы ұзындығы шамамен 5,4 мың км құрайды. Негізгі экспорттық мұнай құбыры – Атырау-Самара (өткізу қабілеті жылына 20 млн тоннаға дейін), мұнайды Балтық теңізіне одан әрі тасымалдаумен. Сондай-ақ, компания Қазақстанның МӨЗ-де мұнай өнімдерін өндіру мақсатында мұнайды ішкі нарыққа айдаумен айналысады. Кімнің құрылымында жеке мұнай құбырларын иеленетін бірлескен компаниялар мен ҚҚҚ бар. Мұнайтас (ҚТО үлесі – 51%) Кеңкияқ-Атырау мұнай құбырының операторы (өткізу қабілеті – жылына 6 млн тонна) болып табылады, ол Каспий маңы өңірінен Шымкент МӨЗ мен Қытайға қарай мұнай айдауға мүмкіндік береді, сондай-ақ Ақтөбе кен орындарынан Батыс экспорттық бағыттарға мұнай

айдауға мүмкіндік береді. Қазақстан-Қытай Құбыры (ҚТО үлесі – 50%) екі мұнай құбырының операторы болып табылады: Кеңкияқ-Құмкөл (өткізу қабілеті – жылына 9,2 млн тонна) және Атасу-Алашанькоу (өткізу қабілеті – жылына 20 млн тонна). Бұл мұнай құбырлары елдің батысынан Қытайға және Шымкент МӨЗ-не мұнай тасымалдауға мүмкіндік береді. Осы бірлескен компаниялардан басқа, «Батуми мұнай терминалы» ЖШҚ еншілес кәсіпорны бар, ол өз кезегінде Батуми теңіз портына эксклюзивті құқықтарға ие. Бұл кәсіпорын Қара теңіз жағалауында Закавказьеден, Қазақстаннан және Орталық Азиядан Мұнай және мұнай өнімдерін ауыстырып тиеуді жүзеге асырады. Каспий Құбыр Консорциумы Қазақстанның негізгі экспорттық мұнай құбырының Теңіз-Новороссийсктің операторы болып табылады. КҚК бойынша экспортқа шығатын барлық мұнайдың шамамен 80%-ы айдалады. Мұнайдың көп бөлігі Теңіз, Қашаған және Қарашығанақ алпауыт кен орындарынан келеді. Сондай-ақ, Ресей мұнайының шамамен 10% мұнай құбыры арқылы тасымалданады. Мұнай құбырының ұзындығы 1510 км, ал өткізу қабілеті Теңіз кен орнында өндірістің алдағы өсу себебінен одан әрі ұлғаюымен жылына 67 млн тоннаны құрайды. Новороссийскіге жеткенде мұнай тұтынушыларға теңіз арқылы танкерлермен жіберіледі. Консорциумға мынадай компаниялар кіреді: Транснефть, ҚМГ, Chevron, Лукойл, Mobile Caspian Pipeline Co., Rosneft-Shell Caspian Ventures, CPC Company, Eni, BG Overseas Holdings, Kazakhstan Pipeline Ventures және Oryx Caspian Pipeline. Топқа 20,75% үлесі тиесілі, 19% тікелей және Kazakhstan Pipeline Ventures арқылы 1,75%.

5-кесте. 2022 жылғы 30 маусымдағы жағдай бойынша Каспий Құбыр Консорциумы акционерлерінің құрылымы



Топ деректері

«Қазақтеңізкөлікфлоты» ҰТКҚК» ЖШС (ҚТКФ) Ұлттық теңіз тасымалдаушысы болып табылады және толық жүк көтергіштігі 12 мың тонна 3 мұнай танкерінен, жүк көтергіштігі 115 мың тонна 2 Aframax мұнай танкерінен, 8 баржадан және ТШО кеңейту жобасын қолдау үшін арнайы флоттан тұрады. Негізгі қызмет – мұнайды Қара

теңізге және одан тыс жерлерге тасымалдау. Сондай-ақ, компания Ақтау портынан Махачкалаға мұнай тасымалдаумен және контейнерлік тасымалдаумен айналысады. Топтың ҚТКФ-да 100% меншік үлесі бар.

Жалпы алғанда, топ 2022 жылдың алты айының қорытындысы бойынша 32,5 млн тонна мұнай тасымалдады (+2% г/г). Бұл көрсеткіштің басым бөлігі «ҚазТрансОйл»-ға тиесілі, оның мұнай айдауы 20 млн тоннаға жуық немесе жалпы көлемнің 61%-на жетті. Дегенмен, соңғы жылдар үлес кім төмендейді. Мәселен, 2015 жылы ол 72% құрады. Төмендеу көбінесе Қашағанды іске қосу және оның мұнайын КҚК арқылы тасымалдау есебінен орын алды. Сонымен қатар, Қызылорда облысындағы кен орындарында өндірістің төмендеуі аясында және ОПЕК+ шектеулері аясында айдау көлемінің төмендеуі байқалады. Сонымен қатар, 2022 жылы Атырау-Самара экспорттық құбырымен айдау көлемі айтарлықтай төмендеді, себебі маркиуралс мұнайының дисконтталуы артып, бұл бағытты мұнай өндіруші компаниялар үшін тиімсіз етті. КҚК бойынша, керісінше, Қашағанды іске қосу есебінен тасымалдау көлемінің айтарлықтай өсуі байқалады. 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында КҚК көлемінің ұлғаюы қатты дауылдың салдарынан үш шығатын айлақ құрылғыларының екеуінің наурыз айында тоқтағанына және Қара теңізде жарылғыш заттарды анықтау жұмыстарына байланысты маусымның 10 күнге тоқтағанына қарамастан 1,4% г/г құрады. Бірақ осы проблемалардың аясында 2022 жылы Қытай бағытында ККТ (+16% г/г) және «Мұнайтас» (+37% г/г) бойынша айдау көлемі айтарлықтай өсті. Осыған қарамастан, бұл бағыттың өткізу қабілеті КҚК көлемін толығымен алмастыруға мүмкіндік бермейді. Сонымен қатар, КҚК проблемаларына байланысты, сондай-ақ Қара теңіз акваториясында соғыс қимылдарының басталуы аясында ҚТКФ мұнайын тасымалдау көлемі 11%-ға төмендеді.

7-кесте. 2015 жыл – 2022 жылдың 6 айына тасымалдау сегментінің операциялық көрсеткіштері, тыс. тонн

Мұнай тасымалдау, тыс. тонн	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6М22	6М21
«ҚазТрансОйл» АҚ	47 541	43 797	46 293	45 309	44 463	42 298	41 224	19 959	20 428
«Қазақстан-Қытай Құбыры» ЖШС	7 935	7 045	8 269	7 999	8 100	7 942	8 706	4 864	4 211
«МұнайТас» АҚ	1 909	2 356	1 867	1 978	1 648	1 694	2 179	1 337	979
Каспий Құбыр Консорциумы	8 873	9 192	11 435	12 675	13 125	12 248	12 601	6 325	6 236
Мұнай құбырлары бойынша ЖИЫНЫ	66 258	62 390	67 864	67 961	67 336	64 181	64 710	32 485	31 854
«Батуми мұнай терминалы» ЖШҚ	3 616	3 377	2 109	1 030	847	1 051	1 324	956	726
ҚТКФ: Каспий теңізі	2 724	2 875	2 480	2 738	543	629	537	272	136
ҚТКФ: Ашық теңіздер (Қара, Жерорта теңізі)	4 308	4 206	4 471	4 339	10 186	8 361	9 318	4 266	2 133
БАРЛЫҒЫ	76 906	72 848	76 924	76 067	78 912	74 222	75 889	37 979	34 849

Топ деректері

Қайта өңдеу. Мұнай өңдеумен Топтың құрамына кіретін 6 компания айналысады. Оның 4-і Қазақстанда: Атырау мұнай өңдеу зауыты (АМӨЗ, үлесі – 99,53%), Павлодар мұнай – химия зауыты (ПМХЗ, үлесі – 100%), «Петро Қазақстан Ойл Продактс» ЖШС (Шымкент МӨЗ, ПҚОП, үлесі – 50%) және Caspi Bitum (үлесі – 50%). Сондай-ақ, топ KMG International арқылы Румынияда жүзеге асырылатын екі МӨЗ-де 54,63% үлесіне ие: «Петромидия» және «Вега». Павлодар мұнай-химия зауыты (ПМХЗ) 1978 жылы салынған және Омбы-Павлодар-Шымкент мұнай құбыры желісінде орналасқан. ПМХЗ Қазақстанның ең ірі және техникалық жағынан ең жабдықталған мөз

болып табылады. Мұнай өңдеудің өндірістік қуаты жылына 6 млн тоннаны құрайды. Шикізаттың негізгі кезі – Ресей Федерациясының Батыс Сібір кен орындары. Зауытта каталитикалық крекинг және күкірт түйіршіктеу қондырғысы бар. Зауытты жаңғырту 2017 жылдың желтоқсанында аяқталды және құны 8 896 млн USD құрады. Жаңғыртудан кейін МӨЗ Еуро-5 стандартындағы бензин өндірісін бастады, ал өңдеу тереңдігі 87%-ға дейін өсті. Зауыт сондай-ақ 2023 жылдан бастап көлемі жылына 100 мың тонна сұйытылған мұнай газын шығаруды және 2024 жылдан бастап көлемі жылына 160 мың тонна қысқы дизель отынын шығаруды бастауды жоспарлап отыр.

8-кесте. 2019 жыл – 2022 жылдың 6 айына ПМХЗ мұнай өнімдерін өндіру

ПМХЗ-бен өндірілетін мұнай өнімдері, мың тонна	2019	2020	2021	6М22
Бензин	1 366	1 431	1 527	833
Дизель отыны	1 759	1 605	1 719	934
Авиациялық керосин	195	113	171	109
Мазут	592	538	557	333
Басқа өнімдер	882	923	962	480
БАРЛЫҒЫ	4 794	4 610	4 935	2 689

Дереккөз: Топ деректері

Атырау мұнай өңдеу зауыты Қазақстанның ең көне мөз болып табылады. Ол 1945 жылы іске қосылды және жылына 5,5 миллион тонна мұнай өңдеу қуатына ие. АМӨЗ-ді жаңғырту 2017 жылдың желтоқсанында да аяқталды. Оның жалпы құны 782 млрд KZT құрады. Бұл жылына 132 мың тонна бензол және 497 мың тонна параксилол өндіруді бастауға мүмкіндік берді. Сондай-ақ, ЕУРО-4 және Еуро-5 стандарттарындағы бензин өндірісі басталып, өңдеу тереңдігі 86%-ға дейін өсті.

9-кесте. 2019 – 2021 жылға ПМХЗ мұнай өнімдерін өндіру

АМӨЗ-бен өндірілетін мұнай өнімдері, мың тонна	2019	2020	2021
Бензин	1 231	1 054	1 362
Дизель отыны	1 536	1 472	1 560
Авиациялық керосин	103	84	120
Мазут	1 240	1 064	1 173
Басқа өнімдер	781	851	652
БАРЛЫҒЫ	4 891	4 525	4 867

Дереккөз: Топ деректері

Шымкент мұнай өңдеу зауыты (ПКОП) 1985 жылы іске қосылды. Valsera Holdings B.V. компаниясы арқылы топқа меншік үлесі 50% құрайды, мұнайды өңдеудің жобаланған жылдық қуаты 6 млн тоннаны құрайды, бірақ нақты көрсеткіш жылына 5,2 млн тоннаны құрады. ПКОП-тағы шикі мұнайды топтың бірлескен компаниялары жеткізеді, ал оны өңдеу толлинг негізінде жүзеге асырылады, яғни бұл топтың меншігі емес. Зауытты жаңғырту 2018 жылдың қыркүйегінде толығымен аяқталды, бұл Еуро-4 және Еуро-5 стандарттарының бензинін шығаруға және қайта өңдеу қуатын арттыруға мүмкіндік берді.

10-кесте. 2019 – 2021 жылға ПҚОП мұнай өнімдерін өндіру

ПҚОП-пен өндірілетін мұнай өнімдері, мың тонна	2019	2020	2021
Бензин	1 908	1 958	1 900
Дизель отыны	1 518	1 411	1 551
Авиациялық керосин	335	244	296
Мазут	659	343	627
Басқа өнімдер	535	333	329
БАРЛЫҒЫ	4 955	4 290	4 704

Дереккөз: Топ деректері

KMG International Топтың еншілес компаниясы болып табылады, ол румындық «Петромидия» және «Вега» МӨЗ-де 54,63% үлеске ие. «Петромидия» МӨЗ 1979 жылы салынған және Румыниядағы ең ірі МӨЗ болып табылады. Зауыттың жылына 5,6 миллион тонна мұнай өңдеу қуаты бар және құрамында күкірт мөлшері жоғары және тығыздығы жоғары мұнайды өңдей алады. Зауыттың мұнай өнімдері барлық еуропалық стандарттарға сәйкес келеді және Украина, Молдова, Болгария, Түркия және басқа елдерге экспортталады.

