

Дата рекомендации	10.06.2024
Текущая цена, тг.	12 700
Целевая цена, тг.	13 153
Потенциал роста, %	3,6%

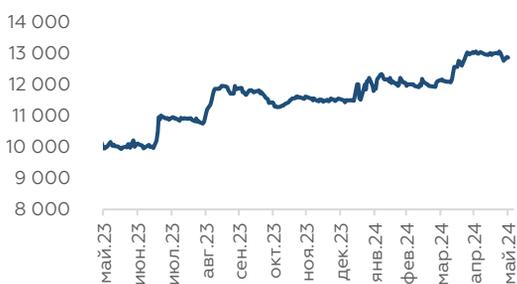
#### Финансовые результаты за 1 кв 2024 г.

Выручка, млрд тг.	2 227
Операционная прибыль, млрд тг.	244
EBITDA, млрд тг.	548
Чистая прибыль, млрд тг.	300

Активы, млрд тг.	17 095
Обязательства, млрд тг.	6 805
Общий долг, млрд тг.	3 971
Капитал, млрд тг.	10 290

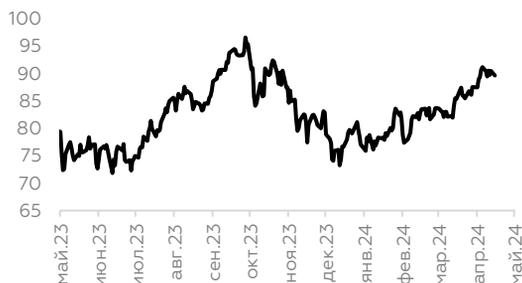
ROA, %	2,4%
ROE, %	2,9%
ROIC, %	1,9%
EBITDA маржа, %	17,3%
P/E	7,9x
EV/ EBITDA	4,7x
Net debt/EBITDA	4,55x

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



АО «НК «КазМунайГаз» (далее – «КМГ», «Компания»), опубликовало сокращенную консолидированную финансовую отчетность за три месяца, закончившихся 31 марта 2024 года.

Проанализировав данные, мы сохраняем наш прежний прогноз операционных показателей по добыче, транспортировке и переработке. В частности, ожидаем дальнейшего увеличения добычи на мегапроектах Компании до уровня 9,9 млн тонн в год, что доведет выручку от совместных и ассоциированных компаний до 600 млрд тенге в год. Средневзвешенная стоимость капитала в нашей оценке скорректирована в результате недавнего снижения базовой ставки НБРК на 25 б.п. до 14,50%. Тем не менее, такое снижение ставки, при прочих равных условиях, не оказало значительного влияния на конечную стоимость Компании.

Таким образом, мы подтверждаем ранее установленную целевую цену на уровне 13 153 тенге за акцию с рекомендацией «Держать» при потенциале 3,6% к последней цене закрытия торгов.

#### Производственные показатели за 1 квартал 2024 года

В первом квартале 2024 года КМГ было зафиксировано увеличение добычи и транспортировки нефти и газа, но отмечено снижение показателей переработки.

Общий объем добычи нефти и газового конденсата КМГ составил 6 064 тыс. тонн, увеличившись на 1,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

- ✓ Добыча нефти на **операционных активах** увеличилась на 2,2% до 3 494 тыс. тонн в основном благодаря приобретению 60% доли в месторождении Дунга в ноябре прошлого года.
- ✓ Рост добычи на **Тенгизе** на 2,1% (1 500 тыс. тонн) обусловлен высокой продуктивностью скважин, эффективной работой заводов и благоприятной температурой окружающей среды в январе-марте этого года.
- ✓ Снижение добычи на **Кашагане** на 1,7% до 780 тыс. тонн связано с ограниченными мощностями по закачке и переработке попутного газа.
- ✓ Увеличение добычи на **Карачаганаке** на 3,5% (291 тыс. тонн) произошло благодаря восстановлению приема сырого газа Оренбургским газоперерабатывающим заводом.

Добыча газа увеличилась на 4,6%, составив по итогу квартала 2,5 млрд. кубометра, чему способствовало введение в промышленную эксплуатацию газоконденсатного месторождения Рожковское (доля КМГ – 50%) на Западе Казахстана.

