

Итоговый отчёт

أرامكو السعودية
saudi aramco



Название проекта: Фундаментальная оценка Saudi Aramco

Подготовил: Арсен Тагибеков

Дата: Июнь, 2025

Данный итоговый отчёт и финансовые модели были подготовлены при поддержке ChatGPT (OpenAI), использовавшегося в качестве помощника для структурирования идей, проверки логики в Excel и доработки форматирования. Проект отражает мои собственные финансовые суждения, предпосылки и исполнение. ИИ был использован для помощи в структурировании и итеративной обратной связи (в качестве проект-менеджера).

1. Краткий обзор

Этот отчёт представляет собой фундаментальную оценку компании Saudi Aramco (TADAWUL: 2222) по состоянию на 21 июня 2025 года с использованием методов дисконтированного денежного потока (DCF) и анализа сопоставимых компаний (Comps). Цель – оценить внутреннюю стоимость акций Aramco на основе прогноза финансовых показателей, сценарных предпосылок и рыночных мультипликаторов.

Использованные методы оценки

- **Прогнозная модель на основе 3 финансовых отчётов (2025-2029)**, построенная на базе фактических данных за 2022-2024 годы.
- **DCF-модель**, основанная на свободном денежном потоке для компании (UFCF) и методе роста в бесконечность.
- **Анализ сопоставимых компаний** среди глобальных нефтегазовых гигантов (например, ExxonMobil, Shell, BP, CNPC, и др.).

Таблица 1: Ключевые предпосылки при оценке Saudi Aramco

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “DCF Valuation” вкладка

Показатель	Значение
WACC	9.05%
Темп роста в терминальном периоде (g)	0,5-1,5%

Курс SAR/USD	3.75%
Горизонт прогноза	2025-2029

Таблица 2: Диапазон оценок

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Comps Model” вкладка

Метод	Оценка	Цена за акцию
DCF (Оптимистичный сценарий)	\$1,596.5 млрд	\$6.67
Comps (P/E Медиана)	\$1,541.7 млрд	\$6.45
Comps EV/EBITDA (Медиана)	\$1,461.6 млрд	\$6.11

Таким образом, внутренняя стоимость акций Saudi Aramco составляет от \$6.11 до \$6.67 за акцию, что предполагает умеренный потенциал роста относительно рыночной цены в \$6.62 (по состоянию на 21.06.2025), в зависимости от сценария и рыночных условий.

Данный отчёт может служить основой для стратегических, инвестиционных или финансовых решений.

2. Обзор компании

Saudi Arabian Oil Company (Saudi Aramco) – это публичная компания, находящаяся под контролем государства (по состоянию на 2025 год – более 81%; ещё 16% принадлежат Государственному инвестиционному фонду (Public Investment Fund) Саудовской Аравии). Saudi Aramco является интегрированной энергетической и химической компанией с глобальной деятельностью и штаб-квартирой в Дахране, Саудовская Аравия.

Компания была основана в 1933 году как California Arabian Standard Oil Company (CASOC), полностью национализирована в 1980 году и переименована в Aramco в 1988 году. В декабре 2019 года Saudi Aramco провела IPO на бирже Tadawul (тикер: TADAWUL: 2222), привлекла более \$25 млрд и достигла рыночной капитализации \$1.7 трлн – крупнейшее IPO в истории.

По состоянию на 2024 год, Aramco признаётся одной из крупнейших интегрированных нефтегазовых компаний в мире по объёму выручки.^{1 2}

¹ Britannica (2024). *Saudi Aramco*. [online] Available at: <https://www.britannica.com/money/Saudi-Aramco>

² Aramco (2023). *About Us*. [online] [www.aramco.com](https://www.aramco.com/en/about-us). Available at: <https://www.aramco.com/en/about-us>

Масштабы и деятельность³

- Объём доказанных запасов превышает 250 миллиардов баррелей нефтяного эквивалента – крупнейший известный запас в мире.
- Добывает около 12.3 миллиона баррелей нефтяного эквивалента в день (mmbod) более чем на 100 месторождениях, включая крупнейшие в мире Ghawar (наземное) и Safaniya (морское).

Основные бизнес-сегменты⁴

- **Upstream (добыча)** – Разведка, разработка и добыча нефти и газа, управление глобальной системой upstream-добычи.
- **Downstream & Chemicals (переработка и химия)** – Переработка нефти, производство нефтехимии, торговля и дистрибуция. Включает, например, СП Sadara с компанией Dow и масштабную переработку в рамках Vision 2030.

Финансовые и кадровые показатели⁵

- Общее количество сотрудников – около 75,000 человек по всему миру.
- В первом квартале 2025 года компания отчиталась о \$26 млрд чистой прибыли и \$19.2 свободного денежного потока.

Стратегическое значение

- Компания является ключевым элементом национальной стратегии Vision 2030, направленной на диверсификацию экономики за пределы нефтяной зависимости.⁶
- Превращается в широко диверсифицированную энергетическую компанию, расширяя деятельность в таких направлениях, как торговля СПГ, модернизация НПЗ, химическая интеграция и проекты в области возобновляемой энергетики.⁷

³ Aramco.com. (2025). *Full-year 2024 results*. [online] Available at: <https://www.aramco.com/investors>

⁴ International Trade Administration (2024). *Saudi Arabia - Oil Gas & Petrochemicals*. [online] www.trade.gov. Available at: <https://www.trade.gov/country-commercial-guides/saudi-arabia-oil-gas-petrochemicals>

⁵ Aramco.com. (2025). *Full-year 2024 results*. [online] Available at: <https://www.aramco.com/investors>

⁶ Wikipedia Contributors (2019). *Saudi Vision 2030*. [online] Wikipedia. Available at: https://en.wikipedia.org/wiki/Saudi_Vision_2030

⁷ Saini, M. (2025). Aramco says has US tie-ups worth up to \$90 billion amid Trump Gulf tour. *Reuters*. [online] 14 May. Available at: <https://www.reuters.com/business/energy/saudi-aramco-signs-deals-worth-up-90-billion-with-us-companies-2025-05-14/>

Устойчивое развитие и инновации

- Компания обязуется достичь нулевых выбросов по Scope 1 и 2 к 2050 году. Активно развивает технологии улавливания углерода и НИОКР в сфере низкоуглеродной энергетики через Aramco Ventures⁸
- Участвует в промышленных мегапроектах, таких как King Salman Energy Park (SPARK), стимулируя экономический и операционный рост.⁹

3. Макроэкономический и отраслевой контекст

В этом разделе оценивается положение Saudi Aramco в контексте глобальной нефтяной отрасли – с акцентом на спрос, предложение, динамику цен и геополитические риски, влияющие на оценку стоимости компании.

Прогноз мирового спроса и предложения на нефть

- **Рост спроса замедляется:**
 - Международное энергетическое агентство (IEA) прогнозирует умеренный рост спроса – около 0.7-0.8 млн баррелей в день (мб/д) в 2025 году, с замедлением до ~0.74 мб/д в 2026 году. Ожидается, что пик мирового спроса на нефть будет достигнут к концу 2020-х годов (~105.5 мб/д), после чего он стабилизируется.¹⁰
 - Замедление обусловлено макроэкономическими трудностями и тенденциями энергетического перехода, особенно в Китае из-за роста популярности электромобилей (EV).¹¹
- **Предложение опережает спрос в краткосрочной перспективе:**
 - По прогнозам IEA, глобальное предложение нефти превысит спрос примерно на 1 мб/д в 2025 году, чему способствуют как страны ОПЕК+, так

⁸ Aramco Ventures. (2025). *Home - Aramco Ventures*. [online] Available at: <https://aramcoventures.com>

⁹ Wikipedia Contributors (2025). *King Salman Energy Park*. Wikipedia. Available at: https://en.wikipedia.org/wiki/King_Salman_Energy_Park

¹⁰ Geman, B. (2025). *Key agency sticks to its guns on peak oil demand*. [online] Axios. Available at: <https://www.axios.com/2025/06/17/iea-peak-oil-demand>

¹¹ Harvey, R. and Enes Tunagur (2025). *Global oil supply to rise faster than expected after OPEC+ hike, IEA says*. Reuters. [online] 15 May. Available at: <https://www.reuters.com/business/energy/iea-forecasts-global-oil-demand-growth-slow-650000-bpd-remainder-2025-2025-05-15/>

и независимые производители. Ожидается рост предложения на 1.8 мб/д против роста спроса на ~0.72 мб/д.¹²

Стратегия ОПЕК+ и поставки из Саудовской Аравии

- С июня по октябрь 2025 год ОПЕК+ увеличивает добычу нефти на 400 тысяч баррелей в день ежемесячно, при этом Саудовская Аравия увеличивает добычу на ~2.9% выше предыдущих квот.¹³
- Цель стратегии альянса – обеспечить достаточное предложение, сохранив при этом контроль над ценовой стабильностью на фоне устойчивого спроса.¹⁴

Факторы ценообразования и геополитических рисков

- На фоне напряжённости на Ближнем Востоке цены на нефть WTI и Brent колеблются в пределах \$73–77 за баррель. По состоянию на 22 июня цена Brent составила \$77.20.¹⁵
- Угрозы со стороны геополитических конфликтов (например, удары США и Израиля по Ирану) могут вызвать краткосрочные скачки цен, однако высокий уровень запасов и резервные мощности по добыче снижают вероятность немедленного дефицита.

Последствия для Saudi Aramco

- **Влияние на оценку:**
 - Переизбыток предложения и замедление спроса ограничивают рост цен на нефть, поддерживая консервативные предположения о темпе роста в терминальном периоде (0.5-1.5%).
 - Волатильность цен, вызванная геополитикой, может создавать краткосрочные возможности, но не меняет долгосрочные тренды баланса спроса и предложения.

¹² Lawler, A. and Enes Tunagur (2025). World oil demand to keep growing this decade despite 2027 China peak, IEA says. *Reuters*. [online] 17 Jun. Available at: <https://www.reuters.com/business/energy/world-oil-demand-keep-growing-this-decade-despite-2027-china-peak-ia-says-2025-06-17/>

¹³ Oil 2025 – Analysis - IEA (2025). *Oil 2025 – Analysis - IEA*. [online] IEA. Available at: <https://www.iea.org/reports/oil-2025>

¹⁴ Opec.org. (2025). *Organization of the Petroleum Exporting Countries*. [online] Available at: <https://www.opec.org/brief-history.html>

¹⁵ Seher Dareen (2025). Oil to open higher as US strikes on Iran boost supply risk premium. *Reuters*. [online] 22 Jun. Available at: <https://www.reuters.com/business/energy/oil-open-higher-us-strikes-iran-boost-supply-risk-premium-2025-06-22/>

- **Аргументы в пользу устойчивости компании:**

- Aramco – низкозатратный производитель с высокой рентабельностью, находящийся под покровительством государства.
- Благодаря этому компания лучше подготовлена к текущим условиям на рынке и к долгосрочным структурным изменениям в отрасли.

4. Обзор методологии

Фундаментальная оценка компании Saudi Aramco (TADAWUL: 2222) была выполнена с использованием треугольного подхода, включающего:

- 1) Полноценную модель на основе трёх основных финансовых отчётов (3-Statement Model);
- 2) Метод дисконтированных денежных потоков (DCF);
- 3) Анализ сопоставимых компаний (Comps).

Цель подхода – получить сбалансированную и чувствительную к сценариям оценку справедливой рыночной стоимости капитала.

Модель на основе трёх финансовых отчётов

Полностью связанная финансовая модель была построена на основе аудированных данных за 2022-2024 годы, опубликованных компанией Aramco.

Прогнозы на 2025-2029 годы включали:

- Основные операционные драйверы (рост выручки, динамика рентабельности, капитальные затраты)
- Сценарные допущения (оптимистичный, базовый и консервативный сценарии)
- Построчный прогноз отчёта о прибылях и убытках, баланса и отчёта о движении денежных средств.

Некоторые статьи были агрегированы (например, R&D, SG&A, и разведка включены в «Операционные накладные расходы») для аналитической эффективности.

Анализ дисконтированных денежных потоков (DCF)

Основная оценка справедливой стоимости была рассчитана с использованием модели свободного денежного потока для фирмы (FCFF) и метода бесконечного роста (Perpetuity growth method) для терминальной стоимости.

Ключевые элементы DCF:

- $UFCF = EBIT(1-T) + D\&A - CapEx - \Delta NWC$
- WACC рассчитан на основе текущей структуры капитала и рыночных параметров
- Терминальная стоимость рассчитана при долгосрочном темпе роста от 0.5% до 1.5%.

Результаты DCF-модели были протестированы по двум осям: ставка дисконтирования (WACC) и темп роста (g).

Анализ сопоставимых компаний (Comps)

Был отобран набор международных интегрированных нефтегазовых компаний (например, ExxonMobil, Shell, BP, CNPC) для сравнительного анализа.

Применённые мультипликаторы:

- EV/EBITDA
- EV/Revenue
- P/E

Внутренняя стоимость капитала Saudi Aramco рассчитывалась на основе медианных и средних мультипликаторов аналогов, применённых к фактическим показателям за 2024 год. Вычиталась чистая задолженность, чтобы получить рыночную стоимость.

Интеграция сценариев

Каждая методология тестировалась в рамках трёх сценариев:

- **Оптимистичный:** Рост цен на нефть, увеличение добычи, расширение маржи;
- **Базовый:** Стабильный спрос на нефть и постоянная государственная поддержка;
- **Консервативный:** Снижение из-за глобальной декарбонизации и ограничений по квотам ОПЕК.

Такой подход обеспечивает реалистичный диапазон оценок, основанный как на фундаментальных данных, так и на рыночных условиях.

Примечание: в следующих разделах отчёта используется оптимистичный сценарий, поскольку его результаты оценки наиболее близки к текущей рыночной капитализации Saudi Aramco.

5. Обзор модели на основе трёх отчётов

Модель, основанная на трёх отчётах, является ядром оценки Saudi Aramco и закладывает фундамент для расчётов DCF. Ниже представлен краткий, но исчерпывающий анализ основных моментов по каждому из трёх отчётов.

Отчёт о прибылях и убытках (P&L)

Диаграмма 1: P&L Saudi Aramco за 2022-2029 годы

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “P&L and BS” вкладка

P&L									
*US \$1.00 = SAR 3.75									
SAR in millions*	FY 2022 Actual	FY 2023 Actual	FY 2024 Actual	FY 2025 Forecast	FY 2026 Forecast	FY 2027 Forecast	FY 2028 Forecast	FY 2029 Forecast	
Revenue and other income related to sales	2.266.373	1.856.373	1.801.674	1.891.758	1.986.346	2.085.663	2.189.946	2.299.443	
Operating Costs	(934.112)	(799.543)	(820.237)	(652.656)	(685.289)	(719.554)	(755.531)	(793.308)	
Gross margin	1.332.261	1.056.830	981.437	1.239.101	1.301.056	1.366.109	1.434.415	1.506.135	
Operating overhead	(96.566)	(91.503)	(103.603)	(104.047)	(109.249)	(114.711)	(120.447)	(126.469)	
EBITDA	1.235.695	965.327	877.834	1.135.055	1.191.807	1.251.398	1.313.968	1.379.666	
D&A	(91.618)	(97.040)	(103.209)	(108.786)	(117.489)	(126.888)	(137.039)	(148.003)	
EBIT	1.144.077	868.287	774.625	1.026.268	1.074.318	1.124.509	1.176.928	1.231.663	
Finance Income	17.767	27.966	17.925	41.051	42.973	44.980	47.077	49.267	
Finance Costs	(8.882)	(8.186)	(10.540)	(9.962)	(10.759)	(11.619)	(12.549)	(13.553)	
EBT	1.152.962	888.067	782.010	1.057.357	1.106.532	1.157.870	1.211.456	1.267.377	
Tax rate	48%	49%	49%	48%	48%	48%	48%	48%	
Income taxes and zakat	(548.957)	(433.303)	(383.588)	(507.531)	(531.135)	(555.778)	(581.499)	(608.341)	
Net income	604.005	454.764	398.422	549.826	575.397	602.093	629.957	659.036	

