

Результаты за 2021 г.

30 марта 2022 г.

Выпуски облигаций

	Цена	YTM	Объем в обращении, USD млн
USD KMGZe13 4.750% 'апр-25	96.5	6.0%	500
USD KMGZe11 4.750% 'апр-27	95.0	5.9%	1 000
USD KMGZe14 5.375% 'апр-30	94.1	6.3%	1 250
USD KMGZe16 3.50% 'апр-33	80.0	6.0%	750
USD KMGZe12 5.750% 'апр-47	84.1	7.1%	1 250
USD KMGZe15 6.375% 'окт-48	91.3	7.1%	1 500

Основные акционеры

Самрук-Казына	90%
НБРК	10%

Рейтинги

	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB	негатив.	02 дек 21
Moody's	Baa2	стабиль.	30 дек 21
Fitch	BBB-	стабиль.	21 сен 21

Фин. показатели (млрд ₸)	2019	2020	2021
Доходы	6 859	4 556	5 839
Операционная прибыль	607	9	425
ЕБИТДА	1 963	1 151	1 609
Прибыль за период	1 158	172	1 197

Активы

Ден. средства и экв.	1 476	1 485	1 542
Текущие активы, вкл ДС и экв.	2 632	2 430	3 106
Долгосрочные активы	11 442	12 177	10 546

Обязательства

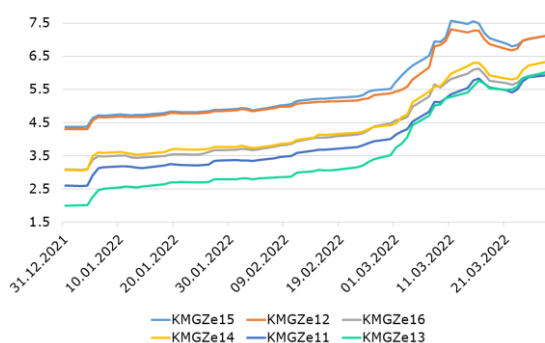
Текущие обязательства	1 438	1 333	1 372
Долгосрочные обязательства	4 447	4 683	4 121
Долг	3 838	4 078	3 746
Капитал	8 197	8 637	8 159

Динамика АППГ	2019	2020	2021
Доходы	-2%	-34%	28%
Операционная прибыль	9%	-99%	4686%
ЕБИТДА	15%	-41%	40%
Прибыль за период	67%	-85%	597%

Коэффициенты	2019	2020	2021
Операционная маржа	9%	0.2%	7.3%
Маржа чистой прибыли	17%	4%	21%
Долг/ЕБИТДА (x)	2.0	3.5	1.7
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.2	2.3	1.0
Долг/Капитал (x)	0.5	0.5	0.5
ROA	8%	1%	12%
ROE	14%	2%	20%

Источник: данные Компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Динамика доходности облигаций, %



Мы рекомендуем Покупать еврооблигации НК КМГ.

Рыночная стоимость еврооблигаций НК КМГ с начала текущего года значительно снизилась – в среднем на 31% по облигациям с погашением в 2047-2048 гг. и на 20% по облигациям с погашением в 2027-2033 гг. Мы считаем, что текущее снижение рыночных цен представляет хорошую возможность для покупки данных облигаций.

Общая сумма долга компании за последние годы значительно снизилась и составляет \$8.7 млрд. При этом, поскольку компания имеет на своем балансе денежные средства и их эквиваленты на сумму \$3.6 млрд, сумма чистого долга составляет порядка \$5 млрд.

По итогам 2021 года чистая прибыль КМГ составила \$2.8 млрд при средней цене на нефть \$71 за баррель. В этом году цены на нефть находятся на более высоких уровнях, что позволяет ожидать дополнительного существенного роста прибыли. Учитывая значительное снижение стоимости облигаций и наличие существенного объема ликвидности у компании, мы не исключаем того, что компания осуществит выкуп части своих долговых обязательств.

Слабые производственные результаты за 2021 г. под влиянием ограничений ОПЕК+. Объем добычи нефти и газового конденсата за 2021 г. незначительно снизился на 0.5% г/г, составив 21.7 млн тонн. Наибольшее снижение наблюдалось на месторождении Карачаганак (-5.5% г/г), Эмбамунайгаз (-3% г/г) и Мангистаумунайгаз (-1.1% г/г). При этом добыча возросла на Кашагане на 7.3% г/г и на Тенгизе на 0.4% г/г.

Снижение объемов добычи нефти и газового конденсата связано с несколькими причинами. Прежде всего со взятыми обязательствами в рамках соглашения ОПЕК+. Также снижение объемов добычи нефти и газового конденсата связано с остановкой отдельных скважин для проведения ремонтных работ и устранения неполадок в системе окисления-восстановления жидкости на месторождениях Эмбамунайгаз. Кроме того, происходит естественное падение добычи на зрелых месторождениях.

Объем транспортировки нефти увеличился на 1.9% г/г, до 74.6 млн тонн, а объем транспортировки газа снизился на 5.5% г/г, до 81 851 м³. Увеличение объемов транспортировки нефти прежде всего приходится на Казахстанско-Китайский Трубопровод и Каспийский Трубопроводный Консорциум, на 9.6% г/г и 2.9% г/г соответственно. Снижение объемов транспортировки нефти наблюдалось по системе трубопроводов КазТрансОйл на 2.5% г/г.

Финансовые результаты за 2021 г.: существенный рост после провала 2020 г. Общая выручка, с учетом всех прочих доходов, НК КазМунайГаз выросла на 68% г/г, составив 6.7 трлн тенге. Выручка от основной деятельности увеличилась на 61% г/г, до уровня 5.8 трлн тенге. На рост выручки прежде всего оказал влияние рост стоимости нефти марки Brent на 69.5% г/г, а также увеличение объемов трейдинга нефти КМГ International N.V. (KMG I). Помимо этого, увеличение выручки в тенге обусловлено снижением среднегодового валютного курса тенге к доллару США на 3%. Прирост выручки мог бы быть еще более значительным, если бы не ограничения на добычу в рамках соглашения ОПЕК+.

При этом расходы компании возросли на 41% г/г, составив 5.7 трлн тенге. Значительнее всего возросли затраты, связанные с себестоимостью покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов, на 89% г/г до 3.6 трлн тенге. Увеличение себестоимости связано с ростом средней цены на нефть и ослаблением среднегодового курса тенге к доллару США. Также значительно выросли выплаты по налогам, кроме подоходного налога, на 69% г/г, до 429 млн тенге, в результате увеличения выплат по рентному налогу, по экспортной таможенной пошлине и НДС вследствие увеличения цены на нефть.

Показатель EBITDA составил 1.6 трлн тенге, с приростом 98.6% г/г. Росту показателя EBITDA способствовал рост в сегментах «Разведка и добыча нефти и газа» и «Корпоративный центр». Чистая прибыль НК КазМунайГаз увеличилась в 6 раз, с 172 млрд тенге, до 1.2 трлн тенге. Рост прибыли обусловлен ростом средней цены на нефть, ростом выручки и доходов, относящихся к доле в прибыли совместных предприятий и ассоциированных компаний, а также отсутствием существенного обесценения основных средств за 2021 год.

Высокие цены на нефть и дальнейший рост прибыли позволит рассмотреть досрочный выкуп облигаций. По итогам 2021 г. чистый долг компании составил примерно \$5 млрд, а чистая прибыль \$2.8 млрд. Покрытие чистого долга чистой прибылью возросло с 7% в 2020 г. до 55% в 2021 г. При этом средняя цена на нефть марки Brent в 2021 г. составила \$71 за баррель. С учетом роста цен на нефть (+37% с начала года), а также прогноза по цене на нефть марки Brent на 2022 г. на уровне \$88.27 за баррель, можно ожидать дальнейшее увеличение прибыльности компании и укрепление ее финансовой устойчивости. Также положительно повлияет ожидаемое полное снятие ограничений на добычу нефти в рамках соглашения ОПЕК+ в сентябре 2022 г. Это позволит НК КазМунайГаз без затруднений обслуживать свои долговые обязательства. В данных благоприятных условиях менеджмент НК КазМунайГаз может рассмотреть выкуп своих еврооблигаций.

Риск влияния санкций против России и эмбарго российской нефти не должны повлиять на Казахстан. С начала года цены на облигации НК КазМунайГаз снизились примерно на 30%. В результате январских событий в Казахстане цены на облигации НК КазМунайГаз скорректировались примерно на 15%. Рост политических рисков и санкции против РФ вызвали дополнительное снижение цен на облигации с конца февраля еще примерно на 18%. В целом падение стоимости облигаций сопоставимо с апрелем 2020 года на пике пандемии коронавируса (Рис.1). Риски для НК КазМунайГаз связаны с тем, что добываемая нефть в Казахстане экспортируется через систему трубопроводов КТК и Атырау-Самара вместе с российской, что может привести к проблемам при ее продаже. Однако Казначейство США заявляет, что запрет на импорт нефти из России не касается нефти из Казахстана, хотя и могут возникнуть временные процедурные трудности по определению механизма условного разграничения казахстанской и российской нефти в точках отгрузки.

В случае быстрой ликвидации аварии на КТК, влияние на НК КМГ не будет существенными. 20 марта в результате шторма были повреждены два выносных причальных устройства (ВПУ-2 и ВПУ-3) Каспийского Трубопроводного Консорциума (КТК). В данный момент на КТК работает ВПУ-1 (один из трех) тогда как для штатной работы необходима работа как минимум двух ВПУ. По заявлениям министра энергетики РК Болата Аччулакова, ремонт остальных двух ВПУ может занять три-четыре недели. В данный момент нефть от грузоотправителей принимается в систему нефтепроводов на минимальных режимах прокачки в связи с запыленностью резервуарных парков и невозможностью одновременной работы в двух ВПУ на морском терминале.

В течение времени, необходимого на ликвидацию аварии, экспорт нефти по КТК будет ограничен. Однако, по заявлениям НК КазМунайГаз, в случае ограничений прокачки нефти по системе КТК, добываемую нефть, предназначенную на экспорт, в полном объеме можно будет пустить по другим транспортным маршрутам. При этом данное решение может привести к увеличению цены транспортировки, и смешению казахстанской нефти марки CPC Blend crude с российской нефтью марки Urals, которая имеет ниже рыночную стоимость и несет в себе санкционные риски.

На месторождениях Тенгиз и Карачаганак зафиксировано снижение добычи нефти (на 37% и 11% соответственно), по сравнению со средними показателями в течение месяца до аварии. Однако, по заявлениям Министерства энергетики РК, данное снижение будет учитываться в рамках сделки ОПЕК+. Соответственно, снижение добычи на данных месторождениях сейчас может быть компенсировано расширением добычи после ликвидации аварии.

По нашему мнению, в случае ликвидации аварии в заявленные сроки и возобновления работы хотя бы еще одного ВПУ, данная ситуация не окажет существенного влияния на финансовую устойчивость компании.

Рис. 1. Динамика цены облигаций, \$

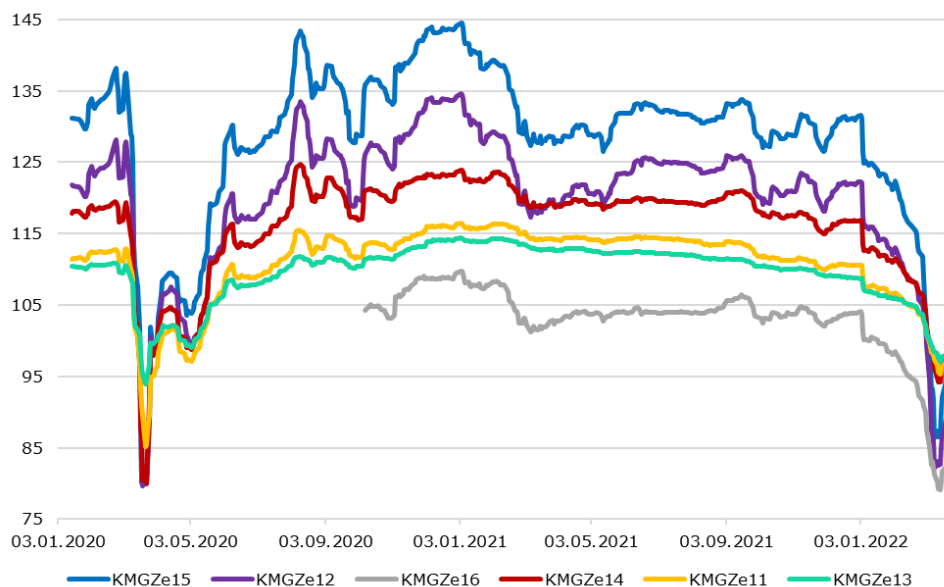


Рис. 2. Актуальные производственные результаты

	2020 (на долю КМГ)	2021 (на долю КМГ)	г/г
Добыча нефти, тыс. тонн	21 752	21 651	-0.5%
Добыча газа, млн м ³	8 191	8 081	-1.3%
Транспортировка нефти, тыс. тонн	73 171	74 565	1.9%
Транспортировка газа, млн м ³	86 590	81 851	-5.5%
Переработка нефти, тыс. тонн	18 077	18 833	4.2%

Рис. 3. Добыча нефти и конденсата по месторождениям.

Добыча нефти и конденсата, тыс. тонн	2020 (на долю КМГ)	2021 (на долю КМГ)	г/г
Озенмунайгаз	5 347	5 332	-0.3%
Мангистаумунайгаз	2 977	2 944	-1.1%
Эмбамунайгаз	2 601	2 522	-3.0%
Тенгиз	5 292	5 311	0.4%
Кашаган	1 253	1 344	7.3%
Карачаганак	1 094	1 034	-5.5%
Прочие	3 188	3 165	-0.7%
Итого	21 752	21 652	-0.5%

Рис. 4. Транспортировка нефти и газа по трубопроводам КМГ.

Транспортировка нефти, тыс. тонн	2021 (100%)	2020 (на долю КМГ)	2021 (на долю КМГ)	г/г
КазТрансОйл	41 224	42 298	41 224	-2.5%
Казахстанско-Китайский Трубопровод	17 412	7 942	8 706	9.6%
МунайТас Каспийский Трубопроводный Консорциум	4 273	1 694	2 179	28.6%
Казмортрансфлот	60 728	12 248	12 601	2.9%
Итого	-	73 172	74 565	1.9%

Рис. 5. Актуальные финансовые результаты

млрд тенге	2020 г.	2021 г.	г/г	4кв 2020	4кв 2021	г/г
Выручка и прочие доходы						
Выручка	3 625	5 838	61%	291	1 046	259%
Доля в доходах СП и асоциированных компаний, нетто	281	769	174%	-42	8	-119%
Финансовый доход	88	85	-4%	1	-2	-226%
Доход от выбытия СП	0	20	н/д	0	0	н/д
Прочий операционный доход	19	31	62%	3	-1	-133%
Итого выручка и прочие доходы	4 013	6 742	68%	253	1 051	315%
Расходы и затраты						
Себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов	-1 901	-3 596	89%	-278	-908	227%
Производственные расходы	-656	-693	6%	-112	-149	34%
Налоги кроме подоходного налога	-254	-429	69%	-50	-117	134%
Износ, истощение и амортизация	-317	-322	1%	-52	-27	-47%
Расходы по транспортировке и реализации	-137	-132	-4%	189	185	-2%
Общие и административные расходы	-147	-148	1%	-39	-45	15%
Обесценение основных средств, активов по разведке и оценке, нематериальных активов и активов, классифицированных как предназначенные для продажи	-244	-21	-92%	-16	-13	-18%
Расходы по разведке	-20	-79	299%	0	0	-100%
Обесценение инвестиций в СП и асоциированную компанию	-31	0	н/д	7	0	-101%
Финансовые затраты	-265	-249	-6%	-63	-45	-29%
Убыток от выбытия дочерних	0	0	н/д	0	3	н/д
Прочие расходы (Отрицательная)/положительная курсовая разница, нетто	-28	-25	-13%	-6	-14	116%
	-16	18	н/д	-36	21	-158%
Итого расходы и затраты	-4 017	-5 676	41%	-456	-1 111	144%
Прибыль/(убыток) до учета подоходного налога	-4	1 065	н/д	-203	-60	-70%
Расходы по подоходному налогу	-85	-221	160%	147	-38	н/д
Прибыль после налогообложения от прекращенной деятельности	261	352	35%			
период	172	1 197	н/д	-55	-98	78%

Рис. 6. Динамика доходностей облигаций НК КазМунайГаз

Эмитент	Цена			Изменение цены (%) относительно даты	
	28.03	23.02	5.01	23.02	5.01
КазМунайГаз KZ USD 4.75% 04.2025	96.5	104.61	107.85	-7.7%	-10.5%
КазМунайГаз KZ USD 4.75% 04.2027	95.0	104.32	109.0	-9.0%	-12.9%
КазМунайГаз KZ USD 5.3% 04.2030	94.1	107.86	113.43	-12.8%	-17.1%
КазМунайГаз KZ USD 3.5% 04.2033	80.0	94.0	101.06	-14.9%	-20.8%
КазМунайГаз KZ USD 5.75% 04.2047	84.1	107.48	117.51	-21.7%	-28.4%
КазМунайГаз KZ USD 6.4% 10.2048	91.3	114.85	126.55	-20.5%	-27.9%

Рис. 7. Динамика выручки, чистой прибыли и ср. цены на нефть Brent 2016–2020 гг.

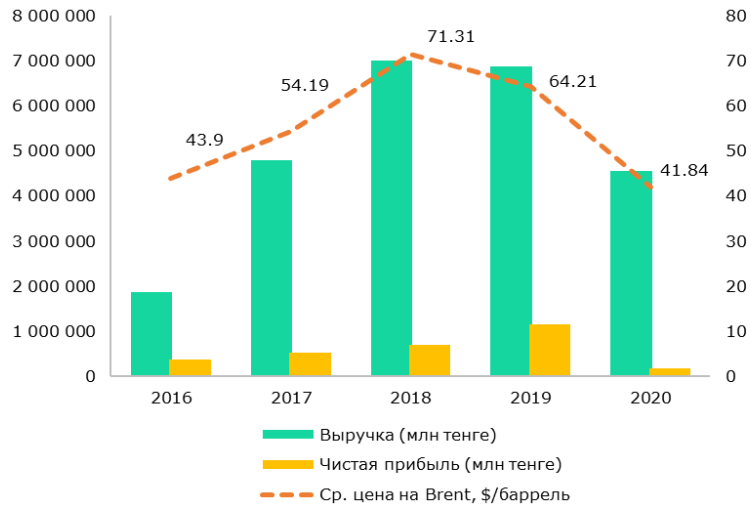


Рис. 8. Структура займов НК КазМунайГаз (\$ млн)

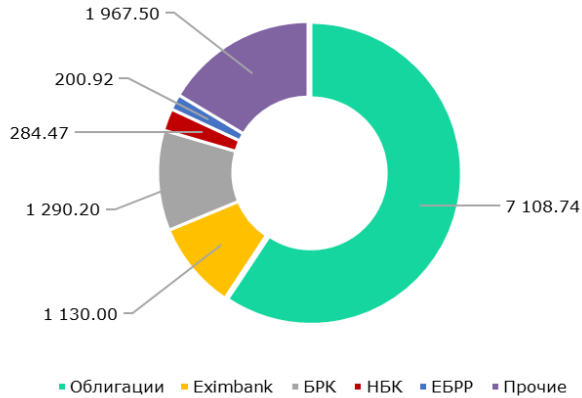
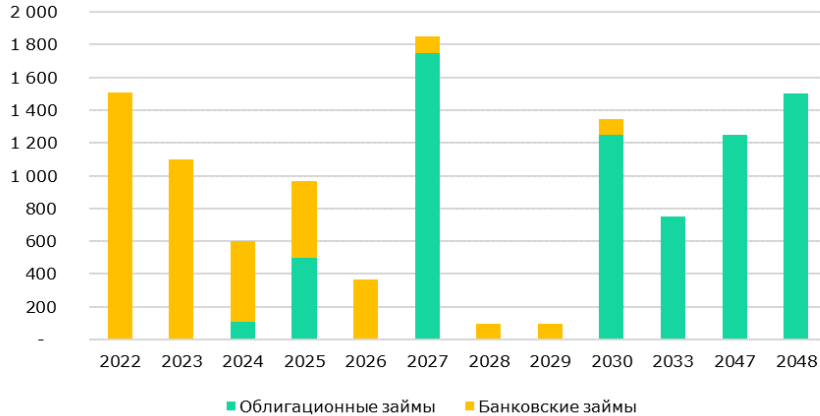


Рис. 9. График погашения займов НК КазМунайГаз (\$ млн)



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2022 г., все права защищены.

Департамент исследований

E-mail
research@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance