

ҰСЫНЫМ

Buy**"ҚазМұнайГаз" АҚ**

Өсу әлеуеті: **35%**
 Мақсатты баға: **11 700 KZT**
 Ағымдағы баға: **8 671KZT**

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау | DCF

Қазақстан | Мұнай және газ

флэшноут

ҚазМұнайГаз: 2022 ж. 4-тоқсанындағы нәтижелер

**Қаржылық ақпарат, млрд KZT, 2022**

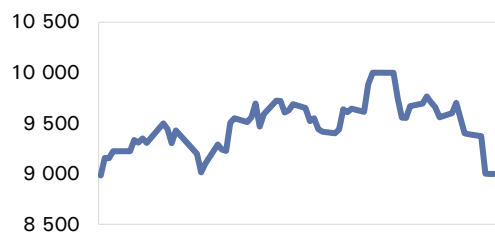
Кіріс	8686
Компаниялардың бірлескен табыстарындағы үлесі	991
Таза табыс	1 317
Еркін ақша ағыны	1 116

Коэффициенттер және маржалық, 2022

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

Нарық параметрлері

К Капиталдандыру (млрд KZT)	5290
Акциялар шығарылды (млн дана)	610
Еркін айналым (%)	3%
52-апт. мин/макс (KZT)	8 000-10 000
Ағымдағы баға (KZT)	8 671
Мақсатты баға (KZT)	11 700
Өсу әлеуеті (%)	35%

Акция динамикасы | биржа/тикер **KASE/КМГЗ**

Табыстылығы (%)	3-ай	6-ай	12-ай
Абсолюттік	-2%	-%	-%
vs KASE	-4%	-%	-%

Оразбаев Данияр

Инвестициялық талдаушы

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

15 наурызда ҚазМұнайГаз 2022 жылдың 4-тоқсанының қорытындысы бойынша қаржылық есептілікті жариялады. Компанияның есептілігін 4-тоқсандағы негізгі қаржылық көрсеткіштердің азаюы аясында орташа теріс деп атауға болады. Мұның себептерін мұнай бағасының тоқсан сайын төмендеуі және Қашаған жобасының ұзақ жөндеуі деп атауға болады. Дегенмен, Қашағанды алуды есептемегенде бос ақша ағыны біз күткен деңгейде қалыптасты. 2022 жылғы дивидендтер 200-250 млрд теңгені құрайды деп болжануда, өйткені өткен жылы мұнайдың орташа бағасы жоғары деңгейде қалыптасты, бірақ сонымен бірге Қашағанды алу бос ақша ағынына теріс әсер етті. Алайда, біз дивидендтердің жоғары деңгейін жоққа шығармаймыз. Бағалау моделінде біз капиталдың құнын түзетіп, мұнайдың болжамды бағасын және доллардың айырбас бағамын төмендеттік. Осы орайда біз ҚазМұнайГаз акцияларының бағасын соңғы нарықтық бағадан 35% - ға өсу әлеуеті бар 11700 KZT-ге дейін төмендеттік. Ұсыныс - "Сатып алу".

(=) Жөндеу аясында кірістің шағын жылдық өсуі.

Қазмұнайгаздың 2022 жылғы төртінші тоқсандағы кірісі 3% г/г өсімін көрсетті, бірақ мұнайдың орташа бағасының 9% к/к төмендеуіне және Қашаған жобасында ұзақ жөндеу жұмыстарына байланысты 10% к/к төмендеді. Сондай-ақ, жоғарыда аталған себептер бойынша сегменттік мәнде шикі мұнай мен газдан түсетін түсім 22% г/г және 12% к/к төмендеді. Бұл ретте 4-тоқсанда мұнай өнімдерін сатудан түсетін кірістер 38% г/г-ға өсті, бірақ бағаның тоқсандық төмендеуі аясында тағы да 12% - ға төмендеді. Жылдық кіріс мұнайдың орташа бағасының 43% - ға және доллардың айырбас бағамының 8% - ға өсуі аясында 34% - ға өсті.

(-) МаңғыстауМұнайГазда пайданың төмендеуі.

2022 жылдың 4-ші тоқсанында бірлескен компаниялардан түсетін кірістердің үлесі 2% г/г және 8% к/к төмендеді. Мұнай бағасының жылдық өсуіне қарамастан, құлдырау төртінші тоқсанда МаңғыстауМұнайГазға түсетін пайданың күрт төмендеуімен түсіндіріледі. Өсім көшбасшыларының арасында Қазақстан-Қытай құбыры мен ҚазГермұнайда 4-тоқсанда пайданың 7 еседен астам өскенін атап өтеміз. Тоқсандық пайданың төмендеуі МаңғыстауМұнайГаз, сондай-ақ ТШО пайдасының 20% к/к төмендеуімен және ТеңізСервис бойынша шығындардың өсуімен байланысты. Бірлескен компаниялардан тоқсандық дивидендтер 18% - ға төмендеді, бірақ жыл қорытындысы бойынша дивидендтердің өсуі МаңғыстауМұнайГаз есебінен 11% -ды құрады, ол 2021 жылмен салыстырғанда 6 есе көп дивиденд төледі.

