

ҰСЫНЫМ

Buy

«ҚазМұнайГаз» АҚ

Өсу ықтималдылығы: 20%

Мақсатты бағасы: 12 000 KZT

Ағымдағы бағасы: 10 000 KZT

АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ

Капиталды бағалау |

DCF

Қазақстан | Мұнай және газ

флэшнуот/апдейт

ҚазМұнайГаз: 2023 ж. 1 тоқсанының нәтижелері



Қаржы ақпараты, млрд KZT, 3М' 23

Түсім	1 887
Бірл. компаниялар табысындағы үлес	192
Таза пайда	282
Еркін ақша ағыны	-53

Коэффициенттер мен маржиналдылық, 3М' 23

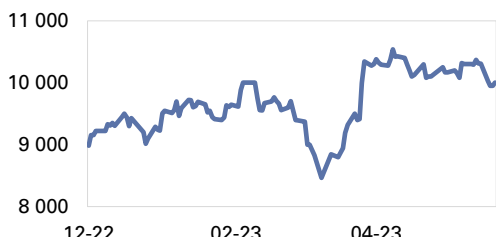
P/E, (x)	5,0x
EV/EBITDA, (x)	3,6x
P/B, (x)	0,6x
ROA, (%)	7,3%
ROE, (%)	12%
EBITDA маржасы, (%)	26,5%

Нарықтық параметрлері

Капиталдану (млрд KZT)	6 102
Шығарылған акциялар (млн дана)	610
Еркін айналым (%)	3%
52 апта. мин/макс (KZT)	8 000-10 559
Ағымдағы бағасы (KZT)	10 000
Мақсатты бағасы (KZT)	12 000
Өсім әлеуеті (%)	20%

Акциялар динамикасы |
биржа/тикер

KASE/KMGZ



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

Данияр Оразбаев,

Инвестициялық талдаушы

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

ҚазМұнайГаз 2023 жылдың 1 тоқсанының қорытындылары бойынша қаржы есептемесін жариялады. Компанияның есебін мұнай бағасының төмендеуінен қаржы көрсеткіштерінің біршама қысқаруы аясында орташа жағымсыз деп атауға болады, бұл кездейсоқтық емес. Одан бөлек, еркін ақша ағыны теріс деңгейде болып қалды. Алайда, төмендеу факторлары, біздіңше, күрделі шығындардың күрт өсуін қоспағанда бір жолғы болып табылады. Біз бұл келеңсіз факторларды әзірге тек бағалау моделінде ішінара ғана көрсеттік, сондай-ақ төленетін дивидендтерді бағалаудағы тізілімді бекіткеннен кейін шегеріп тастадық. EBITDA маржиналдылығы аздап жақсарған, бұл акцияға инвестициялау тәуекелі үшін сыйлықақы азайғаннан кейін капитал құнының азаюы секілді бағалаудың өсу факторы болды. Біз сонымен бірге 2023-2025 жылдарға мұнайдың болжамды бағалары мен мұнайдың құнына байланысты кейбір шығыстардың түрлерін аздап төмендеттік. Нәтижесінде біз ҚазМұнайГаз акцияларының бағалануын соңғы нарықтық бағадан 20% өсу ықтималдылығымен 12 000 KZT-ге дейін арттырдық. Ұсыным – «Сатып алыңыз».

(=) Мұнайдың бағасы түсімді болжамдағыдай

төмендетті. 2023 жылғы бірінші тоқсанда ҚазМұнайГаздың түсімі 14% г/г-ге және 1,3% к/к-ге төмендеуді көрсетті. Мұның негізгі себебі мұнайдың орташа тоқсандық бағасының 17% г/г-ге және 8% к/к-ге төмендеуі болып табылады. Бұл ретте тоқсандық салыстыруда мұнай бағасының төмендеуі көбінесе Қашаған кен орнындағы жөндеуден 4 тоқсанның төмен базасының арқасында түсімнің төмендеуіне соншалықты әсер етпегенін атап көрсетеміз. Бұл ретте 1 тоқсанда мұнай өнімдерін сатудан түскен табыстар 17% г/г-ге өскен, бірақ 20% к/к-ге төмендеген, бұл

маусымдық әсерден болуы ықтималдырақ. Сонымен бірге бірінші тоқсанда теңгенің орташа алғанда 1,3% к/к-ге нығаюы біршама келеңсіз әсер көрсеткен.

(-) Бірлескен компанияларда пайданың айтарлықтай азаюы. 2023 жылдың бірінші тоқсанында бірлескен компаниялардан табыстардағы үлес 30% г/г-ге және 10% к/к-ге төмендеді. Негізгі жылдық төмендеу Теңізшевройлға (ТШО) тиесілі, одан түсетін пайда 35% г/г-ге және 15% к/к-ге төмендеді. Маңғыстаумұнайгазда (ММГ) да таза пайданың едәуір жылдық азаюы байқалады. Бұл жолы ол 69% г/г-ні құрады, дегенмен компанияға тоқсандық таза пайданың едәуір пайда пайдаға салынатын төмен салықпен түсіндірілді, мұның орны кейіннен 2022 жылғы екінші тоқсандағы жоғары салықтармен толтырылған болатын.

Бұл жолы ММГ-ның жалпы маржасы 2022 жылдың нәтижесінен тек 3 пайыздық пунктке ғана төмен болды, ал операциялық маржа тіптен 9 п.п-ге жоғары болып шықты. Каспий Тұрба құбыры Консорциумында (КТК) пайданың 18%-ға және Valsera Holdings-те өткен жылғы 1,5 млрд теңге залалмен салыстырғанда таза пайданың 6,8 млрд теңгеге өскенін атап көрсетеміз. Бірлескен компаниялардан алынатын дивидендтер тек 250 млн теңгені құрады, бұл, шегерілген төлемдер кестелерінің салдары болғаны анық. Бұл көрсеткішті екінші тоқсан өткеннен кейін салыстыруға болады.

(=) Ақша ағынының азаюы және маржаның өсуі. ҚМГ-нің 2023 жылдың бірінші тоқсанындағы еркін ақша ағыны 2022 жылдың 4 тоқсанындағы 114 млрд теңгемен және 1 тоқсанындағы 162 млрд теңгемен салыстырғанда минус 53 млрд теңгені құрады. Еркін ақша айналымының азаюы күрделі шығындар мен айналым капиталының ұлғаюымен, сондай-ақ бірлескен компаниялардың өткен жылы жоғары дивидендік төлемдерімен түсіндіріледі. Айналым капиталындағы түзетпелерді есепке алмағанда ақшалай операциялық пайда тек 11% г/г-ге төмендеді. Алайда күрделі шығындар бір жыл ішінде екі еседен аса және 16% к/к-ге өсті, бұл "Қаламқас теңіз, Хазар, Әуезов" және "Жеңіс" жобалары, сондай-ақ "Өзен-Атырау-Самара" мұнай құбыры мен "Астрахань-Маңғышлақ" су құбыры бойынша шыыстармен байланысты. Компанияның EBITDA-сы 552 млрд теңгеге (-8% г/г, +13% к/к) жетті, ал тоқсандық EBITDA маржасы көбінесе сатып алынған мұнай мен мұнай өнімдерінің өзіндік құнының 30% г/г-ге арзандауы есебінен 24%-дан 26,5%-ға өсті. Және бұл персоналдың шығыстарының 52% г/г-ге өсуі салдарынан өндірістік шығыстардың 39% г/г-ге (-18% к/к) ұлғаюына қарамастан. Компанияның

акционерлерге тиесілі таза пайдасы 1 тоқсанда 282 млрд теңгені құрады, бұл өткен жылдың нәтижесінен, соның ішінде өткен жылғы бағамдық айырмадан алынған жоғары пайдадан 21%-ға (+70% к/к) аз. Соңғы 12 айдың ішінде акцияға шаққанда таза пайда 2 113 теңгені құрады, бұл 5,0x баға-пайда ағымдағы мультипликаторын білдіреді.

Біздің пікіріміз және бағалау моделіндегі өзгерістер. Компанияның есебін орташа жағымсыз деп атауға болады, алайда көптеген қаржы көрсеткіштерінің төмендеуі мұнай бағасының құлдырауымен, мұның кездейсоқтық еместігімен түсіндіріледі. Біз компанияның бірінші тоқсандағы нәтижелерінің негізінде ұзақ мерзімді қорытындылар жасамадық. Дегенмен көрсеткіштердің өзгерістері бағалау моделінде ішінара көрсетілді. Осылай, біз күрделі шығындардың болжалды деңгейін 442 млрд теңгеден 517 млрд теңгеге дейін арттырдық, бірақ қайта сату үшін сатып алынған мұнайдың болжалды өзіндік құнын да 3,1 трлн-нан 2,7 трлн теңгеге дейін төмендеттік. Мұнай бағасының төмендеуі бағалауға қатты әсер еткен жоқ, өйткені ол 2023-2025 жылдардағы кезеңде болды. Ал мұнай бағасының ұзақ мерзімді болжамдары бұрынғыша қалады. Сонымен бірге біз ОПЕК+ келісімі аясында 2023 жылға әрі қарай қалпына келтіре отырып, мұнай өндірудің 5%-ға төмендеуін көрсеттік. Бағалауда модельдегі көптеген айнымалылардың бірі болып табылатын бағалар дисконттарының, меншікті өзіндік құнының және салық төлемдерінің барлық өзгерістері көрсетілді. Одан бөлек, біз ММГ бағалау моделін 2022 жылғы және 2023 жылдың бірінші тоқсанының қаржы есептері шыққаннан кейін жаңарттық. Капиталдың орташа сараланған құны (WACC) акцияға инвестициялардың тәуекелі үшін сыйлықақының төмендеуінен 14,7%-дан 14,2%-ға дейін төмендетілді, бұл құнның өсуінің негізгі факторларының бірі болды. Акциялардың бағасы дивидендтер төлеу үшін акционерлер тізілімі бекітілгеннен кейін төмендегенін ескере келе, біз де 300 млрд теңгені шегеріп тастап, мақсатты бағаны 492 теңгеге төмендеттік. Нәтижесінде біз ҚазМұнайГаздың бір акциясының мақсатты бағасын **20% өсу ықтималдылығымен 11 700 KZT-ден 12 000 KZT-ге** дейін арттырдық. **Ұсыным – «Сатып алыңыз».**

Анықтамалық ақпарат

1 суретті қосымша. Бағалау үлгісінің соңғы нұсқасындағы негізгі өзгерістер

Болжалдардағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсім, %	Түсініктемелер
	17.03.2023	05.06.2023		
Brent мұнайының бағасы, 2023, \$/баррель	87	84,5	-3%	Инвестициялық банктер талдаушыларының Bloomberg-те ұсынған болжамды бағаларының төмендеуі
WACC, 2023, %	14,7%	14,2%	-0,5 п.п.	Акцияға инвестициялау тәуекелі үшін сыйлықақының азаюы
Күрделі шығындар, 2023, млрд теңге	442	517	17%	2023 жылдың бірінші тоқсанында күрделі шығындардың ұлғаюы
Қайта сату үшін сатып алынатын мұнайдың өзіндік құны, 2023, трлн теңге	3,1	2,7	-13%	Бұл көрсеткіштің бірінші тоқсанда 30% г/г-ге төмендеуі

Freedom Broker-дің есептері

2 суретті қосымша. Фридом Финанстың алдыңғы ұсынымдары мен мақсатты бағалары. (В-«сатып алыңыз», Н-«ұстап отырыңыз»



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

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы Қазақстан Республикасында «Астана» Халықаралық қаржы орталығы (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнаманың талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтау кезінде компанияға No. AFSA-A-LA-2020-0019 лицензияға сай мынадай реттелетін қызметтер түрін көрсетуге уәкілеттік берілген: инвестициялармен принципіал ретінде мәмілелер, инвестициялармен агент ретінде мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар жөнінде консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалар анықтама-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне бағытталған, жеке инвестициялық ұсыным емес және түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау туралы ұсыныс емес.

Бағалы қағаздар мен өзге қаржы құралдарын иелену әркез тәуекелдермен байланысты: бағалы қағаздар мен өзге қаржы құралдарының құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткен кезеңдегі инвестициялау нәтижелері келешектегі табыстарға кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания келешекте салымдардың табысты болатынына кепілдік пен уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал табыстар көлемінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.