

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **20%**  
 Целевая цена: **12 000 KZT**  
 Текущая цена: **10 000 KZT**

**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

**КазМунайГаз: результаты за 1-й квартал 2023 г.****Финансовая информация, млрд KZT, 3М' 23**

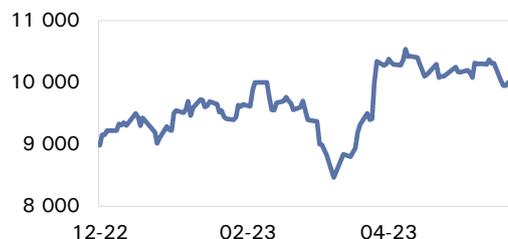
Выручка	1 887
Доля в доходах совм. компаний	192
Чистая прибыль	282
Свободный денежный поток	-53

**Коэффициенты и маржинальность, 3М' 23**

P/E, (x)	5,0x
EV/EBITDA, (x)	3,6x
P/B, (x)	0,6x
ROA, (%)	7,3%
ROE, (%)	12%
EBITDA маржа, (%)	26,5%

**Рыночные параметры**

Капитализация (млрд KZT)	6 102
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	8 000-10 559
Текущая цена (KZT)	10 000
Целевая цена (KZT)	12 000
Потенциал роста (%)	20%

**Динамика акций | биржа/тикер KASE/КМГЗ**

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

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность по итогам 1-го квартала 2023 года. Отчет компании можно назвать умеренно негативным на фоне некоторого сокращения финансовых показателей из-за снижения цен на нефть, что не является неожиданностью. Кроме того, свободный денежный поток оказался на отрицательном уровне. Однако, факторы снижения, по нашему мнению, являются единовременными, за исключением резкого роста капитальных затрат. Мы пока что лишь частично отразили эти негативные факторы в модели оценки, а также вычли дивиденды к выплате после фиксации реестра из оценки. Несколько улучшилась EBITDA маржинальность, что стало фактором роста оценки, также, как и уменьшение стоимости капитала после снижения премии за риск инвестиции в акции. Мы также слегка понизили прогнозные цены на нефть на 2023-2025 гг. и некоторые виды расходов, связанных со стоимостью нефти. В результате мы повысили оценку акций КазМунайГаз до 12 000 KZT с потенциалом роста в 20% от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

**(=) Цены на нефть ожидаемо понизили выручку.** Выручка КазМунайГаз в первом квартале 2023 года показала снижение на 14% г/г и 1,3% к/к. Основной причиной этого является снижение средней квартальной цены на нефть на 17% г/г и 8% к/к. При этом отметим, что в квартальном сравнении снижение цен на нефть не оказало настолько сильного влияния на падение выручки во многом благодаря низкой базе 4-го квартала из-за ремонта на месторождении Кашаган. При этом доходы от продажи нефтепродуктов в 1-м квартале выросли на 17% г/г, но снизились на 20% к/к, вероятнее всего из-за сезонного эффекта. Также небольшой негативный эффект произвело укрепление тенге в среднем на 1,3% к/к в первом квартале.

**(-) Более существенное снижение прибыли в совместных компаниях.** За 1-й квартал 2023 года доля в доходах от совместных компаний снизилась на 30% г/г и 10% к/к. Основное годовое снижение пришлось на Тенгизшевройл (ТШО), прибыль от которого снизилась на 35% г/г и 15% к/к. Также произошло заметное годовое снижение чистой прибыли в Мангистаунайгаз (ММГ). На этот раз оно составило 69% г/г, тем не менее компании свойственны значительные колебания квартальной чистой прибыли. В первом квартале 2022 года высокая чистая прибыль объяснялась низким налогом на прибыль, что затем было компенсировано высокими налогами во втором квартале 2022

года. На этот раз валовая маржа ММГ оказалась лишь на 3 процентных пункта ниже результата 2022 года, а операционная маржа даже оказалась выше на 9 п.п. Отметим рост прибыли на 18% у Каспийского Трубопроводного Консорциума (КТК) и чистую прибыль в 6,8 млрд тенге Valseira Holdings против убытка в 1,5 млрд тенге в прошлом году. Дивиденды от совместных компаний составили лишь 250 млн тенге, что, вероятно, является следствием сдвинутых графиков выплат. Этот показатель можно будет сравнить по прошествии второго квартала.

