

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазМунайГаз»**Потенциал роста: **21%**Целевая цена: **13 900 KZT**Текущая цена: **11 535 KZT****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

КазМунайГаз: результаты за 3-й квартал 2023 г.**Финансовая информация, млрд KZT, 9М' 23**

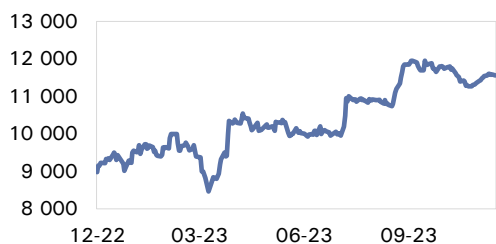
Выручка	6 087
Доля в доходах совм. компаний	565
Чистая прибыль	971
Свободный денежный поток	459

Коэффициенты и маржинальность, 9М' 23

P/E, (x)	6,2x
EV/EBITDA, (x)	3,9x
P/B, (x)	0,7x
ROA, (%)	6,8%
ROE, (%)	12%
EBITDA маржа, (%)	28%

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	7 053
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	8 000-12 102
Текущая цена (KZT)	11 535
Целевая цена (KZT)	13 900
Потенциал роста (%)	21%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально
Динамика акций биржа/тикер	KASE/КМГЗ



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	7%	12%	-%
vs KASE	-2%	-4%	-%

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность по итогам 3-го квартала 2023 года. Отчет компании можно назвать нейтральным на фоне годового и квартального роста выручки, несмотря на падение цены на нефть. К тому же основные показатели прибыльности снизились не так значительно, как цена на нефть. С другой стороны, свободный денежный поток существенно снизился, что вероятнее всего повлияет на дивиденды. Исходя из текущих цифр, мы считаем, что можно ожидать дивиденды на уровне 460 тенге за акцию по итогам 2023 года. В модели оценки мы обновили все финансовые показатели, но также немного снизили прогнозную цену на нефть в ближайшие годы. С другой стороны, отметим заметный рост прибыли прочих совместных компаний. В итоге наша оценка одной акции КазМунайГаз была увеличена до 13 900 KZT с потенциалом роста в 21% от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

(+) Выручка растет несмотря на падение Brent. Выручка КазМунайГаз в третьем квартале 2023 года выросла на 0,5% г/г и 4,3% к/к. Отметим, что квартальная средняя цена на нефть марки Brent упала на 11% г/г и выросла на 11% к/к. В то же время объемы нефтедобычи выросли на 6,8% г/г и упали на 4,3% к/к. Годовой рост нефтедобычи произошел во многом благодаря Кашагану, доля КМГ в котором увеличилась. Также на рост повлияла низкая база прошлого года, когда проводили ремонт. Квартальное снижение добычи во многом произошло из-за Тенгизшевройл (ТШО), где она упала на 10% к/к из-за 40-дневного капремонта. Основной годовой и квартальный рост выручки случился благодаря продажам сырой нефти и газа, увеличившиеся на 27% г/г и 11% к/к. Дальнейшее сокращение дисконта цены КЕВСО к Brent и общий рост цен на Brent вероятнее всего стали факторами квартального роста доходов от продажи сырой нефти. С другой стороны, отметим сокращение доходов от продажи нефтепродуктов на 28% г/г и 4% к/к.

(=) Мелкие совместные компании увеличили прибыль, но не ТШО. За 3-й квартал 2023 года доля в доходах от совместных компаний снизилась на 29% г/г и 20% к/к. Основным драйвером снижения доходов стал ТШО, прибыль от которой снизилась на 55% г/г и 36% к/к на фоне капремонта. С другой стороны, неплохо выросла прибыль от следующих совместных компаний: ПетроКазахстан Инк (+58% г/г), КазГерМунай (+32% г/г) и ММГ (+25% г/г). Также продолжается рост прибыли от PetroSun, доля в доходах которой достигла почти 15 млрд тенге (+19% г/г и

31% к/к), что является 4-м результатом среди всех совместных компаний. Отметим появление чистого убытка от нового завода по производству полипропилена КРІ. Убыток в третьем квартале составил 4,5 млрд тенге, хотя за полгода компания принесла КМГ хоть и небольшую, но прибыль в размере 518 млн тенге. Полученные дивиденды от совместных компаний составили 41 млрд тенге, а за 9 месяцев достигли 216 млрд тенге, что на 14% меньше результата прошлого года.

(=) Снижение свободного денежного потока и рост чистой прибыли. Свободный денежный поток КМГ за отдельный третий квартал 2023 года составил 241 млрд тенге (-44% г/г и -11% к/к). Снижение произошло как за счет падения операционных денежных потоков, так и за счет увеличения капзатрат. За 9 месяцев свободный денежный поток составил 459 млрд тенге и снизился на 54% г/г. А квартальная скорректированная EBITDA компании достигла 439 млрд тенге (-16% г/г и -17% к/к) со снижением маржи с 23% в прошлом году до 20%. По большей части снижение EBITDA произошло из-за уменьшения дивидендов от совместных компаний на 68% г/г. За 9 месяцев 2023 года скорректированная EBITDA упала лишь на 11% г/г по большей части из-за снижения выручки на фоне падения средней цены на нефть на 22% г/г. Чистая прибыль компании, приходящаяся на акционеров, в 3-м квартале составила 446 млрд тенге (+21% г/г и +83% к/к). Столь сильный рост чистой прибыли стал возможен благодаря продаже 50% доли в месторождениях Каламкас-море, Хазар и Ауезов за \$200 млн. В целом компания признала доход от сделки в размере 186 млрд тенге. Без учета этого скорректированная чистая прибыль могла бы составить 260 млрд тенге (-30% г/г и +7% к/к). Чистая прибыль на акцию за последние 12 месяцев достигла 1 865 тенге, что предполагает текущий мультипликатор цена-прибыль в 6,2х.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Отчет компании можно назвать нейтральным, учитывая небольшой рост выручки несмотря на годовое падение цены на нефть. В целом снижение показателей не оказалось настолько большим, как падение цен на нефть. С другой стороны, у компании заметно упал свободный денежный поток, который является главным фактором при определении размера дивидендов. Отметим слабый квартал от ТШО на фоне ремонта, который по большей части и оказал негативное влияние на консолидированные результаты КМГ. Учитывая, что коэффициент чистый долг/скорректированная EBITDA вероятнее всего окажется в диапазоне 1-1,5х, стоит ждать выплаты дивидендов в размере 40% от свободного денежного потока. В итоге мы считаем, что дивиденды на акцию по итогам 2023 года могут составить примерно 460 тенге. В модели оценки мы увеличили фактическую долю в доходах в совместных компаниях на фоне вышеупомянутого роста прибылей более маленьких компаний. Также была обновлена и увеличена отдельная оценка Мангистаумунайгаз (ММГ) после выхода отчета за 9 месяцев 2023 года. С другой стороны, мы немного снизили прогнозные цены на нефть в 2024-2027 годах, чтобы отразить изменение прогнозов инвестбанков. В то же время долгосрочные прогнозы по нефти были сохранены на уровне \$68-73. В итоге мы повысили целевую цену одной акции КазМунайГаз до **13 900 KZT, с потенциалом роста в 21%**. Рекомендация – «Покупать».

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.08.2023	29.11.2023		
Оценка прочих совместных компаний, млрд тенге	583	976	+ 67%	Увеличение доли в доходах от прочих совместных компаний в третьем квартале, по которым мы не делали отдельный модель оценки
Средняя цена на нефть Brent, 2024-2027, \$/баррель	81,3	79,7	-2%	Снижение прогнозных медианных цен на нефть инвестбанков, представленных в Bloomberg

расчеты Freedom Broker

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



Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	5	56%
Hold	3	33%
Sell	1	11%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) 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 Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надежными, однако автор(ы) не дает никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

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.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
 - Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
-