

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **24%**
 Целевая цена: **14 800 KZT**
 Текущая цена: **11 919 KZT**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

КазМунайГаз: финансовый отчет за 2023 год**Финансовая информация, млрд KZT, 2023**

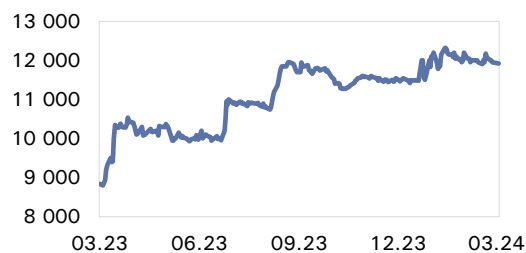
Выручка	8 319
Доля в доходах совм. Компаний	534
Чистая прибыль	960
Свободный денежный поток	984

Коэффициенты и маржинальность, 2023

P/E, (x)	7,6x
EV/EBITDA, (x)	4,5x
P/B, (x)	0,7x
ROA, (%)	5,6%
ROE, (%)	9,2%
EBITDA маржа, (%)	23%

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	7 272
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	8 800-12 322
Текущая цена (KZT)	11 919
Целевая цена (KZT)	14 800
Потенциал роста (%)	24%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально
Динамика акций биржа/тикер	KASE/KMGZ



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	4%	0%	35%
vs KASE	-16%	-24%	-19%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность по итогам 2023 года. Несмотря на общее снижение чистой прибыли на фоне падения цен на нефть в 2023 году после аномального 2022 года, генерация денежных средств оказалась на неплохом уровне. Компании удалось увеличить годовую EBITDA, а также не сильно уменьшить свободный денежный поток благодаря полученным увеличенным дивидендам от совместных компаний в 4-м квартале. Теперь же учитывая низкий уровень долга, можно ожидать выплату как минимум половины свободного денежного потока в качестве дивидендов для акционеров КМГ. Тем самым, расчетный дивиденд по формуле как минимум составляет 620 тенге на одну акцию, что дает дивидендную доходность в 5,2% от текущей цены. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, улучшили ожидания по выручке и налогам, а также увеличили ожидания по капзатратам. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции КМГ составляет 14 800 тенге, что подразумевает потенциал роста в 24% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

(+) Квартальная выручка продолжила рост. Выручка КазМунайГаз в 4-м квартале 2023 года составила 2,2 трлн тенге, что на 16% выше, чем в 2022 году. Основной рост случился благодаря доходам от сырой нефти и газа на 57% г/г и 8,2% к/к. В то же время выручка от продажи нефтепродуктов упала на 19% г/г. Отметим, что доля в доходах совместных компаниях оказалась отрицательной и достигла 31 млрд тенге. Это стало возможным из-за целого ряда компаний, получивших квартальный чистый убыток. Основным виновником оказалось Ural Group Limited, чей показатель убытка составил 38,6 млрд тенге на долю КМГ. В итоге общая выручка с прочими доходами достигла 2,24 трлн тенге, что на 3,5% выше, чем в 2022 году.

(=) Маржинальность упала, но квартальная EBITDA выросла. Операционные расходы в четвертом квартале в целом показали заметный рост. Так, себестоимость купленной нефти и нефтепродуктов выросла на 23% г/г, производственные расходы на 11%, а износ и амортизация на 21%. В итоге в 4-м квартале компания показала операционный убыток на 5,6 млрд тенге против 334 млрд тенге прибыли в 2022 году. Еще одним важным изменением в 2023 году оказалась курсовая разница, которая оказалась отрицательной на сумму в 43 млрд тенге, тогда как в 2022 году она была положительной: 42 млрд тенге. Тем не менее, если учитывать скорректированную EBITDA, то квартал стал

рекордным как минимум за последние 3 года. Показатель EBITDA достиг 750 млрд тенге (+45% г/г и +71% к/к) во многом благодаря резкому росту поступивших дивидендов от совместных компаний на 91% г/г. Квартальная EBITDA маржа достигла 28% против 24% в 2022 году. В итоге за 2023 год в целом EBITDA достигла рекордных 2,08 трлн тенге (+3,6% г/г), а полученные дивиденды также рекордные 620 млрд тенге (+34% г/г). Годовая EBITDA маржа упала с 26% до 23%. КМГ также закончил квартал с небольшим чистым убытком в 10,7 млрд тенге. За весь 2023 год чистая прибыль достигла 960 млрд тенге, что на четверть меньше показателя 2022 года.

(+) Возможны рекордные дивиденды по итогам 2023 года. На фоне роста EBITDA свободный денежный поток за 2023 год достиг 984 млрд тенге, что лишь на 12% меньше 2022 года, когда цены на нефть были на порядок выше. В отдельном 4-м квартале свободный денежный поток также достиг рекордных как минимум за 3 года 525 млрд тенге (+359% г/г и +118% к/к). За счет этого отметим резкое сокращение чистого долга с 2,08 до 1,65 трлн тенге за один четвертый квартал. Тем самым соотношение чистый долг к EBITDA составляет 0,79х, что согласно дивидендной политике предполагает выплату дивидендов как минимум 50% от свободного денежного потока. То есть дивиденды для акционеров КМГ по итогам 2023 года могут как минимум составить 620 тенге на одну акцию, что дает дивидендную доходность в 5,2% от текущей цены.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовый отчет несмотря на квартальный чистый убыток оказался отличным с точки зрения генерации денежных средств. Свободный денежный поток в 4-м квартале оказался высоким, тем самым по итогу года показатель снизился незначительно. В итоге это позволяет компании увеличить дивиденды примерно на 27% по итогам 2023 года, так как соотношение чистого долга к EBITDA оказалось минимальным. Учитывая это, а также существенное увеличение нефтедобычи на ТШО в 2025 году акции КМГ вероятнее всего будут все более и более привлекательными с точки зрения дивидендов в будущем. В обновленной модели оценки мы обновили все основные финансовые показатели, снизили ожидаемый уровень нефтяных налогов, а также увеличили ожидания по выручке и капзатратам согласно комментариям руководства. Тем самым все это в сумме привело к повышению целевой цены одной акции КазМунайГаз до **14 800 KZT**, с **потенциалом роста в 24%**. Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	01.03.2024	27.03.2024		
Капзатраты, млрд тенге, 2024	518	719	+ 39%	Фактическое увеличение капзатрат в 2023 году по отношению к выручке
Выручка, трлн тенге, 2024	8,9	10,2	+ 15%	Продолжение роста выручки, увеличение сырой нефти на перепродажу
Налоги, кроме подоходного, млрд тенге, 2024	627	516	-18%	Более низкий рентный налог на экспорт относительно ожиданий в 2023 году

расчеты Freedom Broker

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендаций и целевые цены от Freedom Broker. (B-«покупать», H-«держать», S-«продавать»)

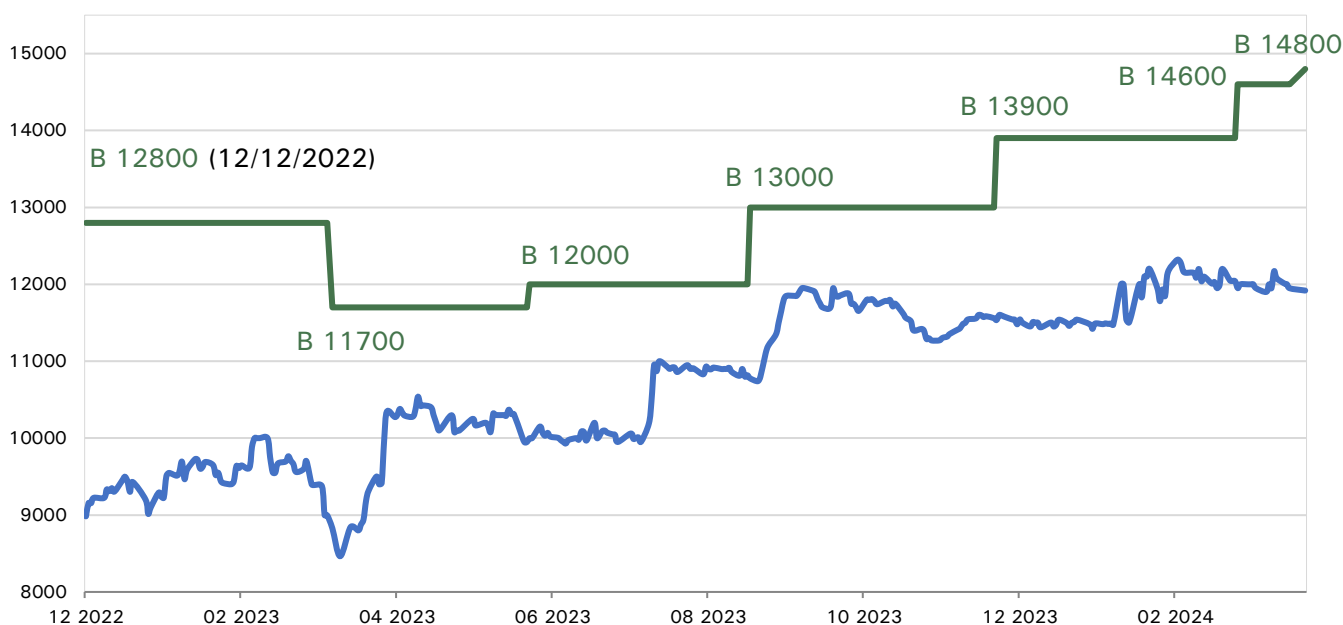


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	8	80%
Hold	1	10%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
-