



НАРОДНОЕ IPO АО «НК «КАЗМУНАЙГАЗ»

ПОКУПАТЬ ИЛИ НЕТ?

Ноябрь, 2022



Условия IPO АО «НК «КазМунайГаз», объявленные 7 ноября

- Фондовые биржи для размещения – KASE и AIX.
- Сбор заявок от физических лиц Казахстана – с 12:00 9 ноября до 15:00 2 декабря (по времени г.Астана).
- Сбор заявок для всех остальных – с 12:00 9 ноября до 18:00 30 ноября.
- Цена размещения – 8406 тенге на акцию (стоимость компании – 5,1 трлн. тенге, \$10,6 млрд); дисконт – 27% к нашей оценочной стоимости (11429 тенге на акцию, 7,0 трлн. тенге).
- Объем размещаемых акций – 30'505'974 штуки, или 5,0% от общего объема (объем размещения – 256 млрд. тенге, или \$0,5 млрд).
- Таргетируемый дивиденд на ближайшие 3 года – 328-410 тенге на акцию (200-250 млрд. тенге), или 3,9-4,9% от цены размещения.
- *Купить акции можно в «два клика» через мобильное приложение Jusan в разделе Инвестиции (наша организация проделала большую работу по этому IPO).*

См. более подробную информацию по объявленному IPO КазМунайГаза [здесь](#).



Крупные акционеры КМГ

Структура акционеров на 01.10.2022:

Акционер с долей >5%	Количество простых акций, шт	Количество префов, шт	Доля в простых акциях
АО "ФНБ "Самрук-Казына"	551 698 745	0	90,4%
Национальный Банк РК	58 420 748	0	9,6%
Крупные акционеры	610 119 493	0	100,0%
Итого объявленные акции	849 559 596	0	
Итого размещенные акции	610 119 493	0	100,0%
Итого выкупленные акции	0	0	
Итого акции в обращении	610 119 493	0	

Группа КМГ



Дочерние компании

Разведка и добыча:

- АО «РД «КазМунайГаз» (99,7%)
- ТОО «КазМунайТениз» (100%)
- ТОО «КМГ Карачаганак» (100%)
- ТОО «Казахтуркмунай» (100%)

Переработка:

- Cooperative KazMunayGas PKI U.A. (Нидерланды) (100%)
- ТОО «Атырауский НПЗ» (99,5%)
- ТОО «Павлодарский НХЗ» (100%)
- KMG International N.V. (Румыния) (100%)

Транспортировка и прочее: *

- АО «КазТрансОйл» (90%)
- ТОО «КазМорТрансФлот» (100%)
- ТОО «KMG Drilling&Services» (100%)

* АО «КазТрансГаз» было продано в ноябре 2021 года за 1 тг.

** В сентябре 2022 года КМГ приобрела еще 50% KMG Kashagan B.V. за \$3,8 млрд. (исполнила опцион колл, см. слайд 16).

Совместные и ассоциированные

Разведка и добыча:

- ТОО «Тенгизшевройл» (20%)
- KMG Kashagan B.V. (50%+50% **)
- Mangistau Investment B.V. (50%)
- Ural Group Limited (50%)
- ТОО «КазГепМунай» (50%)
- ТОО «Казахойл Актобе» (50%)

Переработка:

- ТОО «КазРосГаз» (50%)
- Valsera Holdings B.V. (50%)
- ПетроКазахстан Инк (33%)

Транспортировка и прочее:

- Каспийский Трубопроводный консорциум (20,75%)
- ТОО «Тениз Сервис» (50%)
- Прочее

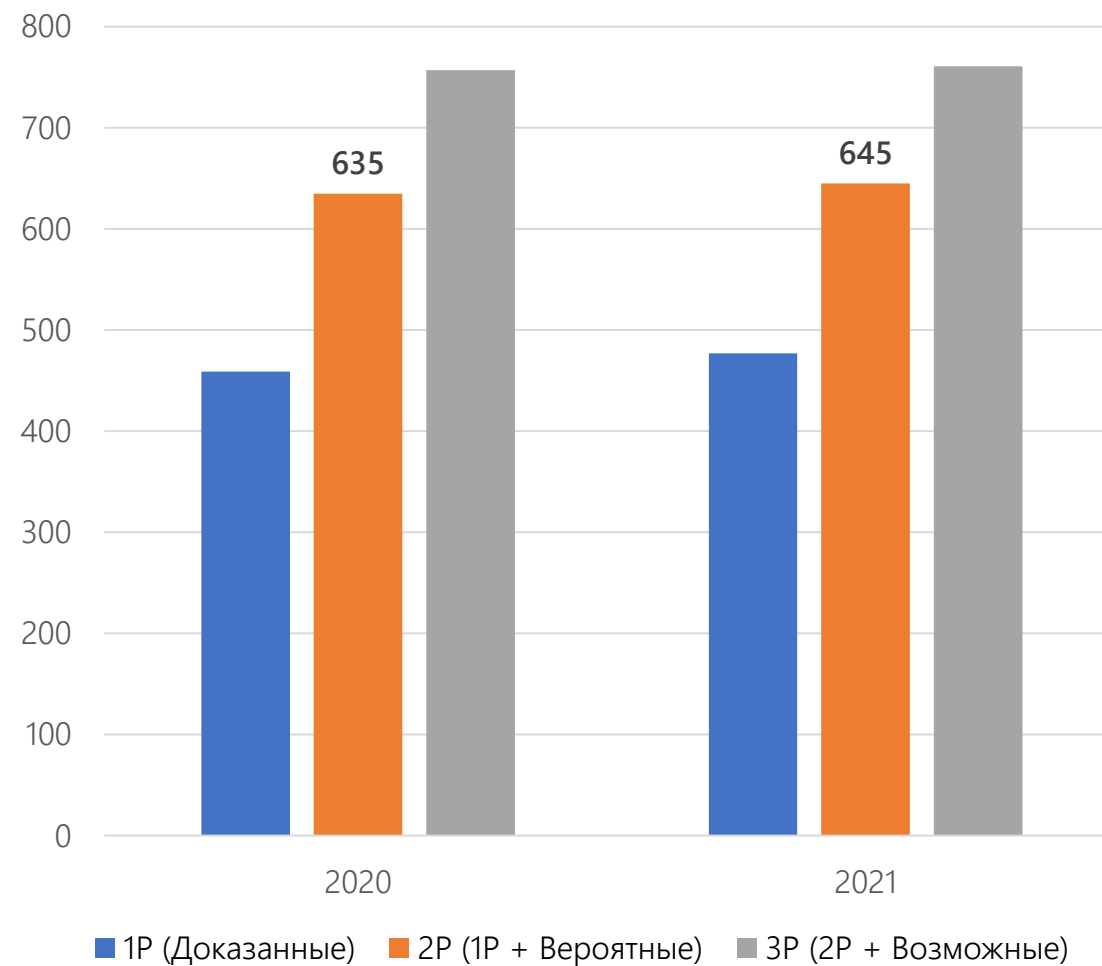
Операционные показатели КМГ



Добыча, переработка и транспортировка КМГ - в годовом выражении (млн.тонн) *



Запасы КМГ (млн. тонн)



* По всем дочерним, совместным и зависимым организациям.

Финансовая отчетность КМГ. Ч.1

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ (СЖАТАЯ ФОРМА), млн.тг

	2017	2018	2019	2020 *	2021 *	3м22 *	6м22 *
Объем реализации	4 793 763	6 988 964	6 858 856	3 624 964	5 838 793	1 957 153	4 203 150
Операционные расходы, втч:	-4 348 171	-6 264 613	-6 061 525	-3 412 932	-5 320 619	-1 913 170	-3 891 355
- Амортизационные расходы	-238 021	-285 186	-337 424	-360 283	-385 570	-83 234	-163 416
Операционная прибыль	445 592	724 351	797 331	212 032	518 174	43 983	311 795
Затраты по финансированию	-217 246	-250 055	-239 644	-219 004	-221 949	-59 732	-121 535
Доходы по курсовым разницам	67 055	-38 320	8 479	-16 189	17 781	69 574	-39 920
Доходы от совм. и завис. компаний	429 795	697 326	827 979	250 161	788 504	316 836	643 548
Доход от денежных средств	119 061	100 097	99 274	71 245	76 677	20 735	49 644
Прочие доходы (расходы)	-124 858	-264 081	-108 788	-302 400	-112 932	-21 322	-31 972
Прибыль до налогообложения	719 399	969 318	1 384 631	-4 155	1 066 255	370 074	811 560
Расходы по налогу на прибыль	-190 285	-279 260	-226 180	-85 276	-221 393	-82 643	-134 600
Прибыль от продолж. деятельности	529 114	690 058	1 158 451	-89 431	844 862	287 431	676 960
Результат от прекращ. деятельности *	-3 666	3 453	6	261 328	352 478	0	0
Чистая прибыль	525 448	693 511	1 158 457	171 897	1 197 340	287 431	676 960
	443 408	695 864	1 197 157	273 237	1 215 561	311 861	656 162

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕГ (СЖАТАЯ ФОРМА), млн. тг

	2017	2018	2019	2020	2021	3м22 *	6м22 *
Операционный денежный поток	695 393	629 161	123 801	446 533	1 078 497	36 131	354 155
Инвестиционный поток, втч:	-1 093 759	991 081	-319 562	-205 611	-988 694	-102 224	-235 499
- Капитальные затраты и покупка долей	-451 901	-309 877	-345 546	-337 578	-699 243	-75 829	-165 077
Финансовый поток	737 081	-1 520 368	-270 371	-245 227	-282 533	87 369	-176 503

* Отчет о прибыли без АО «КазТрансГаз» – с 2020 года (продано в ноябре 2021 года), Отчет о движении денег – с 3м22.

Финансовая отчетность КМГ. Ч.2

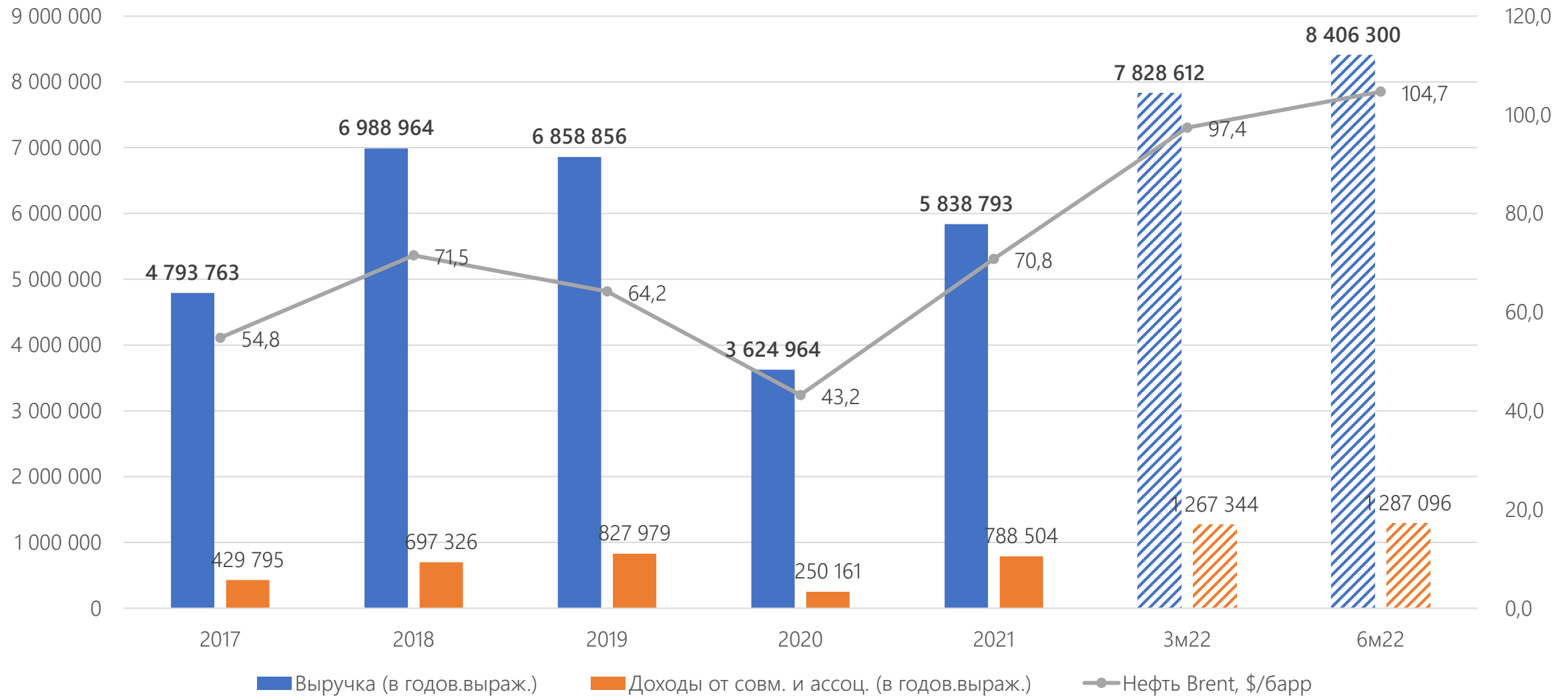
АНАЛИТИЧЕСКИЙ БАЛАНС (СЖАТАЯ ФОРМА), млн. тг

	2017	2018	2019	2020	2021 *	3м22 *	6м22 *
Денежные средства и их эквиваленты	2 951 451	1 978 209	1 476 482	1 484 864	1 801 879	1 689 223	1 643 138
Оборотный капитал (активная часть)	1 189 588	1 279 279	1 208 351	1 001 569	1 359 920	1 687 022	1 922 393
<u>Прекращенная деятельность</u>	24 905	61 760	7 604	46 518	795	404	386
Итого текущие активы	4 165 944	3 319 248	2 692 437	2 532 951	3 162 594	3 376 649	3 565 917
ОС и НА	4 518 696	4 878 047	4 873 719	4 750 272	3 672 294	3 768 770	3 777 865
Инвестиции в совм. и завис. компании	3 823 630	4 895 444	5 590 384	6 471 021	6 550 384	7 307 157	7 564 841
Прочие долгосрочные активы	1 041 688	922 541	925 375	899 043	266 989	283 203	301 765
Итого долгосрочные активы	9 384 014	10 696 032	11 389 478	12 120 336	10 489 667	11 359 130	11 644 471
Итого активы	13 549 958	14 015 280	14 081 915	14 653 287	13 652 261	14 735 779	15 210 388
Оборотный капитал (пассивная часть)	1 238 212	1 469 870	1 174 092	954 848	878 316	1 082 712	1 359 164
Краткосрочный долг	885 816	333 246	264 350	378 527	493 968	373 384	365 916
<u>Прекращенная деятельность</u>	1 929	5 039	0	0	0	0	0
Итого текущие обязательства	2 125 957	1 808 155	1 438 442	1 333 375	1 372 284	1 456 096	1 725 080
Долгосрочный долг	3 422 426	3 829 198	3 620 072	3 762 391	3 297 453	3 553 388	3 619 513
Прочие долгосрочные обязательства	1 217 970	1 234 858	826 745	920 842	823 843	913 472	939 536
Итого долгосрочные обязательства	4 640 396	5 064 056	4 446 817	4 683 233	4 121 296	4 466 860	4 559 049
Итого обязательства	6 766 353	6 872 211	5 885 259	6 016 608	5 493 580	5 922 956	6 284 129
Уставный капитал	953 221	957 335	957 335	925 522	917 683	917 683	917 683
Резервы	4 960 366	6 105 254	7 201 066	7 782 798	7 330 280	8 008 533	8 078 583
Итого СК	5 913 587	7 062 589	8 158 401	8 708 320	8 247 963	8 926 216	8 996 266
Доля меньшинства	870 018	80 480	38 255	-71 641	-89 282	-113 393	-70 007
Итого обязательства и СК	13 549 958	14 015 280	14 081 915	14 653 287	13 652 261	14 735 779	15 210 388

* С конца 2021 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

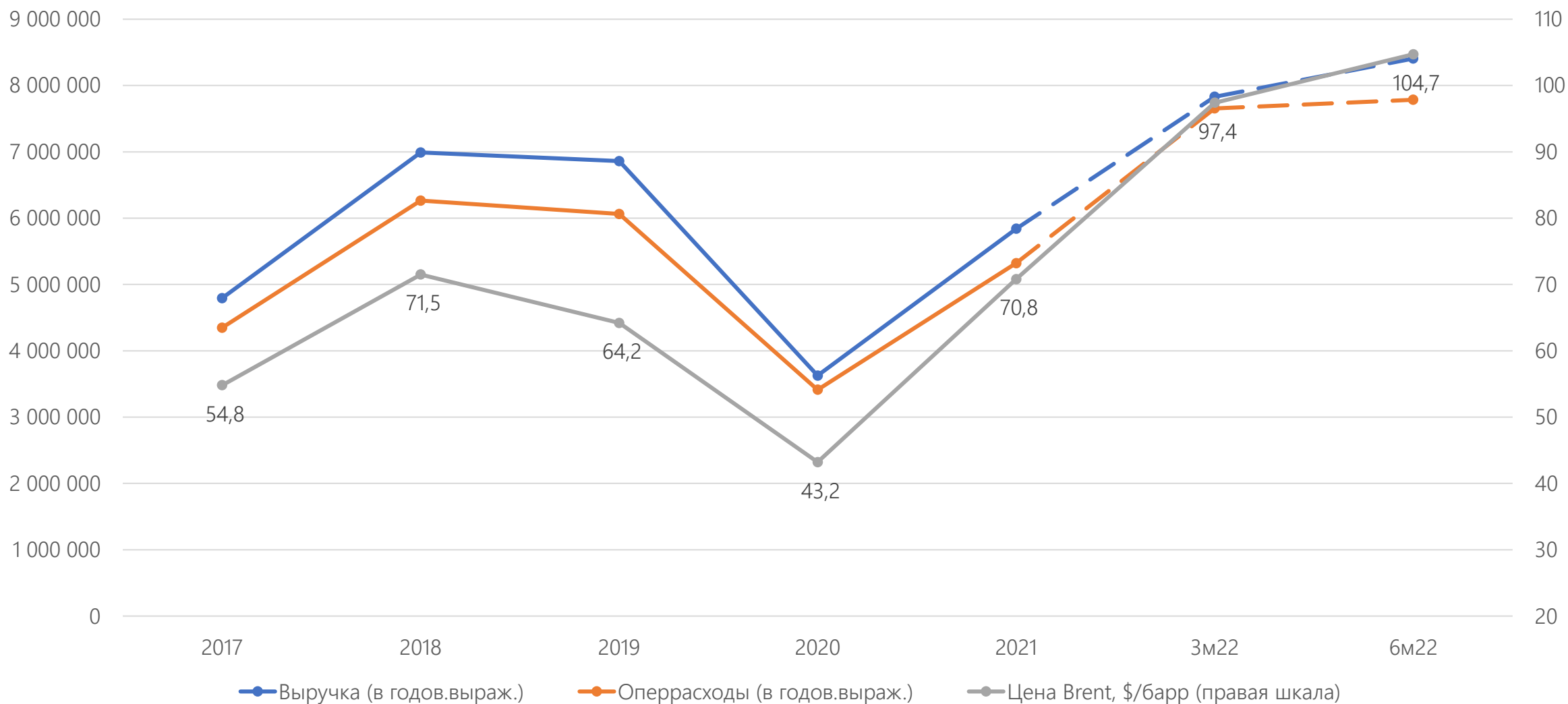


Консолидированная выручка КМГ (млн.тг)



* С 2020 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

Необычная связь оперрасходов КМГ (млн.тг) и цен на нефть

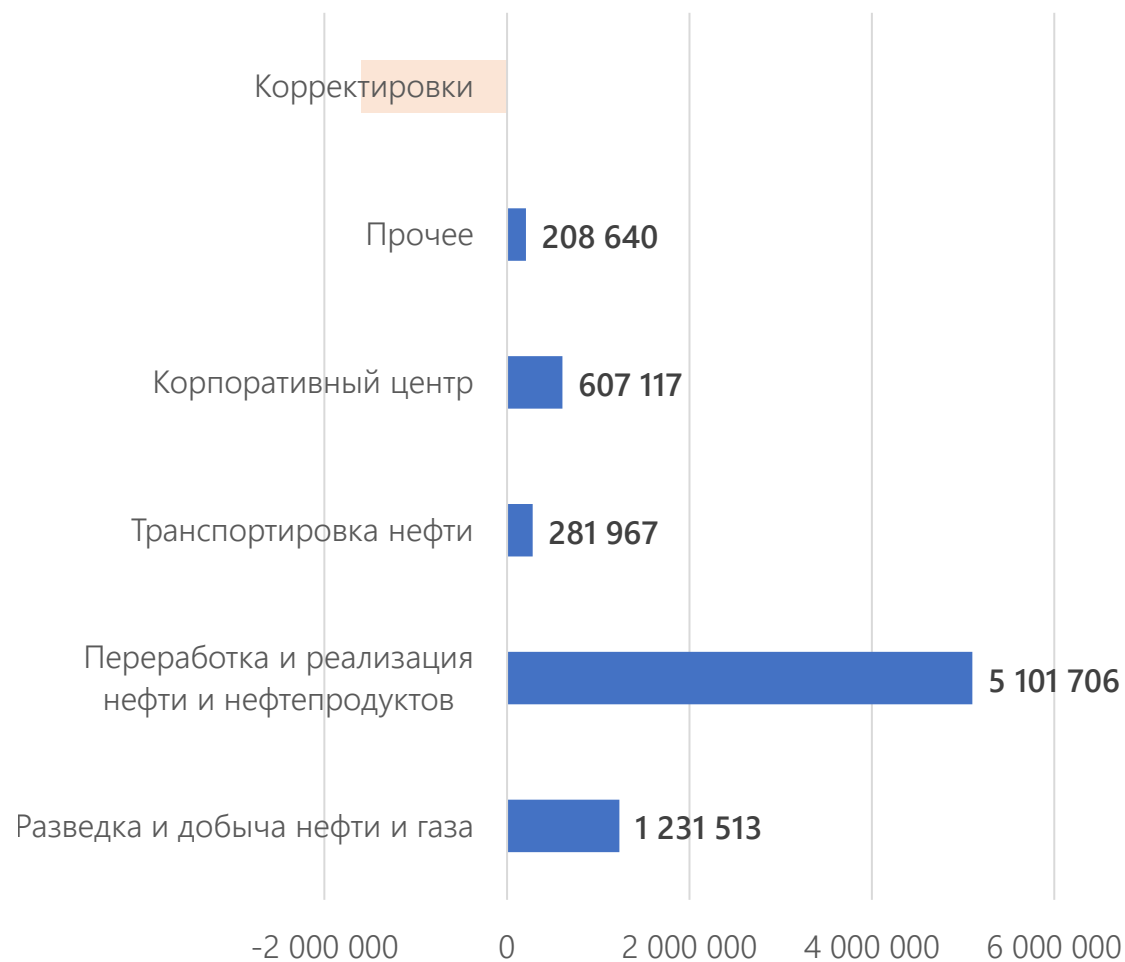


* С 2020 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

Сегментная структура выручки КМГ – 2021 год (млн.тг)



Структура выручки (млн.тг)



Доходы от совм. и ассоциир. компаний



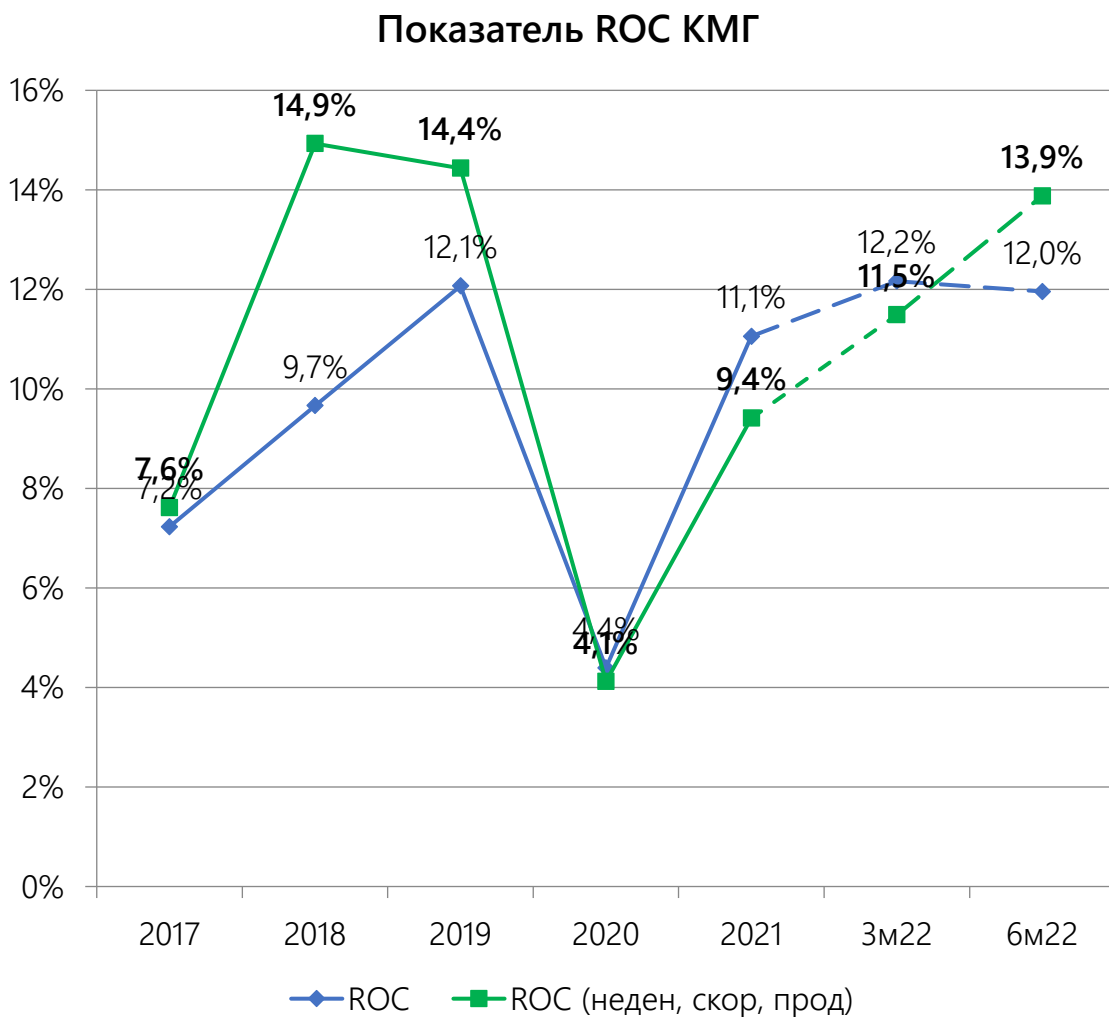


Долг КМГ – валовый и чистый (млн.тг)



* С конца 2021 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

Показатели прибыли КМГ

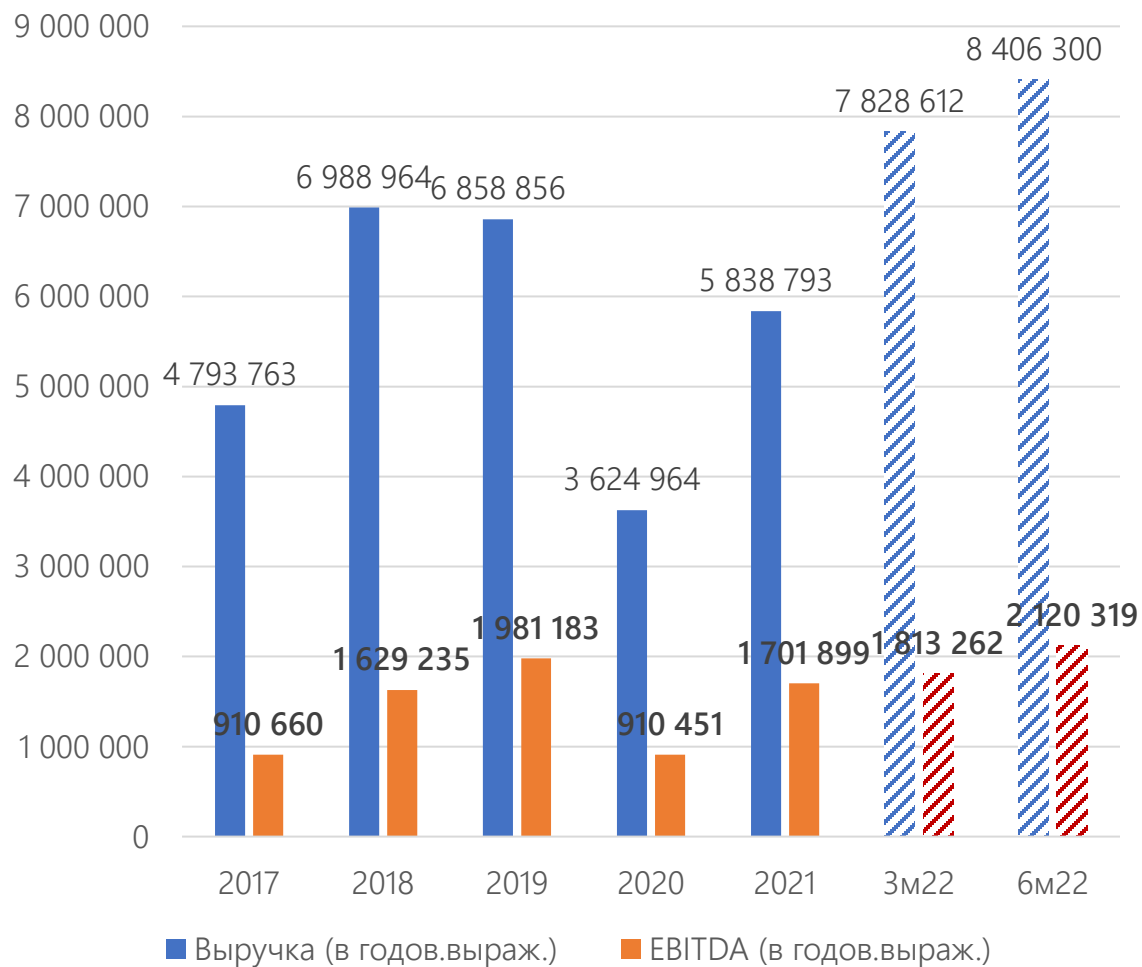


* По графику слева с 2020 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

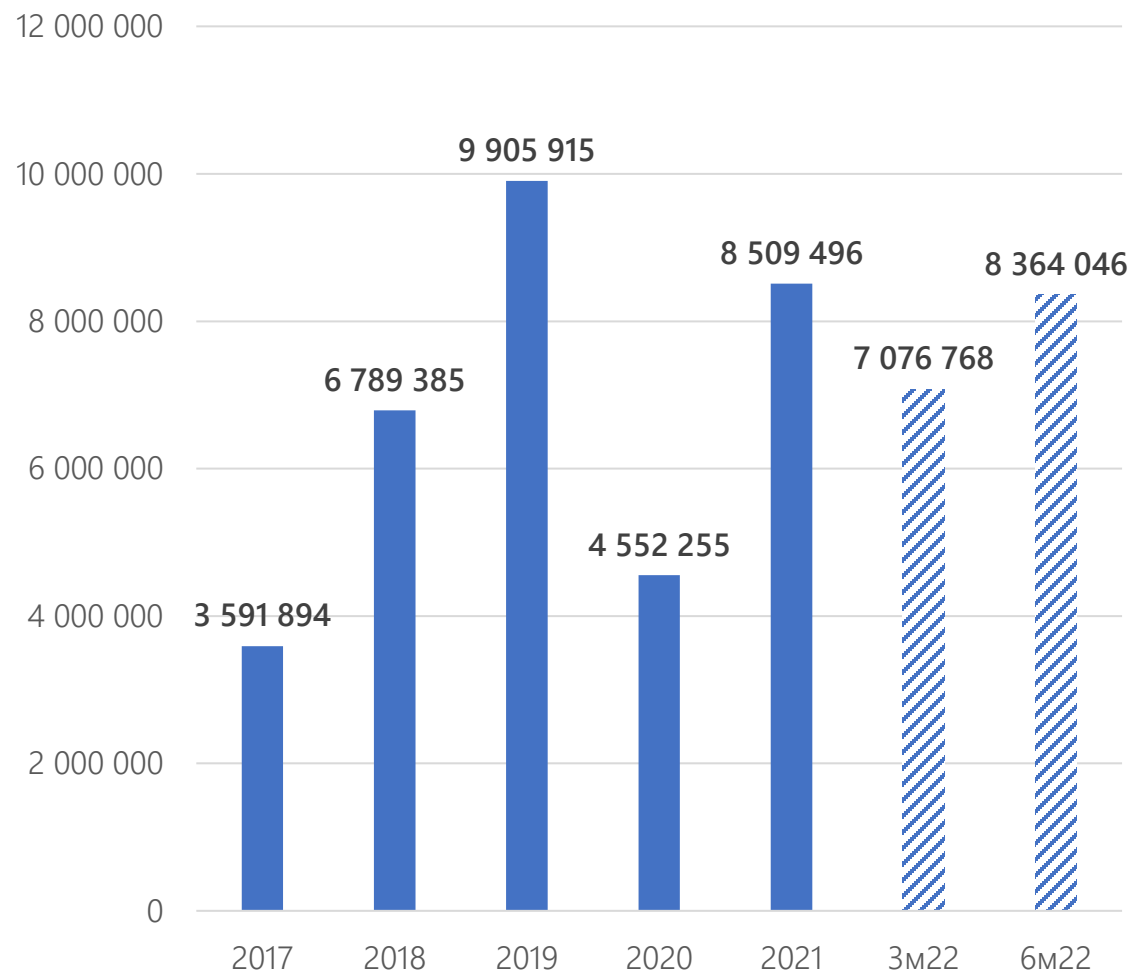
Нормализованный EBITDA КМГ



Динамика EBITDA (млн.тг)



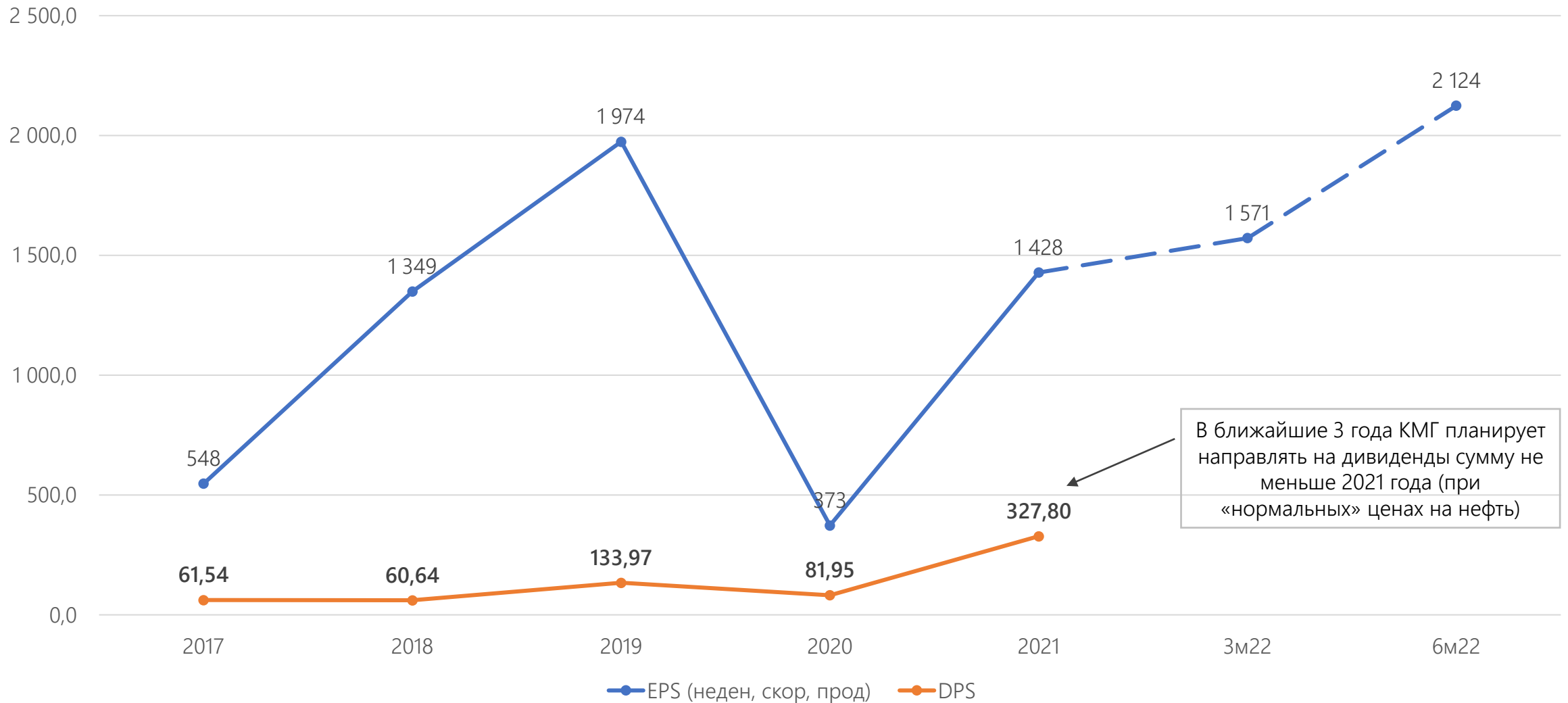
Теоретический MV при EV/EBITDA=5 (млн.тг)



* С 2020 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).



EPS (в годовом выражении) и дивиденды КМГ (ТГ)



* С 2020 года – без АО «КазТрансГаз» (продано в ноябре 2021 года).

Методика выкупа и дивидендная политика КМГ

Выкуп компанией по требованию акционера: Рыночная цена – 10%

10. Выкуп по требованию акционера Общества обращающихся на Организованном рынке ценных бумаг Акции осуществляется по средневзвешенной цене, сложившейся на Организованном рынке ценных бумаг, где обращаются Акции, за вычетом скидки в размере 10% (десяти процентов) от средневзвешенной цены.

Расчет средневзвешенной цены Акции определяется на основе данных по сделкам, совершенным на Организованном рынке за последние 30 календарных дней, предшествующих дате, возникновения основания в соответствии Законами для предъявления требования акционером о выкупе принадлежащих ему Акции, и производится по следующей формуле

$C = V / A$, где:

C - средневзвешенная цена Акции;

V - объем сделок в денежном выражении по данным Акции (рассчитывается путем суммирования соответствующих показателей по всем сделкам, совершенным за последние 30 календарных дней, с Ациями на Организованном рынке ценных бумаг, где обращаются Акции);

A - количество Акции в сделках (рассчитывается путем суммирования за указанный период соответствующих показателей по всем сделкам с Ациями на Организованном рынке ценных бумаг, где обращаются Акции).

4.4. Общество приложит все усилия для обеспечения выплаты следующего размера дивидендов:

- а. Не менее 50% от Свободного денежного потока, если показатель Чистый долг к EBITDA не менее или равно 1,0;

Подписан ЭЦП НУЦ РК:
ДИКАНБАЕВ МАРАТ, 01.11.2022
Сертификат 2a4abee98d2a08d62a2d0e94394b900b3c9203bf

4

- b. Не менее 40% от Свободного денежного потока, если показатель Чистый долг к EBITDA более 1,0, но менее или равно 1,5;
- c. Не менее 30% от Свободного денежного потока, если показатель Чистый долг к EBITDA более 1,5 но менее или равно 2,0;
- d. Процент выплаты будет определяться по решению Общего собрания акционеров Общества, если показатель Чистый долг к EBITDA более 2,0.

В настоящий момент КМГ проходит по пунктам b и c.

УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛИ В КАШАГАНЕ

Что известно о KMG Kashagan B.V.

21.09.2022 КМГ сообщила, что использовала свое право в рамках заключенного в 2015г соглашения «колл опцион» и приобрело у АО «Самрук-Қазына» 50% доли в компании KMG Kashagan B.V. за \$3,8 млрд (1824 млрд. тг), в результате чего у КМГ стало 100%. К сведению, KMG Kashagan B.V. принадлежит 16,88% в СРП по Северо-Каспийскому проекту.

К сведению, в финансовой отчетности за 1-е полугодие 2022 года КМГ сделала следующее замечание:

16 октября 2015 года Группа продала 50% своих акций в KMG Kashagan B.V. в пользу Самрук-Казына с опционом на покупку всего или частичного пакета акций (далее – «Опцион») в период с 1 января 2018 года до 31 декабря 2020 года. Позднее период реализации опциона был продлен до 31 декабря 2022 года. В 2017 году суд Амстердама наложил определенные ограничения на 50% акций KMG Kashagan B.V., принадлежащих Самрук-Казына (далее - Ограничения). В период действия Ограничений, акции KMG Kashagan B.V. не могли быть проданы, переданы или заложены. По состоянию на 31 декабря 2021 года Ограничения оставались в силе.

14 июня 2022 года судом Амстердама Ограничения были отменены. В результате проведенного анализа Группа определила, что Опцион не дает Группе существенных прав голоса. Группа не считает реализацию Опциона на существующих условиях экономически целесообразной. Опцион находится «вне денег» поскольку цена исполнения значительно выше, чем справедливая стоимость 50% доли, к которой относится Опцион. Кроме того, в результате проведенного анализа Группа пришла к выводу, что не располагает финансовыми ресурсами, достаточными для исполнения Опциона на текущих условиях. Как результат Группа не имеет контроля над KMG Kashagan B.V. и продолжает учитывать инвестицию в KMG Kashagan B.V. методом долевого участия.

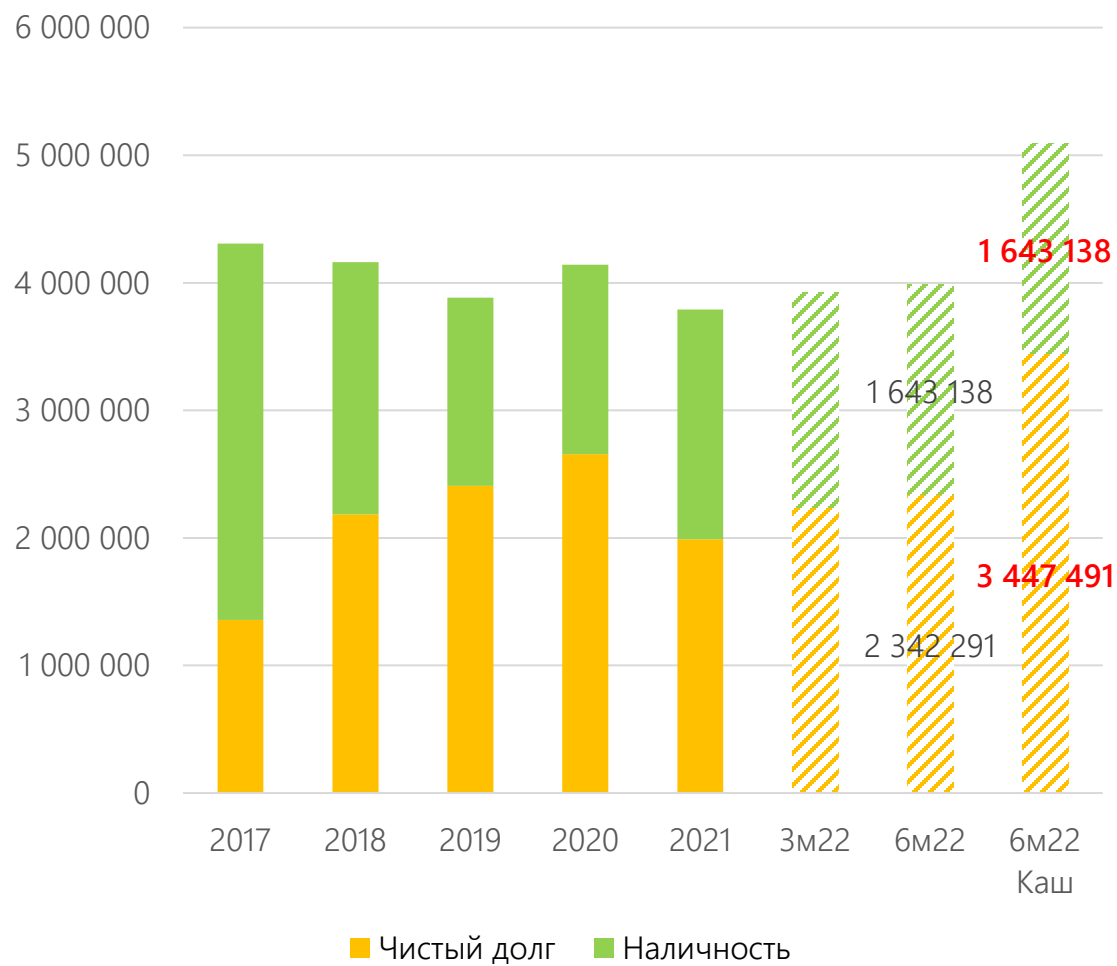
По результатам колла с КМГ от 28.10.2022 было выяснено, что:

- *Стоимость колл-опциона перед исполнением в сентябре 2022 года была пересмотрена значительно вниз.*
- *В качестве оплаты была зачтена существенная финпомощь, предоставленная ранее Самрук-Казына, а также дивиденды от KMG Kashagan BV. Кроме того, для оплаты был привлечен низкопроцентный займ в тенге, тогда как остаток суммы подлежит погашению до середины 2023 года.*
- *После сделки Fitch подтвердило рейтинг КМГ (BBB-/Стабильный), S&P Global повысило его (до BB+/Негативный).*

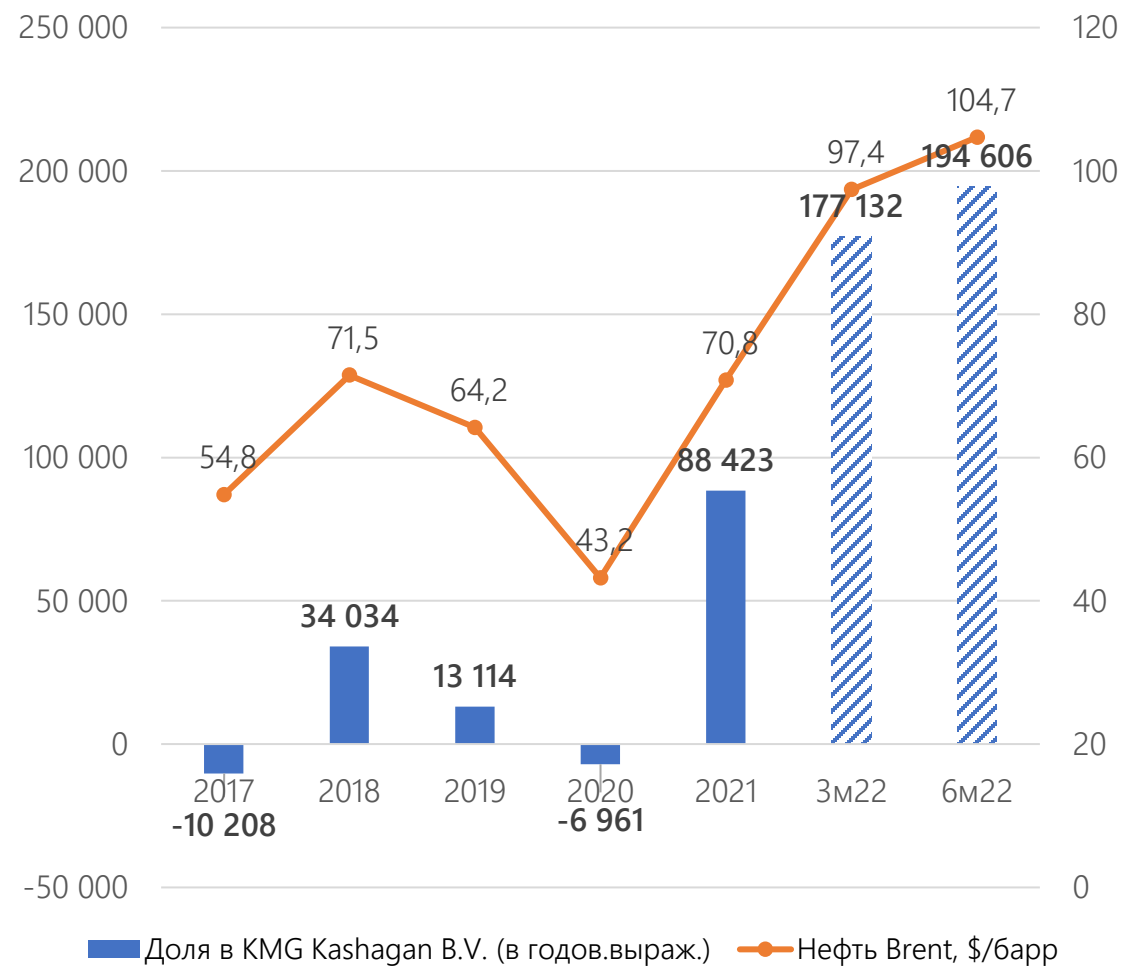
Долг и доходы от KMG Kashagan B.V.



Изменение долга КМГ после сделки (млн.тг)



Доля в доходах KMG Kashagan B.V. (млн. тенге)

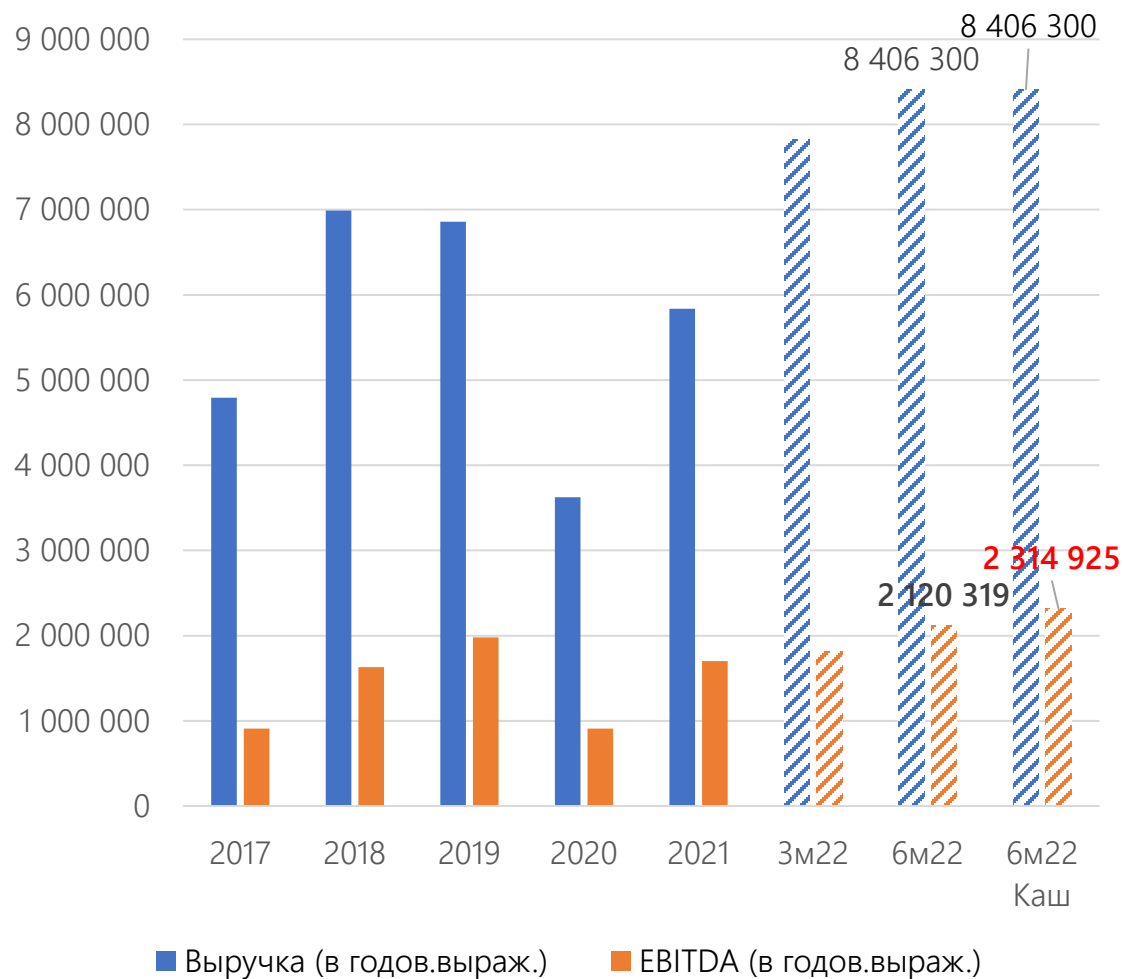


* Текущий рыночный коэффициент «Долг / Собственный капитал» (D/E) оценен в 60%. Это – высокая долговая нагрузка.

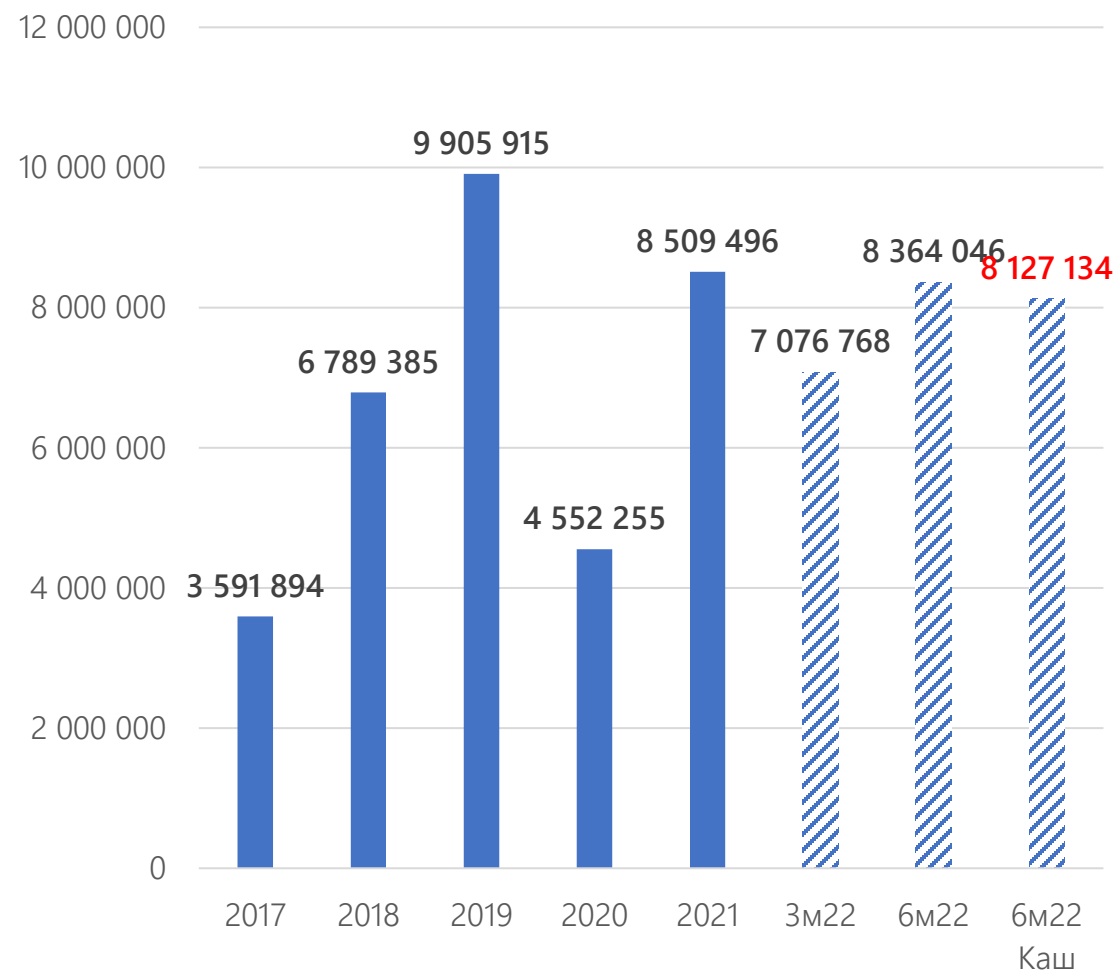
EBITDA и теоретический MV КМГ после сделки



Динамика EBITDA (млн.тг)



Теоретический MV при EV/EBITDA=5 (млн.тг)



ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КМГ



Оценка КМГ по DCF (6973 млрд. тенге)

млн. тенге

Стадия высокого роста

	2022	2023	2024	2025	2026
Темпы роста ЕВІТ*(1-Т)	39,8%	-4,1%	-17,0%	1,3%	1,3%
ЕВІТ*(1-Т)	1 472 324	1 411 338	1 170 858	1 186 409	1 202 167
Коэффициент реинвестирования	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
FCFF	1 276 772	1 223 886	1 015 346	1 028 832	1 042 496
WACC	17,4%	15,4%	13,1%	13,1%	12,7%
Коэффициент дисконтирования	0,8516	0,7378	0,6522	0,5766	0,5117
Приведенная стоимость FCFF	1 087 319	902 976	662 250	593 232	533 432

Период зрелого роста (терминальный)

Темпы роста ЕВІТ*(1-Т)	3,0%
ЕВІТ*(1-Т) (6-й год)	1 238 232
ROC	10,0%
Коэффициент реинвестирования	30,0%
WACC	11,0%
Стоимость долга	5,6%
COE	14,2%
- Бета	1,2
- Безрисковая ставка (Казахстан)	6,0%
- Премия за рыночный риск (Казахстан)	6,9%
Заключительная стоимость	10 828 899
Привед. заключительная стоимость	5 541 009

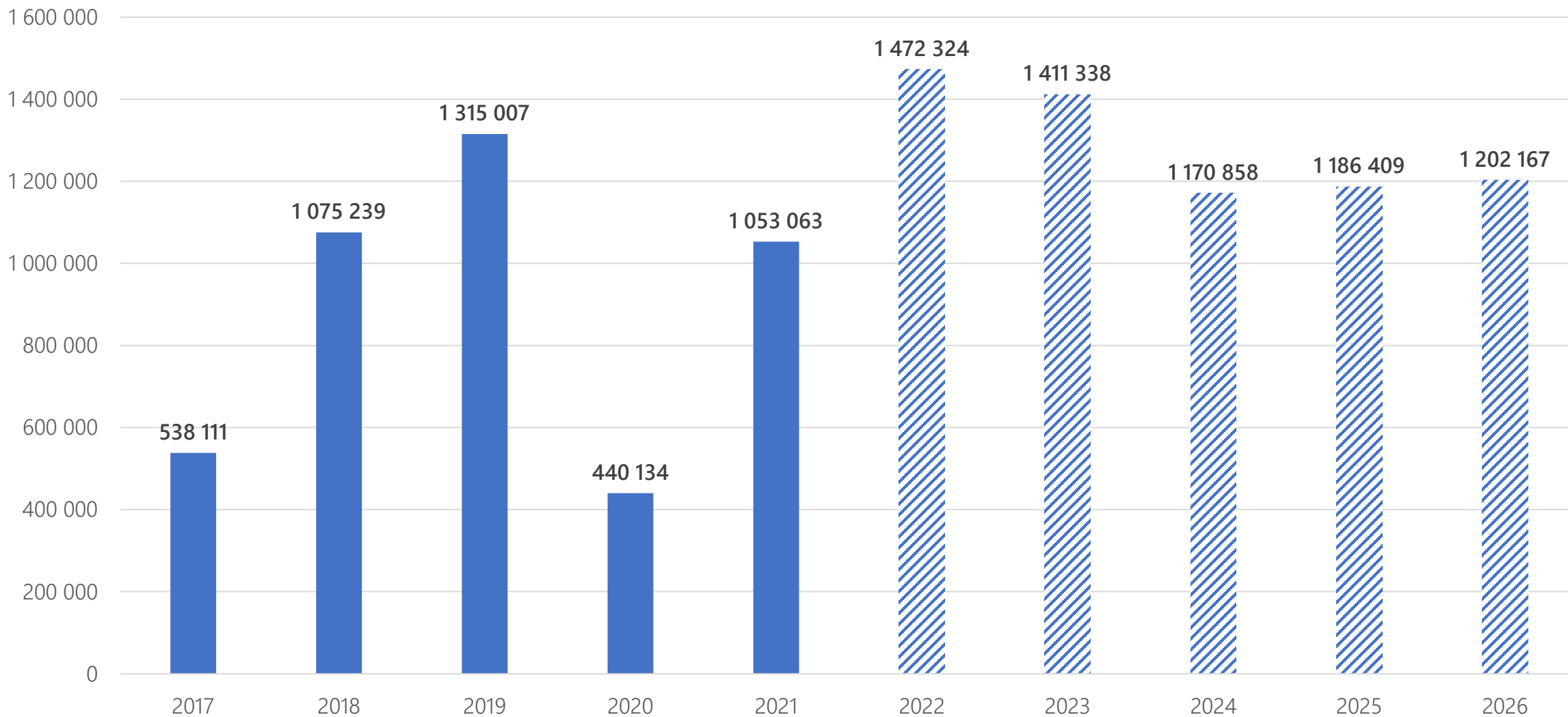
Суммирующая информация

Стоимость собственного капитала	6 972 810
+ Расчетная стоимость по потокам	9 320 217
- MV долга	4 149 285
+ Денежные средства и их эквиваленты	1 801 879
Общее количество акций, штук	610 119 493
- Простые акции, штук	610 119 493
- Привилегированные акции, штук	0
Стоимость на акцию, тенге	11 429
P/E справедливый	8,0
P/BV справедливый	0,8

14 527 млн\$

EV/EBITDA 4,80
расчетная

Прогноз EBIT*(1-T) КМГ (млн.тг)





Участвовать в IPO или нет?

- Дисконт цены размещения акций КМГ к нашей оценочной стоимости составляет 27% (8406 тенге против 11429 тенге на акцию). Следовательно, потенциал для роста в перспективе 12-18 месяцев составляет 37%.
- Все народные IPO в прошлом проходили хорошо (Казактелеком, КазТрансОйл, KEGOC и Казатомпром).
- Правительство и ответственные госорганы Казахстана объективно заинтересованы в успешности этого народного размещения.

Что мы ждем от организации в обозримой перспективе?

- Роста акций только за счет нормализации макроэкономической ситуации (снижения ожидаемых инвесторских доходностей).
- Снижения чрезмерного уровня долга и значительного повышения коэффициента выплаты дивидендов.
- Существенного улучшения уровня корпоративного управления КМГ (под инвесторским и общественным контролем).
- И, как следствие, SPO организации и выхода Национального Банка Казахстана из структуры акционеров.

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

Присоединяйтесь к телеграм-каналу «[JI Аналитика](#)»

Заявление об ограниченной ответственности АО «Jusan Invest» и по правам на отчеты компании

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены АО «Jusan Invest» и предназначены исключительно для сведения клиентов.

Несмотря на то, что были приложены усилия для подготовки данного аналитического материала, АО «Jusan Invest» не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации, а также ее достоверности. Ни АО «Jusan Invest», никто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования данного отчета. Кроме того, АО «Jusan Invest» не берет на себя ответственности регулярно обновлять данный отчет, а также сообщать обо всех изменениях, произошедших с момента подготовки данного отчета.

АО «Jusan Invest» обращает внимание инвесторов, что доход от их инвестиций в финансовые инструменты зависит от множества рыночных и нерыночных факторов. АО «Jusan Invest» обращает внимание, что прошлые результаты не всегда указывают на то, какими будут будущие показатели. При этом оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего инвесторы могут не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Отчет подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Следует отметить, что информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, не рассматривались профессионалами из других подразделений компании и могут не отражать известную им информацию. Представители и сотрудники АО «Jusan Invest», в том числе должностные лица, могут владеть позициями по любым финансовым инструментам, упоминаемым в этом отчете, и могут время от времени изменять позиции по таким финансовым инструментам. АО «Jusan Invest» может выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу финансовых инструментов компаний, обсуждаемых в настоящем отчете, может продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки.

Все права на отчет принадлежат АО «Jusan Invest». Частичное или полное воспроизведение и распространение данного аналитического материала не может быть осуществлено без письменного разрешения АО «Jusan Invest».