

Результаты за 2022 г.

12 апреля 2023 г.

Тикер	KMGZ KZ
Рекомендация	Держать
Текущая цена, ₸/акцию	10 378
Целевая цена (12-мес), ₸/акцию	11 278
Ожидаемый потенциал роста	9%
Дивиденд за 2022 г., KZT/акция	410
Ожидаемая дивидендная доходность	4%

Данные по акциям	
Кол-во простых акций (млн)	610
Ср. ежедн. объем торгов 3 мес. (₸ млн)	86
Доля акций в свобод. обрац. (%)	72%
Рыночная капитализация (KZT млрд)	6 332

Основные акционеры:	
Самрук-Казына	87.42%
НБРК	9.58%

Финансовые показатели (₸ млрд)	2022	2023П	2024П
Доходы	9 821	10 736	12 172
ЕБИТДА	2 538	2 635	3 066
Чистая прибыль	1 317	1 467	1 785
Собственный капитал	9 873	11 090	12 596
EPS (₸)	2 159	2 404	2 925
Дивиденд на акцию (₸)	410	457	556

Оценка	2022	2023П	2024П
P/E (x)	4.8	4.3	3.5
P/B (x)	0.6	0.6	0.5
EV/ЕБИТДА (x)	3.6	3.4	3.0
Дивидендная доходность	4.0%	4.4%	5.4%
ROE	13.3%	13.2%	14.2%

Динамика KMGZ KZ	
1М	10.5%
3М	9.2%
12М	16.7%
Максимум за 52 недели	10 406
Минимум за 52 недели	8 000



Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

НК КазМунайГаз опубликовала финансовую отчетность по стандартам МСФО за 2022 год. Ранее эмитент представил операционные и производственные данные за 4кв22 и весь 2022 год. Мы скорректировали наши прогнозы по операционным и финансовым показателям НК КазМунайГаз и откалибровали модель оценки акций эмитента с учетом данных отчетности и наших прогнозов по макроэкономическим индикаторам. В результате мы скорректировали целевую цену до 11 278 тенге за акцию и **сохраняем рекомендацию «Покупать» акции НК КазМунайГаз.**

С учетом сложившихся финансовых результатов КазМунайГаз, мы ожидаем, что эмитент **направит на выплату дивидендов за 2022 г. не менее 250 млрд тенге (19% от чистой прибыли), что составит 410 тенге на акцию или 5% доходности к текущей рыночной цене акции.**

Драйверами роста котировок компании выступают стабильные и растущие денежные потоки, в том числе от владения долями в мегапроектах Тенгиз, Кашаган и Карачаганак, по которым завершены крупные инвестиционные проекты и ожидается существенное расширение объемов добычи и доходов (дивидендов). Помимо планируемого увеличения объемов производства нефти, поддержку акциям НК КазМунайГаз окажут относительно высокие цены на нефть, которые в настоящий момент находятся на уровнях вблизи \$85 за баррель, а также контроль над модернизированными НПЗ в Казахстане и в Румынии.

К основным рискам компании, которые могут негативно сказаться на курсовой стоимости акций НК КазМунайГаз, мы отнесем снижение рыночных цен на нефть, сокращение объемов производства нефти из-за реализации геополитических рисков, связанных с функционированием экспортных нефтепроводов (трубопровод КТК), ослабление курса тенге, а также существенное государственное регулирование отрасли.

На операционные результаты в 2022 г. повлияли авария на Кашагане, а также перебои в работе КТК. Объем добычи нефти и газового конденсата, приходящегося на долю КМГ за 2022 г. (рис.1), увеличился на 1.67% г/г и составил 22 млн тонн. Наибольшее увеличение добычи на долю КМГ наблюдалось на месторождении Тенгиз на 9.89% г/г до 5.8 млн тонн и Кашаган 4.32% г/г до 1.4 млн тонн. При этом общая добыча нефти на Кашагане сократилась на 21.9% г/г до 12.7 млн тонн из-за проведения ремонтных работ. Увеличение добычи на Кашагане произошло благодаря увеличению доли КМГ в проекте с 8.44% до 16.88%. При этом добыча снизилась у АО Озенмунайгаз на 4.43% г/г.

В 2022 г. наблюдался рост объемов транспортировки нефти КМГ на казахстанские НПЗ. При этом экспортные объемы транспортировки нефти снизились вследствие естественного падения добычи нефти на зрелых месторождениях и в связи с перераспределением нефти грузоотправителями на внутренний рынок и уменьшением объемов добычи на Кашагане из-за ремонтных работ. Объем транспортировки нефти, приходящийся на долю КМГ, почти не изменился, увеличившись на 0.13% г/г до 74.7 млн тонн. Транспортировка нефти по трубопроводу Мунайтас возросла на 31.21% г/г до 2.9 млн тонн, что связано с запуском реверса Кенкияк – Атырау. Также с этим связано увеличение

транспортировки по Казахстанско-Китайскому Трубопроводу на 10.5% г/г до 9.6 млн тонн, т. к. по реверсу часть нефти поступает через ККТ в Китай. Каспийский Трубопроводный Консорциум транспортировал 12.2 млн тонн, что на 3.3% г/г меньше. Данное снижение в основном связано с ремонтными работами на Кашагане и на выносных причальных устройствах морского терминала самого КТК. Снижение объемов транспортировки нефти наблюдалось по системе трубопроводов КазТрансОйл на 1.4% г/г до 40.7 млн тонн.

Переработка углеводородного сырья на долю КМГ возросла на 5.7% г/г, составив 20 млн тонн. Шымкентский нефтеперерабатывающий завод переработал 3.1 млн тонн сырья, что больше на 20.2% г/г. Также значительно увеличился объем переработки на румынских НПЗ, Петромидии и Вега на 14.7% г/г до 5.3 млн тонн и 16.2% г/г до 0.4 млн тонн соответственно. Атырауский нефтеперерабатывающий завод переработал 5.2 млн тонн, что меньше на 4.6% г/г.

Финансовые результаты за 2022 г. отражают увеличение стоимости нефти, а также ослабление курса тенге к доллару США. Общая выручка с учетом всех прочих доходов НК КазМунайГаз выросла на 35% г/г, составив 9.8 трлн тенге. (Таблица 1.) Выручка по договорам с покупателями увеличилась на 34% г/г до 8.7 трлн тенге. На рост выручки прежде всего оказал влияние рост стоимости нефти марки Brent на 43% г/г. Помимо этого, увеличение выручки в тенге обусловлено ослаблением среднегодового валютного курса тенге к доллару США на 8.2% г/г (рис.2.). На финансовые результаты компании также повлияло то, что финансовая отчетность была консолидирована с учетом увеличения доли КМГ в проекте с 8.44% до 16.88%. Доля в прибыли совместных предприятий и ассоциированных компаний увеличилась на 45.7% г/г и составила 991 млрд тенге в основном в результате увеличения прибыли Тенгизшевройл на 301 млрд тенге.

При этом расходы компании возросли на 33% г/г до 8 трлн тенге. Значительнее всего возросли затраты, связанные с себестоимостью покупной нефти, газа, нефтепродуктов и прочих материалов на 37% г/г до 5 трлн тенге. Увеличение себестоимости связано с ростом средней цены на нефть и ослаблением среднегодового курса тенге к доллару США. Значительно выросли производственные расходы на 58% г/г до 1.1 трлн тенге в связи с ростом расходов на заработную плату работникам в регионах присутствия и в целом по КМГ. Также возросли налоги кроме подоходного налога на 47% г/г до 677.8 млрд тенге в основном в результате увеличения расходов по рентному налогу вследствие увеличения цены на нефть и расходов по акцизу.

Показатель EBITDA составил 2.5 трлн тенге и продемонстрировал прирост на 25.9% г/г благодаря росту в сегментах Разведка и добыча нефти и газа на 27.2% г/г и Переработка и реализация сырой нефти и нефтепродуктов на 58.3% г/г. Данный рост достигнут за счет роста цен на нефть и нефтепродукты на глобальных рынках. Чистая прибыль НК КазМунайГаз увеличилась на 2.4% г/г до 1.3 трлн тенге. Свободный денежный поток возрос на 47.7% г/г до 1.1 трлн тенге.

Казахстан сократит добычу нефти в 2023 г. в рамках соглашения ОПЕК+. Казахстан вместе с другими странами-участницами договора ОПЕК+ планирует дополнительно сократить добычу на 78 тыс баррелей в сутки, начиная с мая 2023 г. Данное сокращение является предупредительной мерой в дополнение к сокращению добычи, принятому на 33-й министерской встрече ОПЕК+ 5 октября 2022 г. По результатам той встречи квота для Казахстана сократилась также на 78 тыс баррелей в сутки до 1.628 млн баррелей в сутки. Таким образом, с учетом нового сокращения

новая квота для Казахстана составит 1.550 млн баррелей в сутки. По данным информационно аналитический центр нефти и газа (Министерство энергетики РК), средняя добыча нефти и газового конденсата в Казахстане составляет примерно 250 тыс тонн в сутки или 1.833 млн баррелей в сутки. В этой связи мы ожидаем, что добыча нефти в Казахстане снизится.

КазМунайГаз выпускает облигации для финансирования водовода Астрахань – Мангышлак. Размер выпуска составит 50 млрд тенге, срок привлечения 10 лет, доходность 0.5%. Инвестором по данному выпуску станет Самрук – Казына, после чего данная сумма будет направлена ТОО Магистральный Водовод (на 100% является дочерней организацией КазТрансОйл, который в свою очередь является 100% дочерней организацией КазМунайГаз). Эта сумма является частью 70 млрд тенге, выделяемых из Национального Фонда РК для финансирования расширения водовода Астрахань – Мангышлак. При этом данные средства не пойдут на рефинансирование займа в размере 29.7 млрд из Народного Банка (в рамках кредитной линии 66.7 млрд тенге). КазТрансОйл продолжает вести переговоры с ЕАБР с целью открытия кредитной линии для рефинансирования займа из Народного банка.

КазМунайГаз совместно с Abu Dhabi Ports Group расширяют танкерный флот на Каспии и в Черном море. Речь идет о танкерах, способных перевозить 8–12 тысяч тонн полезного груза. На сегодня у ТОО НМСК Казмортрансфлот (дочернего предприятия КМГ) и ADP уже существует собственный флот танкеров. Расширение танкерного флота необходимо с учетом развития альтернативных маршрутов экспорта казахстанской нефти через порт Актау в направлении Азербайджана. Это положительно скажется для диверсификации маршрутов экспорта казахстанской нефти в будущем.

Ожидаемые дивиденды. Мы ожидаем, что на выплату дивидендов будет направлено порядка 250 млрд тенге или 19% от чистой прибыли по итогам 2022 г. В результате дивиденды на акцию составят 410 тенге на акцию или 5% доходности к текущей рыночной цене акции.

Корректировка целевой цены. В нашей модели оценки мы снизили значение WACC с 17.4% до 16.7% в основном из-за снижения безрисковой ставки доходности (Таблица 2). Значение WACC могло бы быть еще ниже, но мы заложили более высокую риск – премию для казахстанского рынка. Также мы заложили более высокие прогнозы по цене на нефть марки Brent на 2023–2027 гг. (рис 1.). Однако при этом мы снизили прогнозные объемы добычи нефти на долю КМГ после дополнительного соглашения о снижении объема добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+. В результате мы снизили 12М ЦЦ с 11 303 тенге/акция до 11 278 тенге/акция, но сохраняем рекомендацию «Покупать» акции КМГ (Таблица 2).

С более подробным описанием нашей модели можно ознакомиться в [отчете от 9 ноября 2022 г.](#)

Рис 1. Объем добычи нефти на долю КМГ и средняя цена на нефть 2019Ф-2023П гг.

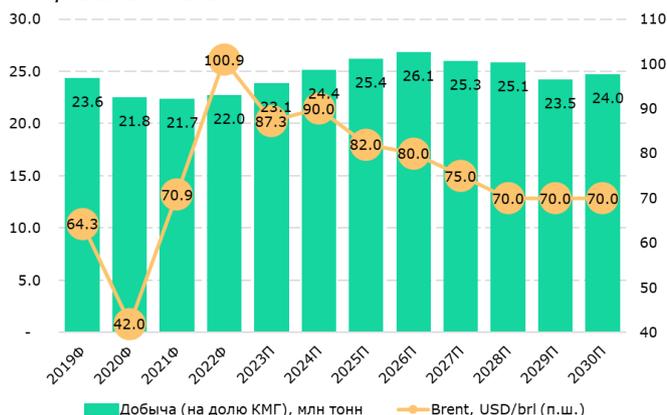


Рис 2. Средний обменный курс тенге и инфляция в РК 2019Ф-2023П гг.

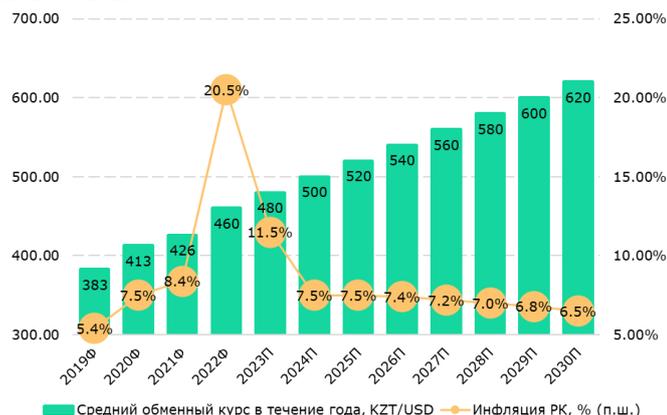


Таблица 1. Актуальные финансовые результаты

Т млн	2020	2021	2022	г/г
Выручка и прочие доходы	4 012 786	7 275 467	9 820 564	35%
Выручка по договорам с покупателями	3 624 964	6 459 335	8 686 384	34%
Доля в прибыли СП	280 815	680 292	991 310	46%
Финансовый доход	87 987	85 226	120 587	41%
Доход от выбытия СП	0	19 835	0	-
Прочий операционный доход	19 020	30 779	22 283	-28%
Расходы и затраты	-4 016 941	-6 020 157	-8 009 998	33%
Себестоимость покупной нефти, газа, нефтепродуктов и т.д.	-1 901 236	-3 607 202	-4 954 384	37%
Производственные расходы	-656 178	-721 057	-1 142 388	58%
Налоги кроме подоходного налога	-254 322	-461 244	-677 805	47%
Износ, истощение и амортизация	-317 427	-523 044	-506 585	-3%
Расходы по транспортировке и реализации	-137 144	-183 439	-205 340	12%
Общие и административные расходы	-146 625	-151 392	-160 168	6%
Обесценение активов	-243 893	-20 724	-708	-97%
Обесценение займов выданных	0	0	0	-
Восстановление обесценения инвестиций в СП	0	0	0	-
Расходы по разведке	-19 807	-79 083	-12 113	-85%
Обесценение инвестиций в СП	-30 654	0	0	-
Финансовые затраты	-265 372	-262 823	-306 846	17%
Положительная/(отрицательная) курсовая разница	-16 189	17 565	40 925	133%
Прочие расходы	-28 094	-27 714	-84 586	205%
Прибыль/(убыток) до учета подоходного налога	-4 155	1 255 310	1 810 566	44%
Расходы по подоходному налогу	-85 276	-321 248	-493 247	54%
Прибыль после налогообложения от прекращенной деятельности		352 478	0	-
Чистая прибыль	-89 431	1 286 540	1 317 319	2%

Таблица 2. Расчёт 12М целевой цены

Т млрд	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
CFО	1 822	2 456	2 393	2 527	2 922	2 936
+ Проценты*(1-КПН%)	140	106	48	-5	-60	-134
- Капитальные инвестиции	748	915	782	788	948	939
Свободные денежные потоки	1 215	1 647	1 659	1 733	1 914	1 863
WACC	17.03%					
Свободные денежные потоки	1 038	1 203	1 035	924	872	725
Enterprise value (PV)	9 086					
-Чистый долг (PV)	2 143					
Неконтрольная доля участия	62					
Рыночная капитализация	6 881					
Количество акций, млн	610					
12М целевая цена (KZT/акция)	11 278					
Текущая цена (KZT/акция)	9 995					
Потенциал роста/(снижения)	13%					
Рекомендация	Покупать					

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Приложение 1. Прогнозы финансовых показателей

Отчет о совокупном доходе

Т млрд	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка и прочие доходы	9 821	10 736	12 172	12 483	12 564	12 349	12 239
Расходы и затраты	- 8 010	- 9 102	- 10 196	- 10 332	- 10 250	- 10 080	- 9 964
Прибыль/(убыток) до учета подоходного налога	1 811	1 635	1 976	2 151	2 314	2 269	2 275
Расходы по подоходному налогу	- 493	- 168	- 191	- 203	- 247	- 249	- 263
Чистая прибыль	1 317	1 467	1 785	1 948	2 066	2 020	2 012

Отчет о финансовом положении

Т млрд	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Текущие активы	3 135	4 566	5 812	6 780	8 111	8 931	10 511
Долгосрочные активы	13 515	13 516	13 678	14 013	14 344	14 417	14 448
Всего активы	16 651	18 081	19 490	20 793	22 455	23 348	24 960
Текущие обязательства	1 603	1 883	2 113	1 834	2 507	1 774	1 780
Долгосрочные обязательства	5 174	5 108	4 781	4 755	4 047	4 046	4 023
Всего обязательства	6 777	6 991	6 894	6 589	6 554	5 820	5 803
Всего капитал	9 873	11 090	12 596	14 205	15 901	17 528	19 156
Всего обязательства и капитал	16 651	18 081	19 490	20 793	22 455	23 348	24 960

Отчет о движении денежных средств

Т млрд	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Операционные денежные потоки	1 567	1 822	2 456	2 393	2 527	2 922	2 936
Инвестиционные денежные потоки	- 2 302	- 748	- 915	- 782	- 788	- 948	- 939
Финансовые денежные потоки	288	- 442	- 521	- 666	- 397	- 1 100	- 385
Чистое изменение денежных средств	- 381	632	1 020	945	1 342	874	1 612
Денежные средства и эквиваленты на начало года	1 144	763	1 395	2 415	3 361	4 703	5 577
Денежные средства и эквиваленты на конец года	763	1 395	2 415	3 361	4 703	5 577	7 189

Источники: Данные компании, расчет Halyk Finance

© 2023 г. 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».

© 2023 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****Refinitiv**

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance