

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****АО «КазМунайГаз»**

Потенциал роста: **20%**  
 Целевая цена: **17 500 KZT**  
 Текущая цена: **14 560 KZT**

**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Нефть и газ

флэшнот/апдейт

**КазМунайГаз: итоги за 4-й квартал 2024 года****Финансовая информация, млрд KZT, '2024**

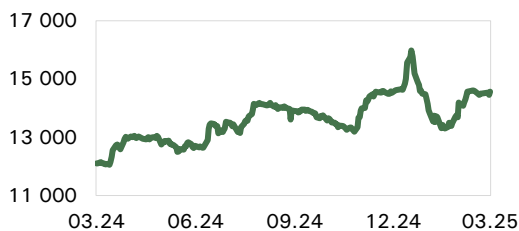
Выручка	8 330
Доля в доходах совм. Компаний	531
Чистая прибыль	1 078
Свободный денежный поток	1 199

**Коэффициенты и маржинальность, '2024**

P/E, (x)	8,2x
EV/EBITDA, (x)	4,9x
P/B, (x)	0,7x
ROA, (%)	6,4%
ROE, (%)	10,9%
EBITDA маржа, (%)	24%

**Рыночные параметры**

Капитализация (млрд KZT)	8 883
Акций выпущено (млн штук)	610
Свободное обращение (%)	3%
52-нед. мин/макс (KZT)	11 490-16 000
Текущая цена (KZT)	14 560
Целевая цена (KZT)	17 500
Потенциал роста (%)	20%
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%	4%	19%
vs KASE	-2%	-5%	8%

КазМунайГаз опубликовал финансовую отчетность за четвертый квартал 2024 года. В целом квартальные финансовые показатели продемонстрировали заметное снижение, во многом из-за разницы в графиках выплат дивидендов, которые в этом году пришлось на третий квартал. Если же рассматривать отчет в годовом выражении, то отмечаются стабильные выручка и EBITDA, несмотря на заметное снижение цен на нефть в 2024 году. С другой стороны, фиксируется существенный рост свободного денежного потока и падение чистого долга. В модели оценки мы увеличили прогнозную инфляцию и ставку дисконтирования на фоне роста базовой ставки. Однако ослабление тенге и снижение чистого долга компенсировали снижение оценки. В итоге наша обновленная целевая цена одной акции КазМунайГаз немного снизилась, до 17 500 тенге, что подразумевает потенциал роста в 20% от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

**(=) Выручка ожидаемо снизилась из-за цен на нефть.** Выручка КазМунайГаз в четвертом квартале 2024 года составила 1,98 трлн тенге, что на 11% меньше, чем в 2023 году, и на 6,1% меньше, чем в предыдущем квартале. Годовое снижение выручки в основном связано с уменьшением доходов от продажи сырой нефти на 25% г/г ввиду снижения средней квартальной цены на нефть на 11% г/г. Общая квартальная добыча нефти также снизилась на 3,9% г/г, во многом из-за падения добычи на Тенгизе на 12% и Кашагане на 28%. В квартальном выражении доходы от сырой нефти также упали на 10%, несмотря на рост добычи от операционных активов на 0,9%. В то же время в годовом выражении фиксируется рост доходов от нефтепродуктов на 7% г/г и от переработки нефти и нефтепродуктов на 5,3% г/г. Доля в доходах совместных компаний упала на 11% к/к, но в годовом выражении показала сильный рост, учитывая прошлогодний убыток. Большая часть годового роста пришлась на ТШО и Ural Group Limited, квартальная прибыль увеличилась в разы. При этом, несмотря на квартальный рост прибыли ТШО на 93%, целый ряд компаний показали квартальный убыток, тем самым привнеся вклад в квартальное снижение прибыли от доли в доходах совместных компаний. В итоге общая выручка с прочими доходами составила 2,17 трлн тенге (-3,2% г/г и -5,8% к/к).

**(=) Низкая квартальная прибыльность, но хорошие годовые показатели.** Чистые операционные расходы в четвертом квартале снизились на 1,9% к/к и на 17% г/г. Однако большая часть такой

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестиционный аналитик

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

динамики происходит из-за высокой положительной курсовой разницы на 129 млрд тенге за один квартал. И всё же без учёта этого дохода общие расходы упали на 9,6% г/г, во многом за счёт снижения себестоимости купленной нефти и нефтепродуктов на 15% к/к. Производственные расходы, напротив, выросли на 5,9% г/г. В итоге в четвёртом квартале компания показала операционную прибыль в размере 305 млрд тенге, что на 24% меньше по сравнению с прошлым кварталом, но в разы больше, чем в 2023 году, когда был убыток в 5,6 млрд тенге. Скорректированная EBITDA значительно упала на 53% г/г и на 52% к/к, составив 352 млрд тенге, а скорректированная EBITDA-маржа снизилась с 31% в третьем квартале до 17%. Снижение по большей части произошло из-за более низких дивидендов от совместных компаний в четвёртом квартале, которые по большей части были получены в третьем квартале. В итоге за 2024 год КМГ получила дивидендов на сумму 643 млрд тенге (+3,7% г/г), а годовая EBITDA выросла на 1,1% г/г. Годовая же EBITDA-маржа немного увеличилась с 23,5% до 23,7%. Квартальная чистая прибыль, относящаяся к акционерам КМГ, составила 225 млрд тенге (-27% к/к). В годовом выражении чистая прибыль выросла на 236 млрд тенге. Квартальная чистая прибыль на одну акцию составила 370 тенге, а за весь 2024 год – 1794 тенге (+14% г/г). Свободный денежный поток за четвёртый квартал достиг 187 млрд тенге (-64% г/г и -54% к/к). Снижение произошло во многом из-за разности во времени выплат дивидендов от совместных компаний. За весь год свободный денежный поток достиг рекордных 1,2 трлн тенге (+22% г/г). Чистый долг КМГ снизился на 7% к/к и на 25% г/г. В итоге соотношение чистого долга к EBITDA за 2024 год снизилось с 0,86x до 0,64x, но за квартал выросло с 0,58x.

**Наше мнение и изменения в модели оценки.** Финансовый отчёт КМГ можно оценить как нейтральный, если рассматривать его в квартальном выражении. В таком случае финансовые показатели в целом снизились из-за разности графиков выплат большей части дивидендов от совместных компаний. Также довольно низкая средняя квартальная цена на нефть оказала негативное воздействие. Если же рассматривать отчёт за весь 2024 год, то в целом он оказался умеренно позитивным. Годовая выручка, хоть и не выросла, но скорректированная EBITDA и её маржа немного увеличились. И это несмотря на довольно заметное падение цен на нефть за весь год. К тому же отметим существенный годовой рост свободного денежного потока, что привело к снижению чистого долга и его соотношения к EBITDA. Данное соотношение теперь находится на самом низком значении для конца года впервые за много лет. В модели оценки мы увеличили прогнозную инфляцию, что ускорило темпы роста себестоимости и производственных расходов. Кроме того, отмечаем увеличение средневзвешенной стоимости капитала вследствие роста базовой ставки и премии за риск инвестиций в акции. С другой стороны, увеличение прогнозного и фактического обменного курса доллара вместе со снижением чистого долга компенсировало снижение оценочной стоимости. Все эти изменения в совокупности привели к небольшому снижению целевой цены одной акции КазМунайГаз до **17 500 KZT**, с потенциалом роста в **20%**. Рекомендация – **«Покупать»**.

## Справочная информация

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	02.12.2024	31.03.2025		
Средневзвешенный WACC	13,4%	13,8%	+ 40 б.п.	Увеличение базовой ставки и премии за риск инвестиции в акции
Курс доллара, KZT/\$	483	505	+ 4,6%	Фактическое увеличение курса доллара, что также привело к увеличению прогнозных значений

расчеты Freedom Broker

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

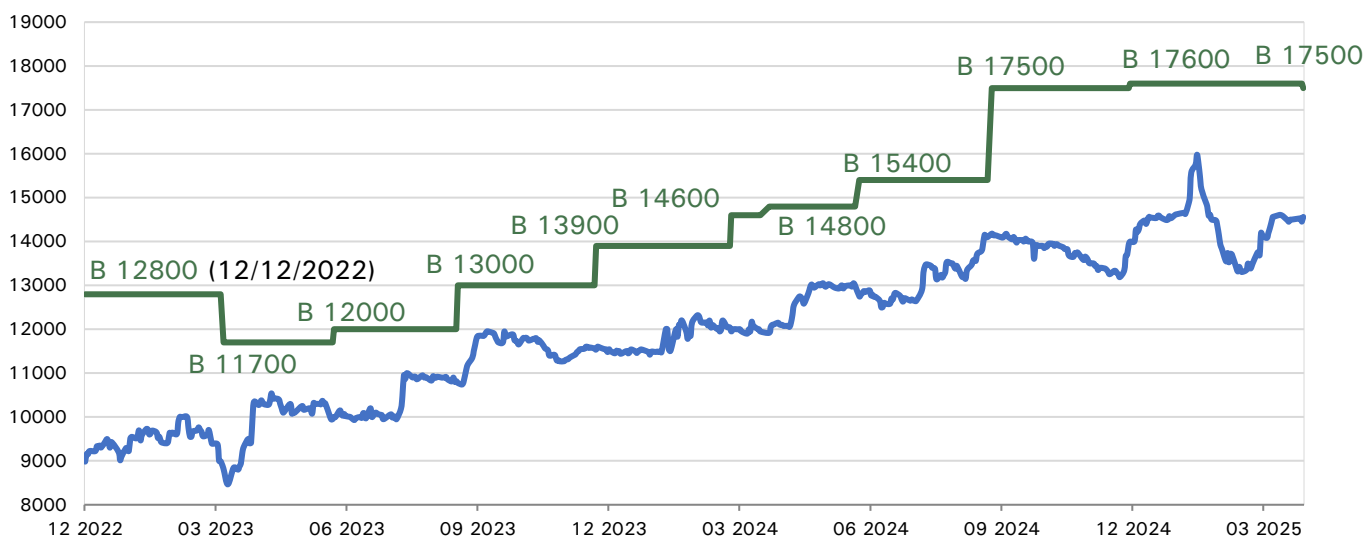


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker

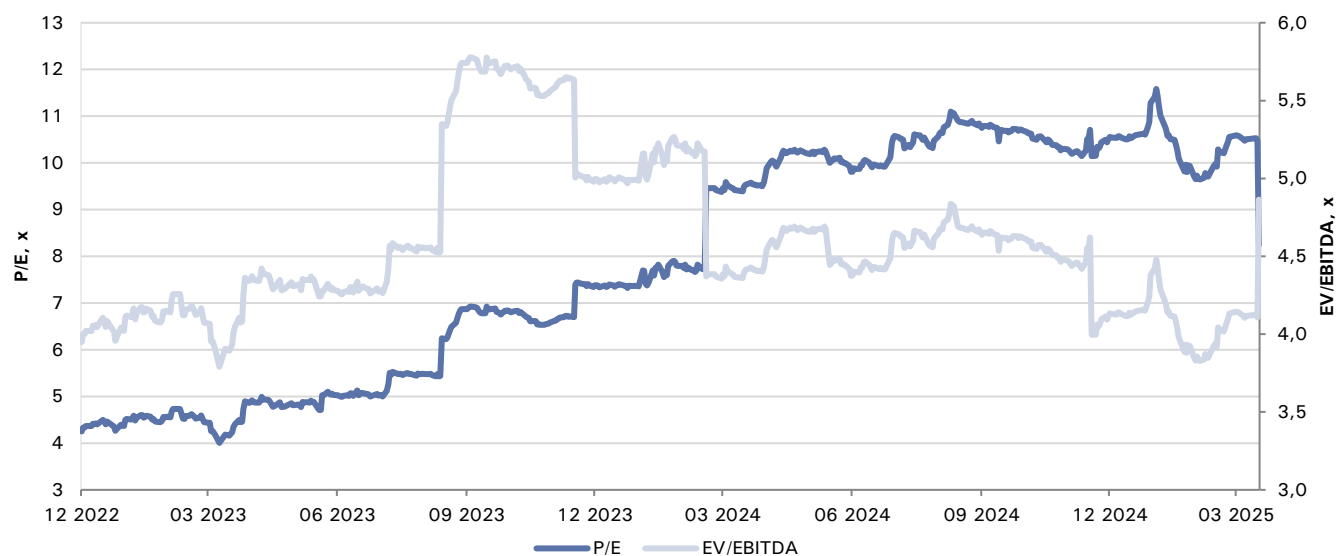


Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

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
-