

18 Марта, 2011

Мирамгуль Маралова
 +7(727) 244-6538
 miramgulm@halykbank.kz

Zhaikmunai LP (ZKM)

Потенциал роста в газе

Покупать

Целевая цена (ГДР)	\$14,12
Текущая цена (ГДР)	\$11,70
Потенциал роста	21%
Тикер	ZKM LI
Капитализация (млрд)	\$2,2
Доля акций в свободном обращении	32%
Кол-во выпущенных акций	187,7млн
Диапазон за 52 нед	\$13,6-\$5,5
Доход с начала года	(3%)
2P запасы*	526
3P запасы	1083

* в млн бнэ

ZKM LI пр. Brent с марта 2008 г.



Источник: Bloomberg

Мы начинаем покрытие Zhaikmunai LP с целевой ценой \$14,12/ГДР и рекомендацией Покупать.

- Нефтегазовая компания Zhaikmunai ожидает ускоренный рост доходов в ближайшее время. Компания завершила строительство газоперерабатывающего завода (ГПЗ) и начнет продавать газ со дня на день. В 2011 году мы ожидаем увеличение производства нефти, сжиженного нефтяного газа и газа на 168%.
- По мере роста производства, цена на газ во все большей степени будет влиять на стоимость компании. Падение популярности ядерной энергетики после аварии в Японии выдвигает газ на первый план как топливо с низким карбоновым отпечатком. Позиция в ZKM дает инвесторам возможность участвовать в ожидаемом среднесрочном росте цены на газ.
- Потенциал роста запасов и конвертирования запасов низких категорий в высшие могут значительно повысить стоимость компании. Запасы категории 3P составляют 1083 тыс бнэ, из которых 50% приходится на возможные запасы.
- Мы считаем, что будущий рост производства и прибавление запасов уже отражены в рыночной цене компании, но повышение чувствительности цены компании к цене на газ и ожидаемый рост стоимости природного газа еще нет. Покупать.

	Выручка	Рост выручки	EBITDA	EBITDA маржа	Чистая прибыль	Чистая задолженность	ROE	ROIC после вычета налогов	EPS
	(\$ млн)	(% г/г)	(\$ млн)	(%)	(\$ млн)	(\$ млн)	(%)	(%)	(\$/ГДР)
2009	116	(15%)	53	45%	(19)	198	(4%)	4%	(0,13)
2010П	241	107%	108	45%	33	308	6%	3%	0,18
2011П	849	253%	448	53%	242	244	31%	25%	1,31
2012П	1 192	40%	624	52%	354	161	36%	31%	1,92
2013П	1 405	40%	727	52%	354	109	34%	31%	2,26

Источник: Расчеты ХФ

Содержание

Инвестиционное резюме	3
О компании	5
Стратегия	6
Организационная структура	7
Инфраструктура	9
Маркетинг	10
Актив - Чинаревское месторождение	12
Из истории	12
Запасы	13
Бурение	14
СРП	15
Преимущества	17
Риски	18
Оценка компании	19
Производство	19
Цены	19
Доходы	21
Расходы	21
Сильная денежная позиция	23
Анализ чувствительности	23
Приложение	

Инвестиционное резюме

Нефтегазовая компания ZKM с рыночной капитализацией \$2,2 млрд сфокусирована на Чинаревском месторождении в Казахстане. Запасы в категориях 2P и 3P составляют 527 млн бнэ и 1083 млн бнэ, соответственно.

Газ – катализатор цены на акцию

Строительство ГПЗ и ожидаемое увеличение в добыче уже оценено рынком, по-нашему мнению. С 30 сентября 2010 года, когда было объявлено завершение строительства ГПЗ, акции подросли на 46%.

Дальнейшими катализаторами цены за акцию будут перевод запасов из низких в высшие категории, дальнейшее бурение и цены на товарных рынках. Цена на газ, в частности, будет ведущим драйвером целевой цены, на наш взгляд.

Недавнее разрушительное землетрясение и цунами в Японии, которое повредило несколько ядерных реакторов на атомной электростанции Фукусима, повлияет на мировое распределение энергоисточников. Ситуация в Японии отрицательно сказалась на мнении общества о ядерной энергии. Предпочтения могут измениться в сторону газа (21% от глобальной энергии в 2010 году) от ядерной энергии (14% от глобальной энергии). Газ является более чистым источником энергии, по сравнению с углем. Мы считаем, что потребление газа увеличится в будущем, и соответственно, цена пойдет вверх. ZKM предоставляет лучшую возможность инвестирования при росте цен на газ.

ГПЗ готов к работе

Строительство ГПЗ подошло к концу, и начало его работы ожидается со дня на день. ГПЗ позволит компании продавать газоконденсат, сухой газ и сжиженный нефтяной газ, а также увеличить добычу нефти. Благодаря ГПЗ компания может увеличить добычу до 143 тыс баррелей нефти в сутки в 2017 году.

Умеренные цены на нефть, будущее в газе

У нас умеренный взгляд на цены на нефть, мы предполагаем рост в 3% к цене на фьючерсы с 2012 года. Цена на акцию очень чувствительна к цене за марку Brent (5% изменение в цене на нефть влечет 13% изменение в целевой цене), т.к. нефть будет составлять 70% от продаж компании начиная с 2011 года.

Ключевая неопределенность оценки состоит в выборе покупателя газа и в ее контрактной цене. Информация об условиях продажи газа и контрактной цене будут озвучены в скором времени.

Сильная денежная розиция

По нашим оценкам, ликвидность у ZKM будет высокой. В частности, денежные средства превысят ее долговые обязательства на \$190млн в 2019 году. Мы предполагаем, что компания будет выплачивать дивиденды с 2012 года и инвестировать больше средств в капитальные вложения.

Рекомендация Покупать с целевой ценой \$14,12/ГДР

Мы начинаем покрытие с рекомендацией Покупать и целевой ценой \$14,12/ГДР.

Преимущества	Риски
<ul style="list-style-type: none">• Сильная база запасов• Потенциал роста в возможных запасах• Высококачественная нефть• Выгодное расположение• Хорошие условия по CRP	<ul style="list-style-type: none">• Риск одного актива• Зависимость от ГПЗ• Неопределенная среда налогообложения• Риск в ценах на нефть и газ• Риск в условиях CRP

О компании

ZKM – независимая нефтегазовая компания по разведке, добыче и продаже сырой нефти и газового конденсата. Единственный актив компании – Чинаревское месторождение, расположен в Прикаспийском бассейне северозападного Казахстана. Разведка и добыча на месторождении ведется на основании Соглашения о Разделе Продукции (СРП), заключенном между ZKM и Республикой Казахстан в 1997 году.

Согласно отчету Ryder Scott от 31 июля 2009 года, валовые 2P (доказанные+вероятные) и 3P (доказанные+вероятные+возможные) запасы были оценены в 523 млн бнэ и 1083 млн бнэ, соответственно. Возможные запасы составляют 50% от 3P категории.

