

## EQUITY RESEARCH

Начало  
покрытия

## АО «НК «КазМунайГаз» (КМГ)

## Капитализация сырьевого потенциала

Тикер KASE: KMGZ

Целевая цена (12М): 11 698 ₸

Потен роста: 40%

Тикер AIX: KMG

Цена предложения: 8 406 ₸

Рейтинг: BUY

Наша целевая цена 1 акции КМГ составила 11 698 тенге, что предполагает «upside» на 12 месячном горизонте в размере 40% от цены предложения. Дисконт к аналогичным компаниям торгуемым на международных рынках достигает > 80%. Мы присваиваем наш первичный рейтинг по акциям КМГ: **BUY**.

**Компания со стабильным денежным потоком.**

Операционные активы КМГ по итогам 2021 года обеспечили добычу на уровне 13,9 млн. тонн с последующим прогнозным ростом до 14,3 млн. тонн в 2026 году. Также, КМГ является участником операторов, производящих добычу нефти на крупнейших месторождениях в мире: Тенгиз, Кашаган и Карачаганак. Все указанные месторождения перешли в стадию добычи нефти и обеспечивают нефтью согласно принадлежащим КМГ долям на уровне 7,6 млн. тонн (2021).

**Цена IPO имеет дисконт к аналогичным компаниям со схожей производственной структурой, а также к другим международным компаниям из нефтегазового сектора.** Так, средняя P/E из 18 компании, имеющих признаки вертикальной интеграции, составляет 6,31x при 4,81x у КМГ, что дает дисконт более 31% по данному показателю. По мультипликатору EV/EBITDA, Казмунайгаз предлагается с дисконтом к схожим компаниям по производственным структурам в размере 105%. Средний дивиденд по сравниваемым компаниям составляет около 3,59% против 3,9% у КМГ. За счет увеличения добычи и обратного выкупа 8,44% доли в Кашагане, Казмунайгаз имеет потенциал роста текущего дивиденда.

**Потенциал роста добычи и высокая маржинальность.**

Оператор месторождения Тенгиз проводит работу по росту добычи. КМГ планирует увеличение потока от ТШО с 5,3 млн. тонн нефти (по итогам 2021) до 8,2 млн. тонн в 2025 году. У КМГ показатели EBITDA Margin за прошедшие 3 года на уровне лидеров отрасли.

**«Узкие места» и возможные риски.** Казахстан в силу своего местонахождения относится к странам без прямого выхода на мировые торговые морские пути, что не позволяет оперативно проводить корректировку путей для доставки нефти до потребителей. Нахождение добывающих активов КМГ в «landlocked country» приводит к высокой зависимости от «транзитных» партнеров.

**Сравнение с международными компаниями:**

	P/E	P/B	EV/EBITDA	DVD
Chevron	10,08x	2,26x	5,73x	3,03%
Exxon Mobil	9,01x	2,52x	5,02x	3,08%
Shell	4,87x	1,08x	2,69x	2,64%
Среднее по группе	9,12x	1,38x	6,59x	3,59%
По цене предложения КМГ	4,81x	0,57x	2,63x	3,90%
Дисконт, %	89,6%	142,1%	150,5%	-

**Акционеры:**

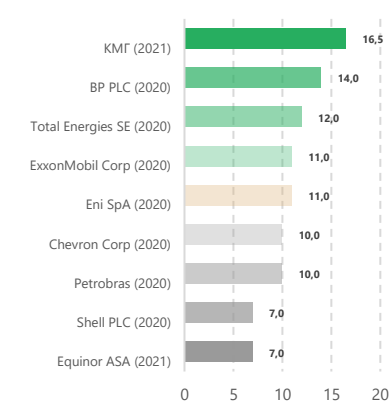
АО «Самрук Казына»	90,42%
Национальный Банк РК	9,58%

**Кредитные рейтинги:**

Moody's	Вaa2 (Стабильный)
S&P	BB+ (Негативный)
Fitch	BBB- (стабильный)

**Ключевые показатели:**

млрд. ₸	6М 2021	2021	6М 2022
Выручка	2 672	5 839	4 203
Собственный капитал	9 300	8 248	8 926
EBITDA	805	1 698	1 058
Чистая прибыль	644	1 215	656
Чистый долг	2 513	2 305	2 403

**Кратность доказанных запасов (1P) нефти и конденсата в 2020-2021 годах**

Источник: КМГ, рыночные данные

## Анализ нефтегазового сектора

### Обзор мировых показателей

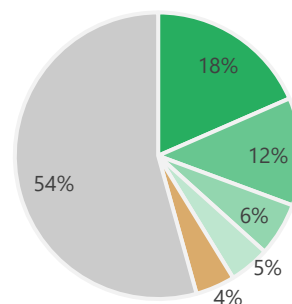
В 2021 году динамика баланса производства и потребления жидкого топлива характеризовалась превышением спроса над предложением. Это обусловлено относительным восстановлением туризма и авиасообщений, а также отсутствием масштабных ограничений для мировой экономики, как это было годом ранее. За 2021 год средний показатель добычи нефти составил 90 млн баррелей/сутки.

На Рис.1 представлена структура мировой добычи нефти по странам (из расчета тыс. баррелей/сутки). Доля США в 2021 году составила 18%, России – 12%, Канады – 6%, Ирака – 5%, Китая – 4%. Суточные показатели добычи нефти на территории прочих стран составили 54%. На Рис.2 представлена динамика мировых показателей среднесуточной добычи нефти, а также показателей организаций стран – экспортеров нефти.

Доля ОПЕК в конце 2021 года составила 35,5% от мирового среднесуточного показателя добычи нефти. Средневзвешенный прирост мирового показателя за рассматриваемый период (с 2011 по 2021 год) составил 0,7%. Наибольший прирост на 3% относительно предыдущего периода был продемонстрирован в 2012, 2015, 2018 годах. Наибольшее снижение мирового показателя среднесуточной добычи нефти было зафиксировано в 2020 году. Снижение составило 7%.

Средневзвешенная динамика среднесуточной добычи нефти на территории стран, входящих в состав ОПЕК, оказалась отрицательной и составила 0,8%. Наибольшие приросты показателя были зафиксированы в 2012 и 2015 году, составив 4% и 5% соответственно. Наибольшее снижение среднесуточного показателя добычи нефти ОПЕК относительно предыдущего периода составило 12% и было зафиксировано в 2020 году.

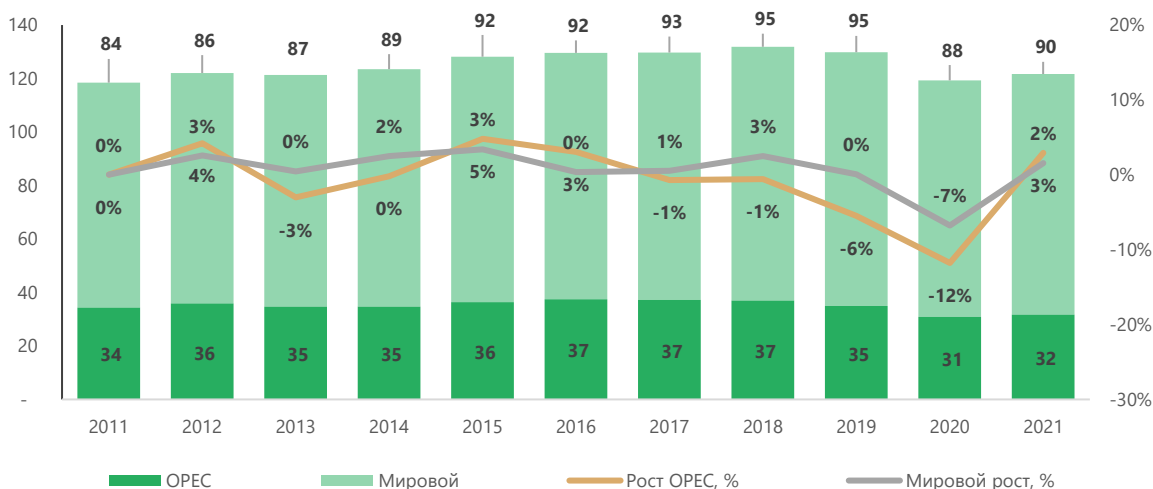
Рис.1 Мировая добыча нефти по странам, тыс. баррель/сутки



■ Россия ■ Канада  
■ Ирак ■ Китай

Источник: BP Statistical Review of World Energy, 2022

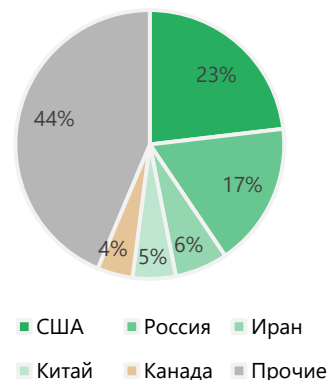
Рис.2 Динамика показателей и роста среднесуточной добычи нефти по миру и ОПЕК, 2011-2021 гг, млн тонн



Источник: BP Statistical Review of World Energy, 2022

Добыча природного газа в 2021 году в мире составила 4,04 трлн м<sup>3</sup>. На Рис.3 представлена структура мировой добычи природного газа в 2021 году по странам. Доля США составила 23%, доля России составила 17%, Ирана – 6%, Китая – 5%, Канады – 4%. Доля среднесуточной добычи природного газа по прочим странам составила 44%.

Рис. 3 Структура мировой добычи природного газа по странам, трлн м<sup>3</sup>



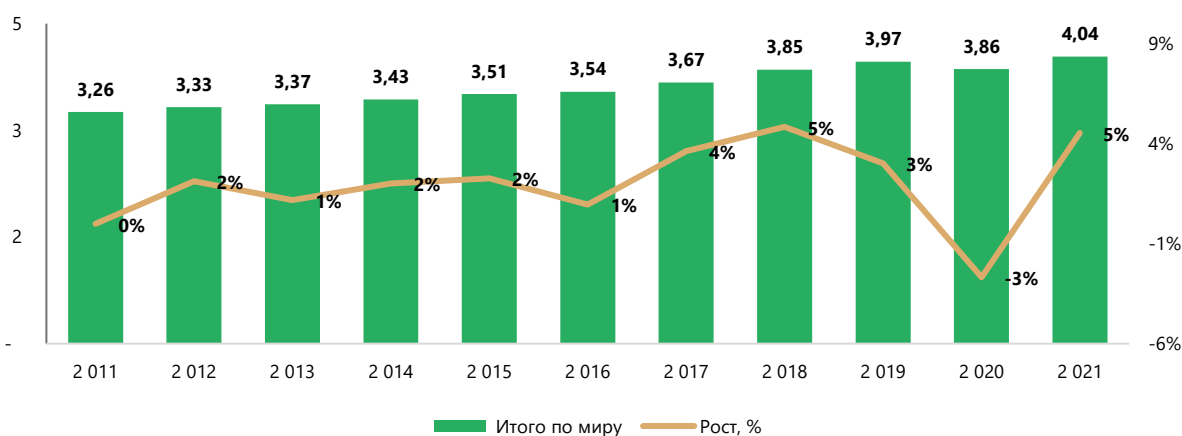
Источник: BP Statistical Review of World Energy, 2022

На Рис.4 представлена мировая динамика среднесуточной добычи природного газа за период с 2011 по 2021 год. Средневзвешенный прирост среднесуточной добычи природного газа за рассматриваемый период составил 2%. Наибольший прирост среднесуточной добычи был продемонстрирован в 2018 году и составил 5%. Наибольшее снижение показателя составило 3% и было зафиксировано в 2020 году.

На Рис.5 представлены исторические цены на нефть в динамике с 2017 по 2022 год (\$ США за баррель). В сентябре 2018 года, цена на нефть относительно аналогичного периода в 2017 году (53 \$ США за баррель) выросла на 35%, составив 71,5 \$ США за баррель, что обусловлено высоким потребительским спросом и сокращением объемов добычи. Снижение цены в сентябре 2019 года на 11% (до 63,9 \$ США за баррель) связано со спадом мировой экономики. Обрушение цены на нефть в 2020 году на 32% (до 43,6 \$ США за баррель в сентябре 2020 года) обусловлено российско-саудовской ценовой войной и последствиями пандемии. Обвал цен на нефть оказался наиболее крупным снижением за последние 30 лет.

В сентябре 2021 года цена нефти за баррель составила 70,4 \$ США, продемонстрировав прирост на 61%, что наглядно демонстрирует восстановление мировой экономики. Также, прирост обусловлен ограниченным предложением на рынке. В сентябре 2022 года цена нефти за баррель составила 101,6 \$ США. Прирост относительно аналогичного периода в 2021 году составил 44%. Столь значительное увеличение цены связано с напряженной геополитической обстановкой в мире.

Рис.4 Динамика мировых показателей среднесуточной добычи и роста природного газа, 2011-2021гг, трлн м<sup>3</sup>



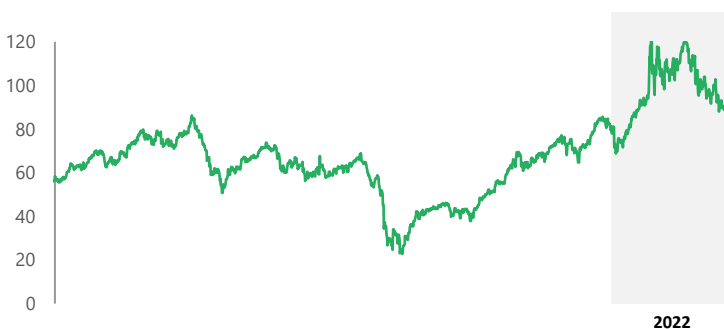
Источник: BP Statistical Review of World Energy, 2022

Изменения цены на природный газ в разрезе рассматриваемого периода обусловлены теми же факторами, так как они влияют на нефтегазовый сектор в целом.

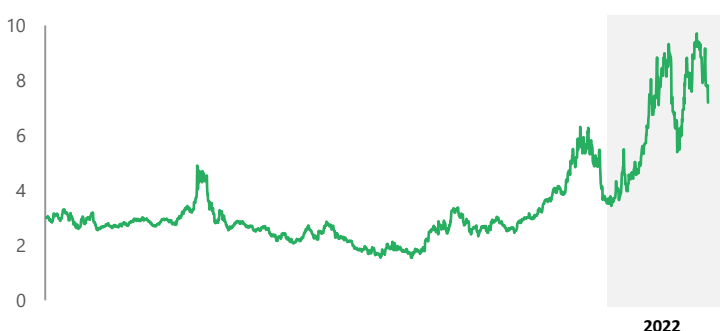
На Рис.6 представлены исторические цены на природный газ в аналогичном периоде (сентябре) с 2017 по 2022 год. В 2019 году цена снизилась на 17% (с 3,05 до 2,53 \$ США). В 2020 года цена снизилась на 13% (до 2,21 \$ США по состоянию на 20.09.2020 года). Прирост цены на природный газ в сентябре 2021 года составил 69%, продемонстрировав цену 3,73 \$ США за тт ВТУ. По состоянию на 20.09.2022 года цена на природный газ составила 6,33 \$ США. Годовой прирост с сентября 2021 года по сентябрь 2022 года составил 70%.

На текущий момент цены на нефть и природный газ сильно завышены, что связано с напряженной геополитической ситуацией в мире и, как следствие, дисбалансом между спросом и предложением на рынке нефтегаза. Согласно консенсусным прогнозам, цены на нефть и природный газ пойдут на спад и стабилизируются путем замещения ресурсов, поступающих из России. Ожидается, что к 2030 году цены на нефть снизятся на 30% и будут находиться в диапазоне между 65 и 75,1 \$ США за баррель. Согласно консенсусным прогнозам ожидается, что в 2022 году цена на природный газ составит 8 \$ США за тт ВТУ, а к 2030 году снизится на 19% и составит 4,47 \$ США за тт ВТУ. (Рис.7 и Рис. 8)

**Рис.5 Исторические цены на нефть ,2017-2022гг, \$ за баррель**



**Рис. 6 Исторические цены на природный газ , 2017-2022гг, \$ за тт ВТУ**



Источник: S&P Capital IQ

Рис. 7 Прогнозные значения цен на нефть , 2017-2022гг, \$ за баррель

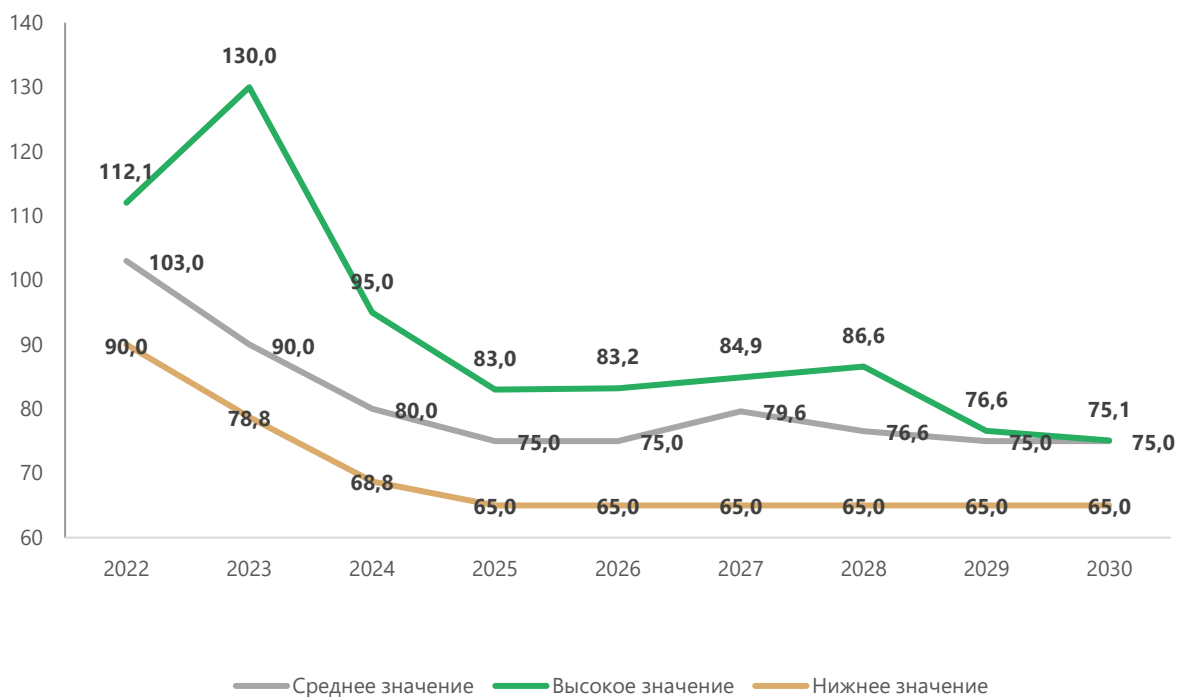
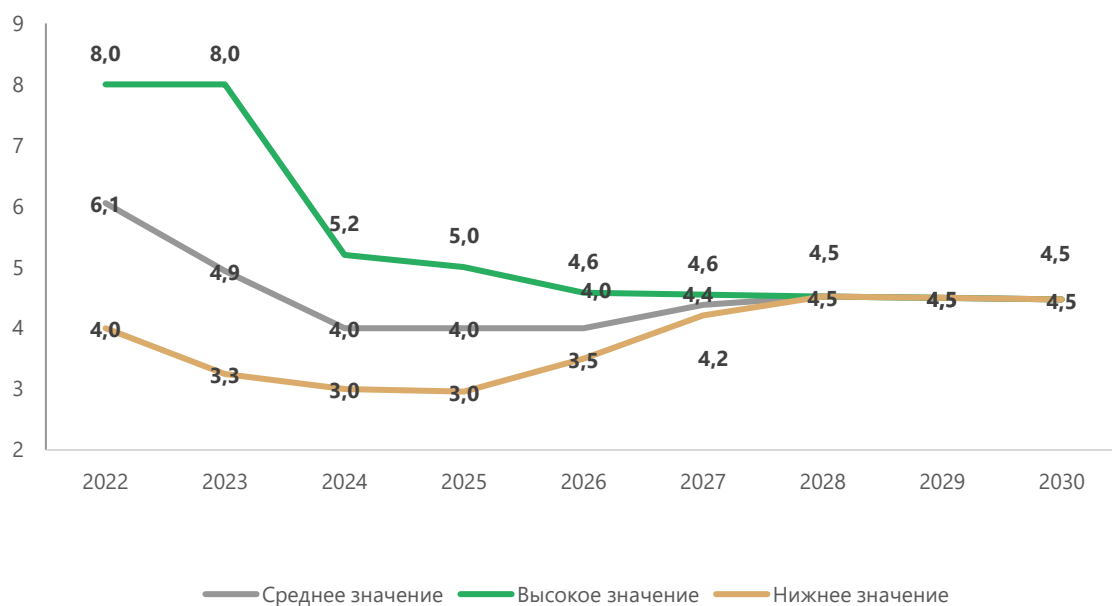


Рис. 8 Прогнозные значения цен на природный газ , 2017-2022гг, \$ за мм BTU

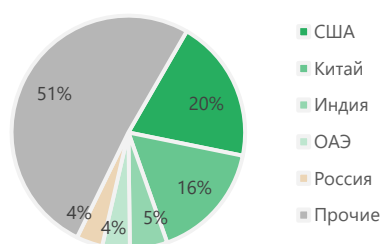


Источник: S&P Capital IQ

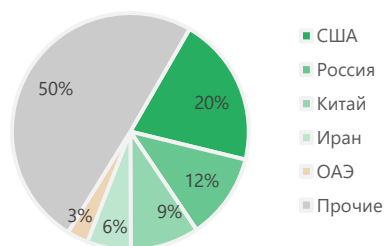
На Рис. 9 представлены структуры мирового потребления нефти и природного газа в 2021 году. В среднем мировое потребление нефти в 2021 году составило 94 млн баррелей в день. Лидерами потребления нефти являются США. Их доля составила 20% (18,7 млн баррелей/день). На втором месте с долей 16% по потреблению нефти оказался Китай (15 млн баррелей/день). Доля Индии составила 5% (4,9 млн баррелей/день), ОАЭ – 4% (3,6 млн баррелей/день), Россия – 4% (3,4 млн баррелей/день). Доля прочих стран составила 51% от общего потребления нефти по стране. Количество потребления нефти в прочих странах составило 48 млн баррелей/ день.

Мировой показатель потребления природного газа в 2021 году (Рис.10) составил 4 трлн м<sup>3</sup>. Лидером потребления природного газа стали США с долей 20% (0,8 трлн м<sup>3</sup>). Доля России составила 12% (0,4 трлн м<sup>3</sup>), Китая – 9% (0,3 трлн м<sup>3</sup>), Ирана – 6% (0,2 трлн м<sup>3</sup>), ОАЭ – 3% (0,1 трлн м<sup>3</sup>). Совокупная доля прочих стран составила 50% от мирового потребления природного газа в 2021 году (2 трлн м<sup>3</sup>).

**Рис. 9 Структура мирового потребления нефти, 2021, баррель/день**



**Рис. 10 Структура мирового потребления природного газа, 2021, трлн м<sup>3</sup>**



Источник: BP Statistical Review of World Energy, 2022

## Обзор показателей нефтегазового сектора РК

Объем производства горнодобывающей промышленности исторически демонстрирует положительную динамику. За рассматриваемый период (с 2018 по 2021 год) исключением стал лишь 2020 год, на который пришлось начало пандемии, обусловленной Covid-19. В 2020 году относительно 2019 года сектор производства промышленной продукции продемонстрировал снижение на 27%. Данное снижение отрасли в основном обусловлено снижением объема добычи сырой нефти и природного газа на 36%. Несмотря на снижение показателей в 2020 году, средневзвешенный прирост показателей объема производства за данный период составил 5%. Объем производства промышленной продукции в Казахстане на конец августа 2022 года составил 16 987 млн. тенге.

На конец августа 2022 года доля объема производства от добычи сырой нефти и природного газа составила 79% (добыча сырой нефти – 77%, добыча природного газа – 1%).

**Таб.1 Объем производства промышленной продукции (товаров, услуг), млн. тенге**

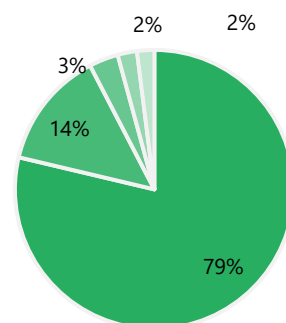
Наименование статьи	2018		2019		2020		2021		8М2022	
	млн тенге	%	млн тенге	%	млн тенге	%	млн тенге	%	млн тенге	%
Добыча сырой нефти и природного газа	12 395	82%	12 684	79%	8 159	70%	13 059	73%	13 369	79%
Добыча сырой нефти	12 192	80%	12 290	76%	7 877	67%	12 820	72%	13 161	77%
Добыча природного газа	203	1%	394	2%	282	2%	239	1%	208	1%
Добыча металлических руд	1 462	10%	1 906	12%	2 188	19%	3 277	18%	2 323	14%
Добыча железных руд	290	2%	414	3%	478	4%	971	5%	524	3%
Добыча руд, кроме железных	1 172	8%	1 492	9%	1 710	15%	2 307	13%	1 800	11%
Предоставление услуг в горнодобывающей промышленности	755	5%	911	6%	828	7%	757	4%	575	3%
Добыча угля	320	2%	360	2%	337	3%	379	2%	380	2%
Добыча прочих полезных ископаемых	270	2%	253	2%	223	2%	336	2%	339	2%
Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров	15 202	100%	16 114	100%	11 735	100%	17 809	100%	16 987	100%

Источник: Бюро Национальной статистики РК

В Таб.1 представлен объем производства промышленной продукции на территории Казахстана в динамике с 2018 по конец августа 2022 года, млн. тенге. На Рис.11 представлена структура объема производства промышленной продукции на конец августа 2022 года. Основную долю, равную 79% (13 369 млн. тенге), составил объем от добычи нефти и природного газа, из которых 77% - добыча нефти и 1% - добыча природного газа. Объем от добычи металлических руд составил 14% (2 323 млн тенге), из которых 3% - добыча железных руд и 11% - добыча прочих не железных руд. Объем от предоставления услуг в горнодобывающей промышленности составил 3% (575 млн. тенге), 2% (380 млн. тенге) - объем от добычи угля и 2% (339 млн. тенге) - объем от добычи прочих полезных ископаемых.

На таблицах 2,3,4,5,6 представлены объемы и использование нефти и сырых нефтепродуктов, полученных из битуминозных минералов, сырой нефти (природной смеси углеродов), попутный нефтяной газ, выраженные в тысячах тонн.

**Рис.11 Структура объема услуг горнодобывающей промышленности, млн. тенге**



- Добыча сырой нефти и природного газа
- Добыча металлических руд
- Предоставление услуг в горнодобывающей промышленности
- Добыча угля
- Добыча прочих полезных ископаемых

Источник: Бюро Национальной статистики РК

**Таб.2 Объем и использование нефти и сырых нефтепродуктов, полученных из битуминозных минералов, тыс. тонн**

Наименование статьи	2018	2019	2020	2021	8M2022
Ресурсы	90 384	90 563	85 670	85 684	49 928
Производство	90 360	90 527	85 656	85 684	49 928
Импорт	25	36	14	0	0
Использование	90 384	90 563	85 670	85 684	49 928
Экспорт	69 805	70 009	70 584	65 708	40 952
Реализация на внутреннем рынке	20 580	20 554	15 086	19 976	8 976

**Таб.3 Нефть сырая (природная смесь углеводородов), тыс.тонн**

Наименование статьи	2018	2019	2020	2021	8M2022
Ресурсы	77 514	78 651	73 020	73 735	42 582
Производство	77 496	78 615	73 020	73 735	42 582
Импорт	18	36	13	0	0
Использование	77 514	78 651	73 020	73 735	42 582
Экспорт	69 425	69 742	70 292	65 484	40 842
Реализация на внутреннем рынке	8 089	8 909	2 728	8 250	1 740

**Таб.4 Газ нефтяной попутный, млн.куб.**

Наименование статьи	2018	2019	2020	2021	8M2022
Ресурсы	47 407	41 642	41 693	40 436	23 304
Производство	32 785	34 264	32 012	32 740	18 905
Импорт	17 146	7 378	9 681	7 696	4 399
Использование	47 407	41 642	41 693	40 436	23 304
Экспорт	26 492	28 470	19 830	16 020	8 232
Реализация на внутреннем рынке	20 915	13 172	21 864	24 415	15 072