(-) 4-тоқсанда кірістіліктің төмендеуі. 2022 жылы ҚМГ-ның бос ақша ағыны 1,1 трлн теңгені (+48% г/г) құрады, ал бірлескен компаниялардың қатысуынсыз жекелеген көрсеткіш 654 млрд теңгеге (+92% г/г) жетті. Тоқсандық көрсеткіш 114 млрд теңгені құрады, бұл өткен жылдың нәтижесінен 65% - ға аз. Себебі 4-тоқсандағы дивидендтердің төмендеуі, операциялық пайда және бухгалтерлік баланста көрсетілген резервтердегі өзгерістер аясында операциялық қызметтен ақша ағынының 44% - ға төмендеуі. Компанияның EBITDA-сы 515 млрд теңгені (-15% г/г) құрады, ал тоқсандық EBITDA маржа жалақының 42% г/г өсуі аясында өндірістік шығыстардың 50% г/г-ға және жөндеу мен қызмет көрсету қызметтеріне 71% г/г -ға өсуіне байланысты 33% - дан 27% - ға дейін төмендеді. Компанияның 4-тоқсандағы таза табысы 155 млрд теңгені құрады, бұл табыс салығының 47%-ға өсуіне және EBITDA-ның жоғарыда аталған қысқаруына байланысты өткен жылғы нәтижеден 43% - ға аз. Жыл қорытындысы бойынша акцияға шаққандағы таза пайда 2159 теңгені құрады, бұл 4,0 x баға-пайда мультипликаторын құрайды.

Біздің пікіріміз және бағалау моделіндегі өзгерістер.

Компанияның есебін негізгі қаржылық көрсеткіштердің төмендеуі аясында орташа теріс деп атауға болады. Алайда, төмендеу басымырақ болып күтілді, әсіресе мұнай бағасы қалыпқа келгеннен кейін. Сондай-ақ, 1,1 трлн теңгенің еркін ақша ағыны бойынша біздің алдыңғы болжамымыз ақталды. Алайда, дивидендік саясатқа сәйкес Қашаған жобасындағы 8,44% үлесті сатып алуды ескере отырып, еркін ақша ағыны теріс аймаққа кетті. Осыған байланысты уәде етілген ең төменгі дивидендтердің ықтималдығы 200-250 млрд теңге немесе акцияға 327-410 теңге. Сонымен қатар, Қашағанды сатып алудан түскен ақша ағындарына әсері соншалықты маңызды болмағанын ескерсек, дивидендтер де жоғары болуы мүмкін екенін жоққа шығармаймыз. Бағалау моделінде біз мұнай бағасы бойынша болжамдарды 2023 жылы Brent сортының баррелі үшін \$97-ден \$87-ге дейін төмендеттік. Сондай-ақ, біз нарықтағы бағаның жақында төмендеуін жақсы көрсету үшін болжамды кезеңдегі болжамды бағаларды, соның ішінде ұзақ мерзімді бағаларын \$2-ге төмендеттік. Сонымен қатар, біз Қашаған және Қарашығанақ жобаларына толық емес бақылауды көрсету үшін акцияларға инвестициялау және Қашағанның қосылуы тәуекелінің өсуінен кейін шоғырландыру периметріне кіретін ҚМГ активтерін бағалау бойынша WACC-ті ұлғайттық. Сонымен қатар, IPO алдындағы бағалау сәтінен бастап 70 б.п. төмендеген долларлық тәуекелсіз мөлшерлемені түзеткеннен кейін КҚК мен ТШО-да WACC-тің айтарлықтай төмендегенін атап өтеміз. Сондай-ақ, жыл басында доллар бағамының төмендеуі компанияның жоғары долларлық тәуелділігін ескере отырып, бағалауға теріс әсер етті. Осы орайда біз ҚазМұнайГаз акцияларының бағасын соңғы нарықтық бағадан 35% - ға өсу әлеуеті бар 12 800 KZT - ден 11700 KZT-ге дейін төмендеттік. **Ұсыныс - "Сатып алу".**

Анықтамалық ақпарат

Иллюстрация 1. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы негізгі өзгерістер

Өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Пікірлер
	09.11.2022	17.03.2023		
Brent мұнай бағасы, 2023, \$/баррель	97	87	-10%	Bloomberg-те ұсынылған талдаушылардың болжамды бағасының төмендеуі
WACC КМГ, 2023, %	15,6%	16,2%	0,6 п.п.	Долларлық тәуекелсіз мөлшерлеме мен бета-ставканың төмендеуіне қарамастан, акцияларға инвестициялау тәуекелінің жоғарылауы байқалды
Айырбас бағамы доллар-теңге, 2023	506	460	-9%	Ақпан және наурыз айларының басында теңгені нығаюы.

Freedom Broker есептері

Иллюстрация 2. Freedom Broker ұсынған алдыңғы ұсыныстар мен мақсатты бағалар. (B - "сатып алу", H - "ұстап тұру", S - "сату")



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

"FreedomFinanceGlobalPLC" жария компаниясы Қазақстан Республикасындағы "Астана" халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтай отырып, Компания No.AFSA-A-LA-2020-0019 лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар бойынша консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, клиенттерге арналған FreedomFinanceGlobalPLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыныс болып табылмайды, әртүрлі компаниялардың акцияларына инвестиция салу ұсынысы болып табылмайды.

Бағалы қағаздар мен басқа да қаржы құралдарына иелік ету әрдайым тәуекелдерді тудырады: бағалы қағаздар мен басқа қаржы құралдарының құны өсуі немесе төмендеуі мүмкін. Бұрынғы инвестициялау нәтижелері болашақ кірістерге кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, компания болашақта салымдардың кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.