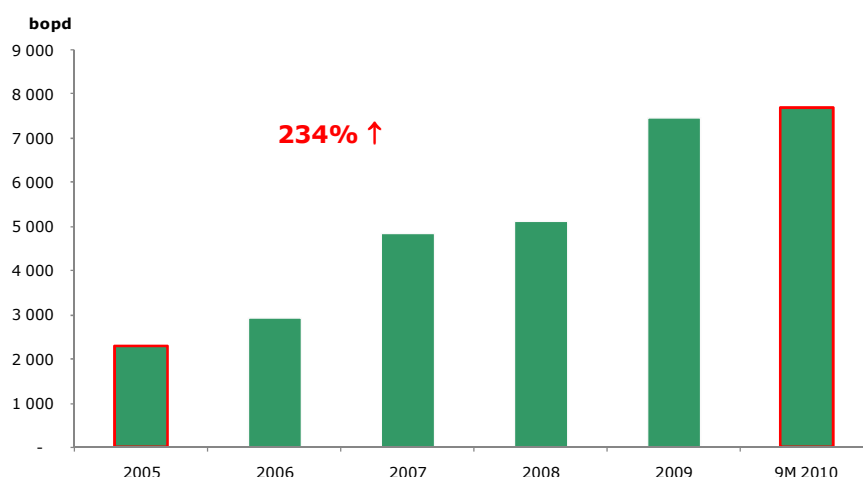
Руководство, назначенное в 2004 году, внедрило новую стратегию с целью увеличить бурение и улучшить инфраструктуру месторождения, а также перевести запасы в более высокие категории запасов. Еще один аспект стратегии увеличить производство, транспортировку и маркетинг сжиженных продуктов (сырой нефти, Сжиженного Нефтяного Газа (СНГ) и стабилизированного газового конденсата).

Операционные объекты месторождения включают блок подготовки нефти мощностью 0,4 млн тонн сырой нефти в год, ряд нефтесборных и транспортных трубопроводов, систему производства электроэнергии, складские помещения, машинное оборудование и химикаты, используемые для производства нефти. В 2008 году был построен нефтепровод и железнодорожный терминал для полного контроля транспортировки и маркетинга сырой нефти и конденсата от месторождения до конечного пункта назначения.

ГПЗ позволит производство газового конденсата, СНГ и сухого газа, строительство которого подходит к концу.

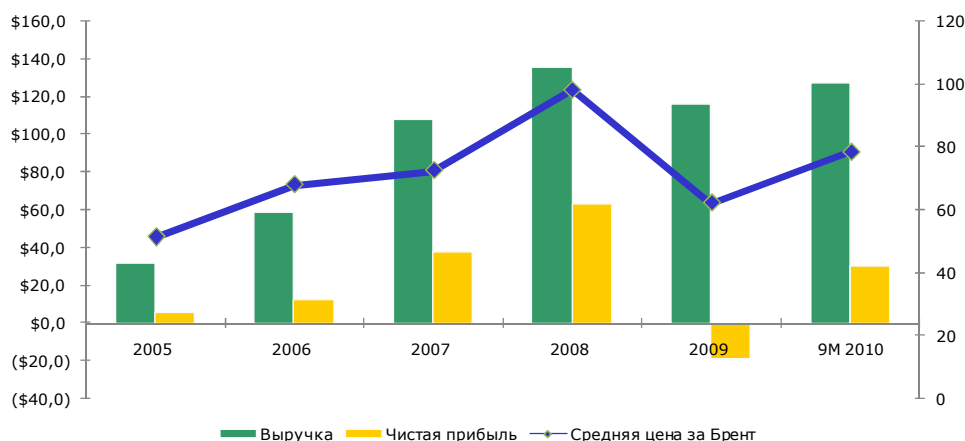
С 2005 года производство увеличилось на 234%, составив 7,7 тыс баррелей нефти в сутки, в основном из-за увеличения программы бурения. (График 1) Доходы компании очень чувствительны к цене на нефть. Колебания в цене за марку Brent, на которой основываются продажи нефти компании, за последние несколько лет напрямую отразились на доходности компании. (График 2)

График 1. Производство.



Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

График 2. Выручка и чистая прибыль пр. Брента.



Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Стратегия

Стратегия ZKM сохранить статус компании по разведке и добыче нефтегазовых продуктов, с фокусом на Чинаревское месторождение. Вдобавок, компания нацелена максимизировать перевод запасов из категории вероятные в доказанные и из возможных в вероятные, а также увеличить производство. Цели компании следующие:

- Увеличить существующие запасы
- Увеличить производство жидких углеводородов. Согласно оценке Ryder Scott производство нефти и конденсата может достичь 56 тыс баррелей нефти в сутки в 2015 году в сравнении с 7,7 тыс баррелей нефти в сутки за 9M2010 благодаря увеличению бурения скважин и строительства Фазы 1 и 2 на ГПЗ.
- Начать продажу газа.

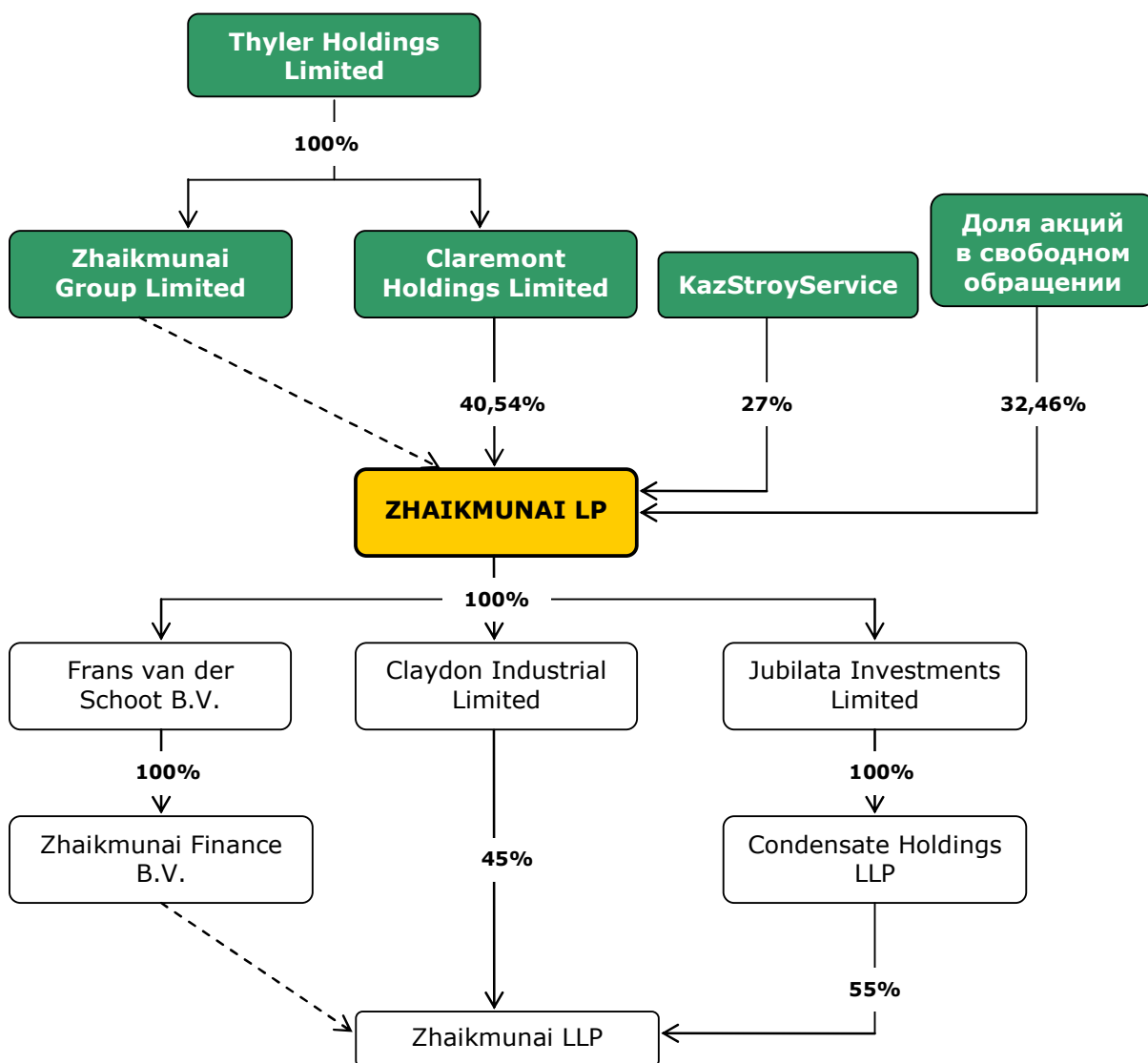
- Увеличить количество продуктов и клиентов.
- Значительное улучшение транспортной инфраструктуры позволило снизить расходы и риски, связанные с транспортировкой. Нефтепровод позволит использовать более безопасный способ транспортировки, снизит риски разливов нефти.

