КазМунайГаз

Дата рекомендации	17.04.2025
Текущая цена, тг.	14 649
Целевая цена, тг.	15 796
Потенциал роста, %	7,8%

Финансовые результаты за 2024 г.

Выручка, млрд тг.	8 330
EBITDA, млрд тг.	2 001
Чистая прибыль, млрд тг.	1 094

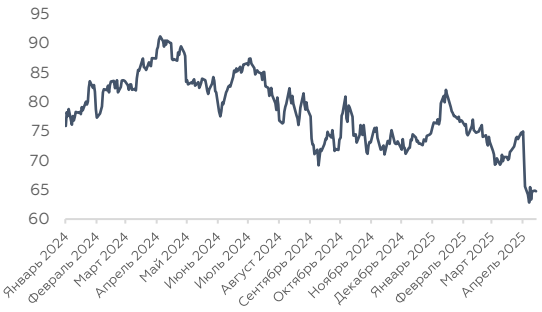
Активы, млрд тг.	18 934
Обязательства, млрд тг.	7 010
Общий долг, млрд тг.	3 967
Капитал, млрд тг.	11 924

ROA,%	6,10%
ROE,%	9,72%
EBITDA маржа, %	18%
P/E	8,17x
EV/ EBITDA	6,77x

Изменение цены акции, тг.

Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent,$.



АО «НК «КазМунайГаз» (далее – «Компания», «КМГ») опубликовало результаты 2024 года. При минимальном росте выручки в тенге (+0,1%) Компания продемонстрировала значительное увеличение чистой прибыли (+18,1%) и свободного денежного потока (+21,8%), а также продолжила уверенное снижение чистого долга. Это стало возможным несмотря на неблагоприятную ценовую динамику на мировом рынке нефти: в частности, средняя цена сорта Brent снизилась на 2,3% за год, а экспортный сорт KEBCO, реализуемый КМГ, подешевел на 1,2%. Кроме того, отмечалось умеренное снижение объемов переработки.

В рамках пересмотра оценки акций нами учтены: ухудшение внешних ценовых ожиданий, рост стоимости капитала на фоне ужесточения денежно-кредитной политики в Казахстане, а также реализация производственных планов, включая постепенное увеличение добычи на месторождении Тенгиз в рамках Проекта будущего расширения (ПБР). **Обновлённая справедливая стоимость акции составляет 15 796 тенге, что предполагает потенциал роста на 7,8% относительно цены закрытия последних торгов в 14 649 тенге. С учетом текущего баланса рисков и потенциала, инвестиционная рекомендация сохраняется на уровне «Держать».**

Стабильная выручка и рост чистой прибыли

Выручка КМГ по договорам с покупателями за 2024 год составила 8 330 млрд тенге, что лишь незначительно превышает показатель предыдущего года (+0,1%). Поддержку оказали рост добычи нефти (+1,3%) и транспортировки (+3,9%), что частично компенсировало снижение средней экспортной цены нефти KEBCO (–1,2%, до 80,73 доллара за баррель), а также снижение объёмов реализации в отдельных сегментах. В то же время, в долларовом выражении произошло снижение выручки на 2,7%, с 18,2 до 17,75 млрд долларов. Это отражает как валютный эффект от ослабления тенге, так и снижение цен на нефть.

Расходная часть демонстрирует разнонаправленную динамику. Себестоимость закупаемых нефтепродуктов и сырья снизилась на 5,9% до 4 347 млрд тенге, что связано с умеренным снижением закупочных цен. Однако производственные расходы выросли на 14,7% и составили 1 399 млрд тенге, отражая инфляционное давление, увеличение фонда оплаты труда и удорожание подрядных услуг и логистики.

Расходы на транспортировку в 2024 году составили 267,8 млрд тенге против 245,5 млрд тенге в 2023 году. Рост на 9,1% отражает увеличение объемов транспортировки нефти (+3,9%).

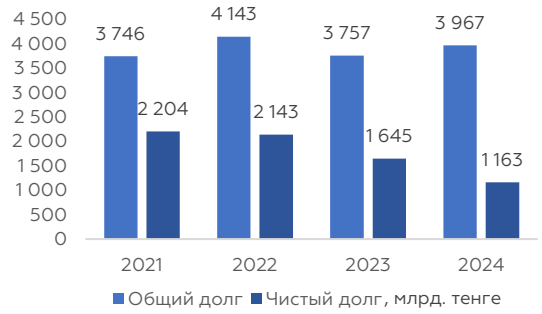
Общие и административные расходы выросли более чем на половину, составив 254 млрд тенге (+53,2%). Наиболее заметным вкладом стал новый компонент — вознаграждение АО «QazaqGaz» за доверительное управление долей КМГ в ТОО «КазРосГаз», что отражает изменение договорных отношений и распределения управленческих функций.

Налоговые обязательства (кроме подоходного налога) составили 593 млрд тенге, включая обязательства KMG International в Румынии, где в 2024 году вступили в силу новые нормы налога с оборота.

На фоне роста издержек показатель EBITDA сохранился примерно на уровне прошлого года и составил 2 001 млрд тенге (–0,3% г/г).

Чистая прибыль компании увеличилась на 18,1%, достигнув 1 094 млрд тенге. Основные драйверы роста при стабильных операционных доходах — положительная валютная переоценка, снижение обесценения активов и разовые финансовые доходы.

Динамика долга



Динамика дивидендных выплат

Снижение чистого долга и улучшение структуры заимствований

КМГ продолжила реализацию политики снижения долговой нагрузки. По итогам года общий долг составил 3 967 млрд тенге (+5,6% в тенге), однако в долларовом выражении сократился на 8,6%, что обусловлено валютным эффектом. Чистый долг сократился на 29,3% до 1 163 млрд тенге, отражая рост ликвидных активов.

Значимым шагом стало частичное досрочное погашение еврооблигаций в объёме 750 млн долларов США, что позволило снизить будущие купонные выплаты и улучшить структуру долга. Были также погашены займы дочерними компаниями и привлечены ресурсы на приоритетные проекты, включая строительство газоперерабатывающего завода.

Отношение чистого долга к EBITDA снизилось до 0,6x, что указывает на консервативную долговую позицию и высокую финансовую устойчивость.

Дивиденды

С момента IPO по итогам 2022 и 2023 годов, КМГ направлял на выплату дивидендов фиксированную сумму в размере 300 млрд тенге, что составляло 491,71 тенге на одну простую акцию. В базовом сценарии мы ожидаем, что дивиденды за 2024 год останутся на аналогичном уровне. Вместе с тем, существенный рост прибыли компании по итогам 2024 года создает предпосылки для возможного увеличения дивидендных выплат выше базового уровня.

Окончательное решение о распределении чистой прибыли за 2024 год и размере дивидендов будет принято на Годовом общем собрании акционеров 29 мая 2025 года. Исходя из практики предыдущих лет, право на получение дивидендов будет у акционеров, которые будут владеть акциями на конец дня 29 мая 2025 года (дата еще подлежит официальному утверждению). Выплаты ожидаются примерно через месяц после собрания — в конце июня 2025 года.

Таким образом, ожидаемая дивидендная доходность по базовому сценарию к текущей рыночной цене акций составляет примерно 3,4%, что является умеренным уровнем среди тенговых инструментов.

ESG и климатическая повестка

КМГ продолжает движение в направлении устойчивого развития. В 2024 году утверждена долгосрочная Программа низкоуглеродного развития до 2060 года с целевыми сокращениями выбросов: –15% к 2031 году и –64% к 2060 году.

Компания отчиталась по стандарту OGMP 2.0 (международная система добровольной отчетности о выбросах метана, разработанная Программой ООН), усилив прозрачность по метану. Совместно с Eni реализуется проект строительства гибридной электростанции в Жанаозене, совмещающий газовую и ВИЭ-генерацию.

Также продвигается стратегический проект строительства ветровой электростанции «Мирный» мощностью 1 ГВт с Total Eren, подтверждающий приверженность КМГ к снижению углеродного следа и модернизации энергетической инфраструктуры.

КМГ улучшил свои позиции в области корпоративного управления, что было подтверждено повышением кредитного рейтинга от международного агентства Moody's до уровня «Baa1», равного суверенному рейтингу Республики Казахстан.

Прогнозные данные и оценка

млрд. тенге	2025	2026	2027	2028	2029
Выручка	9 150	9 404	9 995	10 512	10 874
Расходы и затраты	-8 273	-8 650	-9 249	-9 786	-10 220
Чистая прибыль	1 186	1 093	1 092	1 080	1 027
Маржа Чистой прибыли	*13%*	*12%*	*11%*	*10%*	*9%*
EBITDA	2 114	2 016	2 054	2 075	2 034
Маржа EBITDA	*23%*	*21%*	*21%*	*20%*	*19%*
NOPAT	1 186	1 093	1 092	1 080	1 027
Свободный денежный поток	1 109	1 067	1 057	1 047	999
WACC	13,8%				
Дисконтированный денежный поток	**1 038**	**880**	**765**	**666**	**559**
Сумма дисконтированного денежного потока	3 907				
Терминальная стоимость	6 893				
Стоимость бизнеса (EV)	**10 800**				
Чистый долг	1 163				
Стоимость капитала	**9 638**				
Количество акций, млн шт.	610				
Справедливая стоимость акции, тг./шт.	**15 796**				
Текущая стоимость акции, тг./шт.	14 649				
Потенциал роста	**7,8%**				

Источник: Анализ АО «SkyBridge Invest»

Оценка и обновление модели

С начала 2025 года нефтяной рынок демонстрирует повышенную волатильность, что потребовало пересмотра ценовых предпосылок в модели. Основным фактором выступило ухудшение перспектив мировой экономики на фоне обострения торговой напряжённости, что вызвало снижение прогноза спроса — особенно со стороны США и Китая. Дополнительное давление оказывают решение ОПЕК+ о постепенной отмене ограничений на добычу и снижение прогноза спроса в последнем отчёте Международного энергетического агентства (МЭА). В модели использован актуальный медианный консенсус-прогноз Bloomberg, предполагающий умеренное снижение средних цен на нефть марки Brent в базовом сценарии на среднесрочном горизонте.

При этом расширение добычи на Тенгизском месторождении выступает компенсирующим фактором, поддерживающим производственную базу. С января на Тенгизе уже ведётся добыча на новом Заводе третьего поколения (ЗТП), а в ближайшие месяцы ожидается наращивание объёмов и выход на проектную мощность. Эти параметры включены в модель как важный источник роста. Соответственно, ожидается рост объемов транспортировки через Каспийский трубопроводный консорциум (КТК), через который идёт основной экспорт нефти с Тенгиза. В модели учтены краткосрочные ремонтные работы на КТК, но в базовом сценарии предполагается восстановление логистических мощностей.

Повышение базовой ставки Нацбанком в марте повлияло на увеличение ставки дисконтирования. При этом, рост ставки был скомпенсирован снижением доли заимствований в общем капитале.

Обновлённая справедливая стоимость капитала в расчете на одну акцию составляет 15 796 тенге, что при текущей рыночной цене 14 649 тенге подразумевает потенциал роста на 7,8%. Рекомендация — «Держать».

Примечание: инвесторам при принятии инвестиционного решения также следует учитывать информацию о предстоящих дивидендах, которые обеспечат дополнительную доходность для акционеров, находящихся в реестре на конец мая 2025 года.

Адрес:
Казахстан, 050060, г. Алматы,
ул. Абиш Кекилбайулы, 34
БЦ «Capital Tower », 14 этаж

Электронная почта:
sales@sbinvest.kz

Disclaimer

© АО «SkyBridge Invest»

Настоящий отчет не подлежит распространению на условиях, противоречащих действующему законодательству Республики Казахстан. Ничто в настоящем отчете не является гарантией или обещанием, что какая-либо инвестиционная стратегия или рекомендация, содержащаяся в нем, подходит или рекомендуется для конкретных условий получателя или иным образом представляет собой персональную рекомендацию. Единственным назначением отчета является обеспечение ее потребителей информацией, не являющейся рекламой, приглашением к сделке или офертой по покупке или продаже той или иной ценной бумаги или связанного с ценными бумагами финансового инструмента.

АО «SkyBridge Invest» не дает никаких гарантий или обещаний, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты и надежности информации, содержащейся в отчете. АО «SkyBridge Invest» не обещает, что инвесторы получат прибыль, опираясь на информацию отраженную в отчете.

Получателям отчета не следует рассматривать содержимое отчета как замену собственным суждениям. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, приведено только в информационных целях, и подлежит изменению без уведомления, может отличаться или противоречить мнению, выраженному другими подразделениями АО «SkyBridge Invest» в результате использования других допущений и критериев. АО «SkyBridge Invest» не связан обязательствами по заключению каких-либо сделок, получению результатов, прибыли или убытка, на базе этого отчета, полностью или частично.

SkyBridge Invest