



Дата рекомендации	28.11.2023
Текущая цена, тг.	11 535
Целевая цена, тг.	12 106
Потенциал роста, %	5%

Финансовые результаты за 9М 2023 г.

Выручка, млрд тг.	6 087
Операционная прибыль, млрд тг.	5 799
EBITDA, млрд тг.	1 679
Чистая прибыль, млрд тг.	948

Активы, млрд тг.	17 600
Обязательства, млрд тг.	6 777
Общий долг, млрд тг.	4 114
Капитал, млрд тг.	10 714

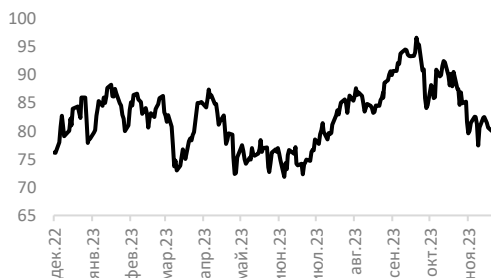
ROA, %	5,5%
ROE, %	9,2%
EBITDA маржа, %	27,6%
P/E	6,7x
EV/ EBITDA	5,6x
Total debt/EBITDA	2,4x

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



Источник: КазМунайГаз

Мы меняем нашу рекомендацию с «Покупать» на «Держать» по акциям АО НК «КазМунайГаз» (далее – Компания) с целевой ценой 12 106 тенге (в диапазоне 12 месяцев).

В первую очередь это вызвано тем, что с момента IPO в декабре прошлого года цена акций КазМунайГаз выросла на 37% от цены размещения в 8 406 тенге, тем самым за год обеспечив доходность выше нашей первой рекомендации с потенциалом +30% к цене размещения в течении 12 месяцев (на ноябрь 2022 года).

Также, Компания представила финансовые результаты своей деятельности за 9 месяцев 2023г по итогам которых наша текущая целевая цена снизилась на 2% до 12 106 тенге.

Несмотря на более сильные операционные данные и увеличение объемов реализации собственной произведенной нефти и газового конденсата выручка компании от продажи сырой нефти и газа за этот период снизилась на 10% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Снижение выручки Компании связано, в большей степени, со снижением средней цены на нефть марки Brent (- 22,2%).

Также отметим, что выручка Компании за 9 месяцев 2023 года в 6 087 млрд тенге ниже нашего ожидания в 6 639 млрд тенге на этот период.

Надежные операционные показатели

Общий объем добычи нефти и газового конденсата за 9 месяцев этого года увеличился на 9% по сравнению с аналогичным периодом 2022 года (до 17,6 млн. тонн, 483 тыс. барр. в сутки) за счет увеличения добычи на **мегапроектах Компании** на 28,3%.

Тем не менее, наблюдалось некоторое снижение добычи (менее, чем на 2%) на **операционных месторождениях** (до 10 млн. тонн, 267тыс. барр./сутки). Основной причиной явилась приостановка добычи на Озенмунайгазе, связанная с аварийными отключениями электроэнергии и ограничениями мощности со стороны Мангистауского атомного энергокомбината (МАЭК). В целом на зрелых месторождениях Компании наблюдается тренд на естественное падение объемов добычи.

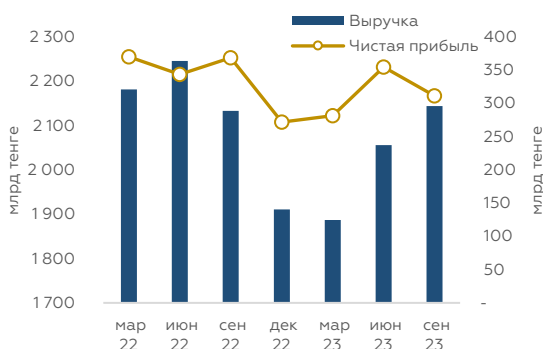
При этом, рост добычи отмечается на месторождении Эмбамунайгаз (+4,7%) вследствие успешных геолого-технических мероприятий на зрелых месторождениях и ввода в разработку Восточного крыла месторождения С. Нуржанова и Уз Северное. Также рост наблюдается на Мангистаумунайгазе (+1,7%) за счет опережающего внедрения методов повышения нефтеотдачи пластов.

Добыча газа на месторождениях Компании увеличилась на 17,9%, составив по итогу квартала 7 млрд. кубометра.

Общий объем **магистральной и морской транспортировки нефти** вырос на 7,8% до 59,3 млн. тонн за 9 месяцев 2023 года, в основном за счет увеличения транспортировки нефти АО "КазТрансОйл" с месторождений Кашаган по направлению Самара и в систему КТК, а также с месторождения Тенгиз по направлению порта Актау.

Транспортировка по **морским путям** выросла на 16% до 8 млн. тонн после восстановления транспортного маршрута через КТК по направлению порта Мидия (Румыния) через акваторию Черного моря.

Динамика выручки и прибыли, млрд. тенге



Операционные результаты за 9М 2023 г.

		Изменение, %
Добыча нефти, тыс. тонн	11 860	9,0%
Операционные	10 063	-1,9%
Мегапроекты:	7 445	28,3%
ТШО	4 339	0,9%
Карачаганак	805	4,8%
Кашаган	2 301	213,5%
Добыча газа, млн м³	17 508	17,9%

		Изменение, %
Транспортировка нефти, тыс. тонн	59 370	7,8%
Трубопроводная	51 370	6,6%
Морская	8 000	16,1%

		Изменение, %
Переработка нефти, тыс. тонн		
АНПЗ	4 367	4,8%
ПНХЗ	3 973	0,1%
ПКОП	2 082	-10,1%
Caspi Bitum	352	-2,5%
Итого НПЗ в Казахстане	10 774	-0,4%

«Петромидия»	3 840	0,6%
«Вега»	287	7,1%
Итого НПЗ в Румынии	4 127	1,0%
Всего	14 901	0,02%

Источник: КазМунайГаз

Общий объем переработки увеличился на 3 тыс тонн до 14,9 млн. тонн 9 месяцев текущего года. Переработка на **казахстанских НПЗ** незначительно уменьшилась (на 0,4% до 10,7 млн. тонн) из-за планово-предупредительных ремонтных работ на ПКОП. При этом рост объемов переработки на АНПЗ (+4,8%) за счет более надежной работы установки каталитического крекинга компенсировал снижение на ПКОП (-10,1%) и Caspi Bitum (-2,5).

Объем переработки на **румынских заводах** увеличился незначительно на 1,0 % (4,1 млн. тонн) из-за остановки работы завода Петромидия и проведения соответствующих восстановительных ремонтных работ на заводе.

Ухудшение показателей доходности

Снижение выручки

Выручка Компании от основной деятельности за 9 месяцев 2023 года снизилась на 10,2% до 6 087 млрд тенге в сравнении с аналогичным периодом 2022 года на фоне падения средней цены на нефть марки Brent на 22,2%. Доля в прибыли совместных предприятий и ассоциированных компаний уменьшилась на 27,4% и составила 565 млрд. тенге в результате уменьшения прибыли от ТОО «Тенгизшевройл» на 242 млрд. тенге.

ЕБИТДА сократилась на 16,8% до 1 680 млрд тенге.

Чистая прибыль Компании уменьшилась на 18,3% до 948 млрд тенге за отчетный период, что значительно ниже (-41%) наших ожиданий по чистой прибыли в 1 596 млрд тенге.

Стоит отметить, что поквартальная динамика выручки и чистой прибыли с начала 2023 года показывала уверенный рост, но этого роста оказалось недостаточно для превышения уровня трех кварталов предыдущего года.

Сокращение итоговых затрат

Снижение цен на нефть положительно отразилось на расходной части уменьшив себестоимость покупной нефти для Компании. В результате, совокупные расходы упали на 6,4% до 5 799 млрд тенге, несмотря на рост некоторых статей затрат.

Производственные расходы выросли на 4,7% до 865 млрд. тенге в связи с ростом затрат на заработные платы работникам в регионах присутствия в целом по КМГ (+21,2%) и расходов на вознаграждения по краткосрочной аренде (+64%).

Расходы по транспортировке и реализации составили 176 млрд. тенге, что выше показателя аналогичного периода 2022 года на 22%. Такое повышение обусловлено ростом объема реализации по KMG Kashagan B.V.

Также отмечается увеличение убытка от обесценения основных средств Компании до 200 млрд тенге, связанное с перерабатываемыми активами и некоторыми разведочными активами, по которым были получены отрицательные результаты бурения.

Прогнозные показатели

млрд тг.	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	9 568	9 951	10 364	10 634	10 443	10 465
EBITDA	2 967	2 981	3 064	3 209	2 608	2 481
FCF	1 541	1 745	1 807	1 932	1 548	1 398

Источник: Прогнозы Skybridge Invest

Увеличение капитальных затрат

Капитальные затраты Компании выросли почти вдвое на 52% до 494 млрд. тенге за счет увеличения затрат в сегментах «Транспортировка нефти» (+205%) и «Разведка и добыча» (+25%) преимущественно в связи с затратами на бурение скважин на Озенмунайгаз, Эмбамунайгаз, Карачаганак и на замену участка трубопроводов «Узень-Атырау-Самара» и реконструкцией и расширением магистрального водовода «Астрахань-Мангышлак».

Долговая нагрузка

Общий долг Компании в тенговом выражении снизился на 0,7% до 4 144 млрд тенге за счет полного досрочного погашения еврооблигаций на сумму 500 млн. долл. США со сроком погашения до 2025 года. При этом в течение 9 месяцев текущего года Компания в целях финансирования оборотного капитала привлекала синдицированный займ в размере \$290 млн (131 млрд тенге) и займ от Banque de Commerce et de Placements (BCP) на сумму \$63 млн (29 млрд тенге).

Чистый долг компании снизился на 2,8% до 2 084 млрд тенге. Так, валовый леверидж (общий долг на EBITDA), ранее составлявший 3,6х, снизился до 2,4х, что соответствует прогнозу Fitch ниже уровня 3х до 2027 года.

Стоит отметить, что на 30 сентября 2023 года портфель заимствований Компании на 78% деноминирован в долларах США.

Оценка стоимости

Мы пересмотрели оценку Компании в сторону понижения с учетом обновленных данных.

В частности, нами были заложены риски дальнейшего снижения цен на углеводороды. Были незначительно пересмотрены в сторону снижения объемы добычи на зрелых операционных месторождениях в связи с естественным последовательным падением уровня добычи. Также снижены объемы переработки нефти на ПКОП и Петормидия в связи с проводимыми ремонтными работами на указанных НПЗ.

Стоит отметить что, в долгосрочной перспективе положительным драйвером роста Компании является приобретение нефтеналивных танкеров «Taraz» и «Liwa» дедвейтом по 8 000 тонн для перевозки нефти по Каспийскому морю, что позволит покрыть обязательства по перевозке 750 тыс тонн нефти в год по маршруту Актау – Баку – Тбилиси – Джейхан. Усиление позиции Компании в сегменте Добычи подтверждается приобретением в октябре этого года 100% прав недропользования в проекте «Дунга», геологические запасы которого оцениваются в 106 млн тонн нефти и более 6 млрд м³ газа (не учтено в текущей оценке).

Средневзвешенная стоимость капитала WACC в наших расчетах была пересмотрена в сторону понижения до 16,02% (16,73%) в след за последним снижением базовой ставки НБРК до 15,75%.

В результате целевая стоимость акции АО НК «КазМунайГаз» снижена с 12 348 тенге до 12 106 тенге с потенциалом роста в 5% к текущей цене. Рекомендация «Держать».

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.