Организационная структура

В 2008 году ZKM провел публичное размещение акций в виде Глобальных Депозитарных Расписок (ГДР) на Лондонской Фондовой Бирже по цене \$10/ГДР. В июле 2009 года компания провела дополнительное размещение на сумму \$300 млн (75 млн ГДР по цене \$4/ГДР) для финансирования строительства ГПЗ. Главному акционеру компании Claremont Holding Limited, косвенным владельцем которой является Франк Монстри, председатель Совета Директоров ZKM, принадлежит 40.54% ZKM (или 75 млн ГДР). В 2009 году Claremont Holding Limited продала 27% доли компании KazStroyService Global BV, дочерней организации АО OGCC KazStroyService (KSS), которая построила ГПЗ, объемом 50 млн ГДР по цене \$4/ГДР. Остальная же часть акций находится в свободном обращении. 12,87% доли компании могут быть проданы Dehus Dolmen Nominees, дочерней организации Baring Vostok Capital Partners, фонду прямых инвестиций с фокусом на Россию и СНГ.

Компания не предоставляла более подробной информации о возможной сделке, чтобы комментировать ее условия. Текущая организационная структура представлена на Графике 3.

График 3. Организационная структура



Источник: Данные компании

Инфраструктура

Газоперерабатывающий завод

Для продажи значительных запасов газа на Чинаревском месторождении, в 2007 году ZKM начал строительство ГПЗ. Компания заключила контракт с KSS, которая владеет 27% ZKM, для строительства Фазы 1 из потенциально возможных двух фаз.

Техническое строительство Фазы 1 было завершено 30 сентября 2010 года в соответствии с казахстанскими стандартами. ГПЗ позволит продавать сжигаемый на факелах газ. При работе на полную мощность суточная добыча нефти, СНГ и газа достигнет 48 тыс бнэ в сутки. Мы ожидаем начало работы ГПЗ со дня на день.

Фаза 1 включает в себя строительство двух блоков подготовки газа (БПГ), способных обрабатывать газоконденсат, попутный газ или сочетание обоих, мощностью 0,85 млрд куб метров в год каждый. Газ, перерабатываемый на БПГ, будет использован для производства сухого газа, СНГ и газоконденсата для продажи, а также как топливо на электростанциях. Оба БПГ будут оснащены установкой для очистки высокосернистых газов для улучшения качества газа. Электростанция мощностью 15 МВт обеспечит месторождение требуемым электричеством. В рамках Фазы 1, ZKM добавил установку стабилизации конденсата мощностью 0,8 тыс тонн конденсата в год. Это увеличило стоимость Фазы 1 на \$45 млн до \$227млн.

ZKM может также рассмотреть строительство Фазы 2 ГПЗ, которая включает дополнительный БПГ мощностью 2,5 млрд куб метров и электростанцию на общую сумму \$362млн. С вводом в эксплуатацию Фазы 2, мощность ГПЗ достигнет 4,2 млрд куб метров газа. Это позволит достичь производства газа до 4 млрд куб. метров в 2018 году и увеличить суточную добычу нефти, конденсата, СНГ и газа до 140 тыс бнэ в сутки. (Таблица 1)

Однако сейчас ZKM нацелен только на внедрение Фазы 1. Внедрение Фазы 2 зависит от успеха Фазы 1.

Таблица 1. ГПЗ план

	Фаза 1		Фаза 2	Итого
БПГ	БПГ 1	БПГ 2	БПГ 3	3 БПГ
Стоимость, \$ млн	227		362	589
Мощность, млрд куб м	0.85	0.85	2.5	4.2
Срок завершения	2011		2013-2014	2011-2014
Станции	Электростанция, станция подготовки конденсата		Электро станция	2 электростанции, станция подготовки конденсата

Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Станция подготовки нефти

Сейчас ZKM использует первый блок подготовки нефти (БПН) мощностью 400,000 тонн в год, построенный в 2006 году. Хранилище на месторождении и на железнодорожном терминале составляет 5 млн куб м и 10 млн куб м, соответственно. Дополнительное хранилище будет добавлено, когда ГПЗ будет введен в эксплуатацию. ZKM планирует удвоить объем подготовки нефти и газа при строительстве дополнительного БПН мощностью 400,000 тонн в год к 2013 году стоимостью \$20млн.

Транспортировка

В 2009 году ZKM успешно завершил строительство нефтепровода протяженностью 120 км от Чинаревского месторождения до железнодорожного терминала в Ростши рядом с городом Уральск. Общий проект с пропускной способностью 3 млн тонн нефти в год стоил \$97 млн для строительства. В результате, ZKM больше не транспортирует нефть по дороге. Согласно руководству, это позволило 'снизить расходы транспортировки нефти на \$25 за тонну'.

ZKM также построил газопровод протяженностью 17 км, который будет запущен по окончании строительства ГПЗ, соединив его с газопроводом Оренбург-Новопсков. Стоимость трубопровода составила \$22млн с ожидаемой максимальной пропускной способностью 5 млрд куб м в год.

Маркетинг

Согласно СРП, ZKM должен продавать как минимум 15% добытой сырой нефти на внутреннем рынке. Цена за проданную нефть основывается на рыночной цене за марку Brent минус дисконт на расходы транспортировки от Уральска до конечного пункта назначения. (Таблица 2) По окончании строительства ГПЗ, кроме

нефти, ZKM будет продавать газоконденсат, сухой газ и СНГ. Цена на газ зависит от контракта с покупателем, например, КазРосГаз, СП между Газпром и КазМунайГаз.

Таблица 2. Средняя цена за Brent и нетбэк цена

	2005	2006	2007	2008	2009	9М 2010
Средняя цена за Brent (\$/баррель)	51.26	67.83	72.43	98.11	62.02	78.33
Дисконт FCA Уральск (\$/баррель)	12.4	12.43	13.72	15.58	15.21	13.44
Средняя нетбэк цена (\$/баррель)	38.86	55.4	58.71	82.53	46.81	64.89

Источник: Данные компании

До 2010 года ZKM продавал нефть на условиях транспортировки FCA (франко-перевозчик) Уральск. В 2010 году ZKM начал продавать нефть на основаниях DAF (доставлено на границе) и FOB (франко-борт), чтобы снизить транспортные расходы. Преимущество продажи на условиях DAF заключается в том, что дисконт к марке Brent значительно уменьшается, хоть и компенсируется увеличением в транспортных расходах. Согласно компании, 'переход будет благоприятен для дальнейшего снижения в транспортных расходах'.

Первая отгрузка на условиях FOB была через черноморский порт Феодосии (Украина). 0,2 млн баррелей нефти было отгружено по железной дороге в Феодосию и продано FOB.

Нефть, добываемая ZKM на Чинаревском месторождении, высокого качества со средним показателем тяжести API (Американский Нефтяной Институт) 40-41.5° и низким содержанием серы приблизительно 0,4% по сравнению с другими производителями в регионе (Таблица 3)

Таблица 3. Качество нефти

	ZKM	Urals Blend	CPC Blend	Бrent
API	40°-41°	33°	42°-43°	38°
Сера	0,4%	1,25%	0,5%-0,6%	0,4%

Источник: Данные компании

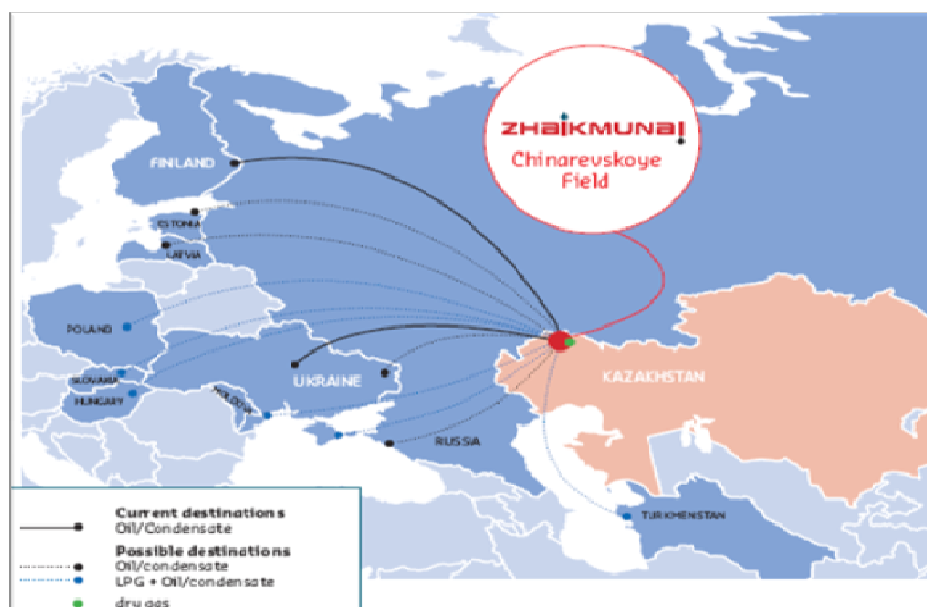
В долгосрочной перспективе ZKM может достичь более высокого нетбэка, благодаря переходу на условия FOB и DAF и высокому качеству нефти.

Чинаревское месторождение

Немного из истории

Чинаревское месторождение расположено в северной части каспийского региона, который является одним из самых больших, богатых нефтяными запасами регионов Центральной Азии. Нефтегазовые работы начались еще в Советское время с бурения девяти скважин. В 1991 году углеводороды были обнаружены в Биском/Афонском резервуарах. Турнейский резервуар был найден спустя год. В 2003 году ZKM обнаружила Живетский горизонт, за которым последовало успешное тестирование в Нижнепермском горизонте в 2004 году. У ZKM также есть разрешение на производство в Мулинском, Ардатовском, Фаменском и Биском-Афонском горизонтах. Чинаревское месторождение содержит значительные запасы газа, которые ZKM начнет продавать после окончания строительства ГПЗ. Несмотря на относительно небольшую площадь, всего 274 кв км, Чинаревское месторождение содержит ряд неизведанных залежей. Месторождение расположено недалеко от границы России с Казахстаном, а также от нескольких крупных нефте- и газопроводов.

График 4. Карта Чинаревского месторождения

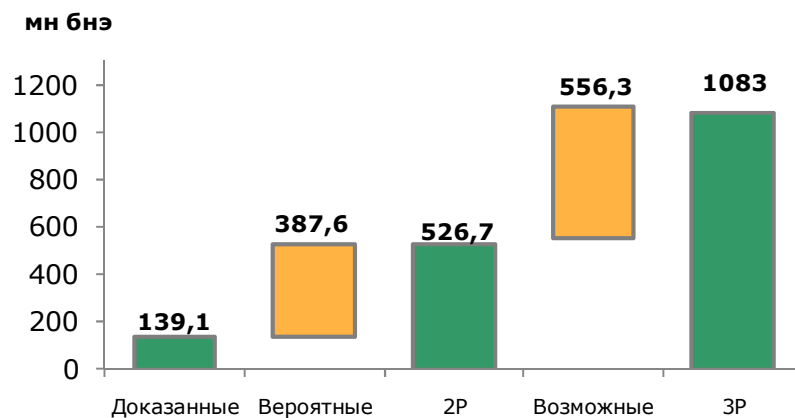


Источник: Данные компании

Запасы

Запасы категории 2P и 3P на Чинаревском месторождении составляют 526 млн бнэ и 1083 млн бнэ, соответственно. (График 5) Согласно оценке Ryder Scott, ZKM может увеличить производство с 7,7 тыс баррелей нефти в сутки за 9M2010 года до 143 тыс баррелей нефти в сутки в 2017 году. В категории запасов 2P нефть и газ составляют 212 млн баррелей и 236 млн бнэ, соответственно, в то время как СНГ составляет 79 млн баррелей. Газ занимает 44,7% и 40,8% от 2P и 3P категории запасов, соответственно. (Таблица 4)

График 5. 2P и 3P запасы



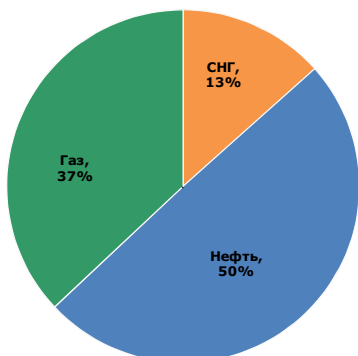
Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Таблица 4. 2P и 3P запасы

	Июль-09	Июль-08	Июль -07
Доказанные			
Нефть, млн баррелей	58,5	54,4	56,3
СНГ, млн баррелей	21,1	20,2	20,5
Газ, млн бнэ	59,5	58,8	59,9
1P	139,1	133,4	136,7
Вероятные			
Нефть, млн баррелей	153,5	162,7	104,8
СНГ, млн баррелей	58,1	59	36,9
Газ, млн бнэ	176	179,5	118,8
2P	526,7	534,6	397,2
Возможные			
Нефть, млн баррелей	275,9	275,9	149,5
СНГ, млн баррелей	74,5	74,5	53,2
Газ, млн бнэ	205,9	206	156
3P	1083	1091	755,9

Источник: Данные компании

График 6. Разбивка в возможных запасах



Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Вдобавок к 2P запасам, значительный потенциал содержится в Биском/Афонском, Турнейском, Живетском и Нижнепермском. Возможные запасы представляют потенциал роста, который может быть переведен в более высокие категории запасов. Стоит отметить, что запасы 3P увеличились на 30% с 2007 года. (Таблица 5) Возможные запасы распределены между нефтью-50%, газом-37% и СНГ-13%. (График 6)

Согласно руководству ZKM, есть возможность превысить запасы, оцененные Ryder Scott. Возможные запасы составляют 51% от категории 3P. Мы считаем, что возможность компании перевести их в высшие категории будет катализатором целевой цены.

Бурение

ZKM аутсорсит буровые работы на Чинаревском месторождении третьим сторонам. На сегодняшний день Saipem и UNGG проводят работы на трех буровых установках на Чинаревском месторождении. Для бурения вертикальных скважин требуется 3-4 месяца, средняя стоимость разведочной скважины составляет \$10,8 млн, эксплуатационной скважины от \$8,2 млн до \$12,5 млн.

ZKM внедряет горизонтальное бурение, которое может увеличить производство в 5 раз, хотя стоимость бурения горизонтальных скважин на 30% превышает бурение вертикальных. В 2010 году ZKM завершил бурение горизонтальных скважин в Девонских горизонтах.

ZKM пробурил четыре разведочные скважины в 2007 году, три в 2008 году, и две оценочные скважины в 2009 году, что привело к увеличению в 2P и 3P запасах. Дальнейшие оценочные работы могут привести к конвертации в более высокие категории запасов.

Согласно данным компании, у ZKM 36 разведочных, эксплуатационных и оценочных скважин, из которых 12 эксплуатационных. Начиная с сентября 2004 года ZKM пробурил 13 разведочных и 21 эксплуатационную скважину. (Таблица 6) Компания планирует пробурить 13 новых эксплуатационных скважин в год с 2011 по 2014 год, что позволит значительно увеличить производство.

Таблица 6. Разведочные и эксплуатационные скважины

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Разведочные скважины	1	1	2	4	3	2	0
Эксплуатационные скважины	0	0	1	5	6	5	4
Всего скважин	1	1	3	9	9	7	4

Источник: Данные компании

СРП

ЗКМ добывает и продает нефть в соответствии с СРП, заключенным с Республикой Казахстан. СРП и лицензия действительны до 2031-2033 годов в зависимости от географических и геологических участков.

Роялти

Ставка роялти зависит от объема извлекаемых углеводородов и варьируется от 3% до 7% на нефть и от 4% до 9% на газ. (Таблица 7)

Таблица 7. Ставка роялти

Производство нефти (млн тонн)	Ставка роялти
0 - 0,1	3%
0,1 - 0,3	4%
0,3 - 0,6	5%
0,6 - 1	6%
> 1	7%
Производство газа (млрд куб метров)	Ставка роялти
0 - 1	4%
1 - 2	4.5%
2 - 3	5%
3 - 4	6%
4 - 6	7%
> 6	9%

Источник: Данные компании

Доля правительства

ЗКМ обязан предоставлять государству долю от месячного производства, ставки которого прямо пропорциональны к добыче. Доля правительства рассчитывается по прогрессивной шкале от 10% до 40% в зависимости от производства. Ставка применима только к

нефтеприбыли, после вычета роялти и нефtezатрат. За 9M2010 доля правительства составила 15% от себестоимости.

Вместо доставки углеводородного сырья, ZKM может альтернативно производить платеж в денежной форме за уплату доли правительства. На текущий момент государство всегда получало платеж в денежном эквиваленте. (Таблица 8)

Таблица 8. Доля правительства

Годовой уровень добычи нефти (млн тонн)	Доля правительства
0 - 2	10%
2 - 2,5	20%
2,5 - 3	30%
> 3	40%
Годовой уровень добычи газа (млрд куб м)	Доля правительства
0 - 2	10%
2 - 2,5	20%
2,5 - 3	30%
> 3	40%

Источник: Данные компании

Налоги

ZKM выплачивает корпоративный подоходный налог по ставке в 30%. ZKM также платит \$0,5 млн бонус за каждое коммерческое обнаружение. ZKM выплачивает бонус добычи в размере \$1 млн за каждые 10 млн тонн накопленной добычи. Компания также должна возместить государству исторические затраты в \$25 млн, которые были затрачены государством до вступления в силу СРП. Обязательные затраты включают 1% от годовых кап вложений на обучение персонала. Согласно СРП, ZKM должен создать ликвидационный фонд в размере \$0,1млн и \$0,452млн во время разведочного и эксплуатационного периодов, соответственно. (Таблица 9)

Таблица 9. Налоги

Корпоративный подоходный налог	30%
Новое обнаружение нефти	\$0,5 млн
Бонус обнаружения (за 10 млн тонн)	\$1 млн
Возмещение государству исторических затрат	\$25 млн
Обучение персонала	1% от кап затрат в год
Ликвидационный фонд	
- в разведочный период	\$0,1 млн
- в эксплуатационный период	\$0,5 млн

Источник: Данные компании

Согласно СРП, ZKM может оценить будущие расходы и налоги. Однако, неопределенность существует, т.к. у государства есть приоритетное право выкупа 50% углеводородов. Неопределенность в налогообложении также возникает со стороны государства, которое может наложить налоги, такие как экспортная таможенная пошлина. (См. риски)

Преимущества

- **Сильная база запасов.** 2P запасы ZKM составляют 527млн бнэ. (Таблица 2)
- **Потенциал роста в возможных запасах.** Возможные запасы ZKM составляют 559 млн бнэ. С января 2004 года ZKM увеличил запасы углеводородов в категории доказанные на 396% с 139 млн бнэ в 2009 году. Согласно руководству, у компании есть потенциал перевести запасы из категории возможные в вероятные и из категории вероятных в доказанные. По СРП ZKM может проводить разведочные работы до мая 2011 года, что может привести к дальнейшему увеличению возможных запасов.
- **Прежние успехи на Чинаревском месторождении.** 3-D сейсморазведка позволила эффективно расположить скважины. Каждая скважина показала существенное количество углеводородов, без сухих скважин на сегодняшний день. Производство нефти увеличилось с 2,2 тыс баррелей нефти в

сутки в 2004 году до 7,7 тыс баррелей нефти в сутки за 9M2010.

- **Высококачественная нефть.** ZKM добывает малосернистую нефть со средней API тяжестью 40°-41.5° и низким содержанием серы, приблизительно 0,4%. Высокое качество нефти позволяет продавать ее с низким дисконтом к Бренту по сравнению с другими производителями в регионе.
- **Выгодное расположение.** Операционные объекты ZKM находятся недалеко от границы с Россией, что уменьшает расстояние транспортировки к конечным клиентам в Европе и предоставляет удобные транспортные развязки.
- **Хорошие условия по СРП.** ZKM выигрывает от низких налоговых ставок и роялти выплат по СРП и предсказуемой доли государству.
- **Сильная команда руководства.** У менеджмента компании значительный опыт в нефтегазовой индустрии. Десять топ менеджеров имеют средний опыт 20 лет в нефтегазовой индустрии.

Риски

- **Риск одного актива.** Доходы ZKM зависят от Чинаревского месторождения, и у компании нет в планах дальнейших приобретений. Вместе с тем мы считаем этот риск не столь значителен.
- **Зависимость ГПЗ.** Неспособность ГПЗ работать на полную мощность может повлечь уменьшение или задержку производства углеводородов.
- **Неопределенная среда налогообложения.** Казахстанское правительство может наложить непредсказуемые налоги на ZKM. Например, когда был введен новый налоговый кодекс, ZKM был обязан выплачивать экспортную таможенную пошлину. Неопределенность в будущих налогах является риском высокой степени, на наш взгляд.
- **Риск в ценах на нефть и газ.**

Бизнес ZKM привязан к международным ценам на нефть. Волатильность цен может отрицательно сказаться на компании. Неопределенность в продажах газа одному покупателю, такому

как КазРосГаз и согласованная цена будут драйвером будущих доходов компании.

- **Риск в условиях СРП.** Основываясь на СРП, у государства есть приоритет выкупа 50% производимых углеводородов. Если это произойдет, компания будет вынуждена сократить производство. До нынешнего момента таких запросов от государства не поступало.

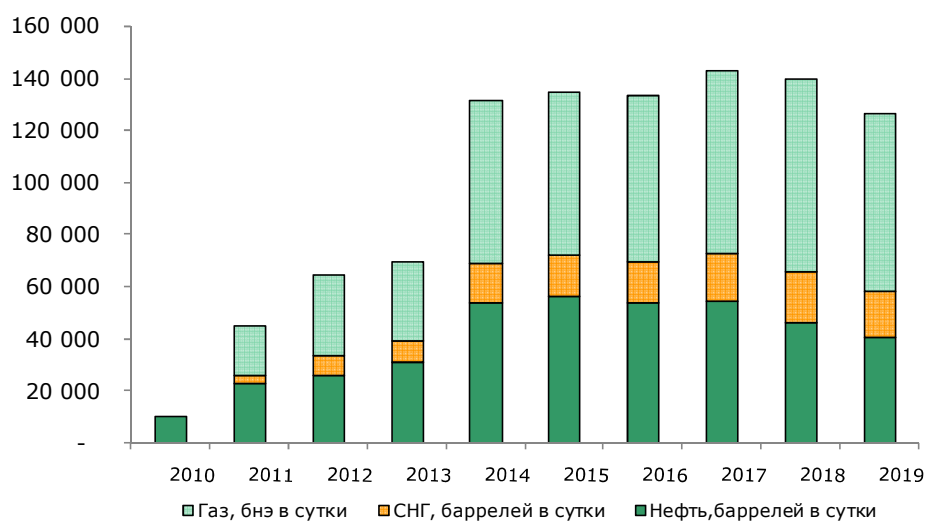
Финансовая модель

Для оценки справедливой стоимости компании мы используем модель дисконтирования прямых денежных потоков (DCF). Безрисковая ставка составила 3,47%, премия за риск инвестиций в акцию и страновая премия составили 5,1% и 3,2%, соответственно. Мы использовали соотношение долга к капиталу в 20% и бету 1,3. Стоимость капитала составила 14,3%, а стоимость долга 10,5%. На основе этих предположений, стоимость капитала составила 12,9%. Согласно нашей оценке чистая стоимость компании составила \$14,12/ГДР. Мы заключили рекомендацию Покупать.

Производство

Производство основывается на данных оценки Ryder Scott, со сдвигом в один год из-за задержки в окончании строительства ГПЗ. Начиная с 2011 года производство демонстрирует динамику роста. (График 7)

График 7. Прогноз производства



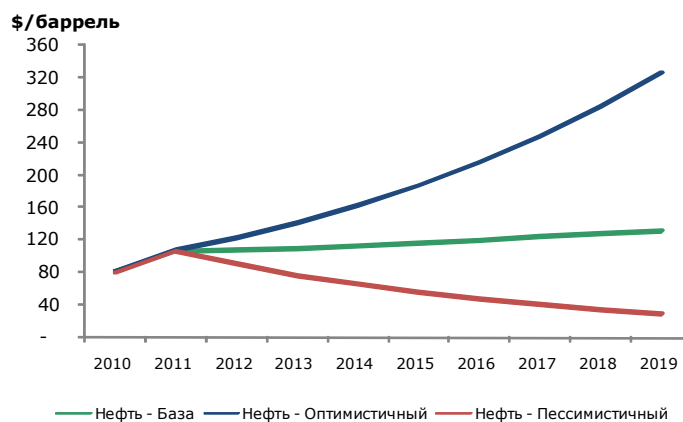
Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Цены

Из-за недавнего роста цен на нефть (цены выросли на 18% в 2010 г/г), мы применили три сценария в изменениях цены на нефть. В нашем оптимистичном сценарии, цена за марку Brent растет на 15% с 2011 года, в пессимистичном же сценарии цена падает на 15%. (График 8) У нас умеренный взгляд на рост цен на нефть. Мы используем базовый сценарий, предполагая, что цена будет расти по 3% в год, начиная с 2012 года, в 2010 году мы используем среднюю цену реализации, в 2011 и 2012 годах цену за фьючерс.

С умеренным взглядом на цены на нефть, более высокая неопределенность с ценами на газ. Мы провели три сценария по цене на газ, которая зависит от контрактной цены (мы предположили, что весь газ будет продан одной компании, такой как КазРосГаз). По базовому сценарию, мы предположили, что цена на газ составит \$134/тыс куб м в 2011 году, в то время как по оптимистичному и пессимистичному сценарию цена составит \$168 /тыс куб м и \$101/тыс куб м, соответственно. После 2011 года цена растет в соответствии с ценой на нефть.

График 8. Цены на нефть

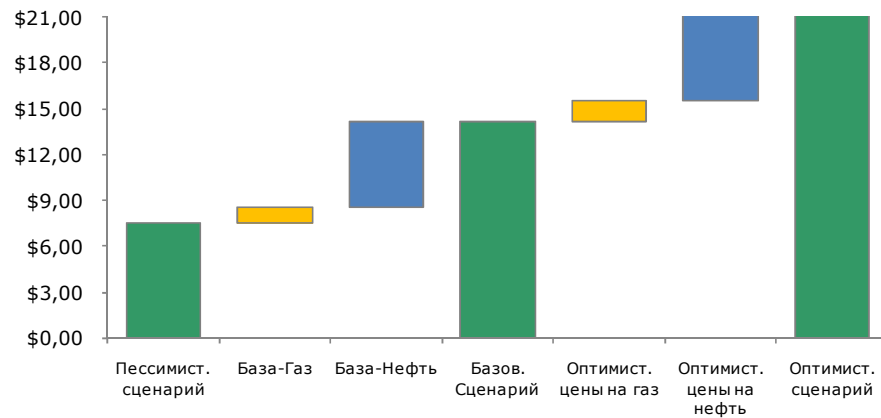


Источник: Расчеты ХФ

При пессимистичном сценарии целевая цена составляет \$7,53/ГДР, на 36% ниже рыночной цены в \$11,7/ГДР, из-за пессимистичных цен на нефть и газ. При базовом сценарии целевая цена составляет \$14,12/ГДР с потенциалом роста в 21% к рыночной цене, при оптимистичном же сценарии цена составляет \$21,33/ГДР с потенциалом в 82%. (График 9)

Согласно СРП, ZKM будет продавать 15% нефти на внутреннем рынке, мы применили 50% от международных цен к внутренним ценам на нефть. Цена на СНГ составляет 50% от цены на Brent. Цены на газ труднее предсказать, чем цены на нефть, так как они зависят от контракта с покупателем, таким как КазРосГаз, СП между Газпром и НК КазМунайГаз. Мы предположили, что цена на газ составит \$134/тыс куб м и будет расти в соответствии с ценами на нефть. В СРП не указывается разбивка продаж газа на внутренний и международный рынок, поэтому мы предположили, что схема 85%/15% также применима к газу. Цены на газ на внутреннем рынке составляют половину от международных.

График 9. Целевая цена по трем сценариям

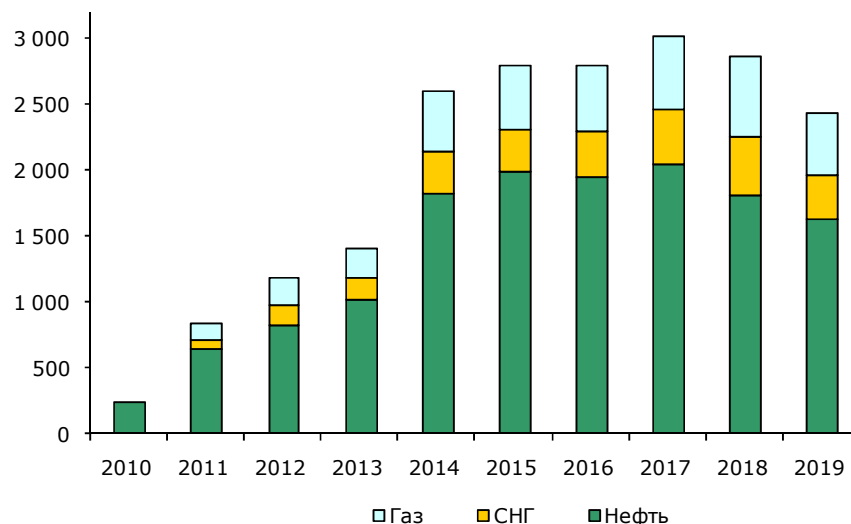


Источник: Расчеты ХФ

Выручка

На сегодняшний день ZKM генерировал выручку только от продаж нефти. С окончанием строительства ГПЗ, мы ожидаем, что ZKM начнет продавать конденсат, СНГ и газ в 2011 году. 60% выручки составляет нефть, остальные 40% распределены между газом и СНГ. (График 10) Несмотря на то, что газ составляет 50% от производства, в денежном выражении он зарабатывает только треть из-за более низких цен по сравнению с нефтью. Выручка зависит от производства, изменений в цене за марку Brent и дисконта к этой цене.

График 10. Выручка



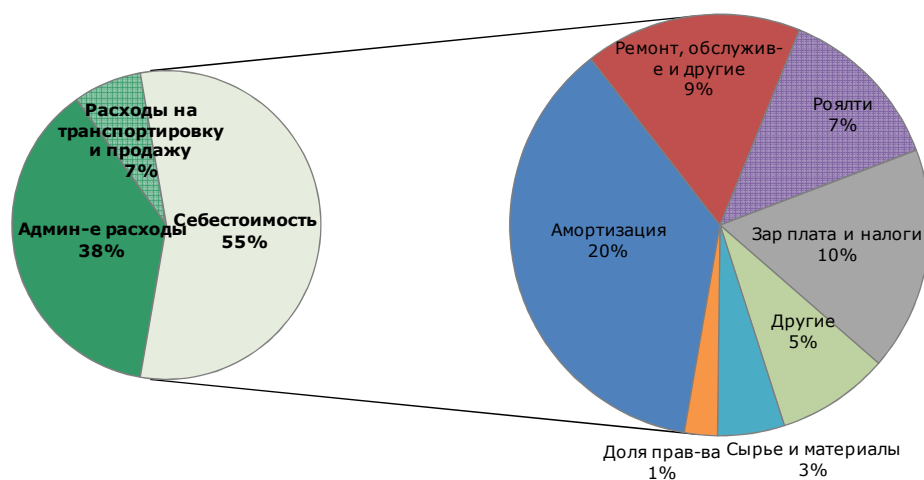
Источник: Расчеты ХФ

Расходы

Исторически, наибольшую часть в расходах занимали Административные расходы (38%) и Себестоимость (56%), из которых Износ и Амортизация составляли 20%, а на расходы на ремонт&обслуживание, роялти, заработную плату приходилось по 7%. (График 11)

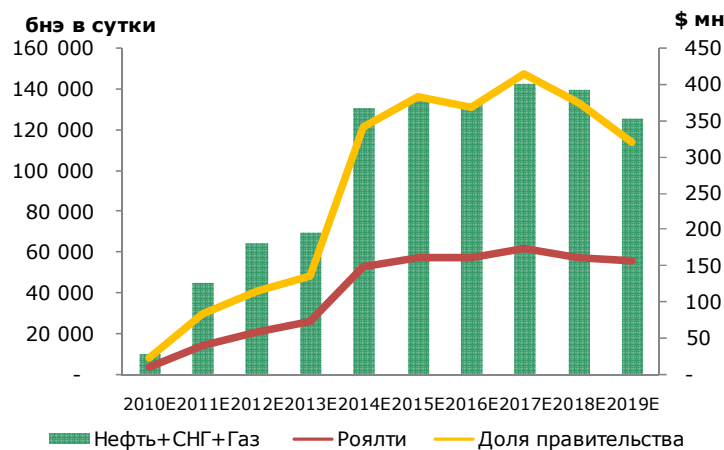
Согласно СРП, ZKM обязан платить роялти и долю государству. Мы считаем СНГ как нефть и предполагаем те же ставки к СНГ как и к нефти. В среднем в ожидаемом периоде, ZKM будет выплачивать 6% на нефть и 4% на газ по роялти. Доля государства увеличивается в соответствии с производством. (График 12)