**Таб.5 Газ природный в газообразном состоянии, млн.куб.м**

Наименование статьи	2018	2019	2020	2021	8M2022
Ресурсы	30 137	28 470	21 086	17 921	10 386
Производство	13 002	12 080	11 411	10 242	5 995
Импорт	17 135	7 366	9 675	7 679	4 391
Оценка	0	9 024	0	0	0
Использование	30 137	28 470	21 086	17 921	10 386
Экспорт	26 490	28 470	19 819	16 018	8 232
Реализация на внутреннем рынке	3 647	0	1 267	1 903	2 155

**Таб.6 Конденсат газовый, тыс.тонн**

Наименование статьи	2018	2019	2020	2021	8M2022
Ресурсы	12 870	11 912	12 650	11 949	7 346
Производство	12 863	11 912	12 649	11 949	7 346
Импорт	7	0	1	0	0
Использование	12 870	11 912	12 650	11 949	7 346
Экспорт	380	267	292	223	110
Реализация на внутреннем рынке	12 490	11 645	12 358	11 726	7 236

Источник: Бюро Национальной статистики РК

Ресурсы нефти и сырых нефтепродуктов за период с 2018 года по 2021 год снизились на 5%. Средневзвешенное снижение за рассматриваемые периоды составило 2%. 100% ресурсов (49 928 тыс. тонн) по состоянию на конец августа 2022 года было добыто на территории Казахстана, в то время как 82% (40 952 тыс. тонн) экспортируется и лишь 8% (8 976 тыс. тонн) реализуется на внутреннем рынке. Ресурсы сырой нефти с 2018 по 2021 год продемонстрировали средневзвешенное снижение на 2%.



В конце августа 2022 года ресурсы составили 42 582 тыс. тонн, все из которых были добыты на территории Казахстана. 40 842 тыс. тонн (96% от всех ресурсов) были экспортированы, в то время как 1 740 тыс. тонн (4% ) было реализовано на внутреннем рынке.

Ресурсы нефтяного попутного газа с 2018 по 2021 год продемонстрировали снижение 15% (с 47 407 до 40 436 млн. куб. м). На территории Казахстана было произведено 81% от ресурсов нефтяного попутного газа, 19% были импортированы. 35% (8 232 млн. куб. м.) всех ресурсов были экспортированы. 65% (15 072 млн. куб. м.) были реализованы на внутреннем рынке.

Ресурсы природного газа за рассматриваемый период продемонстрировали снижение с 30 137 млн. кубических метров до 17 921 млн. кубических метров. Снижение составило 41%. На территории Казахстана было произведено 58% всех ресурсов, 42% всех ресурсов природного газа было импортировано. 79% ресурсов природного газа (8 232 млн. куб. м.) по состоянию на конец августа 2022 года было экспортировано, в то время как 21% (2 155 млн. куб. м.) было реализовано на внутреннем рынке.

Ресурсы газового конденсата с 2018 по 2021 года продемонстрировали снижение на 7%. Все ресурсы газового конденсата (7 346 тыс. тонн) были добыты на территории Казахстана. По состоянию на конец августа 2022 года было экспортировано 2% (110 тыс. тонн) от всех ресурсов, в то время как на территории Казахстана было реализовано 98% всех ресурсов (7 236 тыс. тонн). Сегодня по подтвержденным запасам нефти Казахстан входит в число 15 ведущих стран мира, обладая 3% мирового запаса нефти.

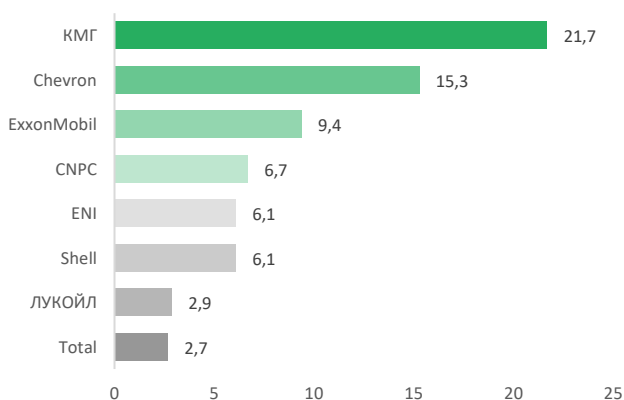
## Ресурсная база

Нефтегазоносные районы занимают 62% площади страны, и располагают 172 нефтяными месторождениями, из которых более 80-ти находятся в разработке. Более 90% запасов нефти сосредоточено на 15 крупнейших месторождениях – Тенгиз, Кашаган, Карачаганак, Узень, Жетыбай, Жанажол, Каламкас, Кенкияк, Каражанбас, Кумколь, Северные Бузачи, Алибекмола, Центральная и Восточная Прорва, Кенбай, Королевское. Месторождения находятся на территории шести из четырнадцати областей Казахстана. Это Актюбинская, Атырауская, Западно-Казахстанская, Карагандинская, Кызылординская и Мангистауская области. При этом примерно 70% запасов углеводородов сконцентрировано на западе Казахстана.

На Рис.12 представлена структура добычи нефти и газоконденсата в Казахстане в 2021 году. Большая доля добытых ресурсов приходится на ТОО «Тенгизшевройл» – 31%. Доля предприятия «Норт Каспиан Оперейтинг Компани Б.В.» в 2021 году составила 19%, «Карачаганак Петролиум Оперейтинг Б.В.» – 13%, АО «Мангистаумунайгаз» - 7%, АО «Озенмунайгаз» – 6%, АО «СНПС-Актобемунайгаз» - 4%, АО «Эмбамунайгаз» - 3%, АО «Каражанбасмунай» - 2%, СП ТОО «Казгермунай» - 2% и прочие – 13%.

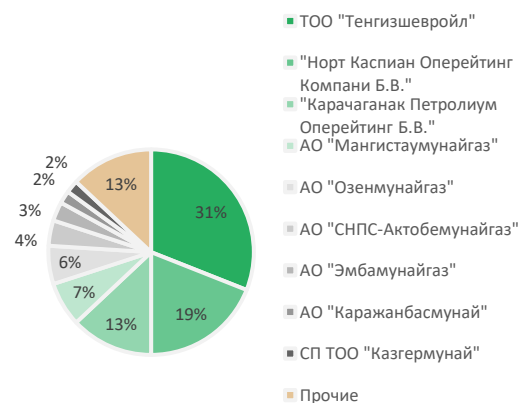
На Рис.13 представлен ТОП-8 игроков рынка нефтегазового сектора по добыче нефти и конденсата на территории Казахстана в 2021 году. Добыча нефти и конденсата КМГ в данном периоде составила 21,7 млн. тонн, что на 29,5% больше, чем добыча Chevron (15,3 млн. тонн), занимающего второе место в данном списке. ExxonMobil было добыто 9,4 млн. тонн нефти и конденсата в 2021 году, CNPC – 6,7 млн тонн, ENI – 6,1 млн тонн, Shell – 6,1 млн тонн, ЛУКОЙЛ – 2,9 млн тонн, Total – 2,7 млн тонн.

Рис.13 Добыча нефти и конденсата в Казахстане в 2021 году, млн тонн



Источник: Годовой отчет АО НК «КМГ» за 2021 год

Рис.12 Структура добычи нефти и газоконденсата в Казахстане в 2021 году, %

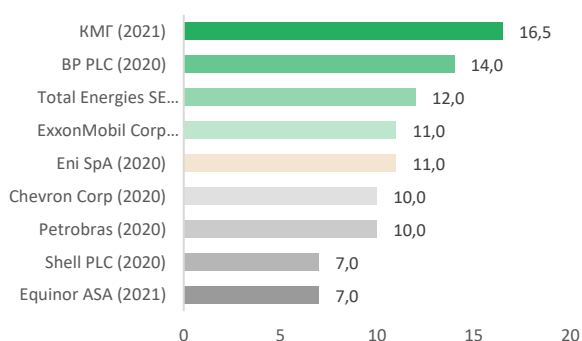


Кратность доказанных запасов (1P) нефти и конденсата в 2020-2021 годах представлена на Рис.14.

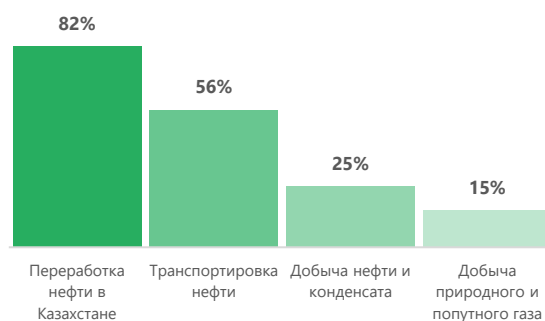
КМГ реализовал крупную инвестиционную программу по модернизации трех основных нефтеперерабатывающих заводов Казахстана, что способствовало увеличению перерабатывающих мощностей и улучшению качества нефтепродуктов, полному обеспечению внутреннего рынка нефтепродуктами для удовлетворения его потребностей, а также расширению экспорта нефтепродуктов на региональные рынки.

Находящаяся под управлением КМГ нефтетранспортная инфраструктура является диверсифицированной и имеет высокий транзитный и экспортный потенциал. Доля рынка в сегменте транспортировки нефти КМГ, включая магистральную и морскую транспортировку нефти, составила 56% по результатам за 2021 год (см. Рис.15). 9 ноября 2021 года 100% акций АО «КазТрансГаз» (АО НК «QazaqGaz») были переданы от КМГ в пользу АО «Самрук-Қазына». Таким образом, АО «КазТрансГаз» (АО НК «QazaqGaz») получил статус национальной компании и преимущественное право по разведке и добыче на газовых и газоконденсатных месторождениях. КМГ намерен содействовать модернизации и диверсификации газовой отрасли Казахстана и продолжит сотрудничество с АО «КазТрансГаз» (АО НК «QazaqGaz») по данному направлению.

**Рис.14 Кратность доказанных запасов (1P) нефти и конденсата в 2020-2021 годах**



**Рис.15 Доля рынка КМГ по сегментам в Казахстане в 2021 году, %**



Источник: Годовой отчет АО НК «КМГ» за 2021 год

## Обзор компании

КМГ является лидером по добыче, транспортировке и переработке нефти в Казахстане на 2022 год. КМГ владеет одними из крупнейших месторождений в мире: Тенгиз, Кашаган и Карачаганак, и обеспечена 2Р запасами на 645 млн тонн. КМГ была основана в 1992 году с началом геологоразведочных работ на территории “ЭмбаМунайгаз”. В 2002 году была официально создана Национальная Компания “КазМунайГаз”.

На 02.10.2022 год контрольный пакет акций (90,42%) Компании принадлежит АО «Национальный фонд благосостояния “Самрук Казына”, 9,58% акций принадлежит Национальному Банку Республики Казахстан.

КМГ имеет международный кредитный рейтинг “стабильный” по данным агентств Moody’s (Baa2), S&P (BB+) и Fitch (BBB+).

Организации, входящие в консолидацию КМГ показаны на таблице ниже:

Добыча	Транспортировка	Переработка и маркетинг	Прочее
<b>Месторождения в эксплуатации:</b>	<b>Транспортировка нефти:</b>	Павлодарский НХЗ – 100%	KMG systems & services – 100%
ОзенМунайГаз – 100%	КазТрансОйл – 90%	Атырауский НПЗ – 99,53%	Oil Services Company – 100%
ЭмбаМунайГаз – 100%	Батумский нефтяной терминал – 100%	КМГ International – 100%	Oil Construction Company – 100%
КазакТуркмунай – 100%		НПЗ Петромидия – 54,63%	Oil Transport Company – 100%
КазМунайТениз – 100%		НПЗ Bera – 54,63%	
Урихтау Оперейтинг – 100%			
<b>Мегапроекты:</b>			
Карачаганак - 10%			

*Указаны дочерние организации входящие в периметр консолидации*

## ОПЕРАЦИОННЫЙ АНАЛИЗ:

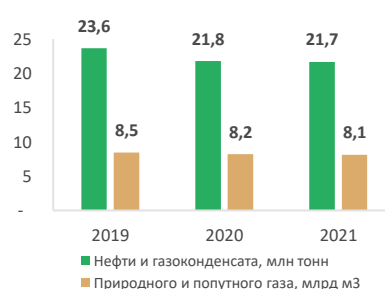
### Добыча

В 2021 году КМГ занимает 25% доли рынка по добыче нефти и газоконденсата и 15% доли рынка по добыче природного и попутного газа в Казахстане.

В последние годы объемы добычи нефти и газа КМГ были на сравнительно стабильном уровне. В 2020 году наблюдался спад в объемах добычи нефти и газоконденсата, что связано с резким снижением цен на нефть из-за глобального кризиса, вызванного Covid-19. В 2021 году общие объемы добытых нефти и газа остались неизменными, 22 млн тонн и 8 млрд м3. КМГ продолжает соблюдать обязательства по ограничению добычи в рамках соглашения ОПЕК+ как меры для стабилизации мирового спроса и цен на нефть.

КМГ также участвует в мегапроектах, совместно с международными компаниями по добыче нефти и газа. Наиболее важными из них являются Карачаганак, Тенгизшевройл и Кашаган, где существенные доли предприятий принадлежат таким компаниям как Chevron, Eni, ExxonMobil, Shell, Лукойл и другие.

Рис. 16 Добыча нефти



Источник: данные КМГ

### Транспортировка

В Казахстане 56% доли рынка транспортировки нефти и газа приходится на КМГ. Данный вид деятельности КМГ осуществляется через магистральные трубопроводы и морской флот. Динамика объема транспортировки газа за 2019-2021 годы остается отрицательной, показав совокупный спад в 21 млрд м3.

В составе активов КМГ имеются торговый флот, нефтеналивные танкеры, баржи-площадки и другие типы судов с высокой грузоподъемностью. КМГ также оперирует трубопроводной инфраструктурой, среди которых КТО, КТК и ККТ осуществляют транспортировку нефти во внутренний рынок, Европу и Китай.

### Реализация

Объем реализации нефтеконденсата также снизился за последние годы, что главным образом связано с сокращением добычи и потребления нефти ввиду пандемии и соглашения в рамках ОПЕК+. В 2019 году общий объем реализации был равен 24 млн тонн, а к 2021 году данный показатель составил 22 млн тонн.

Значительная часть реализации нефти и конденсата приходится на экспорт. В 2021 году 37% нефти было реализовано на внутреннем рынке, а 63% было экспортировано, из которых 99% приходится на страны Европы. По направлениям реализации нефтепродуктов, 80% приходится на внутреннее пользование, а 20% экспортируется в страны Европы, Россию и Китай.

### Переработка

По итогам 2021 года КМГ занимает 82% доли рынка Казахстана по переработке нефти. В структуре активов КМГ переработку жидкого углеводородного сырья, преимущественно нефти, осуществляют четыре нефтеперерабатывающих завода в Казахстане и два — в Румынии. В 2021 году объемы переработки углеводородного сырья и производства нефтепродуктов выросли после спада на фоне пандемии годом ранее, 19 и 13 млн тонн, соответственно. 26% объема переработки сырья приходится на дочерние организации, находящиеся в Румынии, в то время как 74% перерабатывается в Казахстане.

Рис. 5 Объем транспортировки

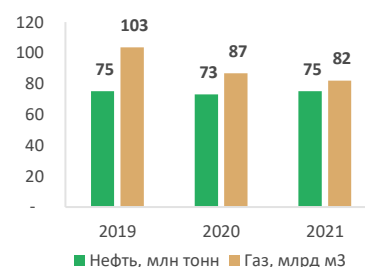


Рис. 17 Объем реализации нефти и конденсата, млн. тонн



Рис. 18 Объем переработки, млн. тонн



Источник: данные КМГ

**Финансовый анализ:**

Продажа сырой нефти и газа является основным источником доходов КМГ, занимая 57% доли выручки. 36% доли приходится на продажу нефтепродуктов, и по 2% доли занимают услуги по переработке и транспортировке нефти.

В последние годы выручка КМГ существенно менялась в связи с влиянием пандемии и соглашением в рамках ОПЕК+. В 2020 году выручка снизилась практически в два раза и составила 3,7 трлн тенге. Однако, уже в 2021 году наблюдался активный темп роста выручки, которая по итогам года составила 5,8 трлн тенге. В течение всего анализируемого периода в структуре выручки большая часть доходов приходится на направление переработки и добычи. За первое полугодие 2022 года выручка Компании выросла на 55,6% в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года и составила 4,2 трлн тенге. Доход в 3,8 трлн тенге КМГ получила от деятельности в направлении переработки, 0,7 трлн тенге от добычи и 0,2 трлн тенге от услуг транспортировки.

Внешние факторы также оказали существенное влияние на показатель EBITDA и чистую прибыль. В 2020 году EBITDA снизилась на 1,2 трлн в сравнении с предыдущим периодом, составив 0,8 трлн тенге. В том же периоде чистая прибыль КМГ сократилась в 6 раз, и составила 0,2 трлн тенге. В 2021 году оба показателя показали значительный рост, реабилитировавшись от последствий пандемического кризиса.

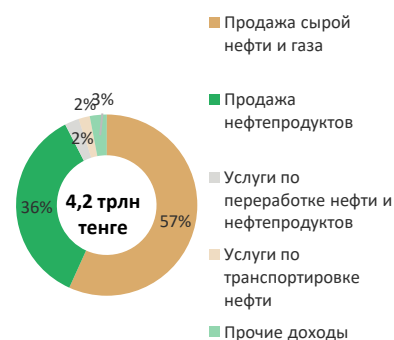
В сравнении с первым полугодием 2021 года, за 6 месяцев 2022 года чистая прибыль увеличилась на 0,1 трлн и составила 0,7 трлн тенге.

Наблюдается отрицательная динамика роста капитальных вложений вследствие снижения уровня добычи. Большая часть капитальных затрат направляется на поддержание текущего уровня производства, геологоразведочные работы и повышения эффективности работы.

Основную долю капитальных вложений КМГ занимают инвестиции в добычу. В 2019 году на данное направление было выделено более половины общих капитальных затрат - 257 млрд тенге. Данная тенденция сохраняется на протяжении всего анализируемого периода, и за первое полугодие 52,4% капитальных вложений приходится на добычу.

Транспортировка также занимает существенную часть капитальных вложений КМГ – 21% в первом полугодии 2022 года. В ближайшее время данный пункт инвестиций может значительно возрасти в связи с необходимостью новых направлений транспортировки нефти на фоне геополитической обстановки в мире.

**Рис. 19 Структура выручки по договорам с покупателями за 6М2022**



**Рис. 20 Динамика выручки по направлениям, трлн. тенге**



**Рис. 21 Капитальные вложения по направлениям, млрд. тенге**



Источник: данные Компании

**Сравнение с аналогами**

По индикатору маржинальности EBITDA КМГ демонстрирует конкурентноспособный уровень финансовой деятельности за последние несколько лет. В 2021 году КМГ реабилитировалась после кризисного года и вернула показатель маржинальности EBITDA на предкризисный уровень (29,1%).

