

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **26%**
 Целевая цена: **17 600 KZT**
 Текущая цена: **13 998 KZT**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнуут/апдейт

КазМунайГаз: итоги за 3-й квартал 2024 года**Финансовая информация, млрд KZT, 9М'24**

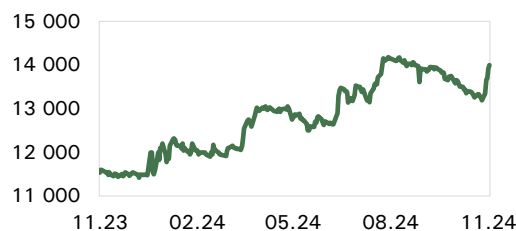
Выручка	6 349
Доля в доходах совм. Компаний	407
Чистая прибыль	869
Свободный денежный поток	1 012

Коэффициенты и маржинальность, 9М'24

P/E, (x)	10,0x
EV/EBITDA, (x)	5,2x
P/B, (x)	0,8x
ROA, (%)	4,9%
ROE, (%)	8,1%
EBITDA маржа, (%)	24%

Рыночные параметры

Капитализация (млрд KZT)	8 540
Акции выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	10 890-14 259
Текущая цена (KZT)	13 998
Целевая цена (KZT)	17 600
Потенциал роста (%)	26%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	ежеквартально
Динамика акций биржа/тикер	KASE/КМГЗ



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-1%	9%	21%
vs KASE	-5%	-1%	-11%

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность за третий квартал 2024 года. Несмотря на годовое снижение квартальной выручки, прибыльность компании значительно выросла. EBITDA и маржинальность в третьем квартале показали рост на фоне продолжения получения высокого уровня дивидендов от совместных компаний. На этом фоне компания погасила часть долгов и всё равно показала снижение чистого долга. Тем самым долговая нагрузка упала с многолетних минимумов ещё почти в два раза. В модели оценки мы обновили основные финансовые показатели, а также пересмотрели отдельные модели оценки ТШО и Мангистаумунайгаз, по которым появились новые финансовые отчёты. Ослабление тенге и рост безрисковой ставки в США и Казахстане также были учтены. В итоге обновлённая целевая цена одной акции КазМунайГаз составляет 17 600 тенге, что подразумевает потенциал роста в 26% от последней рыночной цены. Рекомендация – «Покупать».

(=) Выручка упала год к году, но выросла в квартальном выражении. Выручка КазМунайГаз в третьем квартале 2024 года составила 2,1 трлн тенге, что на 1,6% меньше, чем в 2023 году, но на 4,8% больше, чем в предыдущем квартале. Годовое снижение выручки связано с уменьшением доходов от продажи сырой нефти на 9,2% ввиду снижения средней квартальной цены на нефть на 7,9% г/г. Общая добыча нефти при этом выросла на 7,3% г/г, во многом за счёт роста на Озенмунайгаз на 13%. В квартальном выражении доходы от сырой нефти также упали на 8,1%, несмотря на рост добычи на 2,2%. В то же время увеличение доходов от продажи нефтепродуктов на 30% к/к компенсировало это падение. Столь сильный рост стал возможен благодаря низкой базе второго квартала, когда проводился ремонт на Шымкентском НПЗ. Доля в доходах совместных компаний также упала на 16% г/г, но выросла на 22% к/к, достигнув 139 млрд тенге. Большая часть падения пришлась на ТШО и Мангистаумунайгаз, где квартальная прибыль упала на 36% и 66% г/г. При этом квартальный рост прибыли обеспечил КазРосГаз с ростом в 102% к/к. В итоге общая выручка с прочими доходами составила 2,3 трлн тенге (-9,4% г/г и +1,9% к/к).

(+) КМГ значительно увеличила EBITDA маржинальность. Чистые операционные расходы в третьем квартале снизились на 0,9% к/к и на 4,4% г/г. Отмечается значительное снижение себестоимости купленной нефти и нефтепродуктов на 11% к/к и налогов, кроме подоходного, на 23% к/к. Производственные

расходы, напротив, выросли на 24% к/к. В итоге в третьем квартале компания показала операционную прибыль в размере 402 млрд тенге, что на 18% больше по сравнению с прошлым кварталом, но на 27% меньше, чем в 2023 году. Скорректированная EBITDA значительно выросла на 67% г/г и на 29% к/к, составив 734 млрд тенге, а скорректированная EBITDA маржа увеличилась с 25% во втором квартале до 31%. Рост в значительной степени обусловлен полученными дивидендами от совместных компаний на сумму 249 млрд тенге против 41 млрд тенге в 2023 году. За 9 месяцев 2024 года КМГ получила дивидендов на сумму 559 млрд тенге (+159% г/г). Квартальная чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 311 млрд тенге (-31% г/г и +21% к/к). Годовое снижение обусловлено высоким единовременным доходом от продажи 50% доли в месторождениях Каламкас-море, Хазар и Ауезов в 2023 году. Квартальная чистая прибыль на одну акцию составила 510 тенге. Свободный денежный поток за третий квартал достиг 408 млрд тенге (460 млрд тенге во втором квартале и 242 млрд тенге в прошлом году). Чистый долг КМГ снизился на 15% к/к и на 34% г/г. Денежные средства уменьшились на 25% к/к из-за погашения долга на 312 млрд тенге. Соотношение чистого долга к EBITDA снизилось с 0,78x до 0,42x.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовый отчёт КМГ можно оценить как позитивный на фоне резкого увеличения EBITDA и маржинальности. К тому же значительно снизилась долговая нагрузка, что обусловлено как ростом EBITDA, так и сокращением чистого долга. Продолжается тренд на получение более высоких квартальных дивидендов от совместных компаний. Свободный денежный поток, хоть и оказался немного ниже, чем в прошлом квартале, всё же остаётся на высоком уровне. Это уже отражено в прогнозах руководства компании по увеличению дивидендов с 492 до 574 тенге на акцию в следующем году. На текущий момент есть основания ожидать, что компании удастся поддерживать этот уровень дивидендов и в дальнейшем. С другой стороны, снижение средних цен на нефть в третьем квартале может негативно сказаться на будущей выручке и прибыльности. Также стоит отметить значительное ослабление тенге по отношению к доллару, что, вероятно, окажет положительное влияние на результаты в четвёртом квартале. В обновлённой модели оценки мы пересмотрели ключевые финансовые показатели и обновили модели оценки ТШО и Мангистаумунайгаз на основе новых отчётов. Оценка ТШО заметно снизилась из-за пересмотра предположений, основанных на финансовых данных за 2023 год. Средневзвешенная стоимость капитала была увеличена вследствие роста базовой ставки и доходности гособлигаций США. Кроме того, маржинальность EBITDA была немного повышена благодаря фактическим результатам. Снижение чистого долга также оказало позитивное влияние на итоговую оценку. Все эти изменения в совокупности привели к небольшому повышению целевой цены одной акции КазМунайГаз до **17 600 KZT, с потенциалом роста в 26%**. Рекомендация – **«Покупать»**.

Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	28.08.2024	02.12.2024		
Средневзвешенный WACC	12,9%	13,4%	+ 50 б.п.	Увеличение базовой ставки и доходности 10-летних гособлигации США
EBITDA маржа отдельно КМГ, 2025, %	19,2%	19,8%	+ 60 б.п.	Продолжение роста EBITDA маржи по итогам третьего квартала
Чистый долг, трлн тенге	1,72	1,46	-21%	Фактическое продолжение снижения чистого долга в третьем квартале

расчеты Freedom Broker

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

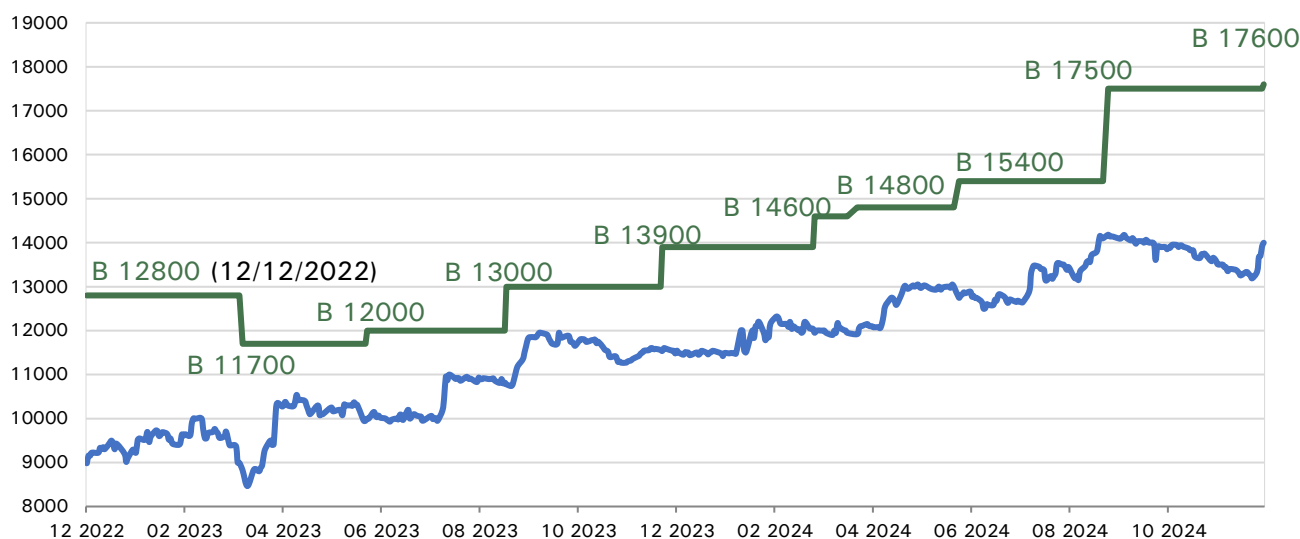


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

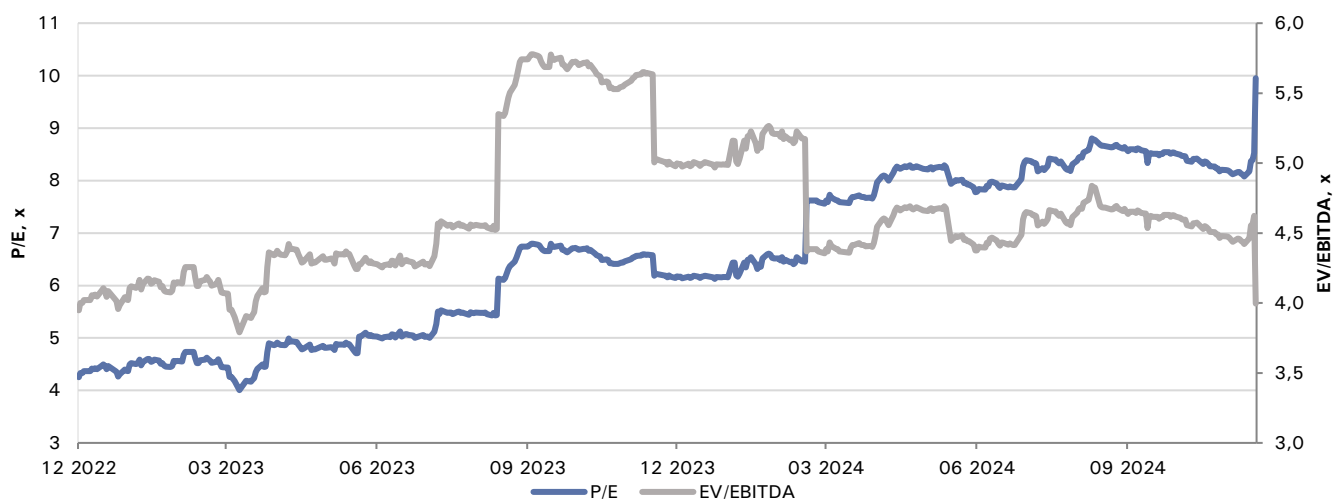


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

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
-