

30 мая 2011 г.

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

РД КазМунайГаз

От покупки Кашагана многого не ждем

На прошлой неделе РД КМГ сообщила, что может приобрести активы у материнской компании НК КМГ. 25 мая две компании подписали меморандум, который предоставляет РД КМГ доступ к геофизическим, финансовым и экономическим данным о нескольких нефтегазовых проектах. Днем позже, глава национальной компании сообщил о возможной передаче РД КМГ 16,8%-ой доли в проекте Кашаган, отметив при этом, что детали сделки еще не оговорены.

Мы считаем, что прошлые приобретения у НК КМГ имели незначительный положительный эффект на стоимость компании, так как большинство из них было оценено по рыночной стоимости. Мы не видим причин иного подхода к оценке новых приобретений.

НК КМГ может продать Кашаган ради Карачаганак

Кашаган, одно из трех крупнейших месторождений в Казахстане, является самой большой находкой в мире с момента обнаружения месторождения Prudhoe Bay на Аляске. Как и два других проекта (Тенгиз и Карачаганак), Кашаган находится под управлением международного консорциума. Доли его участников распределены следующим образом: Shell, НК КМГ, Eni, ExxonMobil и Total по 16,8%, ConocoPhillips – 8,4% и Inpex – 7,6%.

По данным NCOC, оператора проекта, месторождение Кашаган содержит 11 млрд. баррелей извлекаемых запасов нефти. После нескольких лет задержки, начало производства на Кашагане запланировано на 2012 год. К 2014 году, объем производства должен достичь 300 тыс. баррелей нефти в сутки.

Хотелось бы отметить, что правительство Казахстана продолжает переговоры о продаже государству 10%-й доли в газоконденсатном месторождении Карачаганак. Стороны могут договориться об условиях сделки в ближайшие несколько месяцев, по нашему мнению. После ее завершения управлять долей государства в Карачаганаке будет НК КМГ. Однако, у национальной компании недостаточно денежных средств, чтобы заплатить за долгожданную покупку. Мы считаем, что РД КМГ может стать для материнской компании источником дополнительной ликвидности. Передача Кашагана РД КМГ также избавит НК КМГ от инвестиционных обязательств по проекту, которые только в 2011 году составляют \$1,4млрд. На 31 марта 2011 года, денежные средства и их эквиваленты на балансе РД КМГ составляли \$3,5млрд, а долговые обязательства - \$0,8млрд.

Сюрприз на Урихтау

В перечень проектов, включенных в меморандум от 25 мая, входят морские месторождения "Жамбыл", "Устюрт", "Женис", "Година", "С-1" и "С-2", а также газоконденсатное месторождение "Урихтау". РД КМГ примет решение о целесообразности участия в проектах после оценки предоставленных данных. Со своей стороны, НК КМГ будет рассматривать заявку РД КМГ об участии на равных условиях с предложениями других компаний.

НК КМГ недавно опубликовала информацию о многообещающих результатах разведки на месторождении Урихтау, по другим же блокам публично доступных данных недостаточно. В середине мая глава НК КМГ г-н Кабылдин сообщил, что в результате бурения разведочной скважины на Урихтау был получен мощный приток нефти и газа. Основываясь на этих результатах, запасы нефти были переоценены с шести до 200млн тонн. Для подтверждения 33-х кратного увеличения оценки запасов, национальная компания планирует пробурить еще две глубокие (4 000м) разведочные скважины.

Месторождение Урихтау было обнаружено почти тридцать лет назад, в 1983 году. Оно расположено в Прикаспийском бассейне, возле города Актобе и неподалеку от месторождений Жанажол и Кенкияк. Урихтау классифицируется как крупное месторождение с доказанными запасами газа в 40 млрд. кубометров, что составляет 2% общих запасов газа Казахстана. Однако, до объявления результатов бурения, считалось, что месторождение при этом содержит лишь небольшое количество нефти.

Мы ожидаем начало производства нефти и газового конденсата в 2013-2014 годах. Производство газа на уровне 1,5-2 млрд кубометров в год на месторождении может начаться чуть позже (в 2016-2017 годах), по нашему мнению. Будущие продажи газа уже будут иметь доступ к экспортному маршруту через новый газопровод Бейнеу-Бозой-Шымкент, который будет предназначен для поставки газа на юго-восток страны, включая Алматы. Трубопровод также будет подключен к экспортной трубе Казахстан-Китай.

Небольшая надбавка к стоимости акций

Принимая во внимание стратегию РД КМГ по увеличению объемов производства посредством приобретений, мы считаем, что компания, скорее всего, получит как 16,8%-ю долю в Кашагане, так и 50% в Урихтау¹. Если это произойдет, доля в Кашагане увеличит запасы РД КМГ на 84%, а Урихтау добавит 10% к запасам компании по категории 2P. (См. Таблицу 1)

Таблица 1.
Запасы углеводородов РД КМГ, Кашагана и Урихтау

	Нефть		Газ
	в млн тонн	в млн барр	в млрд куб.м
РД КМГ	299	2 200	0
Урихтау (50%)	30	221	20
Кашаган (16,8%)	251	1 848	50

Источник: данные компании, расчеты ХФ

Несмотря на то, что условия двух возможных приобретений еще не определены, мы предполагаем, что цена Кашагана и Урихтау будет определена образом, схожим с методикой оценки месторождений, проданных материнской компанией ранее. Иными словами, мы думаем, что два новых приобретения будут иметь лишь небольшое положительное влияние на стоимость акций РД КМГ. Для проверки этой гипотезы, мы создали несколько эконометрических моделей для оценки зависимости акций РД КМГ от нескольких влияющих на них переменных.

Выборка начинается с момента публичного размещения акций (IPO) в октябре 2006 года и включает в себя ежедневные данные. Независимыми переменными являются цена нефти марки Brent (переменная «P»), индекс акций шести крупных нефтегазовых компаний («МКТ») и несколько фиктивных переменных, которые отображают происходившие структурные изменения РД КМГ. Одна из таких фиктивных переменных TX установлена на период после введения нового налогового кодекса в 2009 году. Другие две фиктивные переменные приходятся на дни объявления о приобретениях. Так, переменная PKI

¹ Некоторые неподтвержденные источники говорят, что другая половина может быть передана китайской CNPC, которая работает на близлежащем газовом месторождении Жанажол и нефтяном месторождении Кенкияк через свою дочернюю компанию Актобемунайгаз.

установлена на 23 сентября 2009 года, когда РД КМГ объявила о приобретении доли в ПКИ. Переменная *MMG* на 12 июля 2010 года, когда РД КМГ объявила о покупке долей в ММГ, КОА, КТМ. Мы также добавили фиктивную переменную *NC*, которая установлена на дату приобретения облигаций НК КМГ на сумму \$1.5млрд.

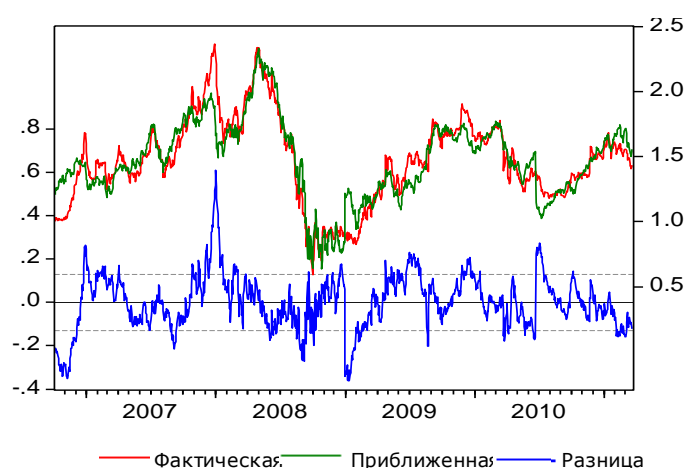
Результаты оценки показывают, что

- новый налоговый кодекс положительно влияет на акции при низких ценах на нефть, но отрицательно при высоких, или, другими словами, с введением нового налогового кодекса акции компании стали менее зависимы от цены на нефть
- чистый эффект от приобретения ПКИ был положительным и составляет +0,175 от стоимости компании на момент IPO
- чистый эффект от приобретения КГМ был незначительным на уровне -0,04 от стоимости компании на момент IPO
- чистый эффект от покупки облигации НК КМГ составляет -0,370 от стоимости компании на момент IPO
- эффект от приобретения ММГ оказывается отрицательным при некоторых параметрах (модель 2, 3, 4). В двух моделях ГДР РД КМГ отставали от рынка (- 0,417), но из этого не обязательно следует, что ММГ был переоценен. Мы не хотим придавать большого значения коэффициентам перед переменной ММГ по двум причинам. Во-первых, приобретение ММГ ожидалось рынком задолго до официального объявления. Во-вторых, дата приобретения очень близка по времени к размещению облигаций материнской компанией. Когда мы заменили переменную ММГ на НК, фиктивную переменную облигаций национальной компании, критерий согласия почти не изменился, а коэффициент перед переменной НК стал приблизительно равен среднему значению коэффициентов перед ММГ в других моделях. Из-за высокой степени коллинеарности между двумя фиктивными переменными, включить обе переменные в одну модель невозможно. Эти результаты надежны вне зависимости от параметров и моделей. (См. Таблицу 2)

Таблица 2. Эконометрические модели

	Модель			
	1	2	3	4
C	-0,987	0,059	0,016	0,362
МКТ*	1,921	1,085	1,093	0,678
P	0,275	0,613	0,609	0,791
MMG		-0,417	-0,417	-0,26
PKI	0,175	0,27	0,269	
KGM		-0,04		
TX	0,583			
P*TX	-0,233			
NC	-0,37			
Результаты Модели 1				
R^2	0,848	0,858	0,857	0,777
R^2 скорректи-	0,847	0,857	0,857	0,777
Станд. ошибка регрессии	0,129	0,125	0,125	0,157
Регрес сумма квадратов	19,201	16,831	16,854	26,313
Лог ф-ция правдоподобия	740,678	711,255	710,52	470,652
Durbin-Watson стат	0,107	0,116	0,116	0,074

График 1. Графическое представление критерия согласия Модели 1



Источник: ХФ

*Индекс включает Chevron, ExxonMobil, Газпром, Лукойл, Shell, BP

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

Сабина Амангельды, 7 (727) 244-0160
SabinaA@halykbank.kz

Долевые инструменты

Тимур Омоев, 7 (727) 330-0153
tomoev@halykbank.kz

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

Мирамгуль Маралова, 7 (727) 244-6538
MiramgulM@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>