График 11. Разбивка расходов за 9М2010



Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

График 12. Роялти и доля правительства против производства



Источник: Расчеты ХФ

Сильная денежная позиция

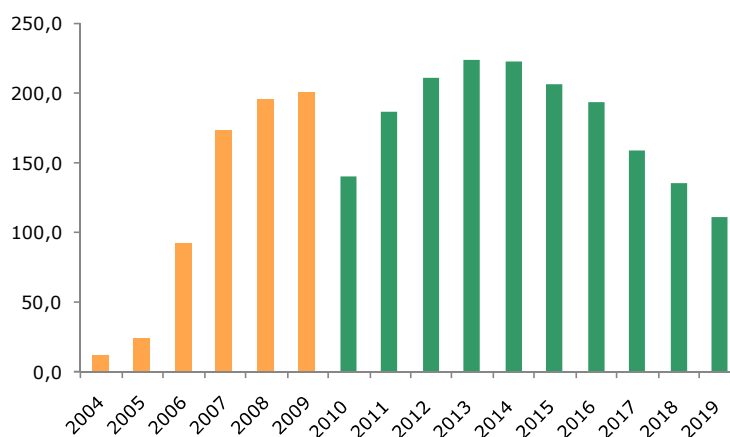
Недавно выпущенные облигации в размере \$450 млн были использованы для рефинансирования существующего долга по синдицированному займу в размере \$381,7 млн, \$80,9 балансовых денежных средств на конец 9 месяцев 2010 года увеличатся приблизительно на 60%. Размер купонной ставки составляет 10,5% с первым платежом в Апреле 2011 года. Облигация истекает в 2015 году, но мы предположили, что компания будет продолжать рефинансировать свой долг. До синдицированного займа, ZKM был финансируван БТА банком, который был рефинансирован из-за увеличения ставки фондирования.

По нашим оценкам в прогнозный период баланс денежных средств будет стремительно расти у ZKM, благодаря увеличению в производстве. Мы считаем, что компания предпочтет инвестировать в капитальные вложения и выплачивать дивиденды, чем держать денежные средства на балансе.

Исторически, ZKM не выплачивал дивидендов, но мы предположили, что коэффициент выплаты прибыли в виде дивидендов составит 40% начиная с 2012 года.

Компания прогнозирует кап затраты с 2011 по 2019 годы в размере \$562.4млн (\$200.4млн плюс \$362млн на БПГ по программе Фазы 2 без учета инфляции). Однако, из-за сильной денежной позиции мы предположили, что кап затраты составят 3х прогнозов компании. (График 13)

График 13. Кап затраты за 2004-2019



Источник: Данные компании, Расчеты ХФ

Анализ чувствительности

При 5% изменении в цене за марку Brent целевая цена увеличится на 13%, в то время как при 10% изменении в цене на газ, целевая цена меняется только на 4% (Таблица 10, 11) Мы можем заключить, что целевая цена более чувствительна к изменениям в цене на нефть, чем на газ, из-за большей доли продаж, которую занимает нефть.

Таблица 10. Анализ чувствительности целевой цены к Brent и WACC

		Brent цена, \$/баррель						
		92	97	102	107	112	118	124
WACC, %	10%	9,27	10,92	12,67	14,55	16,45	18,48	20,64
	11%	9,17	10,80	12,54	14,40	16,29	18,29	20,44
	12%	9,08	10,69	12,42	14,26	16,13	18,12	20,24
	13%	8,98	10,58	12,29	14,12	15,97	17,94	20,05
	14%	8,89	10,48	12,17	13,98	15,81	17,77	19,85
	15%	8,80	10,37	12,05	13,84	15,66	17,60	19,67
	16%	8,71	10,27	11,93	13,71	15,51	17,43	19,48

Источник: Расчеты ХФ

Таблица 11. Анализ чувствительности к цене на газ и WACC

		Цена на газ, \$/тыс куб м						
		98	109	121	134	147	162	178
WACC, %	10%	12,97	13,44	13,97	14,55	15,13	15,77	16,47
	11%	12,84	13,31	13,82	14,40	14,98	15,61	16,31
	12%	12,71	13,17	13,69	14,26	14,83	15,46	16,15
	13%	12,58	13,04	13,55	14,12	14,68	15,31	15,99
	14%	12,46	12,91	13,42	13,98	14,54	15,16	15,84
	15%	12,34	12,79	13,29	13,84	14,40	15,01	15,68
	16%	12,21	12,66	13,16	13,71	14,26	14,87	15,53

Источник: Расчеты ХФ

Приложение

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Средняя цена реализации							
- нефть (экспорт)' \$/баррель	80	106	107	110	114	117	120
- нефть (внутренний рынок), \$/баррель	40	53	54	55	57	58	60
- СНГ, \$/баррель	40	53	54	55	57	58	60
- газ, \$/тыс куб м	134	135	136	140	144	148	153
- газ (внутр. рынок), \$/тыс куб м	67	67	68	70	72	74	76
Оценка денежных потоков							
Выручка	\$241	\$849	\$1 192	\$1 405	\$2 599	\$2 794	\$2 799
Операционные издержки	(\$206)	(\$480)	(\$676)	(\$808)	(\$1 510)	(\$1 663)	(\$1 691)
ЕБИТ	\$35	\$369	\$516	\$597	\$1 089	\$1 131	\$1 108
ЕБИТ после уплаты налогов	\$24	\$258	\$361	\$418	\$762	\$791	\$776
+ Износ и амортизация	\$73	\$79	\$108	\$130	\$153	\$163	\$168
- Инвестиции в произв. капитал	\$140	\$187	\$211	\$223	\$222	\$206	\$193
- Изменения в оборотном капитале	\$12	(\$61)	(\$55)	(\$31)	(\$284)	(\$68)	(\$9)
Свободные денежные потоки	(\$54)	\$212	\$314	\$356	\$978	\$817	\$761

Источник: Расчеты ХФ

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».

© 2011, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, 7 (727) 244-6541
sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, 7 (727) 330-0157
madinaku@halykbank.kz

Финансовый сектор, долговые инструменты

Бакытжан Хошанов, 7 (727) 244-6984
BakytzhanH@halykbank.kz

Сабина Амангельды, 7 (727) 244-0160
<mailto:SabinaA@halykbank.kz>

Адрес:
Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, “БЦ Нурлы-Тау”, 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 259 0467
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfin.kz

Bloomberg
HLFN <Go>

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, 7 (727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz