

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО «КазМунайГаз»**Потенциал роста: **21%**Целевая цена: **13 000 KZT**Текущая цена: **10 778 KZT****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

**КазМунайГаз: результаты за 2-й квартал 2023 г.****Финансовая информация, млрд KZT, 6М' 23**

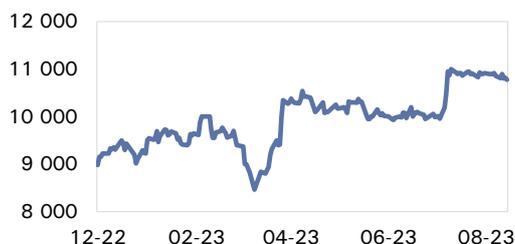
Выручка	3 943
Доля в доходах совм. компаний	399
Чистая прибыль	525
Свободный денежный поток	217

**Коэффициенты и маржинальность, 6М' 23**

P/E, (x)	6,1x
EV/EBITDA, (x)	4,2x
P/B, (x)	0,7x
ROA, (%)	6,7%
ROE, (%)	10,6%
EBITDA маржа, (%)	26,3%

**Рыночные параметры**

Капитализация (млрд KZT)	6 575
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	8 000-11 000
Текущая цена (KZT)	10 777
Целевая цена (KZT)	13 000
Потенциал роста (%)	21%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	5%	11%	-%
vs KASE	-1%	-2%	-%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность по итогам 2-го квартала 2023 года. Отчет компании можно назвать умеренно позитивным на фоне квартального роста доходов, несмотря на падение цены на нефть сорта Brent. EBITDA маржа осталась на прежнем уровне, а свободный денежный поток показал неплохой квартальный рост. С другой стороны, продолжают расти капзатраты. Снижение чистой прибыли не должно вводить в заблуждение, так как причиной этого стало значительное неденежное обесценение активов. Также был опубликован свежий финансовый отчет ТШО по итогам 2022 года, который позволил обновить модель оценки компании. Основными факторами роста нашей оценки стали значительное снижение стоимости капитала и дисконта прогнозной цены на нефть на фоне фактического падения дисконта КЕВСО к Brent. Но мы также и повысили прогнозные капзатраты. В результате мы повысили оценку акций КазМунайГаз до 13 000 KZT с потенциалом роста в 21% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

**(+) Квартальный рост выручки несмотря на падение Brent.**

Выручка КазМунайГаз во втором квартале 2023 года снизилась на 16% г/г и выросла на 8,9% к/к. И это при том, что средняя квартальная цена на нефть сорта Brent снизилась на 30% г/г и 5,1% к/к, а объемы добычи операционных активов изменились незначительно, а по Кашагану даже снизилась на 6,5% к/к. К тому же средний курс доллара снизился на 1,3% к/к. Основной квартальный рост показали доходы от продажи сырой нефти и газа, увеличившиеся на 11% к/к. Также все остальные сегменты выручки показали квартальный рост. В итоге вероятнее всего квартальный рост произошел на фоне снижения дисконта цены КЕВСО к Brent и увеличения объемов перепродажи нефти, учитывая рост этой статьи в себестоимости на 11% к/к.

**(+) Совместные компании показывают квартальный рост.** За 2-

й квартал 2023 года доля в доходах от совместных компаний снизилась на 24% г/г и выросла на 8,2% к/к. Основными драйверами квартального роста доходов стали следующие компании: КазРосГаз и ТенизСервис. Доля в доходах этих компаний составила 9,7 и 5,6 млрд тенге соответственно, что значительно выше результатов первого квартала, когда эти компании показали чистый убыток. Также на 3,5% к/к выросла чистая прибыль ТШО и на 20% к/к прибыль Petrosun. С другой стороны, можно увидеть квартальное падение чистой прибыли КТК на 28% и годовое падение на 53%.

Полученные дивиденды от совместных компаний составили неплохие 174 млрд тенге, что на 146% больше показателя прошлого года. Полугодовые дивиденды выросли на 42% г/г.

**(+) Восстановление денежного потока и сохранение маржи.**

Свободный денежный поток КМГ за второй квартал 2023 года составил 270 млрд тенге против -53 млрд тенге в 1-м квартале и 408 млрд тенге во 2-м квартале 2022 года. Квартальное увеличение показателя произошло за счет изменения в оборотном капитале, а снижение свободного денежного потока в годовом выражении объясняется увеличением капитальных затрат на 66% г/г и общим снижением прибыльности из-за падения цены на нефть за последний год. Рост капзатрат происходит на фоне инвестиций в проекты "Каламкас море, Хазар, Ауэзов" и "Женис", а также по нефтепроводу "Узень-Атырау-Самара" и водоводу "Астрахань-Мангышлак". Квартальная EBITDA компании достигла 590 млрд тенге (-26% г/г, +7% к/к), а квартальная EBITDA маржа практически не изменилась и составила 26%. Операционная прибыль компании хоть и снизилась, но по большей части это произошло из-за неденежного обесценения основных средств на 139 млрд тенге. Поэтому квартальный рост EBITDA произошел за счет увеличения общих доходов и небольшого снижения нескольких статей расходов. Чистая прибыль компании, приходящаяся на акционеров, во 2-м квартале составила 244 млрд тенге (-39% г/г и -14% к/к). Как уже упоминалось выше, за большую часть снижения чистой прибыли ответственно неденежное обесценение активов. Без учета этого скорректированная чистая прибыль могла бы составить 383 млрд тенге (-4% г/г и +36% к/к). Чистая прибыль на акцию за последние 12 месяцев составила 1 738 тенге, что предполагает текущий мультипликатор цена-прибыль в 6,1x.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Отчет компании можно назвать умеренно позитивным на фоне квартального роста выручки, EBITDA и свободного денежного потока. При этом все это произошло вместе с квартальным снижением цены на нефть сорта Brent. Однако, казахстанская нефть, продаваемая под маркой КЕВСО, теперь имеет значительно меньший дисконт относительно Brent, что позитивно повлияло на финансовые показатели. В модели оценки мы немного сократили дисконт в цене продаваемой нефти, но также повысили прогнозный уровень капитальных затрат с 517 млрд тенге до 673 млрд тенге. При этом мы также обновили модели оценки ТШО и МангистауМунайГаз, которые опубликовали свежие финансовые отчеты. Оценка ТШО практически осталась прежней. С другой стороны, с момента последней оценки произошло значительное снижение премии за риск инвестиции в акции, а также снижение доходности гособлигаций Казахстана. Снижение цен на нефть оказало несильное влияние на оценку, так как прогнозные цены аналитиков упали незначительно. К тому же мы снизили прогнозы лишь для периода 2023-2025 гг., а долгосрочные прогнозы цен на нефть остались прежними. В итоге мы повысили целевую цену одной акции КазМунайГаз с 12 000 KZT до 13 000 KZT, с потенциалом роста в 21%. **Рекомендация – «Покупать».**

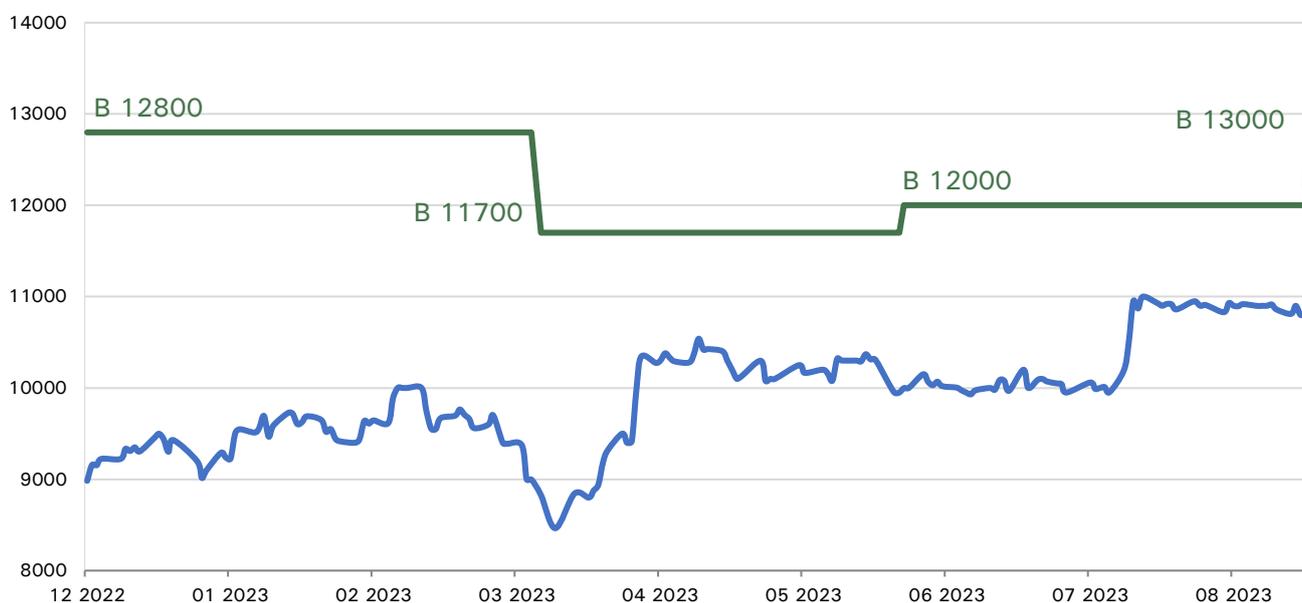
## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	05.06.2023	28.08.2023		
WACC, 2023, %	14,6%	13,6%	-1 п.п.	Снижение премии за риск инвестиции в акции и безрисковой ставки в Казахстане
Капзатраты, 2023, млрд тенге	517	673	+ 30%	Увеличение капзатрат во втором квартале 2023 года
ЕБИТДА, 2023, трлн тенге	1,36	1,45	+ 6,6%	Квартальный рост ЕБИТДА во втором квартале 2023 года

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.