

Обзор итогов 2016г.

Алтынай Ибраимова

31 марта 2017 г.

a.ibraimova@halykfinance.kz

| ГДР | КМГ LI |
|--|----------------|
| Рекомендация | Держать |
| Текущая цена, \$/акцию (31.03.2017) | 10.1 |
| Целевая цена (12-мес), \$/акцию | 11.2 |
| Ожидаемый потенциал роста | 10.9% |
| Ожидаемый дивиденд, \$/акцию | 0.9 |
| Ожидаемая дивидендная доходность | 8.4% |
| Ожидаемая совокупная доходность | 19% |

| Простая акция | RDGZ |
|--|----------------|
| Рекомендация | Держать |
| Текущая цена, Т/акцию (31.03.2017) | 19 099 |
| Целевая цена (12-мес), Т/акцию | 22 750 |
| Ожидаемый потенциал роста | 19.1% |
| Ожидаемый дивиденд, Т/акцию | 292 |
| Ожидаемая дивидендная доходность | 1.5% |
| Ожидаемая совокупная доходность | 20.6% |

| Привилегированная акция | RDGZp |
|--|----------------|
| Рекомендация | Держать |
| Текущая цена, Т/прив. акцию (31.03.2017) | 8 700 |
| Целевая цена (12-мес), Т/акцию | 8 776 |
| Ожидаемый потенциал роста | 0.9% |
| Ожидаемый дивиденд, Т/акцию | 25 |
| Ожидаемая дивидендная доходность | 0.3% |
| Ожидаемая совокупная доходность | 1.2% |

| Фин. Показатели, млрд Тенге | 2016Ф | 2017П | 2018П |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| Выручка | 727 | 897 | 900 |
| EBITDA * | 189 | 196 | 170 |
| Чистая прибыль скорр. | 132 | 164 | 136 |
| Собственный капитал | 1 934 | 2 087 | 2 199 |
| Net cash | 1 172 | 1 068 | 1 109 |
| EPS (Тенге) скорр. | 1 944 | 2 416 | 2 016 |

| Оценка | 2016Ф | 2017П | 2018П |
|--------------------|-------|-------|-------|
| EPS (Тенге) | 1 944 | 2 416 | 2 016 |
| Дивиденд (Т/акцию) | 1 361 | 362 | 302 |
| P/E (x) | n/a | 7.9 | 9.5 |

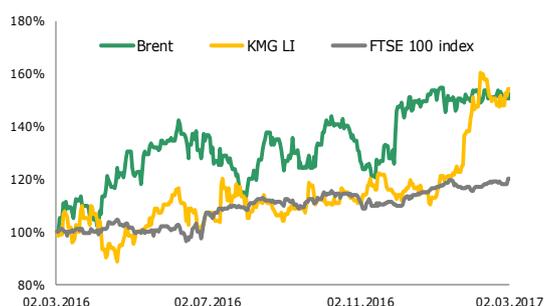
| Динамика стоимости акций | КМГ LI абс. | Отн. ** | FTSE 100 Index |
|--------------------------|-------------|---------|----------------|
| 1М | -4.3% | -3.4% | -0.9% |
| 3М | 25.8% | 24.1% | 1.7% |
| 12М | 57.2% | -39.4% | 17.8% |
| Максимум за 52 недели | 11.0 | | 7 447 |
| Минимум за 52 недели | 6.1 | | 5 789 |

*EBITDA без учета валютной выручки, убытков по обесц.

**Доходность относительно индекса FTSE 100

Источники: данные компании, Блумберг, прогноз ХФ

Рис. 1. Динамика цен нефти Brent, акций РД КМГ, индекс FTSE 100, 09.03.2016=100%



Источник: Bloomberg

Достижение положительного значения свободных денежных потоков РД КМГ, а также увеличение консенсус прогноза по нефти Brent (до \$56/баррель в 2017г.) позволяют нам повысить нашу 12М целевую цену до \$11,2/ГДР. При этом, низкая рентабельность внутренних поставок, взаимоотношения независимых директоров РД КМГ с руководством НК КМГ и неопределенность относительно обратного выкупа акций РД КМГ материнской компанией в случае выхода на IPO в рамках программы приватизации выступают основными рисками, в связи с которыми мы сохраняем рекомендацию «Держать».

Сильные финансовые результаты, подкрепленные улучшением операционной деятельности. Мы позитивно оцениваем финансовые итоги Компании за 2016г. Выход на прибыльный уровень по поставкам на внутренний рынок вследствие процессинга, частичное возмещение НДС, рост операционного денежного потока с Т70млрд до Т159млрд г/г и увеличение чистых денежных средств на 7% в полной мере отражают наше мнение. Компании удалось значительно нарастить доходы (+39% г/г), ограничившись при этом незначительным ростом расходов (+3%).

Низкая рентабельность внутренних продаж. Доля экспортных поставок в 2016г. увеличилась на 4 пп. до 56%, аналогичное увеличение показали и внутренние поставки, которые составили 44%. Несмотря на то, что основным фактором роста доходов стало ослабление тенге, мы считаем, что переход на самостоятельный процессинг нефти, хоть и частично, но все же сказался позитивно на увеличении выручки. При этом мы отмечаем более низкую рентабельность внутренних продаж по сравнению с экспортными. Так, по нашим расчетам, за 2016г. маржа экспортных поставок составила 52%, тогда как поставки на внутренний рынок в кв2016г. были убыточные (-79%) и только с переходом на новую схему реализации во 2-4кв. показали положительную маржу в 15%, в связи с чем мы отмечаем довольно низкую рентабельность внутренних поставок и считаем, что в случае наращивания доли внутренних поставок риск снижения общей рентабельности сохраняется.

Взаимоотношения с НК КМГ выступают основным риском. Высокая вероятность обратного выкупа акций РД КМГ материнской компанией НК КМГ сохраняется в свете планируемого выхода на IPO последней в рамках программы Приватизации. Учитывая дефицит денежных средств при высокой долговой нагрузке у НК КМГ, мы отмечаем высокий риск обратного выкупа акций РД КМГ в ущерб интересам миноритариев РД КМГ. Неоднократная попытка НК КМГ пренебречь интересами миноритариев в течение последних трех лет, на наш взгляд, в полной мере обуславливает данный риск.

Минимальный коэффициент выплаты дивидендов несмотря на высокую денежную позицию. Мы предполагаем, что чистая денежная позиция в размере Т1,2трлн (\$3,5 млрд) позволяет Компании рассмотреть возможность выплаты дивидендов. Однако, учитывая финансовое положение материнской компании и важность поддержания ликвидности для последней, мы ожидаем минимальный порог коэффициента дивидендных выплат в 15%.

Повышение 12М ЦЦ до \$11,2/ГДР, рекомендация Держать. Повышение консенсус прогноза цены на нефть и сильные годовые результаты РД КМГ позволяют повысить нашу 12М ЦЦ до \$11,2/ГДР. С учетом текущей цены в \$10,1, целевая цена предполагает потенциал роста в 10,9% и в связи с сохраняющимися рисками касательно взаимоотношений с НК КМГ, предполагающих обратный выкуп, мы сохраняем рекомендацию Держать акции РД КМГ.

Рис. 2. Финансовые результаты

| в млрд. тенге | 2016 | 2015 | г/г |
|---|-------|-------|-------|
| Общая выручка | 745 | 536 | 39% |
| Производственные расходы | - 275 | - 225 | 22% |
| Расходы по реализации, общие и административные расходы | - 115 | - 119 | -3% |
| Расходы на разведку | - 3 | - 2 | 34% |
| Износ, истощение и амортизация | - 31 | - 20 | 53% |
| Налоги, кроме КПН | - 145 | - 182 | -20% |
| Восстановление/(обесценение) НДС к возмещению | 13 | - 47 | -129% |
| Убыток от выбытия ОС | - 2 | - 5 | -56% |
| Финансовые затраты | - 6 | - 15 | -61% |
| (Отрицательная)/положительная курсовая разница | - 13 | 449 | -103% |
| Прибыль до налогообложения | 169 | 371 | -55% |
| Расходы по КПН | - 37 | - 128 | -71% |
| Прибыль за год | 132 | 244 | -46% |

Источник: Данные Компании

Финансовые результаты по итогам 2016г.

Консолидированная выручка РД КМГ (ОМГ, ЭМГ) в 2016г. увеличилась на 39% г/г до Т727млрд, совпав с нашим прогнозом (разница 1%). В то же время, валовая прибыль превысила наши ожидания на 31% за счет более низкой, по сравнению с нашим прогнозом, себестоимости. Несмотря на рост производственных расходов (+22% г/г) и амортизации (+53% г/г), Компании удалось ограничиться увеличением расходов всего на 3%. Так, по нашим расчетам расходы без учета амортизации составили Т420млрд, что выше показателя 2015г. на 3%, в основном, за счет роста расходов на переработку, тогда как расходы по рентному налогу (-54%), НДС (-42%) и вознаграждения работникам (-1%) снизились. Без учета валютной разницы РД КМГ получила прибыль до КПН в размере Т182млрд против убытка годом ранее в Т78 млрд.

Прибыль РД КМГ за год сократилась на 46% г/г, в частности, вследствие позитивного эффекта от курсовой разницы (Т449 млрд.) в 2015 г. и увеличения расходов. Компания начислила резерв по обесценению НДС за текущий и предыдущие периоды на сумму Т11,2 млрд, что было нивелировано возвратом НДС на сумму Т24,5 млрд в результате получения положительного решения по заявке РД КМГ на возмещение НДС в размере Т57,4 млрд. Сумма чистых денежных средств на конец 2016г. составила Т1 172 млрд (+7% г/г).

Положительный эффект от самостоятельного процессинга нефти, частичное возмещение НДС, рост операционного денежного потока с Т70млрд до Т159млрд г/г и рост чистых денежных средств на 7% позволяют нам оценить результаты РД КМГ как позитивные.

Рентабельность внутренних и экспортных поставок

Поставки на экспорт в 2016г. остаются прибыльным направлением несмотря на продолжительное снижение цен на нефть. По нашим расчетам, маржа экспортных поставок в 2016г. составила 52%.

Поставки на внутренний рынок до перехода на самостоятельный процессинг нефти были убыточными, демонстрируя отрицательную рентабельность (-79% в 1кв2016г.).

Чистый доход от реализации нефтепродуктов во 2-4кв2016г. составил Т82 703 млн на АНПЗ и Т27 962 млн на ПНХЗ, соответственно. При этом, данный показатель учитывал лишь расходы на переработку сырой нефти в нефтепродукты, но не учитывал себестоимость сырой нефти, включающую расходы на добычу (лифтинг затраты, НДС) и транспортировку непосредственно до НПЗ.

В связи с этим нами была рассчитана себестоимость сырой нефти, отпущенной на НПЗ, исходя из отдельных производственных расходов в финансовой отчетности Компании.

Рис. 3. Себестоимость по внутреннему направлению

| Внутренний рынок, млн тенге | 1кв2016г. | | 2-4кв2016г. | | Итого |
|--------------------------------|-----------|---------|-------------|------------|-----------|
| | АНПЗ | ПНХЗ | АНПЗ | ПНХЗ | |
| добыча | - 14 921 | - 6 432 | - 54 876 | - 17 331 | - 93 560 |
| НДС | - 4 142 | - 1 785 | - 7 700 | - 2 431.62 | - 16 058 |
| транспортные расходы | - 327 | - 141 | - 1 351 | - 427 | - 2 245 |
| Себестоимость нефти | - 27 748 | - | - 63 926 | - 20 189 | - 111 863 |

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

С учетом себестоимости сырой нефти нам удалось рассчитать прибыль и удостовериться в том, что после перехода на процессинг нефти во 2-4кв2016г. по поставкам на внутренний

рынок Компания смогла выйти на прибыльный уровень.

Результаты расчетов показали, что прибыль по направлению АНПЗ и ПНХЗ после перехода на самостоятельный процессинг нефти составила Т18 777млн и Т7 773 млн, соответственно. Данные значения предполагают маржу прибыли по внутреннему направлению в 15% во 2-4кв2016г. Несмотря на позитивный эффект от перехода на процессинг нефти, мы отмечаем более низкую рентабельность внутренних продаж по сравнению с экспортными.

Рис. 4. Рентабельность экспортных и внутренних поставок

| в млн тенге, если не указано иное | Экспорт | Внутренний рынок | | Прочее | Итого | Данные финансовой отчетности |
|---|----------------|------------------|---------------|---------------|------------------|------------------------------|
| | | 1кв2016 | 2-4кв2016 | | | |
| Доходы | 512 699 | 15 459 | 182 336 | 17 587 | 728 081 | 727 154 |
| Себестоимость нефти | - 247 140 | - 27 748 | - 84 115 | - | - 359 003 | - |
| Процессинг | - | - | - 71 671 | - | - 71 671 | - 71 671 |
| переработка | | | - 48 561 | | | |
| присадки | | | - 1 106 | | | |
| акцизный налог | | | - 4 551 | | | |
| ЭТП | | | - 10 768 | | | |
| реализация и транспортировка | | | - 1 278 | | | |
| комиссия КМГ ПМ | | | - 5 407 | | | |
| Прибыль до вычета общих расходов | 265 559 | - 12 289 | 26 550 | 17 587 | 297 407 | 727 154 |
| маржа прибыли | 52% | -79% | 15% | | | |
| Производственные расходы | | | | | 7 069 | - 274 753 |
| Расходы по реализации | | | | | - 108 727 | - 115 022 |
| Налоги | | | | | - 3 801 | - 145 431 |
| Доля в результатах ассоциированной компании и СП | | | | | - 12 600 | - 12 600 |
| Финансовый доход | | | | | 30 037 | 30 037 |
| Расходы на разведку | | | | | - 2 535 | - 2 535 |
| Износ, истощение и амортизация | | | | | - 30 776 | - 30 776 |
| Восстановление/(обесценение) НДС к возмещению | | | | | 13 362 | 13 362 |
| Убыток от выбытия основных средств | | | | | - 2 050 | - 2 050 |
| Финансовые затраты | | | | | - 5 842 | - 5 842 |
| (Отрицательная)/положительная курсовая разница, нетто | | | | | - 12 892 | - 12 892 |
| Прибыль до налогообложения | | | | | 168 652 | 168 652 |

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

Примечание: Подробный расчет см. в Приложении 2

Рис. 5. Маржа прибыли по направлениям



Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

В 2016г. доля поставленной на внутренний рынок нефти выросла с 40% до 44%. Учитывая низкую рентабельность внутренних поставок, мы отмечаем крайне нежелательным для РД КМГ дальнейшее наращивание доли поставок на внутренний рынок. В связи с существующей практикой, когда размер внутренних поставок определяется правительством, мы выделяем любое изменение в сторону увеличения доли поставок на внутренний рынок как риск. Таким образом, поставки на внутренний рынок все еще остаются уязвимым фактором для Компании.

Рис. 6. Доля поставок нефти

| Тыс. тонн | 2016 | 2015 |
|-----------|-------|-------|
| Экспорт | 6 778 | 6 354 |
| доля, % | 56% | 52% |
| Вн. Рынок | 5 306 | 4 910 |
| доля, % | 44% | 40% |
| Россия | - | 986 |

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

Процессинг нефти предполагает высокие расходы

Согласно данным Компании, утвержденный бюджет и бизнес-план на 2017г. предполагают продолжение схемы процессинга

нефти и последующей самостоятельной реализации нефтепродуктов, аналогично схеме, действующей с апреля 2016г. Схема процессинга предусматривает высокие расходы на переработку: в 2016г. расходы на переработку в АНПЗ и ПНХЗ составили 67% и 70% всех расходов, соответственно. В дальнейшем, после планируемого завершения программы модернизации на АНПЗ и ПНХЗ в течение 2017г. ожидается увеличение тарифов на переработку нефти примерно на 25% и на 10%, соответственно.

Цена реализации на экспорт и на внутренний рынок

По цене реализации нефти на экспорт мы придерживаемся консенсус прогноза Bloomberg, где цена на нефть марки Brent в 2017-2020гг. находится в диапазоне \$56-66/баррель. В 2021-2022гг. мы закладываем рост цены на 4% до \$68,9/баррель и \$72/баррель, соответственно.

С учетом данных по чистой цене реализации после перехода на самостоятельный процессинг нефти мы закладываем увеличение цены реализации в 2017г. на 20%, что включает в себя прогноз роста цен на нефть до \$56/баррель в 2017г. и увеличение расходов (затраты на процессинг нефти, рост тарифов на переработку) и инфляцию (+8% в 2017г.). Мы придерживаемся изначальных данных по выходу светлых нефтепродуктов на НПЗ после завершения модернизации АНПЗ и ПНХЗ в 2017г.

Капитальные затраты

Капитальные вложения в 2016г. составили Т115 млрд, увеличившись на 17% г/г и превысив наши ожидания на 35%, в основном, в связи с увеличением затрат для ЭМГ, включающим строительство установки комплексной подготовки газа для Прорвинской группы месторождений и увеличение поисково-разведочного бурения. В 2017г. предполагаемая РД КМГ сумма капитальных затрат по ОМГ, ЭМГ и прочим дочерним компаниям составляет Т118 651 млрд. Капитальные вложения за период 2018-2021 гг. запланированы в размере около Т100 млрд в среднем за год. Мы придерживаемся роста капитальных затрат в среднем на 4% до 2020г. исходя из возможной необходимости затрат на поддержание.

История взаимоотношений с НК КМГ

Мы считаем, что взаимоотношения РД КМГ с НК КМГ по сей день достаточно натянутые. По нашему мнению, переход на схему самостоятельного процессинга нефти является вынужденным шагом в защиту от ужесточения условий поставок нефти на внутренний рынок, выдвинутых материнской компанией.

Изначально, трения между основным акционером и миноритариями/независимыми директорами были вызваны несогласием независимых директоров с ценой поставки на внутренний рынок. Напомним, поставки нефти на внутренний рынок от РД в 2006-2014 гг. соответствовали проспекту как по объемам, так и по ценам, однако отпускные цены на 2015-2016 гг. были установлены ниже себестоимости плюс маржа 3%, и не соответствовали требованиям, указанным в проспекте IPO.

Попытка НК КМГ заставить продавать нефть в Казахстан в убыток по цене почти два раза ниже себестоимости, по нашему мнению, вынудила РД КМГ перейти на новую бизнес-модель, подразумевающую самостоятельную реализацию нефти.

На конец прошлого года чистые денежные средства РД КМГ (денежные средства и прочие финансовые активы, за исключением займов) составили Т1 172млрд или \$3,7млрд (по

текущему курсу Т317,94/\$). Достаточно высокая сумма чистых денежных средств числится на балансе РД КМГ не первый год, при этом предложения независимых директоров РД КМГ направить их на выплату дивидендов или инвестировать в проекты не нашли понимания у материнской компании. Долговая нагрузка НК КМГ предполагает ковенанты, требующие поддержания соотношения «Чистый долг/ЕБИТДА» на предельно допустимом уровне, исходя из которого НК КМГ необходимо показывать в своей консолидированной отчетности достаточный объем денежных средств, которые сосредоточены преимущественно в РД КМГ. Таким образом, возможность РД КМГ реинвестировать или направить на выплату дивидендов свободные деньги также сдерживается в большинстве своем материнской компанией.

Обратный выкуп без существенной премии

В рамках программы Приватизации планируется выход на IPO НК КМГ до 2020г. В связи с этим сохраняется высокая вероятность обратного выкупа акций РД КМГ материнской компанией. Напомним, что НК КМГ неоднократно сообщала о намерении выкупить акции миноритариев РД КМГ в 2014 г. (по цене \$18,5/ГДР), а также в конце 2015г. Предложение в 2015 г. предполагало незначительный размер премии к средней рыночной цене за период 10 октября-9 ноября 2016 г. (диапазон цены в \$6,75-7,25/ГДР), компенсируемое приоритетом по покупке акций НК КМГ при выходе на IPO.

В июне 2016г. НК КМГ опубликовала предложение о возможном изменении договора взаимоотношений между НК КМГ и РД КМГ и о выкупе акций миноритариев по цене \$47,28/простую акцию, \$7,88/ГДР и \$27,62/привилегированную акцию, предполагающую премию к текущим ценам в 13,5% к простой акции, 12,4% к ГДР и 51% к привилегированной акции. В свою очередь, независимые неисполнительные директора (далее НД) РД КМГ рекомендовали голосовать против предложения НК, аргументируя тем, что предложение и цена выкупа не являются справедливыми по отношению к миноритариям и предлагаемые изменения не являются необходимыми условиями для повышения эффективности и улучшения производственных показателей РД КМГ. В ответ НК КМГ увеличила цену предлагаемого выкупа акций миноритариев РД КМГ на 14% до \$9/ГДР, предполагающую 28% премию. НК КМГ также исключило из списка предлагаемых изменений договора взаимоотношений условие, гарантирующее нацкомпании право ВЕТО на назначение новых независимых директоров РД КМГ. Несмотря на это, большинство независимых акционеров на ВОСА (75,7%) проголосовали против внесения изменений в Договор о Взаимоотношениях и Устав Компании. Таким образом, предложение о выкупе акций миноритариев РД КМГ не вступило в силу.

На конец 2016г., согласно финансовой отчетности, на балансе НК КМГ числилось Т878млрд (из которых доля ДС РД КМГ составляет 18%), тогда как доля миноритариев по текущей цене в Т19 099/простую акцию и Т8 700/прив. акцию РД КМГ составляет Т462млрд и Т18млрд, соответственно. Учитывая также высокую долговую нагрузку НК КМГ (чистый долг Компании составил Т961млрд), мы отмечаем, что вероятность обратного выкупа акций РД КМГ может негативно сказаться на котировках ее акций вследствие необходимости выкупа по приемлемой для НК КМГ цене. Отметим, что выпуск международных облигаций НК КМГ сопровождается ковенантами, предусматривающими соблюдение финансового соотношения чистого долга к ЕБИТДА с пороговым значением, равным 3.5х.

На сегодняшний день трения между акционерами и независимыми директорами РД КМГ продолжаются. Так, в результате предполагаемого поглощения со стороны НК КМГ в 2014г., долгого спора в течение 2015г. относительно цен за внутренние поставки нефти и предложения в 2016г. со стороны НК КМГ о внесении изменений и дополнений в Договор о взаимоотношениях обязательства НД РД КМГ значительно увеличились. В итоге со стороны РД КМГ было выдвинуто предложение об увеличении размера выплаты вознаграждений НД. Однако, по итогам ВОСА, данное предложение было отклонено в связи с тем, что большинство голосов, в частности 43 087 006 простых акций НК КМГ и 3 343 358 простых акций Deutsche Bank проголосовали «Против».

Выплата дивидендов

Мы предполагаем, что чистая денежная позиция в размере Т1,2трлн позволяет Компании рассмотреть возможность выплаты дивидендов. При этом, на наш взгляд, в связи со специфичным характером взаимоотношений с НК КМГ, коэффициент выплаты дивидендов составит минимальные 15%. По итогам прошлого года прибыль РД КМГ составила Т132 млрд. В случае решения выплатить дивиденды, по нашим расчетам, дивиденд может составить Т292/акцию.

Расчет 12М ЦЦ по простым акциям

Мы пересмотрели нашу модель, актуализировав консенсус прогноз цены на нефть и операционные и финансовые итоги РД КМГ, наиболее полно отражающие эффект от перехода на схему самостоятельного процессинга нефти. Изменения в модели коснулись также предположений касательно снижения доли реализации на внутреннем рынке и на экспорт, где за основу были взяты планы Компании, озвученные в бюджете на 2017г. В модели нами был также пересмотрен рост расходов, учитывающий переход на самостоятельный процессинг. В итоге наша 12М ЦЦ составила \$11,2/ГДР и Т22 750/простую акцию.

Рис 7. Расчет 12М ЦЦ по ГДР и акциям РД КМГ

| в млн. тенге, если не указано иное | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
|---|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ЕВИТДА * | 191 948 | 188 579 | 157 158 | 135 697 | 156 306 | 187 719 | 180 045 |
| - Капитальные расходы | 115 000 | 118 000 | 113 166 | 115 434 | 117 724 | 120 095 | 137 600 |
| - КПН | 37 076 | 42 794 | 34 045 | 27 650 | 31 105 | 37 084 | 31 254 |
| - Изменения в рабочем капитале | 52 123 | (44 605) | (10 923) | (5 360) | 11 424 | 19 176 | 4 760 |
| Свободные денежные потоки | (12 251) | 72 390 | 20 870 | (2 027) | (3 947) | 11 364 | 6 431 |
| WACC | 14.6% | | | | | | |
| Денежный поток на конец 2022 г. | 6 431 | | | | | | |
| Терминальная стоимость | 44 153 | | | | | | |
| Дисконтированная терминальная стоимость | 20 089 | | | | | | |
| Стоимость компании | 106 582 | | | | | | |
| Ассоц. Компании | 261 434 | | | | | | |
| Net Cash | 1 171 982 | | | | | | |
| Чистая стоимость компании | 1 539 998 | - | | | | | |
| Количество акций, шт. | 67 693 075 | | | | | | |
| Стоимость простой акции, тенге | 22 750 | | | | | | |
| Стоимость ГДР, \$ | 11.2 | | | | | | |

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

Расчет 12М ЦЦ по привилегированным акциям

При расчете цены по привилегированным акциям мы исходим из сценария, что Компания направит на выплату дивидендов минимальную согласно дивидендной политике долю чистой прибыли в 15%. Исходя из такого допущения, а также учитывая спред между простой и привилегированной акцией, наша 12М целевая цена составила Т8 776/прив. акцию и предполагает потенциал роста в 0,9%.

Рис. 8. Расчет 12М ЦЦ по привилегированным акциям, тенге/акцию

| | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
|--|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1. Модель дисконтирования дивидендов | | | | | | | |
| Дивиденды (Т/акцию) | 292 | 337 | 268 | 217 | 245 | 292 | 237 |
| Терминальная стоимость | 1 627 | | | | | | |
| PV Дивиденды (Т/акцию) | 1 886 | | | | | | |
| PV Терминальная стоимость | 1 627 | | | | | | |
| Справедливая стоимость | 3 513 | | | | | | |
| 2. Целевая цена простых акций с учетом спреда | | | | | | | |
| Целевая 12М цена | 22 750 | | | | | | |
| Спред | 46% | | | | | | |
| Стоимость прив. акций | 12 285 | | | | | | |
| 3. Расчет 12М целевой цены | | | | | | | |
| | | Вероятность | | | | | |
| Цена по ДДМ | 3 513 | 40% | | | | | |
| Цена с учетом спреда | 12 285 | 60% | | | | | |
| 12М целевая цена | 8 776 | | | | | | |

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ

Приложение 1. Прогнозы финансовой отчетности

| Отчет о прибылях и убытках | 2016Ф | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Выручка | 727 154 | 896 693 | 899 633 | 905 851 | 978 181 | 1 086 199 | 1 165 635 |
| Производственные расходы | 274 753 | 292 546 | 323 716 | 340 331 | 357 870 | 377 147 | 398 782 |
| Налоги, помимо КПН | 145 431 | 292 134 | 294 052 | 298 765 | 325 320 | 371 652 | 426 165 |
| Износ и амортизация | 30 776 | 29 045 | 35 702 | 39 233 | 44 825 | 47 558 | 52 998 |
| Расходы на разведку | 2 535 | 4 720 | 4 527 | 4 617 | 4 709 | 5 044 | 5 504 |
| Расходы по реализации, общие и административн | 115 022 | 111 440 | 107 361 | 112 704 | 119 308 | 131 271 | 141 028 |
| ЕВТ | 158 637 | 154 814 | 116 929 | 91 846 | 106 772 | 135 117 | 121 543 |
| Расходы за вычетом налогов | 423 086 | 437 752 | 471 306 | 496 885 | 526 712 | 561 020 | 598 313 |
| Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП | 12 600 | (25 129) | (24 545) | (21 325) | (22 275) | (20 848) | (5 085) |
| Обесценение основных средств | (11 312) | - | - | - | - | - | - |
| Финансовые затраты | (24 195) | (17 599) | (15 855) | (14 862) | (14 947) | (15 199) | (15 548) |
| Положительная курсовая разница | 12 892 | - | - | - | - | - | - |
| Прибыль до уплаты налога на прибыль | 168 652 | 194 662 | 154 866 | 125 776 | 141 491 | 168 688 | 142 170 |
| Налог на прибыль | 37 076 | 42 794 | 34 045 | 27 650 | 31 105 | 37 084 | 31 254 |
| Чистая прибыль | 131 576 | 151 868 | 120 821 | 98 126 | 110 386 | 131 604 | 110 916 |
| Количество акций, млн | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 70 |
| Прибыль на акцию (EPS) | 1 944 | 2 243 | 1 785 | 1 450 | 1 631 | 1 944 | 1 580 |
| Балансовый отчет | 2016Ф | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
| Денежные средства | 162 091 | 224 173 | 224 908 | 226 463 | 244 545 | 271 550 | 291 409 |
| Краткосрочные инвестиции | 983 257 | 814 435 | 842 889 | 744 826 | 847 922 | 747 145 | 877 212 |
| Дебиторская задолженность | 74 121 | 91 157 | 91 209 | 91 592 | 98 637 | 109 232 | 116 901 |
| Запасы | 24 774 | 33 587 | 35 746 | 37 197 | 40 023 | 43 898 | 48 518 |
| Расходы будущих периодов | 110 523 | 146 749 | 143 267 | 141 682 | 152 961 | 170 578 | 179 940 |
| Прочие текущие активы | 17 617 | 21 724 | 21 796 | 21 946 | 23 699 | 26 316 | 28 240 |
| Итого оборотные активы | 1 372 383 | 1 327 030 | 1 352 884 | 1 256 377 | 1 400 056 | 1 361 377 | 1 534 404 |
| Недвижимость, производственные помещения и оборудование | 311 597 | 407 546 | 485 009 | 561 210 | 634 110 | 706 646 | 791 248 |
| К получению от СП | 16 696 | 21 325 | 21 325 | 21 325 | 21 325 | 21 325 | 21 325 |
| Нематериальные активы | 11 607 | 10 855 | 10 855 | 10 855 | 10 855 | 10 855 | 10 855 |
| Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ) | 144 532 | 145 275 | 147 344 | 149 096 | 151 016 | 152 787 | 152 790 |
| Инвестиции в СП (КГМ) | 135 633 | 157 344 | 158 581 | 159 690 | 160 779 | 161 819 | 162 401 |
| Прочие финансовые активы | 35 961 | 33 760 | 33 760 | 33 760 | 33 760 | 33 760 | 33 760 |
| Итого активы | 2 110 476 | 2 270 592 | 2 376 846 | 2 359 063 | 2 578 275 | 2 614 573 | 2 872 785 |
| Краткосрочные займы | 5 483 | 4 524 | 4 071 | 3 664 | 3 298 | 2 968 | - |
| Кредиторская задолженность | 67 669 | 98 631 | 104 882 | 108 776 | 116 647 | 127 516 | 140 467 |
| Провизии | 45 926 | 35 686 | 37 980 | 39 424 | 42 313 | 46 295 | 51 041 |
| Прочие оборотные обязательства | 8 604 | 7 253 | 7 719 | 8 012 | 8 600 | 9 409 | 10 373 |
| Итого текущие обязательства | 127 682 | 146 094 | 154 653 | 159 876 | 170 857 | 186 189 | 201 881 |
| Долгосрочные займы | 3 844 | 3 460 | 3 114 | 2 802 | 2 522 | 2 270 | 2 270 |
| Отложенные налоговые обязательства | 138 | 240 | 240 | 240 | 240 | 240 | 240 |
| Прочие долгосрочные обязательства | 45 300 | 45 264 | 45 264 | 45 264 | 45 264 | 45 264 | 45 264 |
| Итого обязательства | 176 964 | 195 058 | 203 271 | 208 183 | 218 883 | 233 962 | 249 655 |
| Прочие компоненты капитала | 321 370 | 321 370 | 321 370 | 321 370 | 321 370 | 321 370 | 321 370 |
| Уставный капитал | 165 343 | 165 343 | 165 343 | 165 343 | 165 343 | 165 343 | 165 343 |
| Нераспределенная прибыль | 1 444 351 | 1 586 373 | 1 684 414 | 1 661 719 | 1 870 231 | 1 891 449 | 2 133 969 |
| Итого собственный капитал | 1 933 512 | 2 075 534 | 2 173 575 | 2 150 880 | 2 359 392 | 2 380 610 | 2 623 130 |
| Итого обязательства и собств. капитал | 2 110 476 | 2 270 592 | 2 376 846 | 2 359 063 | 2 578 275 | 2 614 573 | 2 872 785 |
| Отчет о движении денежных средств | 2016Ф | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
| Денежные потоки от операц. деят-ти: | 159 350 | 203 269 | 145 364 | 123 652 | 124 015 | 141 613 | 154 075 |
| Денежные потоки от инвестиционной деят-ти: | (236 707) | 69 653 | (122 474) | (826) | (203 683) | (3 384) | (263 173) |
| Чистые денежные потоки от финансовой деят-ти: | (2 265) | (22 557) | (23 579) | (121 539) | 97 479 | (110 968) | 128 636 |
| Чистое изменение денежных средств | (79 622) | 250 365 | (688) | 1 286 | 17 811 | 27 261 | 19 538 |
| Баланс денежных средств на начало периода | 237 310 | 162 091 | 224 173 | 224 908 | 226 463 | 244 545 | 271 550 |
| Положительная курсовая разница | 4 403 | - | - | - | - | - | - |
| Баланс денежных средств на конец периода | 162 091 | 224 173 | 224 908 | 226 463 | 244 545 | 271 550 | 291 409 |

Приложение 2. Расчет рентабельности по направлениям

| | Экспорт | | Внутренний рынок | | Прочее | Итого | Данные финансовой отчетности |
|---|------------|-------------|------------------|------------------|--------|----------------|------------------------------|
| | 1кв2016 | 2-4кв2016 | 1кв2016 | 2-4кв2016 | | | |
| Доходы | 512 699 | 15 459 | 182 336 | 17 587 | | 728 081 | 727 154 |
| Себестоимость нефти | - | 247 140 | - 27 748 | - 84 115 | - | 359 003 | - |
| Процессинг | - | - | - | 71 671 | - | 71 671 | - 71 671 |
| переработка | | | - | 48 561 | | | |
| присадки | | | - | 1 106 | | | |
| акцизный налог | | | - | 4 551 | | | |
| ЭТП | | | - | 10 768 | | | |
| реализация и транспортировка | | | - | 1 278 | | | |
| комиссия КМГ ПМ | | | - | 5 407 | | | |
| Прибыль до вычета расходов | 265 559 | - 12 289 | 26 550 | 17 587 | | 297 407 | 727 154 |
| маржа прибыли | 52% | -79% | 15% | | | | |
| Производственные расходы | | | | 7 069 | | 7 069 | - 274 753 |
| Вознаграждения работникам | | | | - | | - | 152 422 |
| Расходы по переработке | | | | 13 | | 13 | 48 548 |
| Услуги по ремонту и обслуживанию | | | | - | | - | 24 434 |
| Электроэнергия | | | | - | | - | 20 958 |
| Материалы и запасы | | | | - | | - | 20 003 |
| Транспортные расходы | | | | - | | - | 5 435 |
| Изменение остатков нефти | | | | - 197 | - | 197 | 1 303 |
| Изменение в оценке экологического обязательства | | | | 3 463 | | 3 463 | 3 463 |
| Уменьшение обязательств по выбытию активов | | | | 3 790 | | 3 790 | 3 790 |
| Прочее | | | | - | | - | 8 903 |
| Расходы по реализации | | | | - 108 727 | | 108 727 | - 115 022 |
| Вознаграждения работникам | | | | - 18 331 | | 18 331 | 18 331 |
| Агентский гонорар | | | | - | | - | 5 407 |
| Консультационные и аудит услуги | | | | - 3 238 | | 3 238 | 3 238 |
| Спонсорство | | | | - 2 093 | | 2 093 | 2 093 |
| Услуги по ремонту | | | | - 1 212 | | 1 212 | 1 212 |
| Сторно | | | | 14 117 | | 14 117 | 14 117 |
| Прочее | | | | - 7 007 | | 7 007 | 7 007 |
| Налоги | | | | - 3 801 | | 3 801 | - 145 431 |
| ЭТП | | | | 10 768 | | 10 768 | 76 411 |
| НДПИ | | | | - | | - | 39 188 |
| Рентный налог | | | | - 7 452 | | 7 452 | 18 164 |
| Налог на имущество | | | | - 6 699 | | 6 699 | 6 699 |
| Прочие налоги | | | | - 418 | | 418 | 4 969 |
| Доля в результатах ассоциированной компании и СП | | | | - 12 600 | | 12 600 | 12 600 |
| Финансовый доход | | | | 30 037 | | 30 037 | 30 037 |
| Расходы на разведку | | | | - 2 535 | | 2 535 | 2 535 |
| Износ, истощение и амортизация | | | | - 30 776 | | 30 776 | 30 776 |
| Восстановление/(обесценение) НДС к возмещению | | | | 13 362 | | 13 362 | 13 362 |
| Убыток от выбытия основных средств | | | | - 2 050 | | 2 050 | 2 050 |
| Финансовые затраты | | | | - 5 842 | | 5 842 | 5 842 |
| (Отрицательная)/положительная курсовая разница, нетто | | | | - 12 892 | | 12 892 | 12 892 |
| Прибыль до налогообложения, млрд тенге | | | | | | 168 652 | 168 652 |

Приложение 3. О Компании

Акционерное общество «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (далее по тексту «Компания») учреждено в Республике Казахстан и занимается приобретением, разведкой, разработкой, добычей, переработкой и экспортом углеводородного сырья и нефтепродуктов. Основная операционная нефтегазовая деятельность Компании осуществляется в Прикаспийском и Мангистауском бассейнах Западного Казахстана. Основным прямым акционером Компании является АО «Национальная Компания «КазМунайГаз» (далее по тексту «НК КМГ» или «Материнская компания»), которое представляет государственные интересы в нефтегазовой отрасли Казахстана, и которое владеет 63,02% акций Компании, находящихся в обращении по состоянию на 31 декабря 2016 года (в 2015 году: 63,21%). Материнская компания полностью принадлежит АО «Фонд Национального Благополучия «Самрук-Казына» (далее по тексту «ФНБ Самрук-Казына»), которое в свою очередь полностью принадлежит Правительству Республики Казахстан (далее по тексту «Правительство»). Компания осуществляет свою основную деятельность через 100% дочерние организации АО «Озенмунайгаз» и АО «Эмбамунайгаз». Кроме этого, Компания владеет другими дочерними организациями, имеет доли в совместно контролируемых предприятиях, ассоциированной компании и в прочих предприятиях, преимущественно не связанных с осуществлением основной деятельности, в которых Компания имеет контрольную и неконтрольную доли участия. Данная консолидированная финансовая отчетность отражает финансовое положение и результаты операций хозяйственной деятельности всех выше упомянутых долей участия.

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».

© 2017, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Станислав Чуев
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Заместитель директора
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
a.talgatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance