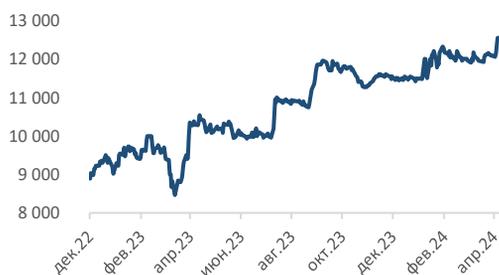


Дата рекомендации	30.04.2024
Текущая цена, тг.	13 026
Целевая цена, тг.	13 153
Потенциал роста, %	0%

Финансовые результаты за 2023 г.

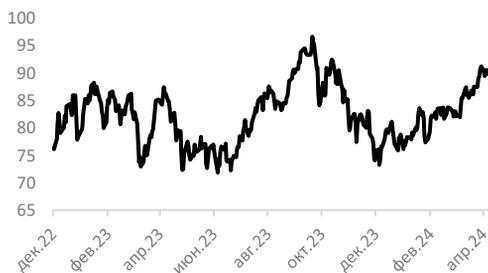
Выручка, млрд тг.	9 243
Операционная прибыль, млрд тг.	1 194
EBITDA, млрд тг.	1 995
Чистая прибыль, млрд тг.	924
Активы, млрд тг.	16 942
Обязательства, млрд тг.	6 548
Общий долг, млрд тг.	3 757
Капитал, млрд тг.	10 394
ROA, %	5,5%
ROE, %	9,1%
ROIC, %	6,0%
EBITDA маржа, %	23,9%
P/E	7,9x
EV/ EBITDA	4,7x
Total debt/EBITDA	1,9x

Изменение цены акции, тг.



Источник: KASE

Изменение цены на нефть Brent, \$.



Мы сохраняем нашу рекомендацию **«Держать»** по акциям АО НК «КазМунайГаз» (далее – Компания) с **целевой ценой 13 153 тенге**.

Компания представила аудированную консолидированную финансовую отчетность за 2023 год, с учетом которой нами была пересмотрена модель оценки. В результате обновления модели, целевая цена от ноября 2023 года (12 106 тенге) повышена на 8% до 13 153 тенге. Основными факторами повышения являются наши ожидания по нарастанию объема добычи на Тенгизском месторождении и восстановлению объемов переработки на НПЗ Компании, а также незначительное снижение ставки вознаграждения НБРК по кредитам банков для экономики Казахстана в январе 2024, которое, в свою очередь, отразилось на ставке дисконтирования в нашей модели. К сдерживающим дальнейший рост факторам мы относим высокую волатильность нефтяных котировок на фоне текущих геополитических условий, снижение выручки Компании в 2023 году, а также риски, связанные с остановкой приема нефти на Каспийском Трубопроводном Консорциуме (КТК).

По итогам года, выручка от продажи сырой нефти и газа за год снизилась на 4,3% по сравнению прошлым годом, несмотря на сильные операционные данные и увеличение объемов реализации собственной произведенной нефти и газового конденсата. Также отметим, что выручка за 2023 года в 9,2 трлн тенге оказалась ниже на 6% нашего ожидания в 8,8 трлн тенге на этот период.

При том, что наша обновленная целевая цена приближена к текущей рыночной, рекомендация **«Держать»** также подкреплена ожиданиями по дивидендной доходности. По итогам 2023 года соотношение Чистого долга к EBITDA Компании составило менее 1-го. Согласно дивидендной политике, такое соотношение предполагает выплату дивидендов в размере от 50% от свободного денежного потока, что соответствует дивиденду в размере от 806 тенге за акцию.

Надежные операционные показатели

Общий объем добычи нефти и газового конденсата за год увеличился на 6,9% по сравнению с аналогичным периодом 2022 года (до 23,5 млн. тонн. барр. в сутки) за счет увеличения добычи на **мегапроектах Компании** на 20,8%.

Основной причиной роста общего объема добычи Компании являлся проект **Кашаган**, где по итогу года было добыто 3 108 тыс. тон нефти (+121,8%). Рост в целом вызван увеличением доли КМГ в проекте в сентябре 2022 года, полный эффект от которого был получен в 2023 году. При этом понижение добычи на **Тенгизе** на -1,0% (до 5,7 млн тонн) обусловлено приостановкой приема нефти системы КТК во время технического обслуживания нефтепровода и остановкой работы морского терминала в конце 2023 года. Рост добычи на **Карачаганаке** +7,1% (1,0 млн тонн) связан с увеличением возможности приема сырого газа со стороны Оренбургского газоперерабатывающего завода.

Снижение добычи (на -1,5%) на **операционных месторождениях** (до 13 млн. тонн), связано с проблемами подачи электроэнергии со стороны Мангистауского атомного энергетического комбината (МАЗК), а также постепенным снижением добычи на зрелых месторождениях в результате естественного падения добычи.

Динамика **выручки и прибыли, млрд. тенге**



Добыча газа увеличилась на 14,8%, составив по итогу года 9,4 млрд. кубометра.

Общий объем **магистральной и морской транспортировки нефти** вырос на 7,6% до 80 млн. тонн., за счет увеличения экспорта по системе КазТрансОйла в направлении Германии, отгрузки нефти через порт Актау в направлении Баку-Тбилиси-Джейхан, а также увеличения сдачи нефти с Кашаганского месторождения в систему КТК.

Общий **объем переработки** просел на -1,5% (до 19 млн тонн). Переработка на **казахстанских НПЗ** незначительно уменьшилась (на 0,4% до 14,2 млн. тонн) из-за сокращения объема переработки на заводе ПКОП (Шымкентский нефтеперерабатывающий завод), вызванного проведением внепланового ремонта. При этом рост объемов переработки на АНПЗ (Атырауский нефтеперерабатывающий завод) частично нивелировал уменьшение переработки на ПКОП.

Объем переработки на **румынских заводах** уменьшился на 4,3% (до 5,4 млн. тонн) из-за проведения восстановительных работ на заводе Петромидия.

Ухудшение показателей доходности

Снижение **выручки от основной деятельности** на 4,3% до 8,3 трлн тенге непосредственно связано со снижением среднегодовой цены на нефть на -18,4% (\$82,64). В течение года наблюдалась высокая волатильность нефтяных котировок в диапазоне от \$75 до \$100 за баррелей на фоне снижения мирового спроса на нефть и эскалации конфликта на Ближнем Востоке. Так, согласно нашему прогнозу при стоимости нефти в среднем \$80 за баррель (ожидания Правительства, заложенные в бюджет 2024 года) среднее значение выручки от основной деятельности сложится на уровне 9,7 трлн тенге.

Выручка от совместных и ассоциированных компаний снизилась на 46,1% (до 534 млрд тенге), что оказалось ниже нашего прогнозного значения на -24,78%. Основное несоответствие факта с нашим прогнозом пришлось на проект ТШО (ТОО «Тенгизшевройл»), по которому фактическая выручка отстала от нашего прогнозного значения на -28,82%, составив 340 млрд тенге, что было связано с проблемами приема нефти на КТК во время планового технического обслуживания нефтепровода и остановкой работы по причине неблагоприятных метеоусловий в конце 2023 года. При этом учитывая потенциал месторождения и планы по запуску ПБР/ПУУД (проект будущего расширения/проект управления устьевым давлением) в 2025 году (ранее планировался к запуску в 2022 году) в нашей модели мы сохраняем наш прежний прогноз по объему добычи на Мегaproектах на уровне 9,9 млн тонн в год, так в итоге среднее значение выручки от совместных и ассоциированных компании составит 600 млрд тенге в год.

ЕВITDA за 2023 год сократилась на -21,4%, что на -32,78% ниже нашего прогнозного значения в 2,97 трлн тенге, что связано со снижением в сегменте Разведка и добыча нефти и газа на 21,9% из-за уменьшения средней цены на нефть. Таким образом согласно нашей текущей модели прогнозное значение EBITDA сложится в среднем на уровне 2,5 трлн тенге в год. В итоге согласно нашему прогнозу соотношение общего долга на EBITDA останется на уровне 1,55x, а чистого долга на уровне ниже 1,0x.

Чистая прибыль уменьшилась в сравнении с 2022 годом на 29,2% и составила 924 млрд тенге, что значительно отстает от нашего прогнозного значения почти на 36%.

Операционные результаты за 2023 г.

		Изменение, %
Добыча нефти, тыс. тонн	23 532	+6,9%
Операционные	13 559	-1,5%
Мегaproекты:	9 973	+20,8%
ТШО	5 779	-1,0%
Карачаганак	1 086	+7,1%
Кашаган	3 108	+121,8%
Добыча газа, млн м³	17 508	17,9%
Транспортировка нефти, тыс. тонн	80 359	+7,6%
Трубопроводная	69 581	+6,5%
Морская	10 778	+15,4%
Переработка нефти, тыс. тонн		
АНПЗ	5 475	+4,8%
ПНХЗ	5 434	-0,9%
ПКОП	2 870	-7,5%
Caspi Bitum	427	-7,4%
Итого НПЗ в Казахстане	14 206	-0,4%
«Петромидия»	5 012	-4,7%
«Вега»	374	+0,4%
Итого НПЗ в Румынии	5 386	-4,3%
Всего	19 593	-1,5%

Источник: КазМунайГаз

Сокращение итоговых затрат

Снижение выручки было нивелировано снижением **себестоимости покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов** на - 6,8% (до 4,6 трлн тенге) на фоне снижения стоимости нефти для переработки. Ссылаясь на исторический тренд и снижение объемов переработки на -1,5% в ближайшее время, до завершения ремонтных и восстановительных работ на Шымкентском НПЗ и румынском НПЗ Петромидия, запланированных к завершению до конца 2024 года, прогнозное среднегодовое значение себестоимости согласно нашей модели сложится на уровне 5,4 трлн тенге.

Производственные расходы сложились выше нашего прогнозного показателя на 12% за счет увеличения расходов по заработной плате в связи с их индексацией, а также за счет увеличения транспортных расходов и расходов по краткосрочной аренде. Так, на фоне высоких инфляционных колебаний и постепенного увеличения количества работников, производственные расходы на прогнозный период повышены до 1,3 млрд тенге в год.

Вместе с тем, учитывая инфляционное давление и сохранение высокой базовой ставки были пересмотрены в сторону повышения **общие и административные расходы** в части увеличения расходов по заработной плате до среднегодового значения в 255 млн тенге, что почти на 10% выше нашего предыдущего ноябрьского прогноза.

Увеличение капитальных затрат

Капитальные затраты превзошли наши ожидания на +17%, составив 804 млрд тенге. Так, учитывая риск удорожания запланированных Компанией проектов по расширению ТШО и проведения соответствующих ремонтных работ на НПЗ, мы прогнозируем капитальные затраты на уровне 775 млрд тенге, что составляет в среднем 5-6% от общей выручки. В целом наши опасения связаны со стабильным снижением объемов добычи на зрелых операционных активах, что в свою очередь может повлиять на соответствующие капитальные затраты для поддержания производства на них, а также разработку новых проектов.

Свободный денежный поток сложился на уровне 984 млрд тенге, что почти на 36% ниже нашего прогнозного значения вследствие высоких капитальных затрат и низкой выручки. Таким образом, наш прогноз предполагает, что Компания сохранит положительный свободный денежный поток на уровне 1,5 млрд тенге в среднем в год, несмотря на значительные капитальные затраты и выплаты дивидендов в соответствии с новой дивидендной политикой.

Дивиденды

По дивидендной политике Компании, размер дивидендов устанавливается исходя из соотношения Чистого долга к EBITDA. По итогам 2023 года этот показатель сложился на уровне меньше 1-го (0,82x). Это говорит о том, что общая сумма выплат должна составить не менее 50% свободного денежного потока Компании, что соответствует сумме от 492 млрд тенге (от 806 тенге за акцию).

Согласно нашему прогнозу, Компания сохранит показатель соотношения Чистого долга к EBITDA на уровне ниже 1-го до конца прогнозного периода. Следовательно, мы и в дальнейшем ожидаем размер выплат на уровне от 50% от свободного денежного потока.

Порядок определения размера дивидендов АО НК «КазМунайГаз»

Размер дивиденда, % от свободного денежного потока	Чистый долг к EBITDA
Не менее 50%	Менее или равно 1
Не менее 40%	Более 1 но менее или равно 1,5
Не менее 30%	Более 1,5 но менее или равно 2
Определяется по решению Общего собрания акционеров	Более 2-х

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
Валовая прибыль	5 826	5 537	5 581	5 780	5 813	5 841
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
Чистая прибыль	2 091	1 618	1 437	1 377	1 324	1 197
Износ и амортизация	651	699	741	780	817	855
ЕБИТДА	3 038	2 573	2 476	2 533	2 428	2 305
Капитальные затраты	749	742	760	787	798	789
Чистый денежный поток	1 943	1 507	1 483	1 522	1 399	1 245

Источник: Прогнозы Skybridge Invest

Оценка стоимости

Пересчет ставки дисконтирования с 16,02% до 15,63%, обусловлен снижением ставки вознаграждения НБРК по кредитам банков для экономики Казахстана в январе 2024 и сохранением базовой ставки на уровне 14,75% годовых на крайнем заседании Комитета по ДКП от апреля 2024 года.

Терминальный рост Компании был приравнен среднему росту ВВП страны 4,78% в год до конца 2026 года согласно Макроэкономическому опросу НБРК от 4 апреля 2023 года.

В итоге наша целевая цена за одну акцию сложилась на уровне **13 153 тенге**, что также соответствует текущей цене за акцию на рынке. **Рекомендуем «Держать»** акции Компании в связи с потенциальной дивидендной доходностью от 6% (к последней цене) и текущей неопределённостью в глобальной геополитической обстановке, что, непосредственно, оказывает влияние на цены на нефть и финансовый профиль Компании, несмотря на стабильные операционные результаты.

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.