

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **24%**
Целевая цена: **17 500 KZT**
Текущая цена: **14 144 KZT**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

КазМунайГаз: итоги за 2-й квартал 2024 года**Финансовая информация, млрд KZT, 6М'24**

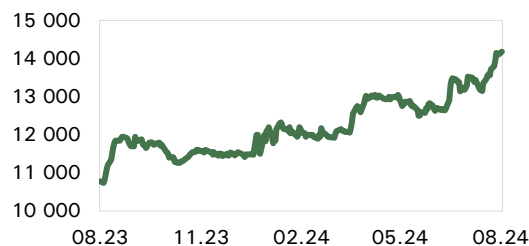
Выручка	4 239
Доля в доходах совм. компаний	268
Чистая прибыль	558
Свободный денежный поток	604

Коэффициенты и маржинальность, 6М'24

P/E, (x)	8,6x
EV/EBITDA, (x)	5,6x
P/B, (x)	0,8x
ROA, (%)	5,8%
ROE, (%)	9,7%
EBITDA маржа, (%)	22%

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	8 603
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	10 300-14 200
Текущая цена (KZT)	14 144
Целевая цена (KZT)	17 500
Потенциал роста (%)	24%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	9%	18%	32%
vs KASE	4%	5%	-9%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность за второй квартал 2024 года. Несмотря на то, что выручка в основном снизилась из-за ремонтных работ на НПЗ в Румынии и небольшого снижения нефтедобычи на некоторых месторождениях, операционные расходы также уменьшились. Кроме того, КазМунайГаз получила значительно больше дивидендов от совместных компаний. Всё это привело к росту скорректированной EBITDA и значительному увеличению маржи. На этом фоне существенно вырос свободный денежный поток, что в итоге привело к увеличению денежных средств и финансовых активов на счетах компании. В результате чистый долг значительно снизился, и долговая нагрузка упала до многолетних минимумов. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, а также пересмотрели отдельные модели оценки КТК и Мангистаумунайгаз, по которым появились новые финансовые отчёты. Ослабление тенге и небольшое снижение долларовой части стоимости капитала привело к увеличению оценки. В итоге обновлённая целевая цена одной акции КазМунайГаз составляет 17 500 тенге, что подразумевает потенциал роста в 24% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

(=) Квартальная выручка снизилась на фоне ремонта. Выручка КазМунайГаз во втором квартале 2024 года составила 2 трлн тенге, что на 2,1% меньше, чем в 2023 году, и на 9,7% меньше, чем в предыдущем квартале. Годовое снижение выручки связано с уменьшением доходов от нефтепродуктов на 22% ввиду общего сокращения объёмов переработки на 17% г/г на фоне ремонта НПЗ в Румынии. Квартальное падение выручки в основном обусловлено снижением доходов от сырой нефти, которые упали на 15% к/к. Это, вероятно, связано с уменьшением добычи на Карачаганак (-12% к/к) и Кашагане (-2,7% к/к). Однако общая добыча нефти снизилась всего на 2,3% к/к благодаря её увеличению в Озенмунайгаз на 3,6% к/к. Доля в доходах совместных компаний также упала на 45% г/г и на 26% к/к, достигнув 114 млрд тенге. Основной фактор снижения – ремонт на ТШО, из-за которого добыча там упала на 8,5% к/к, а доля ТШО в доходах снизилась на 39% к/к. В итоге общая выручка с прочими доходами составила 2,26 трлн тенге (-3,2% г/г и -10% к/к). Отметим, что средняя квартальная цена нефти сорта Brent в тенговом выражении снизилась на 0,2% г/г и на 1,6% к/к.

(+) КМГ значительно увеличила генерацию денежных средств.

Операционные расходы во втором квартале снизились на 6,9% в квартальном выражении. Отметим значительное снижение себестоимости купленной нефти и нефтепродуктов на 15% к/к и сокращение производственных расходов на 5,3% к/к. Такое снижение соответствует уменьшению объемов переработки нефти и нефтедобычи. С другой стороны, налоги, кроме подоходного налога, увеличились на 27% в квартальном выражении, главным образом из-за роста цен на нефть на мировых рынках. В итоге во втором квартале компания показала операционную прибыль в размере 342 млрд тенге, что на 17% больше по сравнению с прошлым годом, но на 16% меньше, чем в первом квартале. Отметим также более значительное влияние положительной курсовой разницы на операционную прибыль на фоне ослабления тенге в июне. Тем не менее скорректированная EBITDA выросла на 7,2% г/г и на 27% к/к, составив 570 млрд тенге, а скорректированная EBITDA маржа увеличилась с 19,7% в первом квартале до 25%. Рост в значительной степени обусловлен полученными дивидендами от совместных компаний на сумму 255 млрд тенге против 55 млрд тенге в первом квартале. За полугодие КМГ получила дивидендов на сумму 310 млрд тенге (+77% г/г). Квартальная чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 256 млрд тенге (+6,5% г/г и -15% к/к). Чистая прибыль на одну акцию составила 420 тенге. Свободный денежный поток за второй квартал 2024 года достиг 460 млрд тенге по сравнению с 144 млрд тенге в первом квартале и 269 млрд тенге в прошлом году. На фоне этого и ослабления тенге объем денежных средств и депозитов на счетах КМГ значительно увеличился. В результате чистый долг сократился на 8,1% за квартал, достигнув 1,7 трлн тенге даже несмотря на выплаченные акционерам КМГ дивиденды, а соотношение чистого долга к EBITDA снизилось с 0,86х до 0,78х.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовый отчет КМГ можно оценить как умеренно позитивный на фоне увеличения EBITDA, маржи и свободного денежного потока, что привело к значительному росту денежных средств на счетах компании. Именно поэтому мы ожидали более высокие дивиденды акционерам КМГ в этом году. Тем не менее снижение чистого долга неплохо увеличивает оценку компании и повышает вероятность роста дивидендов в следующем году. Также отмечаем увеличение дивидендов от совместных компаний, что, вероятно, связано с завершением проекта будущего расширения на ТШО, благодаря чему теперь у компании больше средств для выплаты дивидендов в пользу КМГ. С другой стороны, ремонтные работы во втором квартале негативно повлияли на выручку и чистую прибыль, однако это снижение носит временный характер. Также стоит отметить ослабление тенге по отношению к доллару, что, вероятно, окажет положительное влияние на результаты в третьем квартале. Во втором квартале эффект ослабления был частичным. В обновленной модели оценки мы пересмотрели все основные финансовые показатели, а также обновили модели оценки КТК и Мангистаумунайгаз после получения новых финансовых отчетов. Средневзвешенная стоимость капитала снизилась на фоне падения доходностей казначейских облигаций США. Кроме того, была немного увеличена маржинальность EBITDA на фоне фактических результатов. Как уже отмечалось выше, увеличение объема денежных средств также оказало позитивное влияние на оценку. Всё это в совокупности привело к небольшому повышению целевой цены одной акции КазМунайГаз до **17 500 KZT**, с потенциалом роста в **24%**. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.05.2024	28.08.2024		
Курс доллара, 2024	460	470	+ 2,2%	Ослабление тенге в последние месяцы
EBITDA маржа отдельно КМГ, 2025, %	18,5%	19,2%	+ 70 б.п.	Продолжение роста EBITDA маржи по итогам второго квартала
Чистый долг, трлн тенге	2,17	1,72	-21%	Снижение чистого долга после роста объема денежных средств и ухода эффекта невыплаченных дивидендов

расчеты Freedom Broker

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

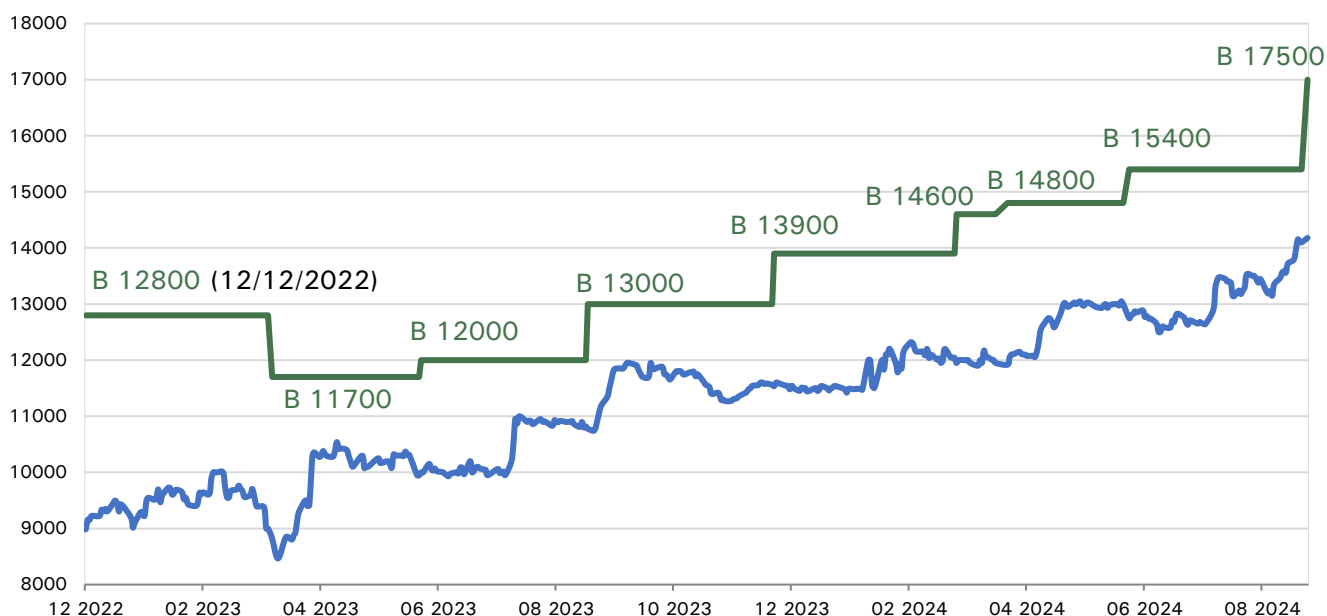


Иллюстрация 3. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	6	60%
Hold	3	30%
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
-