

20 сентября 2011 г.

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

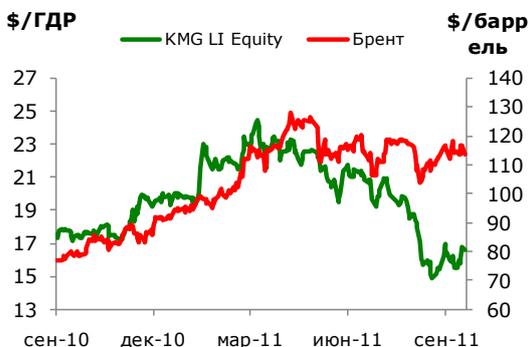
## РД КазМунайГаз

### Смешанная корзина

#### Покупать

12М целевая цена, ГДР	\$31,6
12М целевая цена	T27 900
Текущая цена, ГДР	\$16,6
Текущая цена	T14 405
Потенциал роста	90%
Рын. капитализация (млрд)	\$6,8
Доля акций в свободном обращении	37%
Диапазон за 52-недели, ГДР	\$14,6-\$24,93
Тикер	KMG

#### Цена за ГДР РД КМГ по отношению к марке Brent с сентября 2010 г.



Источник: Блумберг

В первом полугодии выручка РД КМГ выросла на 35% г/г, благодаря росту цен на нефть (+42% г/г), который компенсировал потери производства из-за забастовки на одном из производственных активов компании. Мы считаем, что следующими катализаторами цены акций будут завершение сделки по приобретению ММГ и начало программы по выкупу акций на \$300 млн. В результате ожидаемого падения производства в 2011 году мы понизили нашу 12-месячную целевую цену до \$31,6 за ГДР (27 900 тенге за акцию).

#### Производство в 1П2011 падает, цены растут

В 1П2011 выручка РД КМГ составила \$2,7 млрд (+35%, г/г), благодаря росту цен на нефть (с \$63,47 за баррель в 1П2010 до \$90,03 за баррель в 1П2011). Повышение цен на нефть компенсировало потери производства на одном из основных активов компании - Узеньмунайгаз (УМГ).

Консолидированная добыча снизилась на 3% г/г до 6 311 тысяч тонн, или до 258 тысяч баррелей нефти в сутки. Из-за забастовки на УМГ, добыча на основных активах компании снизилась на 5% г/г и составила 4 115 тысяч тонн (167 тысяч баррелей нефти). РД КМГ снизила годовой план добычи до 800 тысяч тонн, на 6% ниже ранее запланированного на 2011 год объема.

В отчетном периоде капитальные вложения выросли до \$311 млн, (+75% г/г) в связи с запланированным увеличением объемов эксплуатационного бурения с 213 до 239 скважин в год и расширением программы геологоразведочных работ. Чистая прибыль (\$783 млн) выросла на 14% г/г. Денежные средства и их эквиваленты на 30 июня составили \$3,4 млрд, по сравнению с \$3,24 млрд на конец 2010 года.

Мы считаем, что результаты за 1П соответствуют ранее заявленным потерям в производстве и увеличению цены на нефть.

#### Забастовка под контролем; причины не устранены

РД КМГ сообщила о стабилизации производства на УМГ, одном из основных активов компании, нормальная работа которого была нарушена забастовкой, начавшейся более трех месяцев назад. РД КМГ сообщила, что "продолжала увольнять тех участников забастовки, которые отказывались выполнять свои обязанности".

Вакансии заполнялись новыми сотрудниками среди жителей Жанаозенского региона. В результате, сейчас количество работников "приближено к запланированному уровню". Согласно последним данным РД КМГ уволила 373 протестующих. Компания продолжает работать над восстановлением суточного производства до предшествовавшего забастовке уровня.

С 26 мая, момента начала забастовки, РД КМГ потеряла 16% рыночной капитализации. Завершение забастовки частично восстановит объем производства и часть потерь в стоимости акции, но долгосрочные последствия будут зависеть также и от того, каким образом конфликт будет разрешен. Несмотря на то, что компания нашла замену некоторым бастующим, конфликт пока не был полностью разрешен. Мы считаем, что новые сотрудники будут менее квалифицированы, чем уволенные. Позитивным является то, что в течение 2-3 лет разница в квалификации сгладится и то, что новые сотрудники будут иметь намного менее выгодную позицию в переговорах с работодателем.

### Приобретение ММГ пока не завершено

РД КМГ подтвердила, что планирует завершение сделки по приобретению МангистауМунайГаз (ММГ) до конца этого года после получения необходимых корпоративных одобрений. Во время последнего конференц-звонка компания сообщила, что, несмотря на истечение срока действия лицензии на покупку, НК КМГ по-прежнему заинтересована в продаже актива.