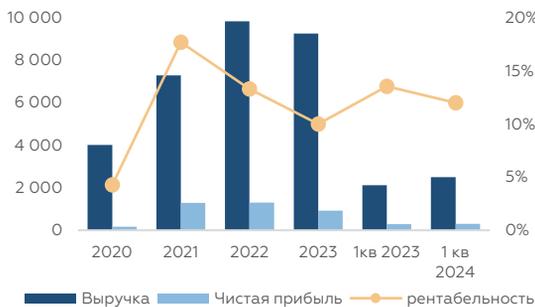
Общий объем магистральной и морской транспортировки нефти показал значительный рост на 14,2%, составив 21 541 тыс. тонн за 1 квартал 2024 года.

- ✓ Транспортировка нефти по магистральным трубопроводам увеличилась на 7,9%, достигнув 18 081 тыс. тонн, благодаря росту экспорта в Европу и увеличению транзита и отгрузок из порта Актау.
- ✓ Морская транспортировка нефти в отчетном периоде возросла на 65,2%, до 3 460 тыс. тонн, за счет увеличения объемов на Средиземном (нефтепровод Баку-Тбилиси-Джейхан) и Каспийском (маршруты Актау-Махачкала и Актау-Баку) морях.

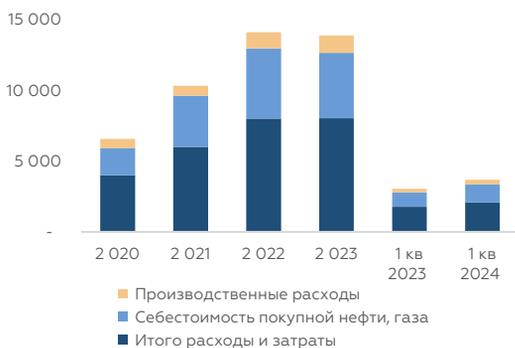
Операционные результаты за 1 кв 2024 г.

		Изменение, %
<b>Добыча нефти, тыс. тонн</b>	<b>6 064</b>	<b>+1,7%</b>
Операционные	3 495	+2,3%
Мегапроекты:	2 571	+1,0%
ТШО	1 500	+2,1%
Карачаганак	780	+3,5%
Кашаган	291	-1,7%
<b>Добыча газа, млн м³</b>	<b>2 522</b>	<b>+4,6%</b>
<b>Транспортировка нефти, тыс. тонн</b>	<b>21 541</b>	<b>+14,2%</b>
Трубопроводная	18 081	+7,9%
Морская	3 460	+65,2%
<b>Переработка нефти, тыс. тонн</b>		
АНПЗ	1 426	+1,2%
ПНХЗ	1 477	+0,8%
ПКОП	676	+5,0%
Caspi Bitum	43	-31,7%
<b>Итого НПЗ в Казахстане</b>	<b>3 622</b>	<b>+1,1%</b>
«Петромидия»	943	-26,2%
«Вега»	61	-19,9%
<b>Итого НПЗ в Румынии</b>	<b>1004</b>	<b>-25,9%</b>
<b>Всего</b>	<b>4 626</b>	<b>-6,3%</b>

Динамика выручки и прибыли, млрд. тенге



Динамика основных расходов, млрд. тенге



Источник: АО «НК «КазМунайГаз»

Общий объем переработки просел на -6,3% (до 4,6 млн тонн). Основное падение объемов произошло на румынских заводах **KMG International** (-25,9%) из-за позднего запуска установки мягкого гидрокрекинга на заводе Петромидия, а также остановки завода на капитальный ремонт с первой половины марта 2024 года.

**Казахстанские НПЗ** показали небольшой рост - переработка увеличилась на 1,1%, достигнув 3,6 млн тонн, в основном благодаря Шымкентскому заводу (ТОО «ПКОП»). В то же время на Caspi Bitum объемы снизились (-31,7%) из-за уменьшения заявок на битум.