**(=) Снижение денежного потока и рост маржи.** Свободный денежный поток КМГ за первый квартал 2023 года составил минус 53 млрд тенге против 114 млрд тенге в 4-м квартале и 162 млрд тенге в 1-м квартале 2022 года. Снижение свободного денежного потока объясняется увеличением капитальных затрат и оборотного капитала, а также высокими дивидендными выплатами совместных компаний в прошлом году. Без учета корректировок в оборотном капитале денежная операционная прибыль снизилась лишь на 11% г/г. Однако капзатраты за год выросли более чем в два раза и на 16% к/к, что связано с расходами по проектам "Каламкас море, Хазар, Ауэзов" и "Женис", а также по нефтепроводу "Узень-Атырау-Самара" и водоводу "Астрахань-Мангышлак". EBITDA компании достигла 552 млрд тенге (-8% г/г, +13% к/к), а квартальная EBITDA маржа повысилась с 24% до 26,5%, во многом за счет снижения себестоимости купленной нефти и нефтепродуктов на 30% г/г. И это несмотря на увеличение производственных расходов на 39% г/г (-18% к/к) в результате роста расходов на персонал на 52% г/г. Чистая прибыль компании, приходящаяся на акционеров, в 1-м квартале составила 282 млрд тенге, что на 21% меньше результата прошлого года (+70% к/к), в том числе из-за высокой прибыли от курсовой разницы в прошлом году. Чистая прибыль на акцию за последние 12 месяцев составила 2 113 тенге, что предполагает текущий мультипликатор цена-прибыль в 5,0х.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Отчет компании можно назвать умеренно негативным, однако снижение большинства финпоказателей объясняется падением цены на нефть, что не является неожиданностью. Мы не стали делать долгосрочные выводы на основе результатов компании в первом квартале. И все же изменения показателей частично отразились в модели оценки. Так, мы повысили прогнозный уровень капитальных затрат с 442 млрд тенге до 517 млрд тенге, но также снизили прогнозную себестоимость покупной нефти для перепродажи с 3,1 трлн до 2,7 трлн тенге. Снижение цен на нефть оказало несильное влияние на оценку, так как оно произошло для периода 2023-2025 гг. А долгосрочные прогнозы цен на нефть остались прежними. Также мы отразили снижение нефтедобычи на 5% в рамках соглашения ОПЕК+ на 2023 год с последующим восстановлением. В оценке были отражены все изменения ценовых дисконтов, удельной себестоимости и налоговых выплат, которые являются одними из множества переменных в модели. Кроме того, мы обновили модель оценки ММГ после выхода финотчетов за 2022 год и первый квартал 2023 года. Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) снизилась с 14,7% до 14,2% из-за падения премии за риск инвестиций в акции, что стало одним из главных факторов роста стоимости. Учитывая, что цена акций уже снизилась после фиксации реестра акционеров для выплаты дивидендов, мы также вычли 300 млрд тенге, снизив целевую цену на 492 тенге. В итоге мы повысили целевую цену одной акции КазМунайГаз с 11 700 KZT до 12 000 KZT, с потенциалом роста в 20%. **Рекомендация – «Покупать».**

## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	17.03.2023	05.06.2023		
Цена на нефть Brent, 2023, \$/баррель	87	84,5	-3%	Снижение прогнозных цен аналитиков инвестбанков, представленных в Bloomberg
WACC, 2023, %	14,7%	14,2%	-0,5 п.п.	Снижение премии за риск инвестиции в акции
Капзатраты, 2023, млрд тенге	442	517	17%	Увеличение капзатрат в первом квартале 2023 года
Себестоимость покупной нефти для перепродажи, 2023, трлн тенге	3,1	2,7	-13%	Снижение этого показателя в первом квартале на 30% г/г

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.