

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО «КазМунайГаз»

Потенциал роста: **21%**
 Целевая цена: **15 400 KZT**
 Текущая цена: **12 750 KZT**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

КазМунайГаз: итоги за 1-й квартал 2024 года


Финансовая информация, млрд KZT, 3М'24

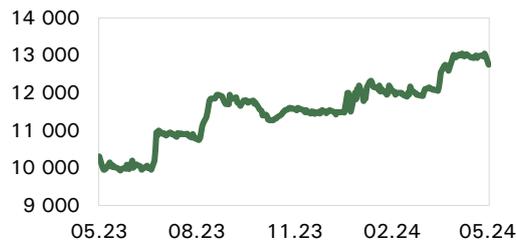
| | |
|-------------------------------|-------|
| Выручка | 2 227 |
| Доля в доходах совм. Компаний | 154 |
| Чистая прибыль | 302 |
| Свободный денежный поток | 144 |

Коэффициенты и маржинальность, 3М'24

| | |
|-------------------|------|
| P/E, (x) | 5,9x |
| EV/EBITDA, (x) | 4,8x |
| P/B, (x) | 0,7x |
| ROA, (%) | 5,8% |
| ROE, (%) | 9,4% |
| EBITDA маржа, (%) | 23% |

Рыночные параметры

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Капитализация (млрд KZT) | 7 779 |
| Акции выпущено (млн штук) | 610 |
| Свободное обращение (%) | 3% |
| 52-нед. мин/макс (KZT) | 9 601-13 150 |
| Текущая цена (KZT) | 12 750 |
| Целевая цена (KZT) | 15 400 |
| Потенциал роста (%) | 21% |
| Инвестиционный горизонт | 6-12 мес. |
| Планируемая частота обновления цены | ежеквартально |

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


| Доходность (%) | 3-мес | 6-мес | 12-мес |
|----------------|-------|-------|--------|
| Абсолютная | 6% | 10% | 24% |
| vs KASE | -1% | -12% | -18% |

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность за первый квартал 2024 года. Несмотря на то, что цены на нефть в тенговом выражении выросли лишь на 1,5% г/г, выручка, свободный денежный поток, операционная и чистая прибыль показывают куда более значительное увеличение. В прошлом году свободный денежный поток был отрицательным, а в предыдущем квартале КМГ показывал чистый убыток. Также немного выросла EBITDA маржа, что вместе с ростом выручки привело к увеличению чистой прибыли, которая оказалась второй наиболее высокой за последние полтора года. Уровень недавних дивидендов оказался прежним, как в 2023 году. Однако, этот фактор и неплохое финансовое начало этого года при сохранении цен на нефть заметно увеличивают вероятность роста дивидендов в следующем году. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, улучшили ожидания по капзатратам и маржинальности. С другой стороны, небольшое снижение курса доллара, прогнозной выручки и корректировка чистого долга на дивиденды по итогам 2023 года привели к обратному эффекту. В итоге обновленная целевая цена одной акции КМГ составляет 15 400 тенге, что подразумевает потенциал роста в 21% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

(+) Квартальная выручка продолжила рост. Выручка КазМунайГаз в 1-м квартале 2024 года составила 2,2 трлн тенге, что на 18% выше, чем в 2023 году, и на уровне предыдущего 4-го квартала. Основной рост случился благодаря доходам от сырой нефти и газа на 41% г/г и 7% к/к. В то же время выручка от продажи нефтепродуктов упала на 12% как в годовом, так и в квартальном выражении. Доля в доходах совместных компаний также снизилась на 19% и достигла 154 млрд тенге, что тем не менее намного лучше убытка в 4-м квартале. Основным фактором снижения стало ТШО, доля в доходах которого снизилась на 32% г/г. В то же время чистая прибыль в КТК, ПетроКазахстан Инк и КазГерМунай выросла более чем на 10% в сравнении с 1-м кварталом прошлого года. В итоге общая выручка с прочими доходами достигла 2,5 трлн тенге (+18% г/г и +12% к/к). Отметим, что средняя цена нефти сорта Brent в тенговом выражении выросла на 1,5% г/г.

(+) Операционная прибыль существенно выросла.

Операционные расходы в первом квартале в годовом выражении выросли вместе с выручкой примерно одинаковыми темпами. В общей сложности рост расходов составил аналогичные 18% г/г,

но относительно 4-го квартала 2023 года снизились на 6,8%. Себестоимость купленной нефти и нефтепродуктов выросла на 23% г/г, производственные расходы на 26%. С другой стороны, налоги, кроме подоходного налога, оказались на 17% меньше в квартальном выражении, а производственные расходы упали на 7,4% к/к. В итоге в 1-м квартале компания показала операционную прибыль в 408 млрд тенге против 5,6 млрд тенге убытка в 4-м квартале и 353 млрд тенге в 1-м квартале 2023 года. Отметим отсутствие расходов на обесценение основных средств и активов по разведке, которые присутствовали в предыдущих трёх кварталах. На этом фоне скорректированная EBITDA выросла на 25% г/г, составив 449 млрд тенге, а скорректированная EBITDA маржа выросла с 19% до 19,7%. Рост во многом также был получен за счёт полученных дивидендов от совместных компаний на сумму в 55 млрд тенге против 250 млн тенге в прошлом году. В итоге чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 302 млрд тенге (+ 7,1% г/г), что является вторым наибольшим квартальным значением за последние полтора года. Чистая прибыль на одну акцию составила 494 тенге. Свободный денежный поток за первый квартал 2024 года достиг 144 млрд тенге против отрицательных 53 млрд тенге в прошлом году. Несмотря на это, чистый долг увеличился на 3,8% за квартал из-за начисления дисконта по облигациям, тем самым достигнув 1,9 трлн тенге.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовый отчёт КМГ можно оценить как умеренно позитивный на фоне увеличения выручки, операционной прибыли, маржинальности, свободного денежного потока и чистой прибыли. Относительно прошлогоднего первого квартала все показатели оказались заметно выше, и это несмотря на то, что цены на нефть выросли лишь на 1,5% в пересчёте в тенге. Особенно отметим дальнейшую генерацию денежных средств, уровень которой оказался намного больше, чем в прошлом году, когда был отрицательный результат. Тем не менее, недавно утверждённые дивиденды оказались на уровне прошлого года. Учитывая уровень свободного денежного потока и сохранение дивидендов на прежнем уровне, вероятность их увеличения в следующем году становится высокой в случае сохранения цен на нефть как минимум на текущих значениях. В обновлённой модели оценки мы обновили все основные финансовые показатели, снизили прогнозный уровень капитальных затрат, а также немного снизили средневзвешенную стоимость капитала. Кроме того, была увеличена прогнозная маржинальность на фоне неплохих результатов, но, с другой стороны, снижение фактического и прогнозного обменного курса уменьшило стоимость. Учитывая недавнее снижение цены после фиксации реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов, была произведена корректировка чистого долга на объём дивидендов. Тем самым всё это в сумме привело к небольшому повышению целевой цены одной акции КазМунайГаз до **15 400 KZT**, с потенциалом роста в **21%**. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

| Изменения | Дата оценки | | Рост, % | Комментарии |
|------------------------------|-------------|------------|----------|--|
| | 27.03.2024 | 28.05.2024 | | |
| Капзатраты, млрд тенге, 2024 | 719 | 618 | -14% | Более низкие капзатраты в первом квартале относительно ожиданий |
| ЕБИТДА маржа, средняя, % | 16,9% | 17,5% | +60 б.п. | Увеличение ЕБИТДА маржи по итогам первого квартала |
| Чистый долг, трлн тенге | 1,78 | 2,17 | +22% | Корректировка чистого долга на недавние дивиденды, по которым прошла фиксация реестра акционеров |

расчеты Freedom Broker

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



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

| Рекомендация | Количество | Доля в % |
|--------------|------------|----------|
| Buy | 8 | 80% |
| Hold | 1 | 10% |
| Sell | 1 | 10% |

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
-