**Стабильный рост доходности в сравнении с 1 кварталом 2023**

Выручка от основной деятельности КМГ в 1 квартале 2024 выросла на 18% до 2 227 млрд тенге благодаря увеличению объемов продажи нефти и росту средней цены марки Brent на 2,5% по сравнению с 1 кварталом 2023 года. Так максимальное значение стоимости нефти Brent с начала этого года достигало \$91 за баррель на фоне обострения конфликта на Ближнем Востоке. Помимо этого, если раньше казахстанский сорт нефти КЕВСО торговался с дисконтом к Brent, то с начала 2024 года его стоимость периодически даже превышала Brent на \$2-2,5 долл. В итоге, в первом квартале средняя цена нефти КЕВСО составила \$82,2 за баррель, в то время как Brent в среднем торговался за \$83,2 за баррель.

**Выручка от совместных и ассоциированных компаний** снизилась на 19,5% (до 154 млрд тенге). Это произошло в основном из-за снижения прибыли ТОО «Тенгизшевройл» («ТШО») на 41,3 млрд тенге в связи с увеличением амортизационных расходов, вызванных вводом в эксплуатацию новых объектов ПУУД/ПБР (Проект будущего расширения/Проект управления устьевым давлением).

**ЕБИТДА** Компании за отчетный квартал показала небольшое снижение до 548 млрд тенге (-0,4%) по сравнению с 1 кварталом 2023 года. При этом, ЕБИТДА, скорректированная с учетом дивидендов от совместных предприятий и ассоциированных компаний, а не их доли в доходах, достигла 449 млрд тенге, показав более динамичный рост на 25,1%, чем в прошлом году. Такая динамика скорректированного показателя ЕБИТДА вызвана тем, что ТОО «Тенгизшевройл» выплачивало дивиденды в разные периоды в отчетном периоде и в прошлом году.

По результатам первого квартала 2024 года **чистая прибыль** КМГ увеличилась в сравнении с соответствующим периодом 2023 года на 4,7% до 300 млрд тенге.

**Динамика расходной части**

Рост выручки на 18% был равнозначно нивелирован увеличением общих расходов. Так, себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов увеличилась на 22,7%, достигнув 1 266 млрд тенге, что в значительной степени обусловлено увеличением затрат по покупной нефти для перепродажи в связи с увеличением объема закупа, а также в связи с ростом средней цены на нефть.

В отчете Компании отмечается значительное увеличение производственных расходов на 26%, до 328 млрд тенге, главным образом из-за индексации зарплат производственного персонала (+18,7%) и роста транспортных расходов. Транспортные и коммерческие расходы выросли на 8,7% до 67 млрд тенге вследствие увеличения объемов реализации нефти КМГ International и включения нового актива Дунга в консолидацию.

**Комфортная долговая нагрузка**

На конец первого квартала 2024 года общий долг Компании достиг 3 971 млрд тенге, что на 5,7% больше по сравнению с концом 2023 года. Денежные средства показали меньший рост на 5,3%, достигнув 2 223 млрд тенге. В результате чистый долг увеличился на 6,2%, составив 1 748 млрд тенге на 31 марта 2024 года.

## Порядок определения размера дивидендов (помимо прочих факторов)

Дивиденды, % от свободного денежного потока	Чистый долг / EBITDA
Не менее 50 %	≤ 1,0
Не менее 40 %	1,0 - 1,5;
Не менее 30 %	1,5 - 2,0;
Будет определяться по решению Общего собрания акционеров	2,0<

Источник: АО «НК «КазМунайГаз»

## Выплата дивидендов

По итогам 2023 года рекомендованный Советом директоров КМГ и утвержденный на годовом общем собрании акционеров размер дивидендов составляет 300 млрд тенге (491,71 тенге на акцию) – это 30% от свободного денежного потока 2023 года. Дата выплаты дивидендов утверждена на 24 июня – их получают те инвесторы, кто был в списке акционеров на 29 мая 2024 года.

По новой дивидендной политике КМГ, которая действует с 2022 года, размер дивидендов может составлять от 30 до 50% от свободного денежного потока в зависимости от соотношения Чистый долг/EBITDA. При этом, согласно политике, показатель не является единственным фактором определяющим размер дивидендов – также учитываются цена на нефть, структура долга КМГ, капитальные затраты и иные существенные обстоятельства.

Чистый долг/EBITDA Компании за 2023 год был на уровне 0,8 и позволял направить на дивиденды до 50% от денежного потока, тем не менее, другие факторы, по видимому, сыграли на понижение коэффициента выплаты. В итоге, текущая дивидендная доходность КМГ составляет 3,7%. Несмотря на скромную доходность при благоприятных финансовых результатах, мы положительно оцениваем такой многофакторный подход в дивидендной политике, который позволяет Компании сохранять гибкость и направлять ресурсы на стратегические инициативы, обеспечивающие долгосрочный рост и устойчивость, учитывая при этом интересы акционеров, кредиторов и самой Компании.

## Оценка стоимости

Как упоминалось ранее, наш предыдущий прогноз по операционным показателям Компании - уровням добычи, транспортировки и переработки остается без изменений.

Что касается прогноза цен на нефть, заложенного в модель, мы приняли во внимание результаты последней встречи ОПЕК, прошедшей 2 июня текущего года, на которой помимо продления соглашения о сокращении добычи нефти на весь 2025 год было принято решение о постепенной отмене дополнительных ограничений. Такое решение, скорее всего, вызовет профицит топлива на мировом рынке в 2025 году и соответствующее снижение цен на нефть ниже \$80 за баррель. С учетом того, что заложенные нами в модель цены на нефть (сценарий НБРК) уже соответствуют такому прогнозу, наши ожидания по среднегодовой выручке КМГ остаются на уровне 9,8 млрд тенге.

Также, учитывая ожидаемый запуск новых объектов ПУУД/ПБР (Проект будущего расширения/Проект управления устьевым давлением) на ТШО и восстановление прежних объемов переработки на казахстанских и румынских НПЗ, мы сохраняем наш прежний прогноз по среднегодовому значению EBITDA на уровне 2,5 трлн тенге в год.

На фоне снижения базовой ставки на очередном заседании Комитета по ДКП НБРК от 31 мая текущего года до 14,50%, средневзвешенная стоимость капитала, используемая в оценке пересмотрена с 15,9% до 15,5%. Это не оказало значимого влияния на стоимость Компании.

В итоге наша оценка справедливой стоимости КМГ не изменилась и мы подтверждаем нашу целевую цену за одну акцию на уровне 13 153 тенге с рекомендацией «Держать».

## Прогнозные показатели

млрд тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	10 646	10 541	10 838	11 288	11 464	11 553
Себестоимость	4 820	5 004	5 257	5 508	5 651	5 712
<b>Валовая прибыль</b>	<b>5 826</b>	<b>5 537</b>	<b>5 581</b>	<b>5 780</b>	<b>5 813</b>	<b>5 841</b>
Рентабельность	54,7%	52,5%	51,5%	51,2%	50,7%	50,6%
Производств.	1 083	1 152	1 204	1 262	1 323	1 392
Расходы						
Расходы по транспортировке	269	289	306	322	338	353
ОАР	212	230	244	257	269	281
<b>EBITDA</b>	<b>3 038</b>	<b>2 573</b>	<b>2 476</b>	<b>2 533</b>	<b>2 428</b>	<b>2 305</b>
Рентабельность	28,5%	24,4%	22,8%	22,4%	21,2%	19,9%
Износ и амортизация	651	699	741	780	817	855
<b>EBIT</b>	<b>2 387</b>	<b>1 874</b>	<b>1 735</b>	<b>1 753</b>	<b>1 611</b>	<b>1 450</b>
Рентабельность	22,4%	17,8%	16,0%	15,5%	14,1%	12,5%
Финансовые доходы	143	143	144	144	144	144
Финансовые расходы	(322,1)	(322,1)	(322,1)	(322,1)	(322,1)	(322,1)
<b>EBT</b>	<b>2 669</b>	<b>2 021</b>	<b>1 796</b>	<b>1 721</b>	<b>1 655</b>	<b>1 495</b>
Рентабельность	25,1%	19,2%	16,6%	15,2%	14,4%	12,9%
Налог на прибыль	534	404	359	344	331	299
<b>Чистая прибыль</b>	<b>2 135</b>	<b>1 617</b>	<b>1 437</b>	<b>1 377</b>	<b>1 324</b>	<b>1 196</b>
Рентабельность	20,1%	15,3%	13,3%	12,2%	11,5%	10,4%
Капитальные затраты	749	742	760	787	798	789
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>1 943</b>	<b>1 507</b>	<b>1 483</b>	<b>1 522</b>	<b>1 399</b>	<b>1 245</b>

Источник: Прогнозы Skybridge Invest

**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 получают 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.