- **Выручка** сократилась с 2.266 трлн SAR в 2022 году до 1.8 трлн SAR в 2024 году, что отражает падение мирового спроса и ценовую волатильность. Однако начиная с 2025 года прогнозируется устойчивый рост до 2.3 трлн SAR к 2029 году за счёт стабилизации объёмов и умеренного восстановления цен на нефть.
- **EBITDA-маржа** снизилась с 54.5% (2022) до 48.7% (2024), но в прогнозах возвращается к стабильной 60%, что отражает операционный левередж и рост эффективности.
- **EBIT** растёт с 774.6 млрд SAR (2024) до 1.23 трлн SAR (2029), напрямую влияя на свободный денежный поток.
- **Налоговая ставка** остаётся стабильной – около 48-49%, что соответствует действующей фискальной политике Саудовской Аравии.

Диаграмма 2: Выручка и EBITDA

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Revenues&Ebitda” вкладка

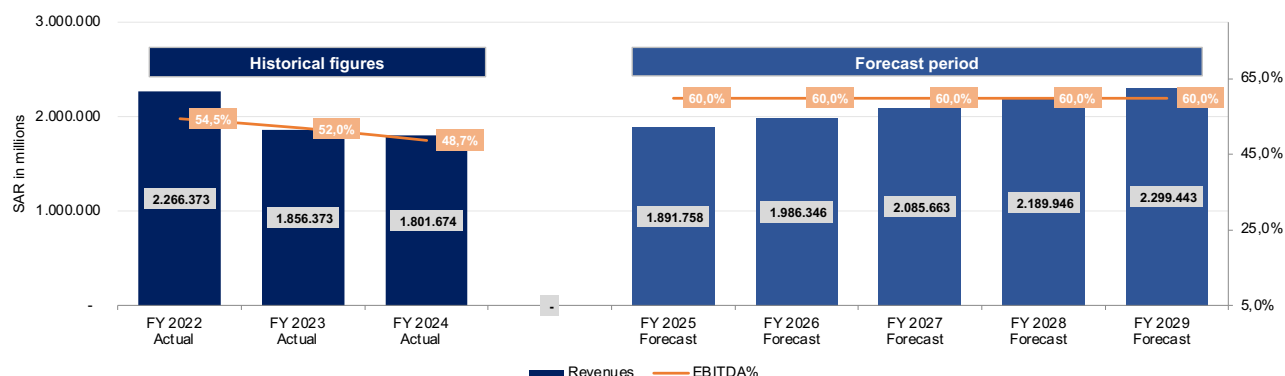


Диаграмма показывает изменение выручки и EBITDA за 2022-2029 годы. После снижения в 2022-2024 годах выручка восстанавливается, а маржа EBITDA стабилизируется на высоком уровне (60%), демонстрируя эффективность масштабов и контроль затрат.

Баланс (Balance Sheet)

Диаграмма 3: Баланс Saudi Aramco за 2022-2029 годы

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “P&L and BS” вкладка

Balance Sheet									
*US \$1.00 = SAR 3.75									
SAR in millions*	FY 2022 Actual	FY 2023 Actual	FY 2024 Actual	FY 2025 Forecast	FY 2026 Forecast	FY 2027 Forecast	FY 2028 Forecast	FY 2029 Forecast	
PP&E	1,303,266	1,384,717	1,494,318	1,613,863	1,742,973	1,882,410	2,033,003	2,195,643	
Intangibles & LT assets	299,409	313,223	317,072	329,755	342,945	356,663	370,929	385,767	
Inventories	100,528	85,951	83,728	44,702	46,938	49,284	51,749	54,336	
Trade Receivables	164,442	163,919	167,884	181,401	190,471	199,995	209,995	220,495	
Other assets	399,232	331,157	143,986	189,176	198,635	208,566	218,995	229,944	
Cash and equivalents	226,047	198,973	216,642	885,375	1,526,401	2,177,274	2,837,211	3,505,235	
Total Assets	2,492,924	2,477,940	2,423,630	3,244,273	4,048,362	4,874,193	5,721,882	6,591,420	
Trade Payables	135,390	151,553	157,467	125,167	131,425	137,997	144,896	152,141	
Borrowings	393,144	290,147	319,290	344,833	372,420	402,213	434,391	469,142	
Royalties, income taxes and zakat	121,232	96,646	84,239	74,130	65,235	57,407	50,518	44,456	
Other liabilities	177,011	202,502	211,279	170,258	178,771	187,710	197,095	206,950	
Shareholders' equity	1,666,147	1,737,092	1,651,355	2,529,885	3,300,511	4,088,867	4,894,982	5,718,732	
Total Liabilities & Equities	2,492,924	2,477,940	2,423,630	3,244,273	4,048,362	4,874,193	5,721,882	6,591,420	
Check	-	-	-	-	-	-	-	-	

- **Рост активов:** Общие активы увеличиваются с 2.49 трлн SAR (2022) до 6.59 трлн SAR (2029), главным образом за счёт инвестиции в основные средства (CapEx).
- **Денежные средства** существенно возрастают к 2029 году – до 3,5 трлн SAR, благодаря мощной внутренней генерации денежного потока.
- **Обязательства:** Заимствования растут умеренно, а капитал (показан как „plug“ в модели) увеличивается пропорционально, обеспечивая баланс модели.

- **Примечание:** Денежные средства и капитал напрямую связаны с отчётом о движении денежных средств, что обеспечивает внутреннюю согласованность модели.

Отчёт о движении денежных средств (Cash Flow)

- **Операционный денежный поток (CFO)** увеличивается с 509 млрд SAR (2024) до 1.43 трлн SAR (2029).
- **Капитальные расходы (CapEx)** растут с 188.9 млрд SAR до 318.3 млрд SAR, что связано с расширением активов.
- **Свободный денежный поток до обслуживания долга (UFCF)** остаётся стабильным и высоким, что критично для терминальной стоимости.
- **Финансовые потоки (CFF)** наблюдается умеренное снижение дивидендов и рост чистых заимствований – признак сбалансированной стратегии капитала.

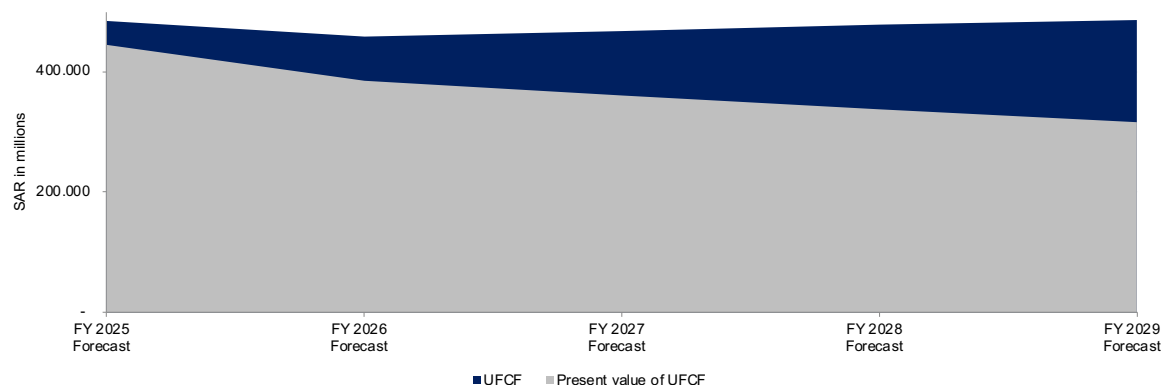
Диаграмма 4: Отчёт о движении денежных средств Saudi Aramco за 2022-2029

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Cash Flow” вкладка

Cash Flow								
*US \$1.00 = SAR 3.75								
SAR in millions*	FY 2023 Actual	FY 2024 Actual	FY 2025 Forecast	FY 2026 Forecast	FY 2027 Forecast	FY 2028 Forecast	FY 2029 Forecast	
Net Income	454.764,0	398.422,0	549.825,7	575.396,7	602.092,5	629.957,2	659.036,0	
(+) Income taxes and zakat	433.303,0	383.588,0	507.531,4	531.135,4	555.777,7	581.499,0	608.340,9	
Income before income taxes and zakat (EBT)	888.067,0	782.010,0	1.057.357,2	1.106.532,0	1.157.870,2	1.211.456,2	1.267.376,9	
Cash Flow from Operating Activities (CFO):								
D&A	97.040,0	103.209,0	108.786,4	117.489,3	126.888,4	137.039,5	148.002,6	
Change in Working Capital	21.293,0	13.829,0	51.981,7	14.505,6	15.230,9	15.992,5	16.792,1	
Other Adjustments (net)	(468.586,0)	(390.160,0)	-	-	-	-	-	
Net cash provided by operating activities (CFO)	537.814,0	508.888,0	1.218.125,2	1.238.526,9	1.299.989,5	1.364.488,1	1.432.171,6	
Cash Flow from Investing Activities (CFI):								
CapEx	(158.308,0)	(188.890,0)	(209.667,9)	(232.731,4)	(258.331,8)	(286.748,3)	(318.290,6)	
Other investing items	104.289,0	186.029,0	184.029,0	182.029,0	180.029,0	178.029,0	176.029,0	
Net cash used in investing activities (CFI)	(54.019,0)	(2.861,0)	(25.638,9)	(50.702,4)	(78.302,8)	(108.719,3)	(142.261,6)	
Cash Flow from Financing Activities (CFF):								
Borrowings (net)	(102.438,0)	22.916,0	25.543,2	27.586,7	29.793,6	32.177,1	34.751,2	
Dividends Paid	(381.102,0)	(477.853,0)	(522.334,4)	(546.626,8)	(571.987,9)	(598.459,4)	(626.084,2)	
Interest Paid	(13.690,0)	(18.077,0)	(9.961,8)	(10.758,8)	(11.619,5)	(12.549,1)	(13.553,0)	
Lease repayments	(13.639,0)	(15.344,0)	(17.000,0)	(17.000,0)	(17.000,0)	(17.000,0)	(17.000,0)	
Net cash used in financing activities (CFF)	(510.869,0)	(488.358,0)	(523.753,1)	(546.799,0)	(570.813,8)	(595.831,3)	(621.885,9)	
Net Cash Flow (CFO+CFI+CFF)	(27.074,0)	17.669,0	668.733,2	641.025,6	650.872,9	659.937,5	668.024,1	
Opening Cash	226.047,0	198.973,0	216.642,0	885.375,2	1.526.400,8	2.177.273,7	2.837.211,2	
Closing Cash	198.973,0	216.642,0	885.375,2	1.526.400,8	2.177.273,7	2.837.211,2	3.505.235,2	
Check	-	-	-	-	-	-	-	
Opening Cash _{t+1} – Closing Cash _t	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