**Таб.6 Сравнение с аналогами по маржинальности EBITDA**

Индикатор	Компания	2019	2020	2021	6M2022
Маржинальность EBITDA	КазМунайГаз	<b>29,8%</b>	<b>25,9%</b>	<b>29,1%</b>	<b>25,2%</b>
	Chevron	27,4%	25,3%	30,6%	29,5%
	ExxonMobil	36,8%	39,2%	38,4%	н/д
	Среднее значение по группе аналогов	41,2%	39,8%	44,1%	н/д
	<b>КазМунайГаз</b>	<b>17%</b>	<b>4%</b>	<b>21%</b>	<b>16%</b>
Чистая маржа	Chevron	2,1%	-5,9%	10,1%	15,3%
	ExxonMobil	5,6%	-12,6%	8,3%	н/д
	Среднее значение по группе аналогов	13,5%	-11,0%	17,8%	н/д

Источник: данные КМГ, открытые источники

**Дивидендная политика компании:**

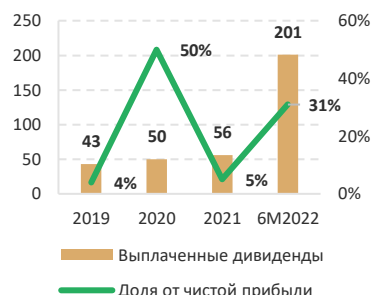
За последние несколько лет динамика объема выплаченных дивидендов остается положительной. В 2019 году в виде дивидендов было выплачено 4% чистой прибыли или 43 млрд тенге. Аномально высокая доля чистой прибыли (50%) была выплачена акционерам в 2020 году, что связано с нестабильной обстановкой из-за пандемии Covid-19. По окончании первого полугодия 2022 года акционерам КМГ было выплачено 201 млрд тенге, что эквивалентно 31% чистой прибыли.

До начала локального IPO КМГ планирует утвердить новую дивидендную политику, в основе которой будет финансово-экономическое состояние КМГ. Окончательное решение о выплате принимается на общем собрании акционеров КМГ.

Основными условиями выплаты дивидендов являются:

- Положительный собственный капитал;
- Наличие консолидированного чистого дохода за отчетный период, либо нераспределенной прибыли на конец отчетного периода;
- Наличие положительного свободного денежного потока.

**Рис. 21 Динамика выплат дивидендов, млрд. тенге**



Источник: данные Компании

**Рис. 22 Дивидендная политика КМГ**

Финансовый индикатор	Уровень	Размер дивидендов
Чистый Долг / скорр. EBITDA	<=1,0	Не менее 50 % свободного денежного потока
	> 1,0 и <=1,5	Не менее 40 % свободного денежного потока
	> 1,5 и <=2,0	Не менее 30 % свободного денежного потока

Источник: данные КМГ

Процент выплаты будет определяться по решению Общего собрания акционеров Общества, если показатель чистый долг к скорр. EBITDA(3) >2,0.

Совет директоров при определении рекомендуемого размера дивидендов, вправе учитывать любые факторы, события и действия, которые он считает необходимыми, включая, но не ограничиваясь:

- потребность Общества в финансировании затрат на капитальные вложения и инвестиционные проекты в будущем;
- необходимость обслуживания долга;
- необходимость поддержания достаточного уровня денежных средств для сохранения финансовой устойчивости и кредитных рейтингов инвестиционного уровня;
- и другие.

КМГ намерена выплачивать ежегодные дивиденды в размере не менее 200 млрд тенге (по итогам 2022, 2023 и 2024 гг., соответственно).



## Регулирование

Нефтяной сектор Казахстана является стратегически важным направлением в комплексном развитии страны. Так, казахстанский бюджет более чем на 30% формируется за счет налогов и сборов из нефтяного сектора.

На сегодняшний день запасы нефти в Казахстане составляют около 3% от общемировых запасов. Объем нефтегазодобычи РК приходится на 5 освоенных бассейнов, крупнейшим является Прикаспийский регион добычи, на который приходится около 80% ресурсной базы страны.

В Казахстане имеются значительные перспективы для новых открытий. Так, по информации государственных органов, выступающих главным надзорным органом в нефтяной индустрии, по состоянию на 2022 год геологами выделяются около 15 осадочных углеводородных бассейнов с прогнозными ресурсами условного топлива разной степенью изученности.

Главным органом регулирования деятельности, в том числе формирования политики, осуществления и координации управления нефтегазового сектора, нефтегазохимической промышленности, регуляции производства нефтепродуктов и газа в стране является Министерство энергетики РК. Помимо регулятивной функции, центральный аппарат Министерства энергетики осуществляет стратегическую и контрольно-надзорную деятельность. Первый руководитель Министерства, Министр энергетики РК, назначается на должность Президентом Республики Казахстан.

На данный момент государство реализует создание банка данных геолого-геофизических исследований глубоких горизонтов и сверхглубокого бурения, что является потенциальной возможностью для открытия крупных месторождений нефти и газа.

Помимо основного руководящего органа страны, регулирующего сектор нефтяной индустрии, в стране функционирует также нефтегазовый совет, образованный Указом Президента Республики Казахстан от 14 марта 2012 года, осуществляющий межведомственную координацию по вопросам стабильности и эффективного развития нефтегазовой отрасли в стране. Совет является консультативно-совещательным органом при Президенте Республики Казахстан.

Нефтегазовый Совет состоит из председателя, в лице Премьер-Министра РК, заместителя председателя, в лице заместителя Премьер-Министра, а также второго заместителя председателя, в лице заместителя Руководителя Администрации Президента Республики Казахстан или помощника Президента, курирующего социально-экономические вопросы. Также членами Совета являются министр труда и социальной защиты населения РК, министр по инвестициям и развитию РК, финансов, энергетики, национальной экономики и министр юстиции, председатели правления акционерных обществ “Фонд национального благосостояния “Самрук-Казына” и “Национальная компания “КазМунайГаз” (по согласованию).

Основными задачами Совета являются:

- 1) выработка предложений по стратегическим направлениям развития нефтегазовой отрасли Республики Казахстан;
- 2) выработка предложений по взаимодействию с зарубежными партнерами, работающими на крупнейших нефтегазовых месторождениях Республики Казахстан.

В настоящее время Правительством страны взят курс на переход на международные стандарты учета запасов полезных ископаемых, который в перспективе обеспечит прозрачность предоставляемой информации для выхода на международные биржи. По информации государственных органов, Казахстан вступил в семейство CRIRSCO, стандарты которых признаются ведущими фондовыми биржами и банками. Таким образом, в настоящее время государственными компетентными органами прорабатываются поправки, содействующие упрощению административных процедур, а также благоприятно влияющие на инвестиционный климат для привлечения финансовых средств в геологоразведочные работы.

В поддержку политики Европейского союза, Парижского соглашения, по внедрению пограничного углеродного регулирования на импорт углеродоемкой продукции, в т.ч. в направлении долгосрочной декарбонизации и снижению выбросов парниковых газов, Казахстан намеревается сократить выбросы парниковых газов на 15% к 2030 г от уровня 1990 г. В 2021 г. КМГ поддержал проведение международной конференции “Пути достижения целей Парижского соглашения и углеродной нейтральности Казахстана” с участием Президента РК, представив Президенту страны цели и пути достижения углеродной нейтральности КМГ. Так, КМГ разработал Программу низкоуглеродного развития на 2022-2031 гг, согласно которой КМГ придерживается курса на низкоуглеродное развитие, со снижением углеродного следа.

В соответствии с законодательством РК, отраслевых и международных стандартов ISO 14001 и ISO 45001, а также с помощью практик и рекомендаций Международной ассоциации производителей нефти и газа (IOGP), была разработана система менеджмента по охране здоровья, промышленной безопасности и охране окружающей среды. Помимо этого, КМГ сертифицируется по системе менеджмента охраны здоровья и безопасности труда на соответствие требованиям международного стандарта ISO 45001.

В отраслях, связанных с недропользованием законодательной основой для функционирования в стране служит Кодекс Республики Казахстан от 27 декабря 2017 года №125-VI ЗРК «О недрах и недропользовании» (далее - Кодекс), регламентирующий режим пользования недрами, порядок осуществления государственного управления и регулирования в сфере недропользования, особенности возникновения, осуществления и прекращения прав на участки недр, правового положения недропользователей и проведения ими соответствующих операций, а также вопросы пользования недрами и распоряжения правом недропользования и другие отношения, связанные с использованием ресурсов недр.

Согласно данному Кодексу, КМГ реализует направление по закрытию и рекультивации рабочих мест:

Ликвидация последствий недропользования проводится за счет недропользователя до прекращения соответствующих лицензий или контракта на недропользование, в соответствии с условиями, предусмотренными Кодексом и иными законами Республики Казахстан, а также экспертиз-проектом ликвидации последствий недропользования.

Консервация участка недр производится в соответствии с утвержденным недропользователем и получившим положительные заключения предусмотренных Кодексом и иными законами Республики Казахстан экспертиз-проектом консервации участка недр.

Технологические объекты ликвидируются или консервируются в соответствии с утвержденным недропользователем и получившим положительные заключения предусмотренных Кодексом и иными законами Республики Казахстан экспертиз-проектом ликвидации или консервации технологических объектов, за исключением отдельных категорий скважин, предусмотренных в правилах консервации и ликвидации при проведении разведки и добычи углеводородов, утверждаемых уполномоченным органом в области углеводородов, ликвидация или консервация которых осуществляется в соответствии с планом ликвидации и консервации.

В соответствии с законодательством и нормативными правовыми актами РК, согласно определенным контрактам КМГ несет юридические обязательства по демонтажу и ликвидации основных средств и восстановлению земельных участков на каждом из месторождений. Так, постепенное закрытие и полное прекращение деятельности всех непроизводительных скважин, включает в себя демонтаж трубопроводов, зданий и рекультивацию контрактной территории и т.д. Так, КМГ производит расчет обязательств по выбытию активов по каждому контракту. По состоянию на 31 декабря 2021 года обязательства по ликвидации нефтегазовых активов составили 67 млрд тенге. Процессы рекультивации и ликвидации контрактных территорий регулируются Кодексом.

Требования к проведению работ по ликвидации скважин устанавливаются в Правилах консервации и ликвидации при проведении разведки и добычи углеводородов и добычи урана, утвержденных приказом Министра энергетики Республики Казахстан от 22 мая 2018 года №200. Зарегистрирован в Министерстве юстиции Республики Казахстан 19 июня 2018 года №17094 (Глава 4. Ликвидация нефтяных, газовых и нагнетательных скважин различного назначения при разведке и добыче углеводородов).

По состоянию на 31 декабря 2021 года балансовая стоимость резерва Группы компаний КМГ по обязательству по ликвидации трубопроводов и рекультивации земель Компании составила 35 млрд тенге (на 31 декабря 2020 года: 114 млрд тенге).

## Сравнительная оценка

При расчете рыночной стоимости были выведены мультипликаторы EV/Sales, EV/EBITDA, P/BV и P/E сопоставимых компаний для КМГ на развивающихся и развитых рынках. Минимальное значение полученной стоимости по мультипликаторам EV/Sales, EV/EBITDA, P/BV и P/E были определены в качестве нижней границы, максимальное значение полученной стоимости по мультипликаторам EV/Sales, EV/EBITDA и P/BV были определены в качестве верхней границы вероятного диапазона рыночной стоимости бизнеса КМГ. Таким образом, в рамках настоящего анализа применение мультипликаторов компании-аналога (EV/Sales, EV/EBITDA, P/BV и P/E) дает ориентир для анализа КМГ.

Для КМГ в качестве аналогов были применены компании схожей производственной структурой, имеющие признаки вертикальной интеграции. Также включены компании аналоги находящиеся в развивающихся странах Юго-Восточной Азии, Восточной Европы и вертикально-интегрированные компании с развитых стран.

**Таб.7 Компании аналоги для сравнительного анализа**

№	Наименование компании	Отраслевые классификации	Страна
1.	PTT Exploration and Production PCL	PTT Exploration and Production Public Company Limited, вместе со своими дочерними компаниями, занимается разведкой и добычей нефти в Таиланде и за рубежом.	Таиланд
2.	Polski Koncern Naftowy ORLEN Spółka Akcyjna	Polski Koncern Naftowy ORLEN Spółka Akcyjna вместе со своими дочерними предприятиями занимается добычей, переработкой, очисткой, хранением и оптовой продажей сырой нефти в Польше и др. странах.	Польша
3.	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. занимается разведкой, добычей и продажей природного газа и сырой нефти в Польше и за рубежом.	Польша
4.	MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyilvánosán Muködo Részvénytársaság	MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyilvánosán Muködo Részvénytársaság, вместе со своими дочерними компаниями, работает как интегрированная нефтегазовая компания в Венгрии и за рубежом.	Венгрия
5.	SNGN Romgaz SA	SNGN Romgaz SA занимается разведкой, добычей и поставками природного газа в Румынии.	Румыния
6.	Delek Group Ltd.	Delek Group Ltd., энергетическая компания, занимается разведкой, разработкой, добычей и сбытом нефти и газа в Израиле и за рубежом. Компания осуществляет свою деятельность через три сегмента: Энергетика в Израиле, Зарубежная энергетика и Прочие операции.	Израиль
7.	Paz Oil Company Ltd.	Paz Oil Company Ltd. вместе со своими дочерними компаниями занимается переработкой, производством, хранением, импортом и продажей топливных продуктов в Израиле и на международном рынке.	Израиль
8.	Eni S.p.A.	Eni S.p.A. занимается разведкой, разработкой и добычей сырой нефти и природного газа. Она осуществляет свою деятельность через сегменты "Разведка и добыча", "Глобальный портфель газа и СПГ", "Переработка и маркетинг" и "Химикаты", "Plenitude и энергетика", "Корпоративная и прочая деятельность".	Италия

№	Наименование компании	Отраслевые классификации	Страна
9.	YPF Sociedad Anónima	YPF Sociedad Anónima, энергетическая компания, занимается добычей и переработкой нефти и газа в Аргентине. Деятельность компании в области разведки и добычи включает разведку, разработку и добычу сырой нефти, природного газа.	Аргентина
10.	Imperial Oil Limited	Imperial Oil Limited занимается разведкой, добычей и продажей сырой нефти и природного газа в Канаде. Компания осуществляет свою деятельность через три сегмента: сегменты разведки и добычи, переработки и сбыта и химический сегмент.	Канада
11.	Repsol, S.A.	Repsol, S.A. работает как интегрированная энергетическая компания по всему миру. Сегмент разведки и добычи занимается разведкой, разработкой и добычей запасов сырой нефти и природного газа.	Испания
12.	Suncor Energy Inc.	Suncor Energy Inc. работает как интегрированная энергетическая компания. Компания специализируется в основном на разработке бассейнов нефтяных ресурсов в канадских нефтяных песках Athabasca; занимается разведкой, приобретением, разработкой, добычей, транспортировкой, переработкой и сбытом сырой нефти в Канаде и за рубежом; сбытом нефти и нефтехимической продукции под маркой Petro-Canada	Канада
13.	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras занимается разведкой, добычей и продажей нефти и газа в Бразилии и за рубежом. Компания осуществляет свою деятельность через сегменты разведки и добычи; переработки, транспортировки и маркетинга; газа и электроэнергии; корпоративного и прочего бизнеса.	Бразилия
14.	Galp Energia, SGPS, S.A.	Компания осуществляет свою деятельность через четыре сегмента: Разведка и добыча, Промышленное и энергетическое управление, Коммерческий, а также Возобновляемые источники энергии и новый бизнес.	Португалия
15.	PTT Public Company Limited	Компания осуществляет свою деятельность через бизнес-группу "Разведка и добыча нефти и природного газа", бизнес-группу "Переработка и сбыт нефти" и группу "Новый бизнес и инфраструктура".	Таиланд
16.	Ecopetrol S.A.	Компания осуществляет свою деятельность через четыре сегмента: Разведка и добыча; Транспорт и логистика; Переработка, нефтехимия и биотопливо; Передача электроэнергии и концессии платных дорог.	Колумбия
17.	Cenovus Energy Inc.	Cenovus Energy Inc. вместе со своими дочерними компаниями занимается разработкой, добычей и сбытом сырой нефти, жидкого природного газа и природного газа в Канаде, США и Азиатско-Тихоокеанском регионе. Компания осуществляет свою деятельность через сегменты "Нефтяные пески", "Традиционные", "Морские", "Производство в Канаде", "Производство в США" и "Розничная торговля".	Канада
18.	BP p.l.c.	BP p.l.c. занимается энергетическим бизнесом по всему миру. Компания осуществляет свою деятельность через сегменты "Газ и низкоуглеродная энергетика", "Добыча и эксплуатация нефти", "Клиенты и продукты" и "Роснефть".	Великобритания

Источник: S&P Capital IQ Pro

**Таб.8 Финансовые показатели компаний-аналогов**

№	Выручка	ЕБИТДА	EV	MarCap	
1.	PTT Exploration and Production PCL	8 303	5 980	20 075	18 652
2.	Polski Koncern Naftowy ORLEN Spółka Akcyjna	40 192	5 326	11 291	7 509
3.	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.	27 450	5 438	7 003	6 329
4.	MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyilvánosan Működő Részvénytársaság	20 793	3 586	6 106	3 834
5.	SNGN Romgaz SA	2 347	770	2 102	3 211
6.	Delek Group Ltd.	2 946	3 394	8 530	2 903
7.	Paz Oil Company Ltd.	4 584	299	3 026	1 329
8.	Eni S.p.A.	108 734	25 056	53 607	38 346
9.	YPF Sociedad Anónima	11 378	3 238	11 079	5 607
10.	Imperial Oil Limited	38 459	6 502	31 164	29 326
11.	Repsol, S.A.	60 964	9 628	23 126	17 134
12.	Suncor Energy Inc.	37 223	14 170	53 297	41 786
13.	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	109 797	57 840	121 881	86 593
14.	Galp Energia, SGPS, S.A.	21 674	3 439	12 498	8 182
15.	PTT Public Company Limited	77 484	10 778	58 643	25 654
16.	Ecopetrol S.A.	29 030	13 530	44 387	19 774
17.	Cenovus Energy Inc.	45 306	8 977	39 690	31 674
18.	BP p.l.c.	202 318	36 898	132 339	92 671

Источник: S&P Capital IQ Pro

Для определения рыночной стоимости КМГ, медианное значение мультипликаторов EV/Sales, EV/ЕБИТДА и P/BV были умножены на величину выручки, ЕБИТДА КМГ за последние 12 месяцев (LTM) (последняя доступная отчетность по состоянию на 30.06.2022 г.) и на собственный капитал соответственно.

В результате применения метода отраслевых коэффициентов диапазон индикативной рыночной стоимости компании КМГ, рассчитанный сравнительным подходом на базе мультипликаторов публичных компаний, составляет (округленно): от 2054 млрд. тенге до 21 004 млрд. тенге.

Для получения стоимости акций/долей участия в уставном капитале Компании полученная стоимость бизнеса по мультипликаторам EV/Sales, EV/ЕБИТДА корректируется на величину избыточных денежных средств и финансовых обязательств, имеющих у КМГ.

Таким образом, стоимость компании определенная методом отраслевых коэффициентов, составила 6 684 млрд. тенге. Исходя из вышеизложенного, стоимость одной акции КМГ по методу отраслевых коэффициентов составила 10 955 тенге. (Количество акций в обращении - 610 119 493 шт.)

**Таб.9 параметры сравнительной оценки**

Мультипликаторы	EV/Sales	EV/ЕБИТДА	P/BV	P/E
Максимальное	2,85x	7,94x	2,20x	17,10x
Минимальное	0,27x	1,35x	0,40x	1,70x
Среднее	0,97x	3,27x	1,17x	6,31x
Медианное	0,80x	3,10x	1,15x	5,00x

**Таб.10 Индикативная рыночная стоимость КМГ на основе метода отраслевых коэффициентов, млрд. тенге**

P/E	491	20 996
P/BV	3 599	19 792
EV/ЕБИТДА	2 632	15 481
EV/Sales	1 983	21 004

**Таб.11 Параметры сравнительной оценки**

Мультипликатор	Медианное значение	Стоимость компании, млрд. тенге
EV/Sales	0,80x	5 896
EV/ЕБИТДА	3,10x	6 044
Стоимость компании до корректировки		5 970
Чистый долг		(2 403)
Стоимость компании после корректировки	0,95x	3 567
P/BV	1,15x	10 346
P/E	5,0x	6 139
<b>Итоговая стоимость компании</b>		<b>6 684</b>

Источник: S&P Capital IQ Pro

### Оценка доходным подходом

Оценка доходным подходом предполагает построение прогнозной модели и дисконтирования денежных потоков.

Прогнозная модель отчета о прибылях и убытках была построена на базе консолидированной отчетности с использованием прогнозных данных по добыче, переработке и реализации, предоставленных КМГ.

Основными драйверами роста доходов и изменения цены на акцию является рост объемов добычи и транспортировки нефти, а также изменение цен на нефть.

Прогноз цен реализации нефти за баррель построен исходя из консенсус-прогноза аналитиков, опрошенных S&P Capital IQ, а также дисконта в размере 8%, что соответствует среднему дисконту цены реализации нефти КМГ по информации КМГ.

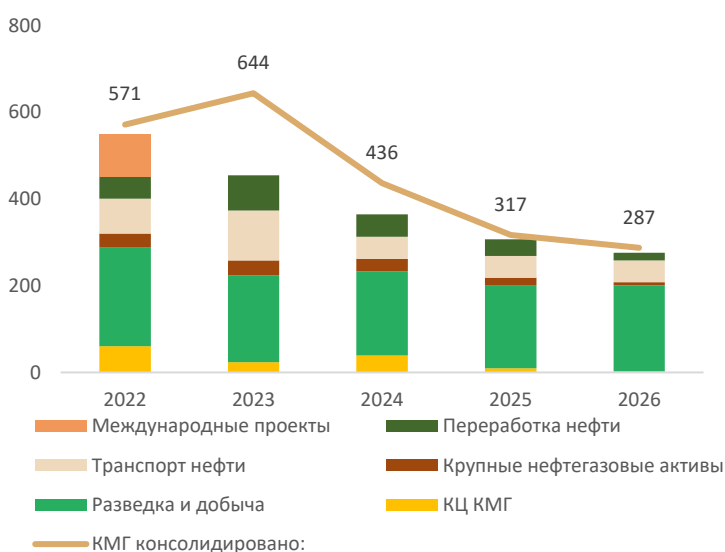
Средняя стоимость транспортировки нефти была рассчитана, исходя из фактической исторической стоимости транспортировки за 1 тонну и проиндексирована на ожидаемый уровень инфляции цен производителей (PPI).

Средняя стоимость переработки нефти также была рассчитана на базе фактического показателя за тонну по итогам 2021 года, проиндексированной на прогноз инфляции цен производителей.

Себестоимость, расходы по транспортировке и административные расходы были спрогнозированы, исходя из исторических соотношений за последние 3 года.

Прогноз капитальных затрат соответствует предоставленным данным КМГ. Прогноз изменений в рабочем капитале взят исходя из фактических данных КМГ за трехлетний период. Финансирование капитальных затрат в модели предполагается согласно действующей структуре капитала. Также в модели предполагается полное рефинансирование действующих займов по мере наступления сроков погашения.

Рис.26 Прогноз капитальных расходов, млрд. тенге



Источник: данные КМГ

Рис. 23 Прогноз объемов добычи, тыс. тонн

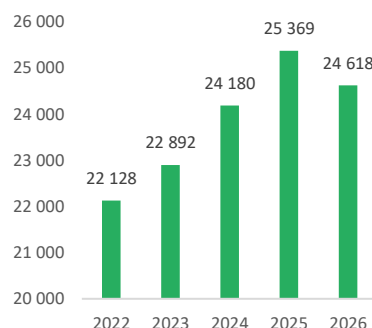


Рис. 24 Прогноз реализации нефти, тыс. тонн

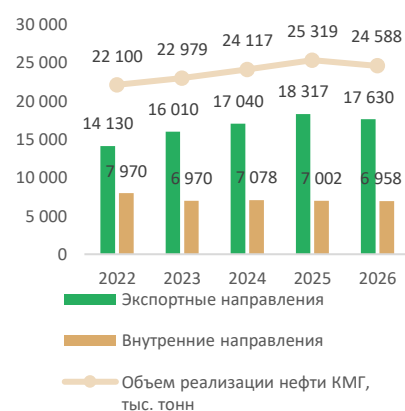


Рис. 24 Прогнозный объем транспортировки нефти, тыс. тонн

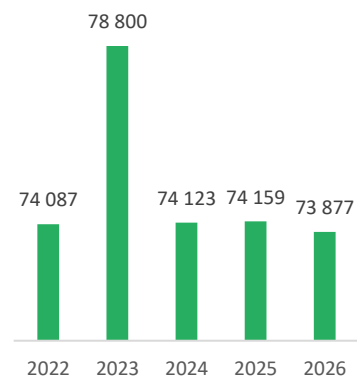
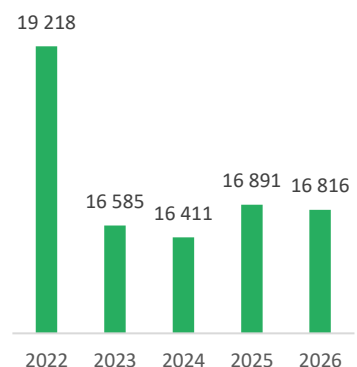


Рис. 24 Прогнозный объем переработки нефти, тыс. тонн





**Прогноз денежных потоков (FCFF):**

	2022 П	2023 П	2024 П	2025 П	2026 П	2027 П
ЕБИТ	1 045,2	977,9	912,4	957,5	1 011,5	1 078,2
+ Dividends from subsidiaries	549,5	438,9	408,9	554,9	553,8	553,8
+ Depreciation	321,3	349,4	357,0	353,5	347,8	342,5
-Tax	354,1	330,4	289,0	335,6	356,5	355,6
-WC changes	82,9	80,6	100,4	9,5	6,2	27,5
-CAPEX	571,3	644,1	436,4	317,0	287,4	287,4
<b>FCFF</b>	<b>908</b>	<b>711</b>	<b>1 053</b>	<b>1 223</b>	<b>1 263</b>	<b>1 304</b>

**Оценка акций КМГ методом дисконтирования денежных потоков:**

DCF	2022 П	2023 П	2024 П	2025 П	2026 П	2027 П
Период	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5
Фактор дисконтирования	1,07	1,21	1,38	1,57	1,79	2,03
	851	586	763	778	706	641
r	13,78%					
k	2,0%					
DCF	4 325					
TV	5 725					
EV	10 050					
Net Debt	2 461					
QV	7 589					
Market Cap, KZT	7 588 936					
Market Cap, USD	16 423					

Терминальная стоимость КМГ была рассчитана на базе денежного потока в КМГ в пост-прогнозный период с использованием формулы Гордона и дисконтирована к текущей дате.

Методом дисконтирования свободного денежного потока в Компанию, предполагаемая справедливая стоимость 1 акции составила **12 438 тенге** при высоком сценарии цен на нефть, согласно медиане консенсус-прогноза.

Для определения финальной стоимости цена за акцию КМГ мы берем среднее значение определенное сравнительным и доходным методом:

Метод	Цена за акцию	Вес	Взвешенная доля
DCF	12 438	50%	6 219
Сравнительный метод	10 955	50%	5 478
<b>Итоговая стоимость 1 акции КМГ в тенге</b>			<b>11 697</b>



**Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые BCC Invest рассматривает в качестве достоверных. Однако BCC Invest, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Данный документ был подготовлен BCC Invest, и другие стороны не принимают на себя какой-либо ответственности и не делают каких-либо заявлений и не предоставляют каких-либо гарантий, явных или подразумеваемых, в отношении содержания настоящего документа, в том числе её точности, полноты или проверки, или в отношении любого другого заявления и ничто в настоящем документе не может рассматриваться как обещание или утверждение в отношении прошлого или будущего.

В отношении справедливости, точности, полноты или достоверности настоящего документа или содержащихся в ней мнений не предоставляется никаких заверений, гарантий или обязательств, прямо выраженных или подразумеваемых и не следует полагаться на справедливость, точность, полноту или достоверность документа или содержащихся в нем мнений. Документ, включает прогнозы, но не ограничиваясь ими, применяется только на дату настоящего документа и предоставляется без цели сформировать уверенность относительно будущих результатов. BCC Invest настоящим заявляет об отсутствии обязательств по распространению любых обновлений или изменений к настоящему документу, включая любые финансовые данные или прогнозы. Используемые в документе данные о рынках, не отнесенные к конкретному источнику, являются оценочными суждениями BCC Invest, в их отношении не проводилась независимая проверка.