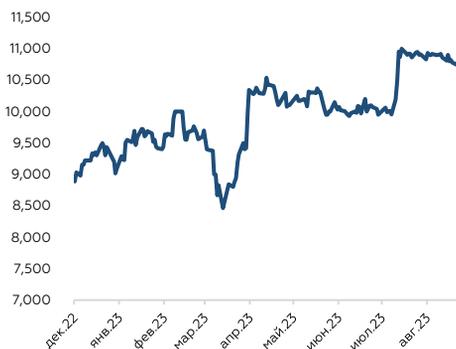


Дата рекомендации	04.09.2023
Текущая цена, тг.	11 200
Целевая цена, тг.	12 348
Потенциал роста, %	10%

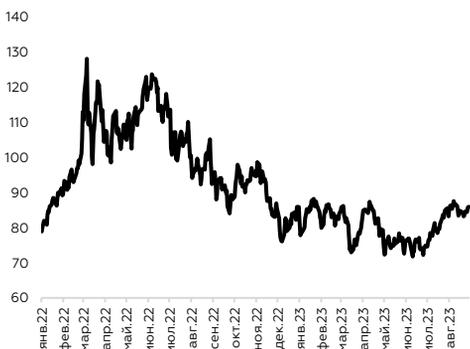
Финансовые результаты за 1 П 2023 г.

Выручка, млрд тг.	3 942
Операционная прибыль, млрд тг.	4 456
EBITDA, млрд тг.	1 116
Чистая прибыль, млрд тг.	492
Активы, млрд тг.	16 426
Обязательства, млрд тг.	6 508
Общий долг, млрд тг.	3 977
Капитал, млрд тг.	9 917
ROA, %	2,99%
ROE, %	4,96%
EBITDA маржа, %	28%
P/E	6,39x
EV/ EBITDA	5,68x
Total debt/EBITDA	3,6x

Изменение цены акции, тг.



Изменение цены на нефть Brent, \$.



Источник: КазМунайГаз

Мы сохраняем рекомендацию «**Покупать**» по акциям АО НК «КазМунайГаз» (далее – Компания) с целевой ценой 12 348 тенге (в диапазоне 12 месяцев).

Компания представила результаты своей деятельности за 1 полугодие 2023г. Мы отмечаем, что снижение выручки Компании по сравнению с аналогичным периодом прошлого года связано, в большей степени, со снижением средней цены на нефть марки Brent (на 26,2%). При этом, диверсифицированность бизнеса, высокий запас ликвидности, расширение добывающих активов Компании за счет увеличения капитальных затрат направленных на будущий рост, а также нацеленность Компании на усиление экспортных маршрутов (покупка танкеров для транспортировки нефти через Каспийское и Черное моря), позволят Компании нивелировать волатильность мировых цен на нефть и геополитический риск срыва экспорта через российский порт Новороссийск.

Улучшение операционных показателей

Общий объем добычи нефти и газового конденсата увеличился на 10% по сравнению с аналогичным периодом 2022 года (до 11,9 млн. тонн, 494 тыс. барр. в сутки) за счет увеличения добычи на мегапроектах Компании на 26,1%.

- Значительно выросла доля Компании в объеме добычи нефти на **Кашагане** на 155% до 1,5 млн. тонн (67 тыс. барр. в сутки) за счет увеличения доли Компании на месторождении с 8,44% до 16,88% в результате завершения сделки по обратному выкупу доли 50% «КМГ Кашаган Б.В.» у АО «Самрук-Қазына» в 2022 году. Также рост добычи связан с проведением плановых капитальных ремонтных работ на морских и наземных комплексах и запуском модернизированных 2-х компрессоров закачки сырого газа.
- Незначительный рост добычи на **Тенгизе** на 114 тыс. тонн (до 2,9 млн. тонн, 131 тыс. барр. в сутки) связан с изменениями в плановых показателях Компании по добыче, ввиду остановки приема нефти на КТК и последующей прокачки в резервуарный парк морского терминала КТК в феврале 2023 года. Так, на момент проведения ремонтных работ на месторождении, ежедневная добыча нефти снизилась на 8,3 тыс. тонн по сравнению со среднесуточным показателем, при том, что согласно МинЭнерго в начале года нефтедобыча на месторождении опережала план на 2%.
- Добыча нефти на месторождении **Карачаганак** осталась неизменной на уровне 549 тыс тонн (24 тыс. барр. в сутки). При этом добыча газа на месторождении увеличилась на 5,6% увеличения составила 1 109 млн кубометра, в следствии газового фактора на разрабатываемом месторождении.

Рост добычи на **операционных месторождениях** составил менее 1% (6,8 млн. тонн, 272 тыс. барр./сутки). Рост произошел на месторождениях Эмбаунайгаз (+4,6%) и Мангистаунайгаз (+4,3%) за счет успешно проведенных геолого-технических мероприятий по бурению, капитальному ремонту скважин и гидравлическому разрыву пласта.

При этом, уменьшение уровня добычи отмечается на месторождении Казгермунай (-3,8%) в связи с естественным падением добычи из-за зрелости месторождения.

Динамика выручки и прибыли, млрд.



Операционные результаты за 1 П 2023 г.

		Изменение, %
Добыча нефти, тыс. тонн	11 860	10,1%
Операционные	6 794	0,6%
Мегапроекты:	5 066	26,1%
ТШО	2 981	4,0%
Карачаганак	549	0,0%
Кашаган	1 536	155,6%
Добыча газа, млн м³	4 789	16,5%
Транспортировка нефти, тыс. тонн	39 309	5,8%
Трубопроводная	34 074	4,9%
Морская	5 235	12,0%
Переработка нефти, тыс. тонн		
АНПЗ	2 881	7,5%
ПНХЗ	2 772	-2,4%
ПКОП	1 380	-9,1%
Caspi Bitum	201	-4,7%
Итого НПЗ в Казахстане	7 234	-0,2%
«Петромидия»	2 681	16,1%
«Вега»	193	18,4%
Итого НПЗ в Румынии	2 874	16,2%
Всего	10 109	4,0%

Источник: КазМунайГаз

Добыча газа на операционных месторождениях и Мегапроектах Компании увеличилась на 16,5%, составив по итогу полугодия 4,8 млрд. кубометра.

Общий объем магистральной и морской транспортировки нефти вырос на 5,8% до 39,3 млн. тонн за 1 полугодие 2023 года. Так, объем транспортировки нефти по **магистральным путям** увеличился на 4,9% до 34 млн. тонн 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 12% до 5,2 млн. тонн после восстановления транспортного маршрута через КТК по направлению порта Мидия (Румыния) через акваторию Черного моря.

Общий объем переработки увеличился на 4% до 10,1 млн. тонн за полугодие. Переработка на **казахстанских НПЗ** незначительно уменьшилась на 0,2% до 7,2 млн. тонн из-за планово-предупредительных ремонтных работ на НПЗ. При этом значительное снижение на ПКОП (-9,1%), Caspi Bitum (-4,7%), ПНХЗ (-2,4%) было компенсировано увеличением объемов переработки на 200 тыс. тонн на АНПЗ.

Объем переработки на **румынских заводах** увеличился на 16% (2,8 млн. тонн) из-за увеличения спроса на нефтепродукты, вызванное длительной остановкой завода Петромидия на плановый ремонт в прошлом году.

Ухудшение финансовых показателей

Снижение выручки

Выручка Компании от основной деятельности снизилась на 15% до 3 943 млрд тенге, EBITDA сократился на 20% до 1 116 млрд тенге за счет снижения цены на нефть марки Brent в среднем на 26%. Так, EBITDA маржа компании снизилась на 2%, составив 28%.

Доля в прибыли совместных предприятий и ассоциированных компаний уменьшилась на 27% и составила 400 млрд. тенге в результате уменьшения прибыли от ТОО «Тенгизшевройл» на 138 млрд. тенге.

Чистая прибыль Компании уменьшилась на 36,6% до 492 млрд тенге за отчетный период.

Снижение расходов

Итоговые расходы Компании снизились на 11% до 3 808 млрд. тенге за счет снижения себестоимости покупной нефти на 23,3% до 2 162 млрд. в связи с понижением средней цены на нефть.

Производственные расходы выросли на 20% до 590 млрд. тенге в связи с ростом затрат на заработные платы работникам в регионах присутствия в целом по КМГ (+25%) и расходов на вознаграждения по краткосрочной аренде (+81%).

Расходы по транспортировке и реализации составили 120 млрд. тенге, что выше показателя аналогичного периода 2022 года на 22%. Такое повышение обусловлено увеличением объема реализации нефтепродуктов на румынских НПЗ, а также увеличением объема реализации по КМГ Kashagan B.V.

Налоги, кроме подоходного налога, сократились на 11%, составив 282 млрд. тенге, преимущественно из-за уменьшения расходов на рентный налог на экспорт нефти и на налог на добычу полезных ископаемых в следствие снижения мировых цен на нефть.

Прогнозные показатели

млрд тг.	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	9 813	10 221	10 734	11 029	10 694	10 716
ЕБИТДА	2 974	3 086	3 264	3 288	2 675	2 552
FCF	1 552	1 817	1 949	1 994	1 601	1 453

Источник: Прогнозы Skybridge Invest

Увеличение капитальных затрат

Капитальные затраты Компании выросли почти вдвое на 58% до 301 млрд. тенге за счет увеличения затрат в сегменте «Транспортировка нефти» (+128%) на замену участка трубопроводов «Узень-Атырау-Самара» и реконструкцией и расширением магистрального водовода «Астрахань-Мангышлак». А также отмечен рост затрат в сегменте «Разведка и добыча нефти и газа» на 37% на бурение скважин на месторождениях Карачаганак, Озенмунайгаз и Эмбамунайгаз.

Ухудшение кредитоспособности

Общий долг Компании снизился на 4% до 3 977 млрд. тенге, за счет полного досрочного погашения еврооблигаций на сумму 500 млн. долл. США со сроком погашения до 2025 года. При этом, за счет снижения доходной части Компании, отмечаем снижение покрытия чистого долга доходом от операционной деятельности (FFO) Компании до 25%, ранее составлявший 37%. При этом согласно прогнозам рейтингового агентства S&P Ratings данный показатель к концу текущего года должен был быть на уровне 45% - 50% за счет увеличения дохода от ТШО, несмотря на заложенные ожидания по снижению цены на нефть. В итоге, валовый леверидж (общий долг на ЕБИТДА) составил 3,6х, в то время как Fitch прогнозировал данный показатель на уровне ниже 3х до 2027 года с учетом рисков, связанных с экспортными маршрутами Компании через территорию России.

Пересмотр кредитного рейтинга

Повышение кредитного рейтинга

22 июня 2023 года рейтинговое агентство Fitch повысило кредитный рейтинг с «BBB-» до «BBB», прогноз «стабильный», на фоне повышения рейтинга самостоятельной кредитоспособности. Так, рейтинг Компании приравнен к суверенному рейтингу Казахстана.

Дополнительно отметим, что одним из ключевых условий Fitch по пересмотру рейтинга в сторону понижения является повышение валового левериджа (общий долг на ЕБИТДА) до уровня 4,0х (текущий 3,6х) на продолжительной основе.

Оценка

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

Компания уточнила сроки ввода в эксплуатацию (предположительно в середине 2024 года) объектов Проекта управления устьевым давлением / проекта будущего расширения (ПУУД), в результате чего в прогнозе на 2025 год был заложен рост объема добычи на месторождении Тенгиз на 12 млн. тонн в год. При этом пересмотрены в сторону снижения объемы добычи на операционных месторождениях, объёмы переработки нефти на АНПЗ в связи с участвовавшими аварийными отключениями электроэнергии со стороны МАЭК. Скорректированы прогнозные объёмы переработки на НПЗ Петромидия из-за возгорания (21 июня 2023 года) и последующего отключения установки легкого гидрокрекинга на НПЗ. Так запуск установки запланирован осенью текущего года. Вместе с тем, нами были скорректированы суммы капитальных затрат (в среднем 732 млрд. тенге) в сторону увеличения ввиду диверсификации Компании в нефтехимический сегмент, потенциального расширения добывающих активов и новых инвестиций в текущие сегменты бизнеса.

В нашей модели оценки мы использовали WACC 16,73%, нами заложен базовый сценарий цен на нефть марки Brent согласно прогнозным данным НБРК.

В результате целевая стоимость акции составила 12 348 тенге, что указывает на потенциал роста в 10% к текущей цене.

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.