Диаграмма 5: UFCF и Текущая стоимость UFCF для Saudi Aramco за 2025-2029

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Cash flows” вкладка

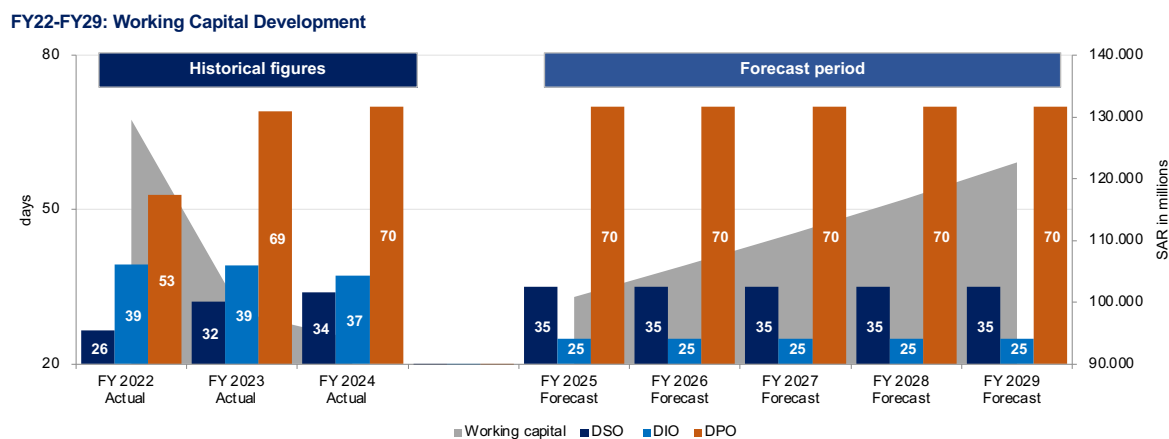


Хотя показатели UFC остаются относительно стабильными, текущая стоимость этих денежных потоков со временем снижается из-за эффекта дисконтирования, который характерен для оценки DCF. В диаграмме 5 подчеркивается важность денежных потоков в начале года для повышения стоимости предприятия.

Оборотный капитал и операционные метрики

Диаграмма 6: Оборотный капитал за 2022-2029

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Working capital” вкладка



- **Коэффициенты DSO/DIO/DPO** (дней дебиторки / запасов / кредиторки) стабилизируются на 35/25/70 после 2025 года, отражая оптимальный цикл оборотного капитала.
- **Оборотный капитал** растёт в абсолютных значениях, но остаётся пропорционально эффективным по отношению к выручке и активам.

Такие параметры соответствуют масштабам и устойчивости Saudi Aramco как отраслевого лидера.

6. DCF-оценка

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) использован для определения внутренней стоимости капитала Saudi Aramco. Расчёт основан на приведённой стоимости прогнозируемых свободных денежных потоков до обслуживания долга (UFCF) за 2025-2029 годы и терминальной стоимости, рассчитанной по методу бесконечного роста (perpetuity growth method).

Прогнозируемые UFCF (2025-2029)

Диаграмма 7: Расчёт UFCF Saudi Aramco за 2023-2029

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Cash Flow” вкладка

SAR in millions*	FY 2023 Actual	FY 2024 Actual	FY 2025 Forecast	FY 2026 Forecast	FY 2027 Forecast	FY 2028 Forecast	FY 2029 Forecast
UFCF Calculation:							
EBIT	868.287,0	774.625,0	1.026.268,3	1.074.318,1	1.124.509,3	1.176.928,1	1.231.663,4
Tax Rate	48,79%	49,05%	48,00%	48,00%	48,00%	48,00%	48,00%
EBIT*(1-Tax Rate)	444.635,0	394.659,5	533.659,5	558.645,4	584.744,8	612.002,6	640.464,9
(+) D&A	97.040,0	103.209,0	108.786,4	117.489,3	126.888,4	137.039,5	148.002,6
(-) CapEx	(158.308,0)	(188.890,0)	(209.667,9)	(232.731,4)	(258.331,8)	(286.748,3)	(318.290,6)
(-) Change in WC	21.293,0	13.829,0	51.981,7	14.505,6	15.230,9	15.992,5	16.792,1
UFCF	404.660,0	322.807,5	484.759,7	457.908,9	468.532,3	478.286,2	486.969,0

Свободные денежные потоки (UFCF) рассчитывались следующим образом:

$$\text{UFCF} = \text{EBIT}(1-T) + \text{D\&A} - \text{CapEx} - \Delta\text{NWC}$$

Согласно расчётам, UFCF увеличиваются с 484.76 млрд SAR в 2025 году до 486.97 млрд SAR в 2029 году. Несмотря на рост CapEx, стабильный оборотный капитал и высокая операционная рентабельность поддерживают устойчивую генерацию денежных потоков.

Ставка дисконтирования (WACC)

Рассчитана как 9.05%, включая:

- **Стоимость капитала (Cost of Equity):** 9.05%, через CAPM:
 - Безрисковая ставка = 4.38% (10-летние гособлигации США)
 - Бета = 0.85 (по данным Yahoo Finance)
 - Премия за риск рынка = 5.5%
- **Стоимость долга (Cost of Debt)** = 4.00%, отражающая уровень суверенных облигаций.
- **Структура капитала** = 99.98% собственный капитал / 0.02% долг
- **Налоговая ставка** = 49% (по отчётности Aramco)

Почти полное отсутствие долга подчёркивает низкий риск, свойственный государственным компаниям.

Терминальная стоимость

Рассчитана по модели Гордона (**Gordon Growth Model**) следующим образом:

$$TV = \frac{UFCF_{2029} * (1 + g)}{WACC - g}$$

В оптимистичном сценарии темп роста составляет 1.5% и это отражает: повышенные цены на нефть, рост объёмов, и расширение маржи. Также проведён анализ чувствительности при $g = 0.5\%-2.0\%$.

Расчёт стоимости предприятия и капитала

Диаграмма 8: Стоимость предприятия (Enterprise Value)

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “DCF Valuation” вкладка

PV of Cash flows	1.844.848,4	SAR	30%
Continuing value	6.546.365,4	SAR	
PV of Continuing value	4.244.875,0	SAR	70%
Enterprise value	6.089.723,4	SAR	
(-) Financial liabilities	(319.290,0)		
Cash	216.642,0		
Equity value	5.987.075,4	SAR	
	1.596.553,5	USD	
	6,67	per share	

- Текущая стоимость (PV) прогнозируемого UFCF: 1.84 трлн SAR;
- Текущая стоимость терминальной стоимости: 4.24 трлн SAR;
- Общая стоимость предприятия (EV): 6.09 трлн SAR;
- Вычитаем финансовые обязательства (319.3 млрд SAR);
- Добавляем денежные средства (216.6 млрд SAR);
- **Итоговая стоимость капитала:** 5.99 трлн SAR = \$1.596 трлн USD
- **Цена за акцию = \$6.67**

Эта оценка соответствует результатам анализа по методу сопоставимых компаний, что повышает доверие к результату.

Анализ чувствительности

На 4x4-таблице представлены изменения стоимости предприятия при разных сочетаниях WACC и g. Например:

- При WACC 8.0% / g 2.0% стоимость предприятия составляет 7.53 трлн SAR или около \$2 трлн.
- При WACC 9.5% / g 0.5% стоимость предприятия составляет 6.03 трлн SAR или около \$1.6 трлн.

Диаграмма 9: Таблица чувствительности Saudi Aramco

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “DCF Valuation” вкладка (Оптимистичный)

		WACC			
		8,0%	8,5%	9,05%	9,50%
g	0,5%	6.337.416	5.939.997	5.556.337	5.277.737
	1,0%	6.678.308	6.232.817	5.806.466	5.499.125
	1,5%	7.071.645	6.567.469	6.089.723	5.748.186
	2,0%	7.530.538	6.953.606	6.413.157	6.030.456

Разница между крайними значениями достигает 25%, подчёркивая важность точной оценки WACC.

Сценарный анализ

Три сценарии были смоделированы:

Таблица 3: Стоимость предприятия Saudi Aramco

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “DCF results” вкладка

Сценарий	Стоимость предприятия	Доля прогнозных потоков	Доля терминальной стоимости
Оптимистичный	\$1.62 трлн	32%	68%
Базовый	\$1.22 трлн	34%	66%
Консервативный	\$820.9 трлн	38%	62%

Терминальная стоимость составляет основную часть оценки, подчёркивая устойчивость денежного потока Aramco даже в условиях зрелого рынка.

7. Анализ сопоставимых компаний (Comps)

В этом разделе представлена относительная (рыночная) оценка Saudi Aramco через сравнение с тщательно отобранной группой глобальных аналогов, работающих в интегрированном секторе нефти и газа.

Выбор аналогов

В выборку включены 8 крупных энергетических компаний: ExxonMobil (США), Chevron (США), Shell (Великобритания/Нидерланды), BP (Великобритания), TotalEnergies (Франция), Petrobras (Бразилия), CNPC/PetroChina (Китай), ENI (Италия). Компании были отобраны согласно следующим критериям:

Таблица 4. Критерии отбора компаний для Comps анализа

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Comps Model” вкладка

Критерий	Обоснование
Отрасль	Интегрированные компании (upstream & downstream операции)
Размер	Рыночная капитализация компаний > \$100 млрд, Aramco > \$1.5 трлн.
География	Глобальное присутствие (Северная и Южная Америка, Европа, Азия) – для сопоставимости условий

Также включены национальные нефтяные компании (Petrobras, PetroChina) и международные гиганты (ExxonMobil, Shell), что позволяет учесть различия в рисках, связанных с государственным контролем.

Используемые мультипликаторы

Для сопоставления были использованы мультипликаторы на основе фактических данных за 2024 финансовый год:

- EV/Revenue (стоимости компании к выручке)
- EV/EBITDA (стоимость компании к операционной прибыли)
- P/E (цена/прибыль)

Примечание: EV-мультипликаторы имеют особое значение в капиталоемких отраслях, таких как нефть и газ, поскольку они нейтрализуют влияние структуры капитала.

Таблица 5. Сводная таблица мультипликаторов

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Comps Model” вкладка

Метрика	Saudi Aramco	Среднее аналогов	Медиана аналогов
EV/Revenue	3.30x	0.9x	0.8x
EV/EBITDA	4.39x	4.3x	3.9x
P/E	15.07x	38.2x*	14.3x
*Среднее значение P/E искажено экстремальным показателем BP (215.7x), поэтому медиана более надёжна в данном случае.			

Вывод:

- EV/EBITDA Aramco немного выше среднего и это показатель высокой эффективности;
- P/E близок к медианному значению и значит акции оцениваются справедливо рынком.

Расчёт справедливой стоимости Saudi Aramco

На основе медианных мультипликаторов и финансовых результатов 2024 года:

Таблица 6. Оценка Saudi Aramco

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “Comps Model” вкладка

Мультипликатор	Медианное значение	Применено к	Стоимость компании
EV/Выручка	0.8x	Выручка = \$480.4 млрд	EV = \$404.6 млрд
EV/EBITDA	3.9x	EBITDA = \$360.5 млрд	EV = \$1.412 трлн
P/E	14.3x	Чистая прибыль = \$105 млрд	Equity = \$1.497 трлн

После вычета чистого долга (\$372 млн) получаем:

- Диапазон Рыночной стоимости капитала: \$1.412 трлн - \$1.497 трлн.
- Диапазон Цены за акцию: \$5.90-\$6.26 (рыночная цена: \$6.62).

Интерпретация результатов

Saudi Aramco торгуется немного дороже среднего, что объясняется:

- Стратегическими запасами нефти;
- Контролем со стороны государства, снижением волатильности;
- Низкими издержками и стабильными дивидендами;
- Уникальными масштабами и вертикальной интеграцией.

Эти факторы оправдывают умеренную премию к среднерыночным мультипликаторам. Модель сопоставимых компаний (Comps) подтверждает выводы DCF-анализа – справедливая стоимость Aramco действительно находится в пределах текущей рыночной оценки.

8. Заключение и инвестиционная рекомендация

В этом заключительном разделе подводятся итоги фундаментального (DCF) и относительного (Comps) подходов оценки Saudi Aramco. Также дана инвестиционная рекомендация, основанная на стратегических факторах и текущей рыночной ситуации.

Таблица 7. Сводная таблица результатов оценки

Источник: Saudi_Aramco_Valuation.xlsx – “DCF Results” and “Comps Model” вкладки

Метод	Оценка стоимости капитала	Оценка Цены за акцию	Рыночная цена за акцию
DCF – Оптимистичный	\$1.596 трлн	\$6.67	\$6.62
Comps (P/E Медиана)	\$1.497 трлн	\$6.26	\$6.62

Интерпретация:

- DCF показывает незначительный потенциал роста: +0.8%;
- Comps указывает на умеренную переоценку: -5.4%.
- Оба подхода дают близкие к рынку значения, что говорит о том, что акции Saudi Aramco в целом справедливо оценены рынком.

Инвестиционный обзор

Несмотря на глобальные неопределённости в ценообразовании нефти, у Aramco есть ряд ключевых преимуществ:

- **Предсказуемость денежных потоков** благодаря долгосрочным госконтрактам и координации с ОПЕК;
- **Доступ к суверенным займам** и WACC ниже среднего (9.05%);
- **Низкие издержки производства** и следовательно, самая высокая рентабельность в отрасли (маржа EBITDA ~60% в прогнозном периоде);
- **Стратегические нефтяные запасы** с низкой себестоимостью добычи указывает на высокую устойчивость;

- **Стабильные дивиденды**, что укрепляет доверие инвесторов на доходно-ориентированных рынках.

Эти качества оправдывают умеренную премию к мультипликаторам аналогов.

Рекомендация: Держать (Hold)

На момент оценки акции Saudi Aramco **справедливо** оценены и торгуются вблизи своей внутренней и рыночной стоимости. Хотя краткосрочный потенциал роста ограничен, компания остаётся стратегически ценным активом для долгосрочных инвесторов, ориентированных на стабильность и защиту от инфляции.

Стратегические соображения на будущее

- **Следить за геополитическими рисками:** напряженность на Ближнем Востоке может повлиять на производство и логистику;
- **Анализировать политику ОПЕК+:** соглашения о добыче и реакция сланцевых производителей США остаются ключевыми;
- **Контролировать динамику CapEx:** рост капитальных затрат в будущем требует оценки эффективности реинвестиций.

Финальный вердикт:

Анализ показывает, что Saudi Aramco **не является ни недооценённой, ни переоценённой**. Её текущая оценка отражает:

- Признание рынком уникального стратегического положения компании;
- Сбалансированный риск профиля с учётом зависимости от цен на нефть и ограниченной ликвидности акций.