

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **35%**
 Целевая цена: **11 700 KZT**
 Текущая цена: **8 671 KZT**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуот

КазМунайГаз: результаты за 4-й квартал 2022 г.**Финансовая информация, млрд KZT, 2022**

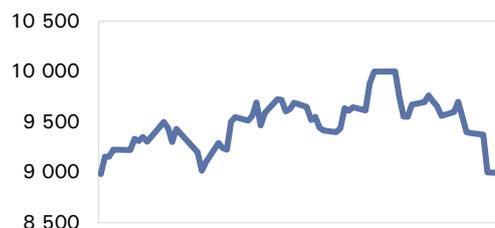
Выручка	8 686
Доля в доходах совм. компаний	991
Чистая прибыль	1 317
Свободный денежный поток	1 116

Коэффициенты и маржинальность, 2022

P/E, (x)	4,0x
EV/EBITDA, (x)	3,0x
P/B, (x)	0,5x
ROA, (%)	8,3%
ROE, (%)	16%
EBITDA маржа, (%)	27%

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	5 290
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	8 000-10 000
Текущая цена (KZT)	8 671
Целевая цена (KZT)	11 700
Потенциал роста (%)	35%

Динамика акций | биржа/тикер KASE/КМГЗ

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-2%	-%	-%
vs KASE	-4%	-%	-%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

15 марта КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность по итогам 4-го квартала 2022 года. Отчетность компании можно назвать умеренно негативной на фоне сокращения большинства основных финансовых показателей в 4-м квартале. Причинами этого можно называть квартальное снижение цен на нефть и продолжительный ремонт проекта Кашаган. Тем не менее, свободный денежный поток без учета приобретения Кашаган сложился на ожидаемом нами уровне. Дивиденды за 2022 год наверняка составят 200-250 млрд тенге, так как средняя цена на нефть в прошлом году сложилась на высоком уровне, но в то же время приобретение Кашагана негативно повлияло на свободный денежный поток. Однако, мы не исключаем более высокий уровень дивидендов. В модели оценки мы скорректировали стоимость капитала, снизили прогнозную цену на нефть и обменный курс доллара. На этом фоне мы снизили оценку акций КазМунайГаз до 11 700 KZT с потенциалом роста в 35% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

(=) Небольшой годовой рост выручки на фоне ремонта.

Выручка КазМунайГаз в четвертом квартале 2022 года показала рост в 3% г/г, но снизилась на 10% к/к из-за падения средней цены на нефть на 9% к/к и продолжительного ремонта на проекте Кашаган. Также по вышеуказанной причине в сегментном выражении снизилась выручка от сырой нефти и газа на 22% г/г и 12% к/к. При этом доходы от продажи нефтепродуктов в 4-м квартале выросли на 38% г/г, но снизились на 12% опять же на фоне квартального падения цен. Годовая выручка увеличилась на 34% г/г на фоне роста средней цены нефти на 43% г/г и обменного курса доллара на 8% г/г.

(-) Снижение прибыли в Мангистаумунайгаз.

За 4-й квартал 2022 года доля в доходах от совместных компаний снизилась на 2% г/г и на 8% к/к. Несмотря на годовой рост цены на нефть, падение объясняется резким сокращением прибыли в Мангистаумунайгаз в четвертом квартале. Среди лидеров роста отметим увеличение прибыли более чем в 7 раз в 4-м квартале у Казахстанско-Китайского Трубопровода и КазГерМунай.

Квартальное снижение прибыли также связано с Мангистаумунайгаз, а также падением прибыли ТШО на 20% к/к и ростом убытков по ТенизСервис. Квартальные дивиденды от совместных компаний снизились на 18% г/г, но по итогам года рост дивидендов составил 11% за счет Мангистаумунайгаз, который выплатил в 6 раз больше дивидендов, чем в 2021 году.

(-) Снижение прибыльности в 4-м квартале. Свободный денежный поток КМГ за 2022 год составил 1,1 трлн тенге (+48% г/г), а отдельный показатель без участия совместных компаний достиг 654 млрд тенге (+92% г/г). Квартальный показатель составил 114 млрд тенге, что на 65% меньше результата прошлого года. Причина в снижении денежного потока от операционной деятельности на 44% на фоне более низких дивидендов в 4-м квартале, операционной прибыли и изменений в резервах, указанных в бухгалтерском балансе. EBITDA компании составила 515 млрд тенге (-15% г/г), а квартальная EBITDA маржа снизилась с 33% до 27% из-за повышения производственных расходов на 50% г/г на фоне роста заработной платы на 42% г/г и расходов на услуги по ремонту и обслуживанию на 71% г/г. Чистая прибыль компании в 4-м квартале составила 155 млрд тенге, что на 43% меньше результата прошлого года из-за роста подоходного налога на 47% и вышеупомянутого сокращения EBITDA. Чистая прибыль на акцию по итогам года составила 2159 тенге, что предполагает мультипликатор цена-прибыль в 4,0х.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчет компании можно назвать умеренно негативным на фоне сокращения основных финансовых показателей. Тем не менее, по большей части снижение было ожидаемым, особенно после нормализации цен на нефть. Также оправдался наш предыдущий прогноз по свободному денежному потоку в 1,1 трлн тенге. Однако, согласно дивидендной политике, свободный денежный поток с учетом приобретения 8,44% доли в проекте Кашаган ушел в отрицательную зону. На этом фоне высока вероятность обещанных минимальных дивидендов в размере 200-250 млрд тенге или 327-410 тенге на акцию. В то же время мы не исключаем, что дивиденды могут быть и выше, учитывая, что влияние на денежные потоки от приобретения Кашаган не было столь значительным. В модели оценки мы снизили прогнозы по цене на нефть, с \$97 до \$87 за баррель нефти сорта Brent в 2023 году. Также мы снизили прогнозные цены по всему прогнозному периоду, в том числе и долгосрочные цены на \$2, чтобы лучше отразить недавнее падение цен на рынке. Кроме того, мы увеличили WACC по оценке активов КМГ, входящих в периметр консолидации, после роста риска инвестиций в акции и присоединения Кашагана, чтобы отразить неполный контроль над проектами Кашаган и Карачаганак. В то же время, отметим заметное снижение WACC у КТК и ТШО после корректировки вниз долларовой безрисковой ставки, которая упала на 70 б.п. с момента оценки перед IPO. Также снижение курса доллара в начале года негативно повлияло на оценку, учитывая высокую долларovou зависимость компании. На фоне всего этого мы понижаем нашу оценку акций КазМунайГаз с **12 800 KZT до 11 700 KZT с потенциалом роста в 35%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	09.11.2022	17.03.2023		
Цена на нефть Brent, 2023, \$/баррель	97	87	-10%	Снижение прогнозных цен аналитиков, представленных в Bloomberg
WACC КМГ, 2023, %	15,6%	16,2%	0,6 п.п.	Несмотря на снижение долларовой безрисковой ставки и беты, произошло повышение риска в инвестиции акций
Обменный курс доллар-тенге, 2023	506	460	-9%	Укрепление тенге в феврале и начале марта.

расчеты Freedom Broker

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



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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» 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 адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

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.