Напомним, что в июле 2010 г. компания объявила о покупке 50% ММГ, 51% КТМ и 50% КОА у НК КМГ. За указанные активы РД КМГ согласилась выплатить \$750 млн. денежными средствами и принять на себя \$1,5 млрд. чистого долга приобретаемых активов. (См. отчет Халык Финанс «РД КМГ покупает активы и облигации НК КМГ» от 16 июля 2010 г.)

РД КМГ заявила, что обсуждение приобретения КТМ и КОА отложено до завершения покупки ММГ. Компания также сообщила, что ранее согласованная цена ММГ будет пересмотрена. Мы считаем, что объявление новой цены ММГ будет катализатором цены акций.

Во время внеочередного общего собрания акционеров РД КМГ проведенного 16 августа, компания решила интегрировать активы разведывательной компании "НБК", владеющей лицензией на нефтяное месторождение Новобогатинское Западное (НБЗ), в ЭМГ, один из основных производственных активов РД КМГ. Техническая команда РД КМГ оценивает 2Р запасы месторождения на уровне 13млн баррелей нефти. РД КМГ приобрела НБК в сентябре 2010 г. за \$35 млн. у Eastern Gate Management, или по \$2,7 за баррель 2Р запасов.

Учитывая, что лицензионный участок НБЗ расположен рядом с ЭМГ, принятие данного решения было ожидаемым. Консолидация активов должна привести к операционным синергиям, так как

**Таблица 1. Резюме сделки**

	КОА 50%	КТМ 51%	ММГ 50%
Стоимость приобретения, \$ млн	350	70	330
Чистый долг, \$ млн	116	53	1330
Всего производство, тыс. баррелей в сутки	19	4,5	116
Всего запасы, 2Р млн баррелей	217	41	556
Доля РД КМГ в производстве	10	2	58
Доля РД КМГ в запасах, 2Р	109	21	278
EV (в соответствии с долей РД КМГ)	466	123	1660
EV/2Р запасы	4,29	5,88	5,97

Источник: Данные компании, ХФ

РД КМГ сможет использовать существующую инфраструктуру Эмбаунайгаз при подготовке, хранении и транспортировке нефти с НБЗ.

РД КМГ также приобрела у НК КМГ права на недропользование на четырех блоках: Темир, Терескен, Каратон Саркамыс и территорию, прилегающую к месторождениям Узень и Карамандыбас. Сумма сделки, одобренной советами директоров как РД КМГ так и НК КМГ, составила \$43,8 млн. Приобретение контрактов было объявлено в апреле этого года. Мы считаем, что в значительной степени сделка уже заложена в цене акции.

### Выкуп акций положительно скажется на цене акций

Совет директоров РД КМГ одобрил программу по выкупу простых акций, размещенных на Казахстанской фондовой бирже (KASE), и глобальных депозитарных расписок (ГДР), торгующихся на Лондонской фондовой бирже (LSE), на общую сумму до \$300 млн. Программа продлится до конца следующего года, а дата ее начала будет объявлена позднее. РД КМГ считает, что "текущая рыночная цена акций и ГДР компании не отражает их действительной стоимости и значительного потенциала, основанного на существующей ресурсной базе, возможностях развития бизнеса и устойчивом финансовом положении".

Объявление о программе выкупа простых акций сигнализирует рынку убежденность компании в том, что ее акции и ГДР недооценены. По состоянию на 30 июня денежные средства и их эквиваленты на балансе компании составляли \$3,4 млрд, что говорит о том, что у компании достаточно средств для осуществления выкупа акций и ГДР. Размер программы достаточно велик (12% доли акций компании в свободном обращении по средней цене ГДР за последний месяц) для того, чтобы положительно повлиять на рыночную стоимость акций в кратко- и среднесрочной перспективе.

**Таблица 2. Программа выкупа привилегированных акций на 2010-2011 гг.**

Год	Кол-во выкупленных акций	Цена за акцию	Сумма, млн тенге
2010	1 346 213	18 883	24 358
2011	538 925	17 677	2 573
<b>Итого</b>	<b>1 885 138</b>	<b>18 280</b>	<b>26 931</b>

Источник: Данные компании

Программа по выкупу ГДР и простых акций является продолжением программы по выкупу привилегированных акций, которая началась в феврале 2010 г. и закончится в этом году. На сегодняшний день компания выкупила 1,9 млн привилегированных акций на общую сумму \$183,2 млн. (См. Таблицу 2)

### Пересмотр целевой цены

Мы понизили 12-месячную целевую цену ГДР РД КМГ с \$32,6 до \$31,6, чтобы отразить 6%-е снижение производства. В то же время, мы считаем, что программа выкупа простых акций положительно скажется на стоимости компании. Мы сохраняем иные предположения нашей финансовой модели, включая цену на нефть \$80 за баррель на 2012-18 гг., на прежнем уровне.

