

Дата рекомендации	11.09.2024
Текущая цена, тг.	14 105
Целевая цена, тг.	14 885
Потенциал роста, %	5,5%

Финансовые результаты за 1П 2024 г.

Выручка, млрд тг.	4 764
Операционная прибыль, млрд тг.	750
EBITDA, млрд тг.	977
Чистая прибыль, млрд тг.	550
<hr/>	
Активы, млрд тг.	17 565
Обязательства, млрд тг.	6 954
Общий долг, млрд тг.	4 009
Капитал, млрд тг.	10 610
<hr/>	
ROA,%	2,4%
ROE,%	2,9%
EBITDA маржа, %	20,1%
P/E	8,6x
EV/ EBITDA	4,7x
Net debt/EBITDA	1,61x

Анализ полугодовой отчетности за 2024 год АО «НК «КазМунайГаз» (далее – «КМГ», «Компания») показал, что Компания, в целом, продемонстрировала рост основных финансовых показателей: общая выручка составила 4,8 трлн тенге (+6,9%), а чистая прибыль – 549 млрд тенге (+12,5%). Однако значение EBITDA сократилось до 977 млрд тенге (-12,4%) вследствие снижения в сегменте «Переработка» на 17,2%. Это снижение было вызвано поздним запуском установки мягкого гидрокрекинга на НПЗ «Петромидия» и его остановкой на плановый капитальный ремонт в марте текущего года.

Согласно нашему базовому сценарию, с учетом текущих данных и внешних факторов, цена на нефть марки Brent установится на уровне 85 долларов за баррель до конца текущего года. Мы также ожидаем, что дисконт на нефть марки КЕВСО останется минимальным. В результате, **мы повышаем ранее установленную целевую цену до уровня 14 885 тенге за акцию с рекомендацией «Держать», при потенциале роста в 5,5% относительно последней цены закрытия торгов.**

Благоприятные условия для роста выручки за 1 полугодие 2024 г.

В целом, объем добычи нефти, несмотря на незначительное снижение добычи на Тенгизе (-3,7% г/г), по итогам текущего полугодия составил 11 989 тыс тонн, что на 1,1% г/г превысило объем за аналогичный период прошлого года. Таким образом, общая выручка, которая в большей мере (55%) зависима от реализации сырой нефти и газа, сложилась на уровне 4,7 трлн тенге по итогам полугодия, что на +7% г/г выше результата за 1 полугодие 2023 года. Рост выручки в первую очередь связан с увеличением объема реализации нефти KMG International и ростом средней цены на нефть марки Brent на 5,5% за полугодие, а также отсутствием дисконта на нефть марки КЕВСО в первом полугодии.

При этом отмечается снижение объема переработки углеводородного сырья на -11,9% г/г (до 8,9 млн тонн), что привело к незначительному снижению выручки по данной услуге менее чем на 1% г/г. Причиной снижения явились плановые ремонтные работы на заводах Компании - на НПЗ «Петромидия» в Румынии и на ПКОП в Казахстане, а также сокращение производства на заводе Caspi Bitum из-за низкого спроса на битум со стороны дорожно-строительных компаний.

Незначительный рост себестоимости

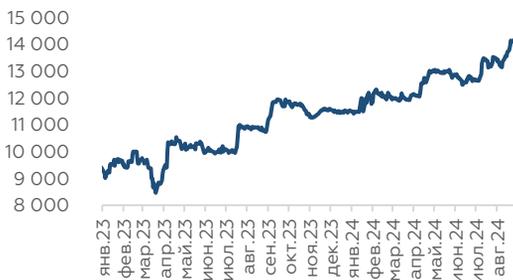
Себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов выросла на 8,2% до 2,3 трлн тенге за счет увеличения объема закупа нефти для перепродажи на 20% до 1,9 трлн тенге. При этом, валовая маржа за полугодие осталась неизменной на уровне 51%.

Производственные расходы показали рост на 8% до 638 млрд тенге в связи с индексацией заработных плат производственного персонала – статья выросла до 286 млрд тенге (+20%), что почти в три раза превзошло средний уровень инфляции в стране.

Снижение показателя EBITDA по итогу 1 полугодия 2024 года

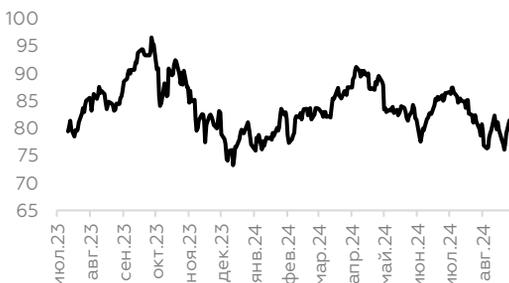
Снижение EBITDA на 12,4% в первом полугодии 2024 года произошло в основном из-за проблем в сегменте переработки. Основными факторами стали задержка запуска установки мягкого гидрокрекинга на заводе «Петромидия» и его остановка для капитального ремонта в марте 2024 года. Эти события привели к значительному сокращению объемов переработки на заводе. Как результат, уменьшился общий объем произведенных нефтепродуктов, что негативно сказалось на доходах Компании. В совокупности, эти факторы существенно снизили общий показатель EBITDA, а маржа EBITDA снизилась с 25% до 20,1%.

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



Рост чистой прибыли по итогу полугодия на 12,5% до 549 млрд тенге был обусловлен несколькими ключевыми факторами. Во-первых, этому способствовало получение большей выручки (+24%) благодаря росту объемов реализации нефти через KMG International и повышению средней цены на нефть марки Brent. Во-вторых, Компания получила больше процентного дохода от размещения временно свободных денежных средств. В-третьих, наблюдалось значительное увеличение дивидендов от совместных предприятий и ассоциированных компаний, в особенности от ТОО «Тенгизшевройл» и АО «Мангистаунайгаз». В итоге маржа чистой прибыли в первом полугодии 2024 года выросла с 10,9% до 11,5%.

Высокая кредитоспособность Компании подтверждается эффективным управлением долговыми инструментами, подкрепленным достаточным резервом денежных средств и устойчивым денежным потоком. Общий долг вырос на 6,7%, достигнув 4,0 трлн тенге в связи с увеличением купонной ставки по облигациям, выпущенным КМГ в пользу АО «Самрук-Қазына» в 2022 году. Чистый долг снизился на 4,4% до 1,5 трлн тенге благодаря увеличению денежных средств на 15,3%. Свободный денежный поток значительно увеличился на 178,7%, что свидетельствует о достаточности финансовых ресурсов для обслуживания долгов и инвестиций. Консолидированные денежные средства, включая депозиты, достигли 2,4 трлн тенге, обеспечивая высокий уровень ликвидности. 3 сентября 2024 года, после отчетной даты, Компания объявила о тендерном предложении по выкупу облигаций номиналом \$1 млрд со сроком погашения в 2027 году и ставкой 4,75%. По сообщению Компании, целью предложения является управление финансовыми обязательствами. Полный выкуп облигацией приведет к снижению общего долга Компании на 12%, до 3,5 трлн тенге, что, при прочих равных условиях, улучшит показатели долговой нагрузки и структуры капитала. Несмотря на использование денежных средств для выкупа, Компания обладает достаточным резервом ликвидных средств, что минимизирует влияние на ее ликвидность и не окажет значительного давления на краткосрочные финансовые обязательства. В целом, это может быть воспринято как положительный сигнал для инвесторов и кредиторов, так как улучшение структуры капитала повысит финансовую устойчивость Компании.

Оценка стоимости Компании

Учитывая текущие ограничения ОПЕК по добыче нефти, мы оставляем наш предыдущий прогноз по объемам добычи, в том числе предстоящее увеличение объемов добычи на Тенгизе со второго полугодия 2025 года до 12 млн тонн баррелей в год. При этом мы скорректировали прогноз цены на нефть марки Brent до 85 долларов за баррель к концу 2024 года. Учитывая, что в первом полугодии 2024 года средний дисконт для нефти марки KEBSCO по отношению к Brent был минимальным (\$0,3) или вовсе отсутствовал, мы исключили этот дисконт из прогнозов до конца 2029 года. Однако мы будем пересматривать этот дисконт в зависимости от рыночных и геополитических условий в мире.

В результате среднегодовая общая выручка Компании в прогнозном периоде составит 10,8 трлн тенге, что на 10,2% выше нашего предыдущего прогноза в 9,8 трлн тенге. При этом среднегодовое значение EBITDA останется на прежнем уровне 2,5 трлн тенге, с маржой в 23%. Также незначительно пересмотрены капитальные затраты Компании на 2025 год в связи с переносом запуска ПУУД/ПБР (Проект будущего расширения/Проект управления устьевым давлением) на ТШО. В результате среднегодовой показатель капитальных затрат составит 811 млрд тенге. В результате пересмотра допущений наша оценка справедливой стоимости КМГ незначительно повысилась до 14 885 тенге за одну акцию с сохранением рекомендации «Держать».

Прогнозы доходной и расходной статей, трлн тенге



трлн тенге	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	10,660	10,822	10,754	10,922	10,997	11,084
Себестоимость	(4,739)	(4,956)	(5,137)	(5,200)	(5,275)	(5,336)
Валовая прибыль	5,921	5,866	5,617	5,722	5,722	5,748
Рентабельность	55.5%	54.2%	52.2%	52.4%	52.0%	51.9%
Производств. Расходы	(1,083)	(1,152)	(1,204)	(1,262)	(1,323)	(1,392)
Расходы по транспортировке	(269)	(289)	(306)	(322)	(338)	(353)
ОАР	212	230	244	257	269	281
ЕБИТДА	3,133	2,902	2,511	2,476	2,337	2,212
Рентабельность	29.4%	26.8%	23.4%	22.7%	21.2%	20.0%
Износ и амортизация	424	553	682	812	771	807
ЕБИТ	2,709	2,349	1,829	1,664	1,565	1,405
Рентабельность	25.4%	21.7%	17.0%	15.2%	14.2%	12.7%
Финансовые доходы	143	143	144	144	144	144
Финансовые расходы	(322)	(322)	(322)	(322)	(322)	(322)
ЕВТ	2,709	2,349	1,829	1,664	1,565	1,405
Рентабельность	25.4%	21.7%	17.0%	15.2%	14.2%	12.7%
Налог на прибыль	250	250	250	250	250	250
Чистая прибыль	2,167	1,879	1,463	1,331	1,252	1,124
Рентабельность	20.3%	17.4%	13.6%	12.2%	11.4%	10.1%
Капитальные затраты	810	849	845	855	860	733
Чистый денежный поток	1,901	1,683	1,378	1,270	1,218	1,225

Источник: Анализ АО «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.