11-кесте. 2019 – 2021 жылға Петромидия мұнай өнімдерін өндіру

«Петромидия»-мен өндірілетін мұнай өнімдері, мың тонна	2019	2020	2021
Бензин	1 610	1 128	1 102
Дизель отыны	2 926	2 520	2 332
Авиациялық керосин	406	139	156
Мазут	190	156	146
Басқа өнімдер	1 040	806	734
БАРЛЫҒЫ	6 172	4 749	4 470

Дереккөз: Топ деректері

«Вега» МӨЗ өз кезегінде жылдық қуаттылығы 300 мың тоннаны құрайтын шағын мұнай өңдеу зауыты болып табылады. Зауыт негізінен шикізаттың балама түрлерін (нафта, С5 С6 фракциялары, мазут және т.б.) өндіру үшін «Петромидиядан» алынған жанама өнімдерді пайдаланады.

2022 жылдың бірінші жартыжылдығында шикі мұнайды өңдеудің жалпы көлемі топтың үлесіне пропорционалды түрде 9,7 млн тоннаны (+0,2% г/г) құрады. Бұл көлемнің 75% - ға жуығы қазақстандық МӨЗ-ге тиесілі. Соңғы жылдары жергілікті МӨЗ үлесі үш МӨЗ жаңғыртылғаннан, битум зауытын іске қосқаннан және 2020 және 2021 жылдары румын МӨЗ-де қайта өңдеу көлемінің төмендеуінен кейін 70%-дан 75% - ға дейін өсті. Жаңғырту аяқталғаннан кейін үш МӨЗ мұнай өңдеу көлемі 14 млн тоннадан 16 млн тоннаға дейін өсті. Сонымен қатар, 11 наурыздан 3 сәуірге дейін жоспарлы жөндеуге байланысты биылғы жылы «Петромидия» МӨЗ өңдеу көлемінің төмендеуіне қарамастан, ПҚОП көлемінің өсуі бұл төмендеуді 37%-ға өтеді. Алайда, бұл күрт өсім төмен базамен қамтамасыз етілді: 2021 жылдың маусымында бір айлық күрделі жөндеу. Жалпы, жалпы өндіріс көлемінің тұрақты динамикасына қарамастан, 2021 жылы 4,8 млн тоннаға жеткен бензин өндірісінің ұлғаюы байқалады. Өсім ПМХЗ және АМӨЗ-де бензин өндірісінің ұлғаюына байланысты болды.

12-кесте. Топтың 2015 – 2022 жылғы байға мұнай өңдеу динамикасы

Мұнай өңдеу, мың тонна	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
АМӨЗ (100%)	4 868	4 761	4 724	5 268	5 388	5 016	5 473	2 681	2 587
ПМХЗ (100%)	4 810	4 590	4 747	5 340	5 290	5 004	5 407	2 839	2 876
ПКОП (50%)	2 247	2 251	2 343	2 366	2 701	2 397	2 582	1 518	1 105
Caspi Bitum (50%)	188	312	359	409	443	433	464	211	222
ҚР бойынша жиыны	12 112	11 913	12 172	13 384	13 822	12 849	13 927	7 249	6 790
«Петромидия» (100%)	4 950	5 408	5 662	5 925	6 331	4 864	4 586	2 310	2 726
«Вега» (100%)	329	354	373	406	436	364	321	163	188
KMG International бойынша жиыны	5 278	5 762	6 035	6 331	6 767	5 228	4 907	2 473	2 914
ЖАЛПЫ ЖИЫНЫ	17 391	17 675	18 208	19 715	20 588	18 077	18 833	9 722	9 704

Топ деректері

Мұнай-газ индустриясындағы жағдайдың түйіндемесі

Қазақстандық мұнай және газ нарығы біртекті болып табылады, өйткені «ҚазМұнайГаз» – барлық негізгі мұнай-газ кен орындарында, көлік және өңдеу компанияларында қатысу үлесі бар ұлттық және тігінен интеграцияланған компания болып табылады.

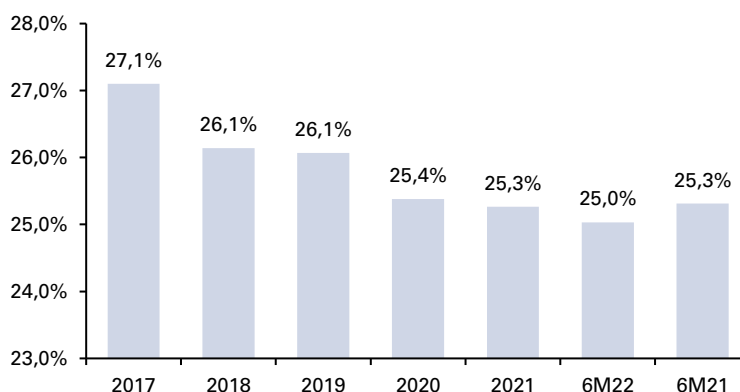
2021 жылы Қазақстанда 85,7 млн тонна мұнай өндірілді, бұл 2020 жылдың көрсеткішіне сәйкес келеді. 2020 жылы COVID-19 пандемиясына байланысты ОПЕК+ шарты бойынша шектеулерге байланысты 5,4% төмендеді. Сондай-ақ, осыған байланысты ішкі нарықта мұнай тұтынуы төмендеді, өйткені карантиндік шараларға байланысты мұнай өнімдеріне сұраныс төмендеді. 2021 жылы қазақстандық МӨЗ шикі мұнайды тұтынуы қалпына келіп, 16,9 млн тоннаны құрады. Сонымен бірге, жергілікті МӨЗ тұтынуының артуына байланысты мұнай экспорты 1,9%-ға төмендеді. 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында Қазақстанда 43 млн тонна мұнай өндірілді, бұл өткен жылғы көрсеткіштен 1,4%-ға артық. Алайда, экспорт КҚК-мен проблемалар және Urals дисконттарының күрт өсуі аясында біршама төмендеді, бұл «ҚазТрансОйл» жүйесі бойынша мұнай экспортын тиімсіз етті.

6-кесте. 2017 жылға - 2022 жылғы 6 айына Қазақстанда ішкі нарықта мұнай экспорты мен сату серпіні, млн тонна



Дереккөз: Топ деректері

2021 жылы Қазақстанның мұнай өндірудегі «ҚазМұнайГаз» үлесі 25,3%-ды, ал 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында – 25%-ды құрады. Жалпы алғанда, жалпы мұнай өндірудегі топ үлесінің біртіндеп төмендеуі байқалады. Мұның себептері Операциялық активтер бойынша мұнай өндірудің төмендеуі болып табылады, мұнда топтың үлесі жоғары және Қашаған бойынша өндірудің өсуі және 8,44% үлесі бар. Дегенмен, KMG Kashagan B. V.-дағы үлестің 50% кері сатып алғаннан кейін жалпы мұнай өндірудегі топтың үлесінің артуын күтуге болады.

7-кесте. 2017 жылға - 2022 жылдың 6 айына Қазақстанның мұнай өндірудегі Топ үлесінің динамикасы


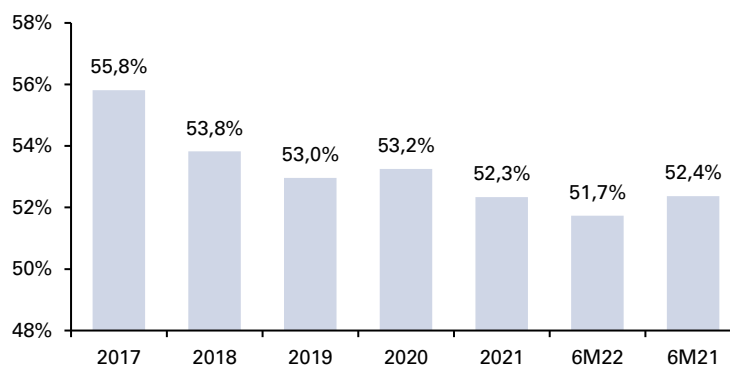
Дереккөз: Топ деректері

Жалпы, мұнай экспортындағы ҚМГ үлесі соңғы бір жарым жылда шамамен 20%-ды құрайды. 2017 жылы экспорт үлесі жоғары болды және 24,2% құрады, алайда операциялық активтер бойынша мұнай өндірудің төмендеуі және ішкі тұтынудың өсуі аясында бұл көрсеткіш төмендеді. Сонымен қатар, ішкі нарыққа мұнай жеткізу бойынша ҚМГ үлесі 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында 42%-ды құрады. Жалпы алғанда, бұл көрсеткіш тұрақты деңгейде, дегенмен 2021 жылы ол ОПЕК+ шартына және 2020 жылғы карантиндік жылдан кейін мұнай өнімдерін ішкі тұтынудың күрт қалпына келуіне байланысты 46,7%-ға дейін өсті.

8-кесте. 2017 жылға – 2022 жылдың 6 айына Қазақстанның ішкі нарығында мұнай экспорты мен мұнайды өткізудегі ҚМГ үлесінің серпіні

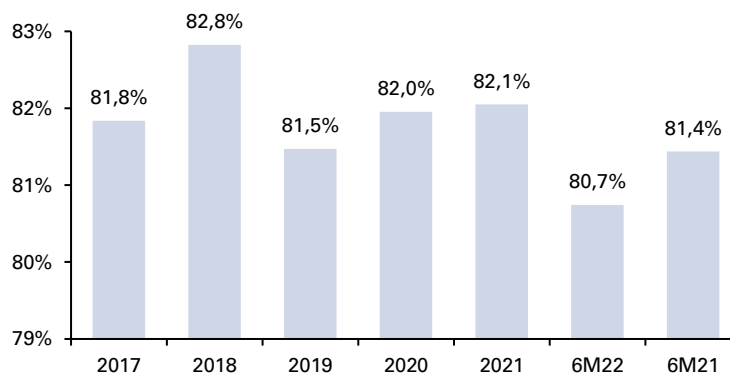

Дереккөз: Топ деректері

Мұнай тасымалдауда Топтың үлесі 51,7% құрайды, бұл өткен жылғы көрсеткіштен сәл төмен. КҚК проблемаларына қарамастан төмендеу орын алды. Мұндай динамиканың негізгі себебі Urals маркалы мұнайдың үлкен дисконты аясында тасымалдау көлемінің аздап төмендеуі болды. Жалпы, 2017 жылдан бастап Қашаған ұшырылғаннан кейін КҚК айдау көлемінің өсуіне байланысты бұл көрсеткіштің төмендеуі байқалады.

9-кесте. 2017 жылға – 2022 жылдың 6 айына Қазақстанның ішкі нарығында мұнай тасымалдаудағы ҚМГ үлесінің серпіні


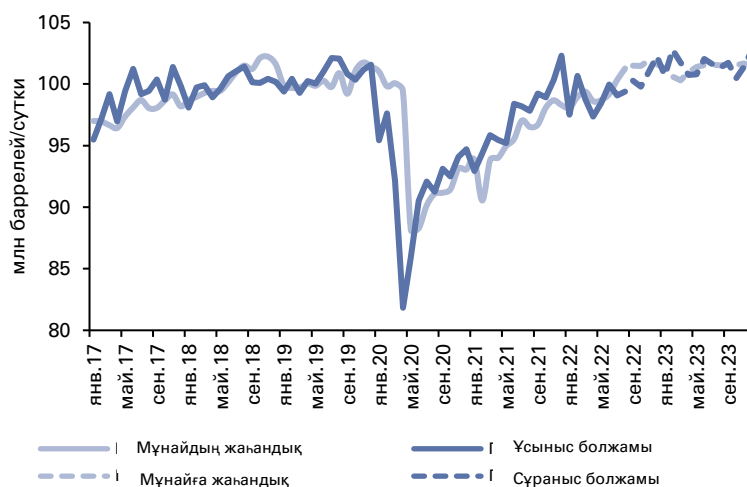
Дереккөз: Топ деректері

Шикі мұнайды өңдеу сегментінде топтың нарықтағы үлесі 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында 80,7%-ды құрады. Жалпы, бұл көрсеткіш Қазақстанның үш ірі МӨЗ-нің екеуіндегі 100% үлесі есебінен 82% тұрақты деңгейде.

10-кесте. 2017 жылға – 2022 жылдың 6 айына Қазақстанда мұнай өңдеудегі ҚМГ үлесінің динамикасы


Дереккөз: Топ деректері

Мұнайға сұраныс пен ұсыныс. EIA (АҚШ энергетика ақпараттық агенттігі) мәліметтері бойынша мұнайға жағандық сұраныс тамыз айында тәулігіне 99,4 миллион баррельді құрады. Сонымен бірге мұнай ұсынысы тәулігіне 101,3 миллион баррельге жетті. Жалпы, 2022 жылы сұраныс пен ұсыныс динамикасында біршама алшақтық бар. Егер жыл басынан тамызға дейін мұнай өндірісі 3% - ға өссе, онда сұраныс 2,8% - ға төмендеді. Бірақ 2021 жылы, керісінше, сұраныстың өсуі ұсыныстың өсуінен асып түсті (8% г/г қарсы 5,6% г/г). EIA 2022 жылдың соңына қарай сұраныс ұсыныстан сәл асып түседі деп күтеді. Агенттіктің болжамы бойынша сұраныс 102,3 млн, ал ұсыныс тәулігіне 101,6 млн баррельге жетеді. 2023 жылы сұраныс ұсыныстан сәл асып түседі деп күтілуде.

11-кесте. 2017 – 2023 ж.ж. мұнайдың жағандық сұранысы мен ұсынысының динамикасы мен болжамы, тәулігіне миллион баррель


Дереккөз: EIA деректері

Мұнайдың негізгі тұтынушылары АҚШ, Қытай және Еуропа болып саналады, бұл жалпы мұнай тұтынудың шамамен 50% құрайды. Жалпы, Қытайда мұнай тұтынудың өсуі байқалады. 2017 жылдан 2021 жылға дейін. Аспан асты елінде тұтыну өсімі 15,7% немесе тәулігіне 13,2-15,3 млн баррельді құрады. EIA тұтынудың одан әрі өсуін 2023 жылы тәулігіне 16 миллион баррельге дейін күтеді. Сол кезеңде ЭЫДҰ елдері тарапынан тұтынудың 5,5%-ға төмендеуі байқалады. Төмендеу көшбасшылары – Жапония (-13,7%), Еуропа (-9%) және Канада (-7,3%). Соған қарамастан, 2022 жылы ЭЫДҰ елдерінің тұтынуын қалпына келтіру жалғасады деп күтілуде, соның есебінен мұнайға жағандық сұраныс та өседі. АҚШ-та осы кезеңде тұтыну көрсеткіштері іс жүзінде өзгерген жоқ.

13-кесте. Мұнай тұтынудағы жекелеген елдер мен өңірлердің 2017 – 2023 ж.ж. үлесінің динамикасы мен болжамы

	2017	2018	2019	2020	2021	2022П	2023П
ЭЫДҰ емес	52,0%	52,3%	52,6%	54,2%	53,9%	53,8%	54,4%
ЭЫДҰ	48,0%	47,7%	47,4%	45,8%	46,1%	46,2%	45,6%
АҚШ	20,3%	20,6%	20,5%	20,0%	20,6%	20,7%	20,7%
Қытай	13,3%	13,6%	13,9%	15,7%	15,7%	15,3%	15,7%
Еуропа	15,3%	15,1%	15,0%	14,3%	14,2%	14,3%	13,9%
Жапония	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%
Канада	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%

Дереккөз: EIA деректері

Мұнай өндірісі әлемнің көптеген елдерінде жүргізілуде. Мұндағы сөзсіз көшбасшы-әлемдегі барлық мұнайдың бестен бір бөлігін өндіретін АҚШ. Одан кейін 11,3% үлесі бар Ресей және 9,5% үлесі бар Сауд Арабиясы келеді. Сондай-ақ, Канада мен Қытай әлемдік өндірістегі үлесі сәйкесінше 5,8% және 5,2% болатын айтарлықтай ірі мұнай өндірушілер болып табылады. Қазақстанның үлесі 2%-ды құрайды, ал ірі мұнай өндірушілер рейтингінде ел 14-ші орында тұр. Мұнай экспорттаушы елдер ұйымы (ОПЕК) мұнай өндіруге квоталарды бақылау мақсатында құрылды. Оған 13 ел кіреді және оның әлемдік өндірістегі үлесі 33% құрайды. Алайда бұл көрсеткіш біртіндеп төмендейді. Мәселен, 2017 жылы ОПЕК үлесі 37,7% -ды

құрады. Соңғы жылдары мұнай өндірісі АҚШ-та тез өсті, онда ол 2021 жылы тәулігіне 19 миллион баррельге жетті (2017 жылдан бастап+21%). 2023 жылы АҚШ-та тәулігіне 21,4 млн баррель мұнай өндіріледі деп күтілуде, бұл үлесті 21,2%-ға дейін арттырады. Сонымен бірге Ресейде мұнай өндірудің айтарлықтай төмендеуі күтілуде – 2021 жылы 10,8 миллионнан 2023 жылы тәулігіне 9,3 миллион баррельге дейін.

Кесте 14. 2017 – 2023 ж.ж. ірі өндірушілердің мұнай өндіру динамикасы мен болжамы, тәулігіне миллион баррель

	2017	2018	2019	2020	2021	2022П	2023П
АҚШ	15,7	17,9	19,5	18,6	19,0	20,2	21,4
Ресей	11,2	11,4	11,5	10,5	10,8	10,9	9,3
Сауд Арабиясы	10,1	10,4	9,8	9,2	9,1	н.д.	н.д.
Канада	5,0	5,4	5,5	5,2	5,5	5,7	5,9
Қытай	4,7	4,8	4,9	4,9	5,0	5,2	5,3
Еуропа	4,1	4,2	4,0	4,2	4,1	4,0	4,3
Ирак	4,4	4,6	4,7	4,1	4,1	н.д.	н.д.
Бразилия	3,4	3,4	3,7	3,8	3,7	3,8	4,1
БАӘ	2,9	3,0	3,1	2,8	2,7	н.д.	н.д.
Кувейт	2,7	2,8	2,7	2,4	2,4	н.д.	н.д.
Иран	3,8	3,5	2,3	2,0	2,4	н.д.	н.д.
Норвегия	2,0	1,9	1,7	2,0	2,0	2,0	2,3
Мексика	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Қазақстан	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	2,0
Катар	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9

Дереккөз: EIA деректері

15-кесте. 2017 – 2023 ж.ж. ірі мұнай өндірушілердің үлесінің динамикасы мен болжамы

	2017	2018	2019	2020	2021	2022П	2023П
АҚШ	16,0%	17,8%	19,5%	19,8%	19,8%	20,2%	21,2%
Ресей	11,5%	11,3%	11,4%	11,2%	11,3%	10,9%	9,2%
Сауд Арабиясы	10,3%	10,3%	9,8%	9,8%	9,5%	н.д.	н.д.
Канада	5,1%	5,3%	5,5%	5,6%	5,8%	5,7%	5,8%
Қытай	4,8%	4,7%	4,8%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
ОПЕК емес	62,3%	63,4%	65,5%	67,3%	66,9%	65,9%	65,9%
ОПЕК	37,7%	36,6%	34,5%	32,7%	33,1%	34,1%	34,1%

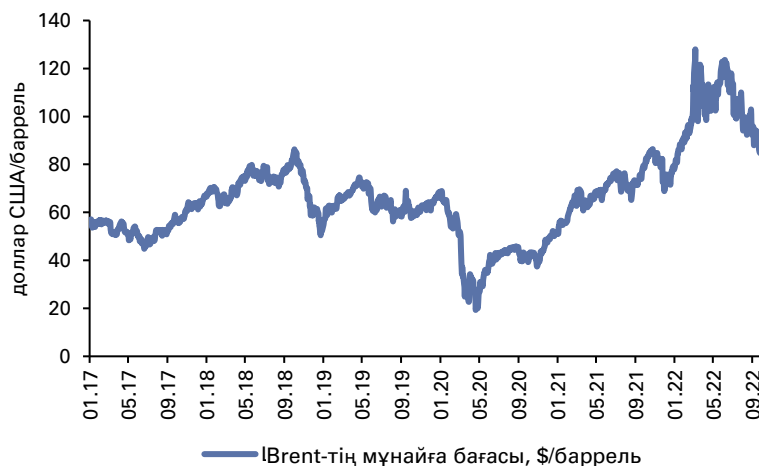
Дереккөз: EIA деректері

Мұнай бағасы. Тұтастай алғанда, 2007-2008 жылдардағы бұқа кезеңінен кейінгі мұнай бағасы баға ұсыныстары \$140USD-ға жеткен кезде және 2011-2014 жылдардан кейін баға орташа есеппен \$110 USD шамасында болған кезде айтарлықтай оң динамиканы көрсетпеді. 2015 жылдың басында бағалар \$110 USD-дан \$45 USD-ға дейін, ал 2016 жылдың басында бір баррель мұнай үшін \$70 USD-дан \$26 USD-ға дейін төмендеді. Бұған бірнеше себептер болды: ұсыныстың сұраныстан асып кетуі, тақтатас технологиялары мен баламалы энергия көздерінің дамуы, ОПЕК тарапынан ұзақ реакциясы және т. б.

Алайда, осы турбулентті кезеңнен кейін бағалар баға белгілеулерінің баяу, бірақ прогрессивті өсуін көрсете бастады. Өсім 2016 жылдың

соңында ОПЕК+ құрылуына байланысты болды, оған ОПЕК-тің 13 елінен басқа Ресей мен Қазақстанды қоса алғанда 10 ел кірді. Алайда, 2018 жылдың қыркүйегінен бастап ФРЖ монетарлық саясатын қатаңдату циклінің басталуы аясында қор нарықтары мен шикізаттың көптеген түрлерінің бағасы төмендей бастады. Содан кейін 2019 жылы баға ұсыныстары біршама қалпына келді, бірақ әлі де төмендеу үрдісінде болды. 2020 жылдың қаңтарында АҚШ-Иран қақтығысының күшеюі жағдайында бағалар барреліне \$70 USD-дан жоғары көтерілді. Содан кейін COVID-19 таралуынан туындаған пандемия орын алды, бұл көптеген елдерді карантиндік шараларға байланысты мұнай тұтынуды күрт төмендетуге мәжбүр етті. Бұл мұнай нарығына қатты соққы берді, американдық WTI мұнайының бағасы резервуарлардың толуына байланысты теріс мәндерге дейін төмендеді. Сондай-ақ, ОПЕК+ 2020 жылдың наурыз айының басында өндірісті қысқарту туралы келісе алмады. Алайда, содан кейін сәуір айының соңынан бастап бағалар қор нарықтарымен бірге қалпына келе бастады, ал ОПЕК+ өндірісті төмендетуге келісті. Нәтижесінде, карантинге байланысты әлемнің көптеген елдерінің жұмсақ ақшанесие саясаты, карантиндік шараларды біртіндеп алып тастау және ОПЕК+ елдерінің өндірісін баяу қалпына келтіру аясында нарық көтеріліп, 2021 жылдың наурызына қарай мұнай \$70 USD-ға оралды. Содан кейін бүкіл әлем инфляцияның өсуін басып озды. Әдетте инфляциялық кезеңде шикізат хеджирлеудің жақсы құралы бола алады, бұл баға белгілеулерінің өсуіне себеп болды. Дегенмен, жылдың соңына қарай баға «тек» \$78 USD-ге жетті. Бірақ Ресейдің Украинаға әскери шабуылының басталуы ақпан айының соңында Украинаның одақтастарының Ресейден энергия ресурстарын сатып алғысы келмеуіне байланысты барреліне \$138 USD бағасын жіберді.

12-кесте. 2017 жылға – 2022 жылдың қыркүйегіне Brent маркалы мұнай бағасының серпіні, USD/баррель



Дереккөз: Bloomberg деректері

Нәтижесінде, осының аясында Urals маркалы мұнай дисконты айтарлықтай өсті, оның астында қазақстандық мұнайдың едәуір үлесі сатылды. Дисконт шыңында шамамен 30%-ға жетті және қазір шамамен 22% құрайды. Осы жағдайға байланысты қазақстандық мұнайды Балтық теңізі бағытында тасымалдау көлемі күрт төмендеді. Мұнай өндірушілер экспорттың баламалы және тиімді бағыттарын игере бастады. Сондай-ақ, Қазақстан «ҚазМұнайГаз» құрылымының ішінде өзара есеп айырысу үшін KEBCO (Kazakhstan export blendcrude oil) жжаңа жергілікті мұнай маркасын құрды.

13-кесте. 2021 жылға – 2022 жылдың қыркүйегіне Brent ке Urals маркалы мұнай дисконты, %


Дереккөз: Bloomberg деректері

Қыркүйек айының соңындағы жағдай бойынша, Bloomberg-те өз болжамдарын ұсынған сарапшылардың пікірінше, Brent маркалы мұнайдың консенсус бағасы барреліне \$99 USD құрайды. Әрі қарайғы болжамдарға сәйкес, барреліне \$81,5 USD бағасының төмендеуі күтілуде.

16-кесте. Bloomberg терминалының 2022 – 2026 ж.ж. мәліметтері бойынша мұнай бағасының өзекті болжамдары

Компания	Болжам күні	2022	2023	2024	2025	2026
Intesa Sanpaolo SpA	23 қыркүйек 2022	101,5	93,0	87,0	82,0	78,0
CitigroupInc	22 қыркүйек 2022	99,0	75,0	52,0		
Westpac Banking Corp	20 қыркүйек 2022	94,5	87,4	102,8	105,1	-
Fitch Solutions	13 қыркүйек 2022	105,0	100,0	88,0	88,0	85,0
Goldman Sachs	1 қыркүйек 2022	111,1	125,0	90,0		
Rabobank International	1 қыркүйек 2022	94,5	112,8	95,8		
Landesbank Baden-Wuerttemberg	26 тамыз 2022	96,0	87,5			
MPS Capital Services Banca per le ImpreseSpA	19 тамыз 2022	95,0				
Natixis SA	4 тамыз 2022	106,2	100,0			
Медиана		99,0	96,5	89,0	88,0	81,5

Дереккөз: Bloomberg деректері

«ҚазМұнайГаз» даму стратегиясы және орта мерзімді жоспарлары

2021 жылы топ 2031 жылға дейін дамудың жаңа стратегиясын қабылдады. Бұрынғы стратегия қаржылық тұрақтылықты қамтамасыз етуге және біртіндеп органикалық өсуге бағытталған. Жаңа стратегия негізгі қызметке, органикалық өсуді қамтамасыз етуге және барлық негізгі сегменттердегі операциялық қызметті жақсартуға бағытталған. Жалпы, мақсатқа жету үшін 4 стратегиялық бағыт бар.

Топтың өсуін қамтамасыз ету үшін жеткілікті ресурстық база. Топ мұнай кем дегенде 2045 жылға дейін басым отын болып қала береді деп сеніп, дәстүрлі көмірсутек бизнесін одан әрі сақтап, дамытуға ниетті. Осы мақсатта топ Халықаралық Мұнай-газ компанияларымен бірге барлау және игеру арқылы көмірсутектер қорларының өсуін қамтамасыз етуге ниетті. Топтың мақсаты-мұнайдың жиынтық қорын 299 млн тоннаға ұлғайту, оның 253 млн-ы органикалық өсіммен қамтамасыз етілетін болады.

Топтың құн тізбегінің тиімділігін арттыру. Бұл мақсат топтың барлық әрекеттерінің пайдасын барынша арттыруға бағытталған. Ол үшін топ мұнай алу коэффициентін және жөндеу аралық кезең көрсеткіштерін жақсартуға, сондай-ақ ұңғымалардың максималды өнімділігіне қол жеткізу үшін түрлі шараларды қолдануға ниетті. Топ 2022 жылдан 2031 жылға дейін 240 миллион тонна мұнай өндіруді жоспарлап отыр. Сонымен қатар, ол мұнай өңдеу зауыттарының үздіксіз жұмыс істеуі және өңдеу тереңдігі деңгейіне 89% дейін жету міндетін қояды. Топ мұнай тасымалдау инфрақұрылымын барынша тиімді пайдалануға және бүкіл бизнес бойынша шығындарды оңтайландыруға шоғырлануға ниетті. Сондай-ақ, ҚМГ бейінді емес активтерден шығу үшін жекешелендіру және дивестициялар бағдарламасын іске асыруды жоспарлап отыр.

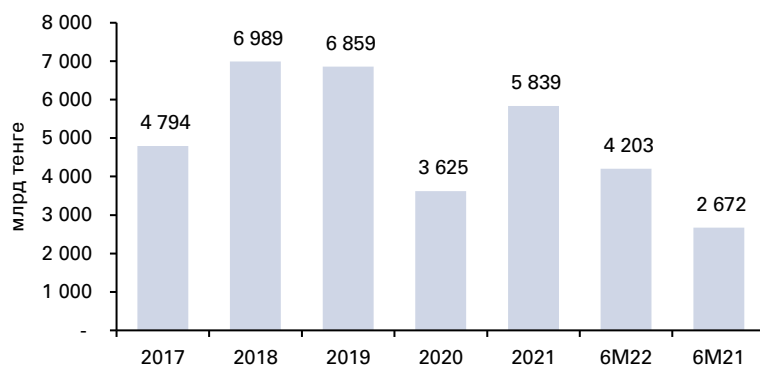
Бизнесті әртараптандыру және өнім портфелін кеңейту. Арзан шикізаттың болуы жаңа мұнай-газ-химия қуаттарын құру арқылы, оның ішінде ҚР Үкіметінің қолдауының арқасында топтың өсуін қамтамасыз етудің басты себебі болды. 2022 жылы полипропилен өндіретін KPI зауытының құрылысын аяқтау және іске қосу жоспарлануда. Сондай-ақ орта мерзімді перспективада халықаралық серіктес мұнай-газ компанияларымен бірге бутадиең және полиэтилен өндіру жөніндегі жобаларды іске асыру күтілуде.

Көмірсутек өндірісінің тұрақты дамуы және үдемелі төмендеуі. Топ орта мерзімді перспективада барлық ESG көрсеткіштері бойынша жоғарғы кварталда болуды жоспарлап отыр. 2021 жылы ҚМГ SUSTAINALYTICS-тен 28,4 балл мөлшерінде ESG-тәуекел-рейтингін алды. Мұндай көрсеткіш орташа тәуекел деңгейіне сәйкес келеді. Топтың негізгі міндеті-операциялық қызметтен және топтың өнімдерін пайдаланудан шығарындылар. ҚМГ мақсаты – ESG-тәуекел-рейтингінің орташа деңгейі диапазонындағы көрсеткіштерді нығайту. Сонымен қатар, ол 2022-2031 жылдарға арналған төмен көміртекті даму бағдарламасын жасады. 2031 жылға қарай CO² шығарындыларының деңгейін 15%-ға төмендету және жалпы қуаты кемінде 300 МВт болатын ЖЭК жобаларын іске асыру жоспарлануда.

«ҚазМұнайГаз»-дың қаржылық шолуы

Табысты қалпына келтіру. Топ мұнай бағасының өсуі аясында 2021 және 2022 жылдары кірісті едәуір арттырды. Теңгемен көрсетілген мұнайдың орташа бағасы 2021 жылы 75%-ға, ал 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында тағы 76%-ға өсті. Егер 2020 жылы кіріс көрсеткіші 3,6 трлн теңгеге дейін төмендесе, 2021 жылы ол 61%-ға өсіп, 5,8 трлн теңгеге жетті. Ал, 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында түсім есе берді және 4,2 трлн теңгеге (+57% г/г) жетті.

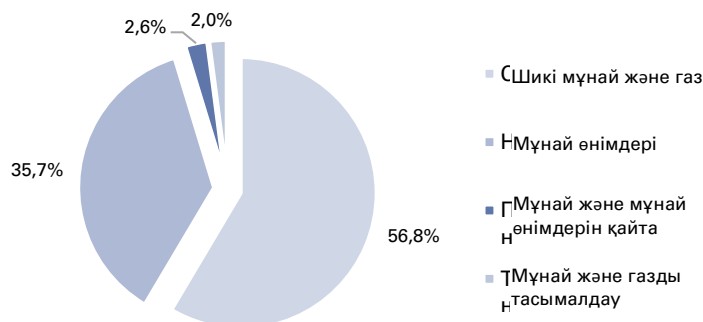
14-кесте. Топтың 2017 жылғы-2022 жылғы 6 айына кірісі, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

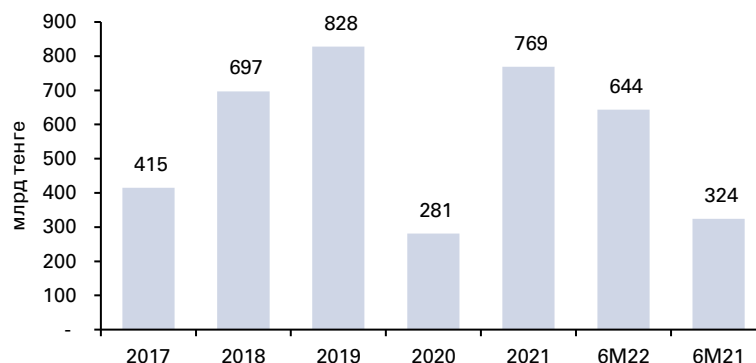
Егер сегменттік ақпаратқа қарайтын болсақ, онда кірістің өсуі шикі мұнай мен газдан келді, олардың сатудан түскен кірісі 73%-ға өсті. Сондай-ақ, 2022 жылы мұнай өнімдерін сату 54% -ға өсті. Жалпы, түсім құрылымында ҚМГ негізгі табысы шикі мұнайға, газға (57%) және мұнай өнімдеріне (36%) тиесілі. Бұл кірістің көп бөлігі үшінші тараптардың Мұнай және мұнай өнімдерін қайта сатудан түсетінін атап өткен жөн.

15-кесте. Топтың 2022 жылғы 6 айдағы кірісінің құрылымы.



Дереккөз: Топ деректері

Бірлескен компаниялардың кірістеріндегі үлес. Табыстың тағы бір маңызды бөлігі-бірлескен компаниялардың кірістеріндегі үлес. Меншік үлесі 50% және одан аз бірлескен компаниялар шоғырландырылмайды және олардың көрсеткіштері топтың пайдадағы үлесі ретінде есепте бөлек келтіріледі. Бұл көрсеткіш мұнай бағасына да байланысты және 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында 644 млрд теңгеге (+99% г/г) жетті.

16-кесте. Топтың 2017 жылғы – 2022 жылғы 6 айына бірлескен компанияларының кірістеріндегі үлесі, млрд KZT


Дереккөз: Топ деректері

Осы баптағы табыстың негізгі көзі ТШО, Қашаған, КҚК және ММГ болып табылады. Осы төрт компания 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында пайданың 94% құрады. Жалпы, мұнай бағасымен бірге барлық негізгі бірлескен компаниялардың пайдасы артып келеді. Соңғы жылдары KMG Kashagan іске қосылған сәттен бастап мұнай өндірудің ұлғаюына байланысты табыстың күшті өсуін көрсетті. KMG Kashagan В. V.-дегі 50% үлесті кері сатып алу жүзеге асырылғаннан кейін Қашағанның қаржы көрсеткіштері шоғырландырылып, осы баптан алынып тасталады.

17-кесте. 2017 жылғы – 2022 жылғы 6 айына бірлескен компаниялардың табыстарындағы топ үлесінің құрылымы мен динамикасы, млрд KZT

	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
ТШО	290	439	415	173	442	401	200
КҚК	55	58	71	82	91	64	23
Қашаған	(10)	34	13	(7)	88	97	44
ММГ	50	96	82	17	80	41	35
Басқалар	31	71	247	16	68	41	23
БАРЛЫҒЫ	415	697	828	281	769	644	324

Дереккөз: Топ деректері

Кірістермен бірге операциялық шығындардың өсуі. Топтың операциялық шығындары 2021 жылы 46% г/г-ға өсіп, 5,4 трлн KZT құрады. 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында бұл көрсеткіштің өсуі г/г 60%-ды құрады, ал шығыстар 3,9 трлн KZT-ге жетті. Өсудің негізгі факторы сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің құны болып табылады, ол биыл 74% - ға өсті. Жалпы алғанда, өндірістік шығындар соңғы жылдары салыстырмалы түрде тұрақты деңгейде қалды, бірақ биылғы жылы өсім көбінесе ұлттық компанияларда кең таралған тренд болып табылатын жалақының өсуіне байланысты болды.

18-кесте. Топтың 2017 жылғы – 2022 жылғы 6 айына операциялық шығыстарының динамикасы, млрд KZT

Операциялық шығындар	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
Сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құны	2 730	4 313	3 914	1 901	3 596	2 818	1 621
Өндірістік шығындар	624	604	722	656	693	482	313
Табыс салығынан басқа салықтар	354	478	454	254	429	291	190
ОЖ және басқа активтердің тозуы, сарқылуы және амортизациясы және құнсыздануы	263	451	488	561	343	163	164

Операциялық шығындар	2017	2018	2019	2020	2021	6M22	6M21
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	238	371	420	137	132	70	66
Жалпы және әкімшілік шығыстар	164	213	214	147	148	67	57
Басқа шығындар	20	23	64	79	104	14	30
БАРЛЫҒЫ	4 393	6 453	6 277	3 735	5 445	3 905	2 440

Дереккөз: Топ деректері

Операциялық шығыстардың құрылымында бастысы «Сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құны» бабы болып табылады, оның үлесі 72,2% -ды құрайды. Бұл мақала топтың мұнай-трейдинг бөлімі үшін негізгі болып табылады.

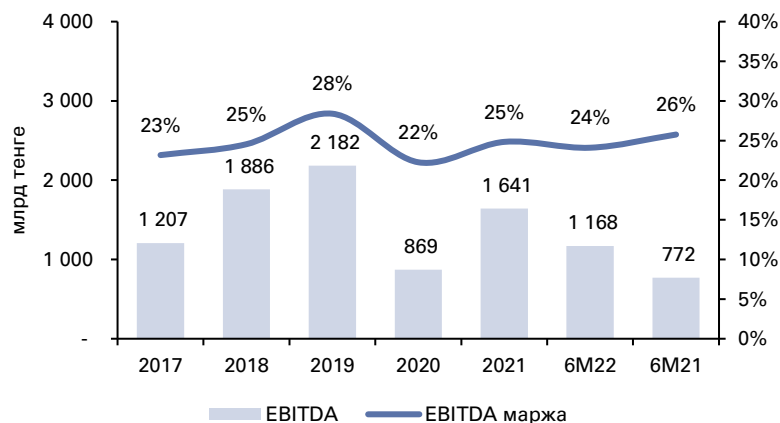
17-кесте. Топтың 2022 жылғы 6 айдағы операциялық шығыстарының құрылымы.



Дереккөз: Топ деректері

Тұрақты EBITDA маржасы. Топтың EBITDA 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында 1,2 трлн KZT-ге жетіп, өткен жылы 51% г/Ж өсімін көрсетті, бұл көрсеткіш 1,6 трлн теңгені құрады. EBITDA жалпы маржа соңғы жылдары тұрақты болып қалады. Соңғы 5,5 жылда орташа маржа 24,5%, ал 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында 24,1% құрады.

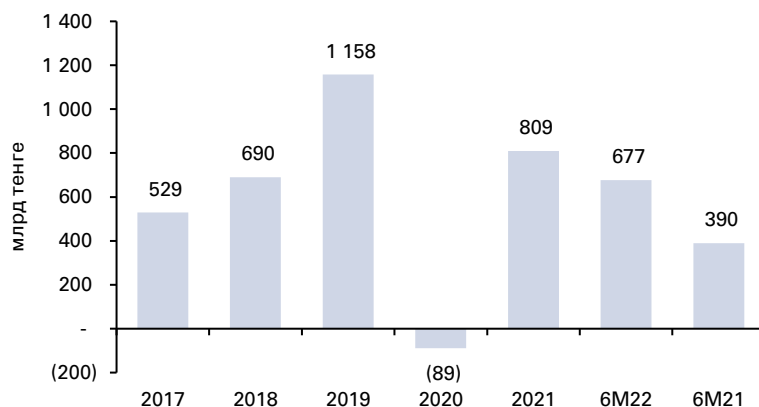
18-кесте. Топтың 2017 жылғы-2022 жылғы 6 айдағы EBITDA және EBITDA маржасының динамикасы, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

Мұнайдың құбылмалы бағалары аясында таза пайда. Мұнай бағасының өсуі аясында кірістердің өсуі 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында (+74% г/г) 677 млрд KZT жеткен таза пайданың өсуіне әкелді. Жалпы алғанда, пайда мұнай бағасына және бірлескен компаниялардағы пайдаға байланысты. 2020 жылы мұнайдың орташа бағасы \$42 USD болғанда таза шығын 89 млрд KZT құрады. Соңғы бір жарым жылдағы таза маржа шамамен 13% деңгейінде.

19-кесте. EBITDA динамикасы және EBITDA Топтың 2017 жылғы-2022 жылғы 6 айдағы маржалары, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

Еркін ақша ағынының күрт өсуі. 2021 және 2022 жылдары бос ақша ағынының күрт өсуі байқалады. Көрсеткіштің өсуінің негізгі себебі бірлескен компаниялардан алынған дивидендтердің күрт өсуі болып табылады. Мысалы, ТШО өндірісті кеңейтуге үлкен күрделі шығындар аясында 2019 және 2020 жылдары дивидендтер төлемеді, алайда 2021 жылы ТШО 408 млрд KZT мөлшерінде дивидендтер төледі және болашақта төлемдерді жалғастыруы мүмкін, өйткені кеңейтуге негізгі шығындар қазірдің өзінде жұмсалды. Сонымен қатар, ТШО мұнай өндірісінің болашақ өсуі дивидендтерге де оң әсер етуі керек. Сонымен қатар, бос ақша ағынының өсуінің тағы бір факторы Қашаған болды, ол да өз акционерлеріне инвестицияларды қайтара бастады.

20-кесте 1. Топтың 2017 жылғы - 2022 жылғы 6 айдағы еркін ақша ағыны мен дивидендтерінің динамикасы, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

Қаржылық шығындарды азайту. Соңғы жылдары қаржылық шығындардың айтарлықтай төмендеуі байқалды. Егер 2018 жылы көрсеткіш 428 млрд KZT құраса, онда 2021 фин шығындары 249 млрд KZT дейін төмендеді. 2022 жылдың бірінші жартыжылдығында қаржылық шығыстар 153 млрд KZT құрады, бұл өткен жылғы көрсеткіштен 32% - ға артық. Мұндай өсудің себептерінің бірі теңгенің әлсіреуі болды, өйткені қарыздың 83% доллармен номинацияланды. Дегенмен, топ әлемде пайыздық мөлшерлемелердің кең таралған өсуін қатты сезінбеді, өйткені қарыздың тек 17% - плав өзгермелі мөлшерлеме бар.

21-кесте. Топтың 2017 жылғы - 2022 жылғы 6 айдағы қарызы мен қаржылық шығындарының динамикасы, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

2019 жылға қатысты таза қарызды азайту. Топтың 2022 жылғы маусым айының соңындағы таза қарызы 2,3 трлн теңгені құрады, бұл 2019 жылғы көрсеткіштен 5,6%-ға және 2020 жылғы соңындағы көрсеткіштен 14%-ға аз. Жалпы, таза қарыз бен EBITDA қатынасы тұрақты деңгейде қалады 1,1 - 1,2 x егер қалыпты емес 2020 жыл ескерілмесе. Борыштық жүктеме коэффициентінің мұндай деңгейі тұтастай алғанда өте сау болып саналады. Атап айтқанда, мұнай-газ саласы үшін бұл арақатынас орташа мәндерге жақын. Ірі тігінен интеграцияланған мұнай-газ компанияларының көпшілігінің арақатынасы 0,9-1x құрайды.

22-кесте. 2017 жылғы - 2022 жылғы 6 айдағы таза қарыздың динамикасы және таза қарыздың EBITDA-ға қатынасы, млрд KZT



Дереккөз: Топ деректері

«ҚазМұнайГаз»: Болжамдар және бағалау моделі

Инвестициялық түйіндеме. Топ IPO-ға мұнайдың жоғары бағалары мен Ресейге қатысты геосаяси белгісіздіктер кезінде шығады, бұл әлемдік нарықта мұнай жеткізілімінде белгілі бір шектеулер тудырды. Ресейге қарсы санкциялар тек жанама түрде топқа әсер етті. Негізгі экспорттық мұнай құбыры одан әрі кедергісіз жұмыс істеу үшін АҚШ-тан бөлек ресми мақұлдау алды. Біз сондай-ақ "Қазмұнайгаз" қорларының деңгейі жоғары іргелі күшті мұнай-газ активтерінде үлестердің бар екенін атап өтеміз, бұл ұзақ мерзімді ақша ағындарына сенуге мүмкіндік береді. Сонымен қатар, топта Теңіз кен орнында мұнай өндіруді ұлғайту, жеңілдікті шарттарда Қашағандағы үлестің 8,44% - обрат кері сатып алу және мұнай-химияда жаңа өндірістерді іске қосу сияқты өсу факторлары бар. Осы факторлардың барлығы алдағы жылдары дивидендтердің айтарлықтай өсуіне сенуге мүмкіндік береді.

1 жай акцияның нысаналы бағасы - 12 800 теңге. Біз мақсатты бағамызды бір акция үшін 12 800 теңге деңгейінде есептедік, бұл орналастыру бағасының 52% өсу әлеуетін болжайды. Бұл мақсатты баға дисконтталған ақша ағындары (DCF) моделіндегі болжамдарымызды модельдеудің соңғы нәтижесі болып табылады. Сонымен қатар, біз салыстырмалы бағалау жүргіздік, ол бойынша бір акцияға 9 800 теңгенің әділ құнын алдық.

DCF бағалау моделінің негізгі нүктелері. Бағалаудың кілті Bloomberg ұсынған талдаушылардың болжамдары негізінде мұнайдың болжамды бағасы болып табылады. Біз 2022 жылдың екінші жартыжылдығында бір баррель мұнай үшін \$99 USD бағасын 2027 жылы одан әрі 7 75 және бір баррель үшін USD дейін төмендетеміз. Әрі қарай, 2032 жылы болжамды баға барреліне \$70 және USD дейін, ал 2037 жылы барреліне 6 68 USD дейін төмендейді, бұл шамамен 21 ғасырдағы мұнайдың орташа Тарихи бағасына сәйкес келеді. Сондай-ақ бағалаудың маңызды сәті ҚМГ-ны оның шоғырландырылған еншілес компанияларымен бірге жеке бағалағанымыз, сондай-ақ мынадай ең маңызды бірлескен компанияларды (шоғырландыруға кірмейтін) жеке бағалағанымыз болып табылады: «Теңізшевройл», КҚК, KMG Kashagan және «Маңғыстаумұнайгаз» (барлық бірлескен компаниялардан түскен пайданың 94%). Қалған бірлескен компаниялар салыстырмалы бағалау нәтижесінде алынған «баға-пайда» тобының имплицитленген мультипликаторы арқылы бағаланды. Болашақта KMG Kashagan шоғырландырылғаннан кейін 50% үлесті кері сатып алуға байланысты бұл компания жеке бағаланбайды.

Кіріс. Барлық 5 компанияның кірісін есептеу үшін негіз мұнай бағасы және мұнай өндіру, мұнай тасымалдау және мұнай өнімдерін өндіру сияқты операциялық көрсеткіштер болып табылады. Мұнай мен газды сатудан түскен кірісті есептеу үшін біз сатудың орташа бағасын және осы бағаның Brent мұнайына дисконтын есептедік. Әрі қарай, болжамдарда біз болжамды кірісті есептеу үшін дисконттың Тарихи көрсеткіштерін қолданамыз. Мұнай өндіру бойынша біз көбінесе топтың өз болжамдары мен тарихи деректерді пайдалана отырып, ағымдағы өндіріс көлемін сақтаймыз. Мұнда теңіз ерекше тұр, ол бойынша 2025 жылға қарай жылына 40 млн тоннаға дейін мұнай өндіру өседі деп күтілуде. Тасымалдаудың болжамды көлемі

мұнай өндіру көлеміне байланысты. Бағалау моделіндегі болжамды кезеңнің ұзақтығы әр өндіруші компания үшін 2 мұнай қорының қашан аяқталатынына байланысты. ҚМГ-ны жеке бағалау жағдайында біз болашақта МӨЗ жұмысын одан әрі жалғастырамыз. Сондықтан бағалаудың бұл моделінде біз болжамнан кейінгі кезеңді қолданамыз. Кен орындары сарқылған сайын мұнай өнімдерін қайта өңдеу маржасы азаяды. Сондай-ақ, түсім болжамдарында біз топтың сауда компаниясы айналысатын мұнайды қайта сату көлемін ескереміз.

Операциялық шығындар. Топта операциялық шығындардың екі негізгі түрі бар: сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің құны және өндіріс шығындары. Өндірістік шығындар көбінесе мұнай өндіру мен мұнай өнімдерін өндіруге байланысты. Яғни, кен орындары сарқылған сайын өндірістік шығындар да азаяды. Сонымен қатар, кен орындары сарқылған сайын біз мұнайды қайта сату көлемінің төмендеуін белгілейміз, нәтижесінде оның өзіндік құны да төмендейді. Басқа операциялық шығындар бар, мысалы, сату және тасымалдау шығындары және кіріске байланысты жалпы және әкімшілік шығындар. Өндіруші компаниялардың операциялық шығындары мұнай өндіру деңгейіне байланысты және инфляциямен бірге артады.

Топта операциялық шығындардың екі негізгі түрі бар: сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің құны және өндіріс шығындары. Өндірістік шығындар көбінесе мұнай өндіру мен мұнай өнімдерін өндіруге байланысты. Яғни, кен орындары сарқылған сайын өндірістік шығындар да азаяды. Сонымен қатар, кен орындары сарқылған сайын біз мұнайды қайта сату көлемінің төмендеуін белгілейміз, нәтижесінде оның өзіндік құны да төмендейді. Басқа операциялық шығындар бар, мысалы, сату және тасымалдау шығындары және кіріске байланысты жалпы және әкімшілік шығындар. Өндіруші компаниялардың операциялық шығындары мұнай өндіру деңгейіне байланысты және инфляциямен бірге артады.

Салықтар. Топ өте күрделі салық құрылымына ие. Пайдаға салынатын салықтан басқа негізгі салық төлемдері пайдалы қазбаларды өндіруге салынатын салық (ХДПИ), экспортқа рента салығы және экспорттық кедендік баж (ЭТП) болып табылады. ХДПИ мөлшерлемесі әр компания үшін бөлек есептеледі және жылына өндіру көлеміне байланысты. Мысалы, егер жер қойнауын пайдаланушы жылына 2-ден 3 млн тоннаға дейін мұнай өндіретін болса, онда ХДПИ мөлшерлемесі мұнай құнының 10% - ы құрайды. Бұл ретте ішкі нарықта сатылатын мұнай үшін ХДПИ мөлшерлемесі екі есе төмендейді. Экспортқа рента салығы мен ЕТР экспортталатын мұнайға байланысты және олар мұнай бағасына байланысты. Баға неғұрлым жоғары болса, ставка да соғұрлым жоғары болады. Сонымен қатар, әртүрлі жер қойнауын пайдаланушылар үшін әртүрлі жеңілдікті режимдер бар. Мысалы, «Өзенмұнайгазда» ХДПИ 2,3% жеңілдікті мөлшерлемесі бар. Мегажобаларда өнімді бөлу туралы келісім аясында арнайы салық режимдері бар. Сонымен, ТШО мен KMGKashagan-да табыс салығының ставкасы Салық кодексі бойынша қабылданған 20% емес, 30% құрайды. Сонымен қатар, ТШО жоғарыда аталған операциялық салықтарды төлемейді, бірақ роялти төлейді. Негізгі роялти мөлшерлемесі операциялық пайданың 25% құрайды, ал қосымша роялти мөлшерлемесі ақша

ағынына байланысты. Қазір Kmgkashagan операциялық салықтарды төлемейді. Алайда, біз болжамды салықтар бойынша болжамды ТШО тарихына сүйене отырып, 2030 жылдан бастап инвесторлардың салған қаражаты өтелетін кезден бастап қойдық.

Бірлескен компаниялардағы үлестерді бағалау. Біз төрт компанияны бөлек бағаладық: ТШО, Қашаған, ММГ және КҚК. ММГ-дан басқаларының барлығын бағалау 2021 жылғы финотчеттерге негізделген. Айта кету керек, болашақта ТШО мен КҚК-ны толық қайта бағалау біршама кеш және жылына бір рет болады. Қашағаноммалар жағдайында құпия тәртіпте қаржылық есептілікке қол жеткізілді. Алайда, болашақта мұның әсері ҚМГ KMGKashaganN-да барлық 100% - иемденгеннен кейін қаржылық көрсеткіштерді шоғырландыру есебінен нивелирленеді. V. жалпы алғанда, бұл компанияларды бағалау тәсіл тұрғысынан стандартты болды, бірақ олардың барлығының өзіндік нюанстары бар. КҚК бағалауы мұнай құбыры тиесілі "КҚК-Р" АҚ сияқты акционерлері бар «КҚК-К» АҚ есебіне негізделген. "КҚК-К" 100% қаржылық көрсеткіштері тұтастай алғанда КҚК-дағы топтың 20,75% үлесімен сәйкес келетіндіктен, біз компанияны "КҚК-К" есебі негізінде бағалауды шештік. Сонымен қатар, топта топтың пайдасында айтарлықтай үлесі жоқ тағы бірнеше кішігірім бірлескен компаниялар бар. Біз бұл компанияларды салыстырмалы әдістен кейін алынған "баға-пайда" ҚМГ-ның импликацияланған мультипликаторы бойынша бағаладық. Иелену үлесі 50%-дан аз компанияларға (ТШО, ҚМГ, Қашаған, КҚК) бағалаудан кейін біз иелену үлесіне және блоктаушы акциялар пакетінің болуына байланысты 11,7-19,5% мөлшерінде азшылық үлесінің дисконтын қолдандық. Мұндағы басты себеп-бұл компаниялардың операциялық қызметін топ бақыламайды. Мысалы, топтың осы компаниялардың дивидендік саясатына әсер етудің толық мүмкіндігі жоқ. Сонымен қатар, бұл компаниялар топ үшін өте маңызды, өйткені топтың кірісі мен дивидендтерінің көп бөлігі осы компанияларда қалыптасады және ағымдағы бағалаудың көп бөлігі осы компаниялардың есебінен алынды. Дисконт мөлшері соңғы 10 жылдағы Энергетика саласындағы мәмілелер негізінде анықталды.

Капиталдың орташа өлшенген құны. Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC) әр компания үшін бөлек есептелді. Тек долларлық ақша ағындарын (ТШО, Қашаған, КҚК) өндіретін компаниялар жағдайында біз елдік тәуекелді ескере отырып, долларлық WACC-ті қолдандық. Сондай-ақ, КҚК үшін Ресейдің елдік тәуекелі пайдаланылғанын атап өтеміз. ҚМГ және «біздің директорға даздыңыз ба берік, шоғырландырылған бағалауы жағдайында біз ішінара теңгелік және ішінара долларлық WACC қолдандық, өйткені бұл компаниялар мұнайдың едәуір бөлігін ішкі нарықта сатады.

Салыстырмалы бағалау. Сондай-ақ, біз топты салыстырмалы әдіспен бағаладық. Бұл үшін нарықтық капитализациясы 4,8 миллиард доллардан 48 миллиард долларға дейінгі 18 тігінен біріктірілген компания алынды. Бағалаудағы негізгі салмақ мұнай-газ компанияларын бағалау үшін ең қолайлы ретінде EV/EBITDA коэффициентін 80% алды. Қалған коэффициенттер келесі салмақтарды алды: P / E (10%), P/S (5%), P/B (5%). P/B-ден басқа барлық осы коэффициенттер 2025 жылы форвардтық түрде қолданылды. Яғни, біз осы аналогтық қаржылық көрсеткіштер бойынша нарықтың болжамды бағасын қолдандық, сонымен қатар топтың DCF әдісімен алынған қаржылық көрсеткіштерінің өзіндік

болжамдарын қолдандық. Нәтижесінде осы әдіс бойынша біздің бағалауымыз 5,97 трлн теңгені немесе бір акцияға 9 800 теңгені құрады.

Нәтижесінде біз «Қазмұнайгазды» дисконтталған ақша ағындарының болжамы негізінде DCF әдісімен бағаладық. Ірі және игерілген мұнай-газ активтерінің болуы топқа көптеген жылдар бойы ақша ағындарын құруға мүмкіндік беретінін атап өтеміз. Сонымен қатар, топтың мұнай өндірудің өсуі және мұнай-химия саласындағы өндірістердің іске қосылуы аясында операциялық және қаржылық көрсеткіштердің айтарлықтай өсу әлеуеті бар. Осыған қарамастан, «ҚазМұнайГаз» қызметі мұнай бағасына қатты тәуелді екенін, ал ресейлік санкциялармен тарих Болашақ сценарийлерінің нашар нұсқалары дамыған жағдайда топқа теріс әсер етуі мүмкін екенін атап өтеміз.

«ҚазМұнайГаз» шоғырландырылған бағасы

1-сурет. DCF әдісімен «Қазмұнайгаз» акционерлік капиталын бағалау моделі

1-сурет Өндірістік көрсеткіштер	2021 - Ф м 22Ф	Қаңтар - Маусы м 22Ф	Июль- Декабрь 22	2023	2024	2025	2026	2027	2043	ППП
Мұнай өндіру (мың тонна)	9 380	4 555	4 555	9 777	9 977	10 077	10 077	10 077	677	0
«Өзенмұнайгаз» АҚ	5 332	2 501	2 501	5 374	5 374	5 374	5 374	5 374	0	0
«Ембімұнайгаз» АҚ	2 522	1 267	1 267	2 715	2 715	2 715	2 715	2 715	0	0
«Амангелді Газ» ЖШС (конденсат)	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0
«Қазақтүрікмұнай» ЖШС	434	216	216	412	412	412	412	412	0	0
«УрихтауОперейтинг» ЖШС	47	22	22	200	400	500	500	500	0	0
Қарашығанақ	1 034	549	549	1 077	1 077	1 077	1 077	1 077	677	0
Мұнай сату (мың тонна)	17 722	8 726	8 658	18 597	19 019	19 177	19 185	19 191	1 289	0
Экспорт	3 924	1 924	1 933	4 551	4 768	4 885	4 903	4 920	-	-
Ішкі нарық	5 456	2 631	2 622	5 227	5 209	5 192	5 175	5 157	677	-
Қайта сатуға арналған шикі мұнай	8 342	4 171	4 103	8 819	9 041	9 100	9 107	9 113	612	-
Мұнай өңдеу (мың тонна)	15 787	7 993	7 993	15 986	15 986	15 986	15 986	15 986	15 986	15 986
АМӨЗ (100%)	5 473	2 681	2 681	5 362	5 362	5 362	5 362	5 362	5 362	5 362
ПМХЗ (100%)	5 407	2 839	2 839	5 678	5 678	5 678	5 678	5 678	5 678	5 678
«Петромидия» (100%)	4 586	2 310	2 310	4 620	4 620	4 620	4 620	4 620	4 620	4 620
«Вега» (100%)	321	163	163	326	326	326	326	326	326	326
Мұнай тасымалдау (мың тонна)	54 582	27 022	26 809	57 579	59 106	59 705	59 794	59 692	2 799	2 106
«ҚазТрансОйл» АҚ	41 224	19 959	20 116	43 447	44 453	44 880	44 964	44 988	0	0
«МұнайТас» АҚ	2 179	1 337	967	2 128	2 283	2 407	2 419	2 302	0	0
«Батуми мұнай терминалы» ЖШҚ	1 324	1 053	1 053	2 106	2 106	2 106	2 106	2 106	106	2 106
Каспий теңізі	537	294	276	608	610	626	620	622	42	0
Ашық теңіздер (Қара, Жерорта теңізі)	9 318	4 379	4 397	9 290	9 654	9 686	9 685	9 674	651	0
Кіріс моделі, млрд KZT	2021 - Ф м 22Ф	Қаңтар - Маусы м 22Ф	Шілде- Желтоқса н 22	2023	2024	2025	2026	2027	2043	ППП
Мұнай бағасы, \$/баррель	71	108	99	97	89	88	82	75	68	68
Мұнай бағасы, \$/тонна	533	812	744	726	669	662	613	564	511	511
Мұнай сату бағасы, \$/тонна	410	624	572	557	513	507	469	431	384	384
Табыс сегменттері										
Шикі мұнай және газ	3 097	2 386	2 353	5 241	5 234	5 552	5 511	5 068	303	-

Мұнай өнімдері	2 102 1 499	1 575	2 363	2 370	2 493	2 451	2 331	1 409	1 353
Мұнай және мұнай өнімдерін қайта өңдеу	203 107	118	185	194	212	217	214	205	199
Мұнай мен газды тасымалдау	171 84	84	180	185	187	187	187	9	7
Басқа кірістер	265 126	131	257	263	284	287	273	88	72
Кіріс	5 839 4 203	4 260	8 226	8 246	8 728	8 653	8 073	2 014	1 630
<i>Өсу қарқыны, %</i>			-2,8%	0,2%	5,8%	-0,9%	6,7%		19,1%

Операциялық шығындар моделі, млрд KZT	2021 Ф	Қаңтар - Маусым 22Ф	Шілде- Желтоқсан 22	2023-2027						
				2023	2024	2025	2026	2027	2043	ППП
Сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құны	3 595 2 818	2 811	5 168	5 191	5 462	5 411	5 050	1 409	1 188	
Өндірістік шығындар	693 482	490	1 079	1 125	1 160	1 184	1 184	80	-	
Экспортқа рента салығы	129 103	100	244	223	240	239	208	-	-	
НДПИ	92 59	58	132	131	135	123	115	-	-	
Экспорттық кедендік баж	107 60	87	219	217	237	240	211	-	-	
Басқа салықтар	101 69	70	154	160	164	167	166	11	-	
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	132 70	72	161	170	177	182	188	18	-	
Жалпы және әкімшілік шығыстар	148 67	70	141	146	160	164	158	59	48	
Операциялық шығыстардың жиыны	4 998 3 728	3 758	7 297	7 364	7 736	7 711	7 280	1 576	1 237	

Болжалды кезең моделі, млрд KZT	2021 Ф	Қаңтар - Маусым 22Ф	Шілде- Желтоқсан 22	2023-2027						
				2023	2024	2025	2026	2027	2043	ППП
ЕБИТДА	872 524	502	929	882	992	942	792	438	394	
ЕБИТДА маржа	15%12%	12%	11%	11%	11%	11%	10%	22%	24%	
ЕБИТ	529 361	341	577	510	597	526	356	60	10	
Операциялық маржа	9%9%	8%	7%	6%	7%	6%	4%	3%	1%	
(-)ЕБИТ арналған налог		68	115	102	119	105	71	12	2	
(=) NOPAT		273	462	408	478	421	285	48	8	
(-) Таза қайта инвестициялау (D & A есебімен)		69	147	92	119	86	30	(235)	4	
CapEx		237	465	473	508	511	484	148		
WC өлш,		(7)	34	(9)	5	(8)	(17)	(5)		
DD&A		161	352	372	394	417	436	378		
(=) FCF		204	315	316	359	334	255	284	4	
(x) дисконттау факторы		0,96x	0,83	x	0,72	x	0,62	x	0,54	
PV FCF		196	262	228	224	180	119	13		

WACC есебі**Меншікті капиталдың құны**

Тәуекелсіз мөлшерлеме	9,9%
Акционерлік капитал үшін нарықтық сыйлықақы	7,2%
Есептелген бета коэффициенті	1,43

Меншікті капиталдың жалпы құны	20,1%
Қарыз капиталының құны	
Қарыз капиталының құны (салықтарға дейін)	9,9%
СКҚ	20,0%
Қарыз капиталының жалпы құны	8,0%
Капитал құрылымы	
Меншікті капитал	63%
Қарыз капиталы (D / (D+E))	37%
Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC)	15,6%
ҚМГ-дан жеке капиталды бағалау, млрд KZT	
(=) Болжамды кезеңдегі құн	1 907
(=) Терминал кезеңіндегі құн	1
(=) EV	1 909
(+)Банктердегі қолма-қол ақша және депозиттер	1 742
(-)Қарыз (операциялық жалдауды қоса алғанда)	3 730
(=) Меншікті капиталды бағалау Бірлескен компаниялардағы үлестік капиталды бағалау	-114
Бірлескен компаниялардағы үлестік капиталды бағалау, млрд KZT	
ТШО	3 543
KMG Kashagan	2 751
КТК	698
ММГ	592
Басқалары	338
(=)ҚМГ қорытынды бағасы, млрд KZT	7 807
(=)ҚМГ қорытынды бағасы, млрд USD	16,4
Акцияның мақсатты бағасы, KZT	12 800
Орналастыру бағасы, KZT	8 406
Өсу әлеуеті, %	52%

«ФридомФинанс» АҚ есептері

2-сурет. «ҚазМұнайГаз» акционерлік капиталын салыстырмалы әдіспен бағалау моделі

ҚМГ салыстырмалы бағасы						
Қызмет түрі бойынша аналогтар (Integrated)	Ел	P/E, 2025	EV/EBITDA, 2025	P/S, 2025	P/B	Капитализация, млрд USD
LUKOIL PJSC	Ресей				0,6x	47,8
ENI SPA	Италия	6,9x	2,9x	0,5x	0,8x	41,6
SUNCOR ENERGY INC	Канада	5,2x	3,7x	1,4x	1,5x	42,8
GAZPROM NEFT PJSC	Ресей	2,9x	2,3x	0,5x	0,8x	29,8
CENOVUS ENERGY INC	Канада	5,5x	3,8x	0,8x	1,8x	32,7
PTT PCL	Тайланд	8,3x		0,4x	0,9x	25,9
IMPERIAL OIL LTD	Канада	6,9x	5,0x	1,0x	1,9x	29,1
OIL & NATURAL GAS CORP LTD	Үндістан			0,3x	0,6x	19,6
ECOPETROL SA	Колумбия	4,4x	3,9x	0,8x	1,3x	18,9

ҚМГ салыстырмалы бағасы						
REPSOL SA	Испания	5,3x	2,9x	0,4x	0,8x	18,2
SURGUTNEFTEGAS PJSC	Ресей				0,1x	11,3
GUANGHUI ENERGY CO LTD-A	Қытай				3,4x	11,2
OMV AG	Австрия	5,4x	3,9x	0,5x	0,8x	12,9
GALP ENERGIA SGPS SA	Португалия	7,0x	3,5x	0,4x	2,1x	7,9
POLSKIE GORNICTWO NAFTOWE I	Польша				0,6x	5,6
YPF S.A.-D	Аргентина		2,7x		0,7x	5,6
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	Венгрия		2,7x	0,3x	0,5x	4,8
OMV PETROM SA	Румыния		1,5x	0,7x	0,7x	4,8
Аналогтардың медианасы		5,4x	3,2x	0,5x	0,8x	18,5
Қаржылық көрсеткіштер, млрд KZT, 2025	Пайда	ЕБИТДА	Кіріс	Капитал, 2021 Таза қарыз		
ҚМГ	1 631	2 571	10 307	8 926	2 618	
Бөлек бағалау, млрд KZT	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B		
ҚМГ	8 854	5 599	4 838	7 262		
Бөлек бағалау, млрд USD	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B		
ҚМГ	18,6	11,8	10,2	15,3		
Салмағы	10%	80%	5%	5%		
Қорытынды баға, млрдUSD	12,6					
Қорытынды баға, млрдKZT	5 969					
Акцияға қорытынды баға, KZT	9 800					

Вloomberg деректері, «ФридомФинанс» АҚ есептері

Бірлескен және қауымдастырылған компанияларды бағалау

3-сурет. DCF әдісімен «Теңізшевройл» (ТШО) акционерлік капиталын бағалау моделі

Кіріс моделі, млн USD	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2038	2039
Мұнай өндіру (мың тонна) (ҚМГ үлесі)	5 311	5 734	5 600	6 800	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Мұнай өндіру (мың тонна) (100%)	26 553	28 670	28 000	34 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Мұнай бағасы, \$/баррель	71	99	97	89	88	82	75	75	68	68
Мұнай бағасы, \$/тонна	533	744	726	669	662	613	564	564	511	511
Мұнай сату бағасы, \$/тонна	554	722	706	653	648	602	555	557	511	511
Кіріс сегменттері, млн USD										
Шикі мұнай	14 704	20 701	19 767	22 206	25 910	24 070	22 218	22 286	20 451	20 451
Басқа өнімдер	1 223	1 238	1 253	1 269	1 284	1 299	1 315	1 330	1 392	1 392
Басқа кірістер	(6)	(8)	(7)	(7)	(7)	(5)	(4)	(3)	1	1
Кіріс	15 920	21 931	21 014	23 468	27 188	25 364	23 529	23 613	21 843	21 843
Өсу қарқыны, %		37,8%	-4,2%	11,7%	15,9%	-6,7%	-7,2%	0,4%		0,0%
Операциялық шығындар моделі, млн USD										
Операциялық шығындар	1 083	1 345	1 484	2 001	2 601	2 868	3 154	3 462	7 736	8 278
Жоба бойынша шығыстар	43	55	62	85	114	128	144	161	391	418
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	1 712	1 728	1 743	1 762	1 781	1 797	1 813	1 828	1 893	1 893
Табыс салығынан басқа салықтар	3 575	4 612	4 055	4 344	5 736	4 984	4 222	4 085	2 347	2 107
Операциялық шығыстардың жиыны	6 413	7 741	7 344	8 193	10 232	9 776	9 333	9 537	12 367	12 696
Болжалды кезең моделі, млн USD										
ЕБИТДА	9 540	14 190	13 670	15 275	16 956	15 588	14 196	14 076	9 477	9 148
ЕБИТДА маржа	60%	65%	65%	65%	62%	61%	60%	60%	43%	42%
ЕБИТ	7 683	11 319	9 261	9 300	10 749	9 142	7 505	7 135	4 821	4 227
Операциялық маржа	48%	52%	44%	40%	40%	36%	32%	30%	22%	19%
(-) ЕБИТ-ға салық		3 396	2 778	2 790	3 225	2 743	2 252	2 141	1 446	1 268
(=) NOPAT		7 923	6 483	6 510	7 524	6 399	5 254	4 995	3 375	2 959
(-) таза қайта инвестициялау (D & A есебімен)		3 527	811	(384)	(3 321)	(3 751)	(3 923)	(3 883)	(1 154)	(1 356)
CapEx		5 922	5 443	5 820	3 029	3 120	3 198	3 262	3 976	4 056
WC өлш.		476	(224)	(229)	(143)	(424)	(430)	(204)	(474)	(491)
DD&A		2 871	4 409	5 975	6 207	6 446	6 691	6 941	4 656	4 921
(=) FCFF		4 396	5 672	6 893	10 845	10 150	9 176	8 878	4 528	4 315
(x) дисконттау факторы		0,94x	0,82x	0,72x	0,63x	0,56x	0,49x	0,43x	0,12x	0,10x
PV FCF		4 119	4 664	4 975	6 870	5 643	4 478	3 802	526	440

WACC есебі**Меншікті капиталдың құны**

Тәуекелсіз мөлшерleme	4,2%
Акционерлік капитал үшін нарықтық сыйлықақы	7,2%
Есептелген бета коэффициенті	1,52
Меншікті капиталдың жалпы құны	15,1%

Қарыз капиталының құны

Қарыз капиталының құны (салықтарға дейін)	9,1%
КПН	30,0%
Қарыз капиталының жалпы құны	6,4%

Капитал құрылымы

Меншікті капитал	86%
Қарыз капиталы (D / (D+E))	14%
Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC)	13,9%

ТШО-ның жеке капиталын бағалау, млн USD (100%)

(=) Болжамды кезеңдегі құны	50 375
(=) EV	50 375
(+) Банктардағы қолма-қол ақша және депозиттер	768
(-) Қарыз (операциялық жалдауды қоса алғанда)	7 038
(=) Меншікті капиталды бағалау	44 105
(=) ТШО бағалау, млрд KZT (100%)	20 950
(x)' ТШО-дағы ҚМГ үлесі	20%
(=) ТШО бағалау, млрд USD (20%)	8,82
(x)' Толық бақылаудың жоқтығы үшін дисконт	15,4%
(=) Дисконтты ескере отырып, ТШО-ның қорытынды бағасы, млрд USD	7,46
(=) Дисконтты ескере отырып, ТШО-ның қорытынды бағасы, млрд KZT	3 543

«ФридомФинанс» АҚ есептері

4-сурет. KMG Kashagan акционерлік капиталын DCF әдісімен бағалау моделі

Кіріс моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2076	2077
Мұнай өндіру (мың тонна) (ҚМГ үлесі)	2 688	2 404	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
Мұнай бағасы, \$/баррель	71	99	97	89	88	82	75	75	68	68
Мұнай бағасы, \$/тонна	533	744	726	669	662	613	564	564	511	511
Мұнай сату бағасы, \$/тонна	530	731	709	646	637	598	549	548	497	497
Кіріс сегменттері										
Шикі мұнай сату	607	812	1 076	1 040	1 092	1 099	1 008	1 006	912	912
Күкіртті сату	14	21	26	23	26	26	24	23	21	21
Газды сату	7,8	18	26	29	24	26	25	25	22	22
Кіріс	628	852	1 129	1 091	1 142	1 152	1 056	1 054	956	956
Өсу қарқыны, %		35,6%	32,5%	-3,4%	4,7%	0,9%	-8,3%	-0,2%		0,0%
Операциялық шығындар моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2076	2077
Тозусыз шығындар	59	67	94	105	116	127	140	154	201	201
Әкімшілік шығындар тозусыз	2,0	2,3	2,7	2,9	3,3	3,6	3,9	4,3	51,7	53,8
Іске асыру бойынша шығыстар	54	47	66	74	81	90	99	108	141	141
Басқа операциялық кірістер / шығыстар	0,9	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4
Болжалды салықтар	-	-	-	-	-	-	-	-	184	184
Операциялық шығыстардың жиыны	116	117	165	183	202	222	244	268	579	581
Болжалды кезең моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2076	2077
ЕБИТДА	512	734	964	908	940	930	812	786	377	375
ЕБИТДА маржа	82%	86%	85%	83%	82%	81%	77%	75%	39%	39%
ЕБИТ	311	532	759	702	732	720	607	579	226	219
Операциялық маржа	49%	62%	67%	64%	64%	62%	57%	55%	24%	23%
(-) ЕБИТ-ға салық		160	228	211	220	216	182	174	68	66
(=) NOPAT		373	532	491	512	504	425	405	158	154
(-) таза қайта инвестициялау (D & A есебімен)		(149)	(124)	(166)	(157)	(161)	(166)	(158)	(33)	(144)
СарЕх		29	39	41	42	44	45	46	118	121
WC өлш.		24	41	(1)	9	5	(6)	4	(1)	(109)
DD&A		202	204	206	208	210	205	208	151	155
(=) FCFF		521	656	658	669	665	591	563	192	298
(x) дисконттау факторы		0,94x	0,82x	0,72x	0,64x	0,56x	0,49x	0,43x	0,00x	0,00x
PV FCF		489	541	477	426	373	291	244	0,2	0,2

WACC есебі**Меншікті капиталдың құны**

Тәуекелсіз мөлшерлеме	4,2%
Акционерлік капитал үшін нарықтық сыйлықақы	7,2%
Есептелген бета коэффициенті	1,56
Меншікті капиталдың жалпы құны	15,4%

Қарыз капиталының құны

Қарыз капиталының құны (салықтарға дейін)	7,6%
КПН	30,0%
Қарыз капиталының жалпы құны	5,3%

Капитал құрылымы

Меншікті капитал	84%
Қарыз капиталы (D / (D+E))	16%
Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC)	13,7%

Капиталды бөлек бағалау KMG Kashagan, млрд KZT (100%)

(=) Болжамды кезеңдегі құны	3 920
(=) EV	3 920
(+) Банктардағы қолма-қол ақша және депозиттер	165
(-) Қарыз (операциялық жалдауды қоса алғанда)	666
(=) Меншікті капиталды бағалау	3 418
(=) KMG Kashagan бағалау, млрд USD (100%)	7,20
(x)' ҚМГ KMG Kashagan-дағы үлесі	100%
(=) KMG Kashagan бағалау, млрд USD (100%)	7,20
(x)' Толық бақылаудың жоқтығы үшін дисконт	19,5%
(=) Дисконтты ескере отырып KMG Kashagan қорытынды бағасы, млрд USD	5,79
(=) Дисконтты ескере отырып KMG Kashagan қорытынды бағасы, млрд KZT	2 751

«ФридомФинанс» АҚ есептері

5-сурет. «Маңғыстаумұнайгаз» (ММГ) акционерлік капиталын DCF әдісімен бағалау моделі

Кіріс моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2036	2037
Мұнай өндіру (мың тонна) (ҚМГ үлесі)	2 944	2 949	3 073	3 073	3 073	3 073	3 073	3 073	600	0
Мұнай өндіру (мың тонна) (ҚМГ үлесі)	5 888	5 898	6 146	6 146	6 146	6 146	6 146	6 146	1 200	0
Мұнай бағасы, \$/баррель	71	99	97	89	88	82	75	75	70	68
Мұнай бағасы, \$/тонна	533	744	726	669	662	613	564	564	526	511
Мұнай сату бағасы, \$/тонна	486	677	659	607	599	554	509	509	470	455
Кіріс сегменті										
Экспортқа шикі мұнай	547	922	980	971	1 014	1 009	926	925	-	-
Шикі мұнай ішкі нарыққа	203	318	332	324	348	348	325	328	126	-
Газды сату	10	17	18	17	18	18	17	17	2	-
Басқалары	3	4	4	4	4	4	4	4	0	-
Кіріс	763	1 261	1 335	1 317	1 384	1 380	1 271	1 274	128	0
Өсу қарқыны, %		65,3%	5,8%	-1,3%	5,1%	-0,3%	-7,9%	0,2%		-100,0%
Операциялық шығындар моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2036	2037
Мұнай құны	129	147	171	188	206	224	244	265	92	-
Газдың өзіндік құны	2,7	5,1	6,0	6,4	7,3	7,8	7,7	8,3	1,3	-
Басқалары	12	13	15	17	18	19	21	22	7	-
Таза әкімшілік шығындар	18	19	19	19	19	19	19	20	4	-
Тасымалдау және өткізу бойынша шығыстар	242	598	638	586	611	612	542	542	17	-
Операциялық шығыстардың жиыны	404	781	849	817	861	882	834	858	121	0
Болжалды кезең моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2036	2037
ЕБИТДА	299	480	485	500	523	497	437	416	7	0
ЕБИТДА маржа	39%	38%	36%	38%	38%	36%	34%	33%	6%	0%
ЕБИТ	232	404	398	402	415	379	310	337	-125	-132
Операциялық маржа	30%	32%	30%	31%	30%	27%	24%	26%	-97%	0%
(-) ЕБИТ-ға салық		81	80	80	83	76	62	67	0	0
(=) NOPAT		323	318	322	332	303	248	270	(125)	(132)
(-) таза қайта инвестициялау (D & A есебімен)		46	35	23	22	9	(14)	38	(21)	(99)
СарЕх		121	129	127	134	134	124	125	13	0
WC өлш.		1,4	(6,0)	(6,1)	(3,7)	(6,6)	(10,9)	(7,6)	98,0	32,7
DD&A		76	87	98	108	118	127	79	132	132
(=) FCF		276	283	298	310	294	262	232	(104)	(33)
(x) дисконттау факторы		0,91x	0,76x	0,64x	0,53x	0,45x	0,37x	0,31x	0,07x	0,06x
PV FCF		253	216	190	165	131	97	72	(8)	(2)

WACC есебі**Меншікті капиталдың құны**

Тәуекелсіз мөлшерлеме	9,9%
Акционерлік капитал үшін нарықтық сыйлықақы	7,2%
Есептелген бета коэффициенті	1,37

Меншікті капиталдың жалпы құны 19,7%

Қарыз капиталының құны

Қарыз капиталының құны (салықтарға дейін)	8,0%
КПН	20,0%

Қарыз капиталының жалпы құны 8,0%

Капитал құрылымы

Меншікті капитал	100%
Қарыз капиталы (D / (D+E))	0%

Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC) 19,7%

Капиталды жеке бағалау ММГ, млрд KZT (100%)

(=) Болжамды кезеңдегі құны 1 308

(=) EV 1 308

(+) Банктердегі қолма-қол ақша және депозиттер 33

(-) Қарыз (операциялық жалдауды қоса алғанда) 0

(=) Меншікті капиталды бағалау 1 341

(=) ММГ бағалау, млрд USD (100%) 2,82

(x)' ММГ-дағы ҚМГ үлесі 50%

(=) ММГ бағалау, млрд USD (50%) 1,41

(x)' Толық бақылаудың жоқтығы үшін дисконт 11,7%

(=) Дисконтты ескере отырып ММГ қорытынды бағасы, млрд USD 1,25

(=) Дисконтты ескере отырып ММГ қорытынды бағасы, млрд KZT 592

«ФридомФинанс» АҚ есептері

6-сурет. Каспий Құбыр консорциумының акционерлік капиталын DCF әдісімен бағалау моделі-Қазақстан (КҚК-К)

Кіріс моделі, млрд KZT	2021Ф	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	ППП
Үлесін ескере отырып мұнайды тасымалдау (млн тонна)	12,6	12,9	13,5	14,9	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Мұнай тасымалдау (100%) (млн тонна)	60,7	61,9	65,0	71,8	78,7	78,7	78,7	78,7	78,6	78,6	78,6	78,6
Жер қойнауын пайдаланушылар бойынша тасымалдау												
ТШО	26,6	28,7	28,0	34,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Қашаған	15,9	14,2	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Қарашығанақ	10,3	11,0	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Кіріс	185	205	235	276	322	345	345	345	345	345	345	345
Өсу қарқыны, %		10,7%	14,7%	17,2%	16,7%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Операциялық шығындар моделі, млрд KZT												
Тозусыз шығындар	21	25	29	36	44	48	53	58	63	69	76	82
Әкімшілік шығындар тозусыз	13	15	18	22	26	29	32	35	38	42	46	49
Басқа шығындар	16	9	12	15	19	18	18	19	19	18	18	18
Операциялық шығыстардың жиыны	49	48	59	72	88	95	103	111	120	129	139	150
Болжалды кезең моделі, млрд KZT												
ЕБИТДА	136	157	176	203	233	250	242	233	224	215	205	194
ЕБИТДА маржа	73%	76%	75%	74%	73%	73%	70%	68%	65%	62%	60%	56%
ЕБИТ	89	106	120	142	168	181	173	162	150	138	125	114
Операциялық маржа	48%	52%	51%	51%	52%	52%	50%	47%	43%	40%	36%	33%
(-) ЕБИТ-ға салық		21	24	28	34	36	35	32	30	28	25	23
(=) NOPAT	85	96	114	134	145	138	129	120	110	100	92	92
(-) таза қайта инвестициялау (D & A есебімен)		(19)	(21)	(23)	(23)	(25)	(27)	(32)	(38)	(43)	(49)	46
CapEx		34	37	41	46	47	45	42	40	38	35	
WC өлш.		(2)	(2)	(3)	(4)	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)	
DD&A		51	56	61	65	70	69	72	75	77	80	
(=) FCF	104	117	136	157	170	165	162	158	154	149	149	46
(x) дисконттау факторы	0,94x	0,82x	0,72x	0,63x	0,56x	0,49x	0,43x	0,38x	0,33x	0,29x		
PV FCF	97	97	99	100	94	81	69	60	51	43		
WACC есебі												
Меншікті капиталдың құны												
Тәуекелсіз мөлшерлеме		4,2%										
Акционерлік капитал үшін нарықтық сыйлықақы		12,7%										
Есептелген бета коэффициенті		0,81										
Меншікті капиталдың жалпы құны	14,6%											

Қарыз капиталының құны

Қарыз капиталының құны (салықтарға дейін)	8,0%
КПН	20,0%
Қарыз капиталының жалпы құны	6,4%

Капитал құрылымы

Меншікті капитал	92%
Қарыз капиталы (D / (D+E))	8%
Капиталдың орташа өлшенген құны (WACC)	13,9%

КҚК-К жеке капиталды бағалау, млрд KZT (100%)

(=) Болжамды кезеңдегі құн	791
(=) Терминал кезеңіндегі құн	112
(=) EV	791
(+) Банктөредегі қолма-қол ақша және депозиттер	43
(-) Қарыз (операциялық жалдауды қоса алғанда)	79
(=) Меншікті капиталды бағалау	867
(=) КТК-К-ны бағалау, млрд USD (100%)	1,83
(x) ММГ-дағы КТК-К үлесі	100%
(=) КТК-К-ны бағалау, млрд USD (100%)	1,83
(x)' Толық бақылаудың жоқтығы үшін дисконт	19,5%
(=) Дисконтты ескере отырып КТК-К қорытынды бағасы, млрд USD	1,47
(=) Дисконтты ескере отырып КТК-К қорытынды бағасы, млрд KZT	698

«ФридомФинанс» АҚ есептері

Бағалау моделі үшін ықтимал тәуекелдер

Мұнай бағасы. Мұнай бағасы айтарлықтай құбылмалы екені белгілі, сондықтан Топтың қаржылық көрсеткіштеріне қатты әсер етуі мүмкін. Бағаның төмендеуі дивидендтерге де әсер етуі мүмкін, өйткені бұл жағдайда EBITDA төмендейді және таза қарыз/EBITDA коэффициенті жоғарылайды, бұл дивидендтік саясатқа сәйкес төлемдердің төмендеуіне әкеледі.

КҚК мұнай құбыры. КҚК мұнай құбыры қазақстандық мұнай үшін басты экспорттық бағыт болып табылады. 2022 жылы мұнай құбырының бірнеше аялдамалары болды. Сонымен қатар, Ресей Федерациясына қарсы санкциялар мұнай құбырының операторына оны жөндеу және жабдықтау қызмет көрсету тұрғысынан қиындықтар тудыруы мүмкін.

Геосаяси факторлар. Ресей мен Украина арасындағы әскери қақтығыс басталғаннан кейін Еуропа мен АҚШ елдері Ресейден шыққан мұнайдан бас тарта бастады. Бұл Brent-ке Itals мұнай бағасына айтарлықтай жеңілдік әкелді. Сонымен қатар, КҚК арқылы тасымалданатын мұнайдың аз бөлігі Ресейден шыққандықтан, CPC Blend маркалы мұнайдың бағасы қазір де аздап жеңілдікпен сатылуда. Ағымдағы жағдайларда санкцияларды қатаңдату және КҚК бойынша мұнайды тасымалдауға толық тыйым салу қаупі сақталады.

Әлеуметтік компания. «ҚазМұнайГаз» ұлттық компания болғандықтан және мемлекет бақылауында болғандықтан, топтың «шамадан тыс» әлеуметтік бағдарлануына байланысты акционерлер үшін ықтимал тәуекелдер бар. Бұл қызметкерлердің жалақысының жоғарылауы, жергілікті мұнай өңдеу зауыттары үшін мұнай өнімдері мен шикі мұнайдың төмен сату бағалары арқылы көрсетілуі мүмкін.

Осы есепті «ФридомФинанс» АҚ компаниясының талдаушылары дайындады. Әрбір талдаушы осы есепте қандай да бір бағалы қағазға немесе эмитентке қатысты баяндалған барлық позициялар осы талдаушының кез келген талданатын эмитент/бағалы қағазға қатысты жеке көзқарастарын дәл көрсететінін растайды. Осы есепте ұсынылған кез келген ұсынымдар немесе пікірлер осы есепті дайындау сәтіндегі пайымдау болып табылады. Бұл есеп компанияға қарамастан дайындалды және осы есепте ұсынылған кез келген ұсыныстар мен пікірлер тек талдаушының көзқарасын көрсетеді. Баяндалған фактілердің дұрыстығын, ұсынылған ұсынымдар мен пікірлердің әділдігі мен дұрыстығын қамтамасыз ету үшін барлық сақтықпен, бірде-бір талдаушы, Компания, оның директорлары мен қызметкерлері осы есептің мазмұнының түпнұсқалығын белгілемеген және сәйкесінше, бірде-бір талдаушы, Компания, оның директорлары мен қызметкерлері осы есептің мазмұнына қандай да бір жауапкершілік көтермейді осыған байланысты осы есепте берілген ақпаратты дәл, әділ және толық деп санауға болмайды. Ешбір тұлға осы есепті немесе оның мазмұнын қандай да бір пайдалану нәтижесінде туындаған не осы есепке қандай да бір байланыста туындаған қандай да бір шығындар үшін қандай да бір жауаптылықта болмайды. Әрбір талдаушы және/немесе онымен байланысты тұлғалар осы есепте қамтылған ақпаратты, сондай-ақ оның негізінде осы есеп жасалған талдамалық жұмыстың нәтижелерін жарияланғанға дейін оған сәйкес әрекет ете алады не пайдалана алады. Осы құжатта ұсынылған ақпарат компанияның бағалы қағаздарына қатысты кез келген алушының немесе өзге тұлғаның инвестициялық шешімдер қабылдауы үшін негіз бола алмайды. Осы есеп компания бизнесінің, оның активтерінің не құнды бағалау қызметі саласында қолданылатын мақсаттар үшін бағалы қағаздардың құнын бағалау болып табылмайды.