

## Выбираем префы

18 сентября 2012 г.

**Мирамгуль Маралова**  
miramgulm@halykbank.kz  
7(727)2446538

Простые акции	Продавать
12М целевая цена	T14 600
Последняя цена (17/09/2012)	T16 700
12М целевая цена, ГДР	\$16,30
Последняя цена (17/09/2012), ГДР	\$18,87
Потенциал роста/падения	(13%)
Рын. капитализация (млрд)	\$7,61
Доля акций в свободном обращении	36%
Диапазон за 52 недели	T12 100-18 950
Кол-во акций в обращении	66,9
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Покупать
12М целевая цена	T10 200
Последняя цена (17/09/2012)	T10 000
Потенциал роста/падения	2%
Рын. капитализация (млрд)	\$7,61
Доля акций в свободном обращении	100%
Диапазон за 52 недели	T9 500-14 400
Кол-во акций в обращении, млн	2,1
Тикер	RDGZp

Финансовые результаты за 2кв2012 оказались хуже, чем в прошлом году. На результаты отрицательно сказались растущие операционные расходы и снижение добычи на Узене. Компания пересмотрела план добычи на 2012 год и не ожидает, что производство восстановится в следующем году.

По нашему мнению, компания имеет значительный потенциал акционерной стоимости, но не может его раскрыть по ряду причин. Основными являются низкая эффективность основного производства и зависимость от правительства Казахстана и НК КМГ, которые используют ресурсы компании для решения социальных проблем региона и финансирования проектов, не связанных с миноритарными акционерами. Мы ожидаем, что в ближайшие годы денежные потоки от основной деятельности компании усилятся, но сомневаемся, что их можно считать свободными, учитывая финансовые потребности основного акционера и правительственную практику решения социальных проблем за счет компаний.

Мы пересмотрели предположения нашей модели для оценки простых акций. Мы повысили цену продажи нефти на внутреннем рынке в 2013-15 гг. и снизили добычу в 2012-14 гг. В результате, мы повысили 12М целевую цену по простым акциям до 14 600 тенге за акцию (\$16,3 за ГДР). При сегодняшних ценах мы предпочитаем привилегированные акции РД КМГ простым, так как они обещают более высокую доходность по дивидендам и торгуются с неоправданно широким спредом к простым. Мы установили 12-месячную целевую цену привилегированных акций РД КМГ на уровне 10 200 тенге.

**Мы рекомендуем «Покупать» привилегированные акции с ожидаемой доходностью выше 12%. Совокупная доходность по простым составляет всего 1% -- «Продавать».**

### Финансовые результаты за 2кв2012

Во 2кв2012 выручка РД КМГ от основных активов (УМГ и ЭМГ) снизилась на 10% г/г до \$1 396млн из-за снижения объемов производства, которое было частично компенсировано более высокой ценой продажи нефти на внутреннем рынке. Операционные расходы выросли на 15% г/г до 38,2млрд тенге. При этом фонд оплаты труда вырос на 37% г/г, частично из-за индексации зарплат на 9%, но также в связи с созданием двух сервисных компаний, куда было принято 2 000 сотрудников. Прибыль, полученная от ассоциированных компаний (КГМ и ПКИ) упала на 45% из-за снижения объемов продажи нефти на экспорт г/г. Благодаря уменьшению административных расходов на 22% г/г, EBITDA РД КМГ выросла на 4% г/г до \$367млн. Сокращение административных

расходов связано с более низкими штрафами, чем во втором квартале 2011 года. Чистая прибыль упала на 8% г/г до \$312млн.

На 30 июня 2012 года, денежные средства и их эквиваленты (вкл. облигации НК КМГ) составили \$5,4млрд (+4,9% по сравнению с 31/03/2012). Совокупные активы компании выросли незначительно (+3%) до \$11,27млрд. РД КМГ потратила \$227млн на капвложения во 2кв2012 (\$310млн с начала года).

### ***Добыча восстановится не скоро***

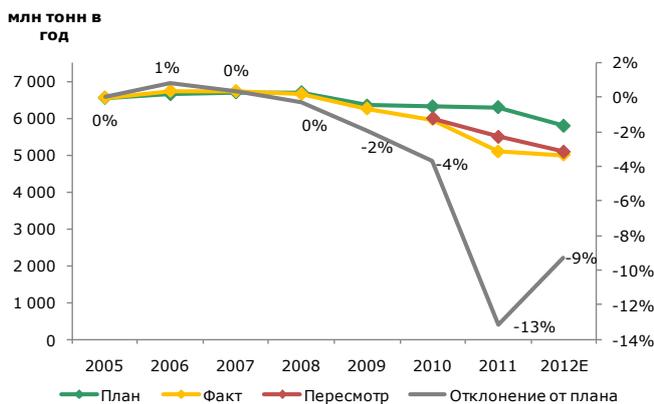
19 июля РД КМГ пересмотрела план производства на Узеньмунайгазе (УМГ) на 2012 год с 5,8млн тонн до 5,1млн тонн. Во время последнего конференц-звонка была упомянута цифра по плану производства на 2012 год в 5,0млн тонн. В нашей модели мы предположили, что производство в 2012 году составит 4,9-5,0млн тонн.

В апреле РД КМГ объявила, что для достижения ранее заявленных планов по объемам производства, компания запустит «программу модернизации», которая требует \$700млн капвложений в 2012-14 гг. «для замены устаревшего оборудования и обновления инфраструктуры». Компания ожидает, что программа модернизации увеличит межремонтный период скважин, снизит объемы подземного ремонта скважин, повысит добычу на УМГ до более чем 6млн тонн и снизит зависимость производства от негативных внешних факторов. По ожиданиям РД КМГ, производство выйдет на заявленную руководством траекторию только в 2014 году, когда программа модернизации начнет приносить результаты. Мы считаем, что отдача от программы модернизации станет заметной только в 2015 г., а в 2014 году уровень добычи будет все еще ограниченным.

РД КМГ также сообщила, что, скорее всего, пересмотрит план добычи и на 2013 год, но точные данные будут объявлены только в конце 2012 года. Не дожидаясь данных от компании, мы предположили в своей модели уровень добычи на УМГ в 5,3млн тонн и 5,8млн тонн в 2013 и 2014 гг. Это на 15,9% и 9,4% ниже текущего плана в 6,3млн тонн и 6,4млн тонн, соответственно.

Наша консервативность в оценке способности компании достичь заявленные результаты вызвана отставанием от плана в предыдущие годы. Добыча на УМГ ежегодно, начиная с 2009 г., отставала от запланированного компанией уровня. Объяснением этому были «суровые погодные условия в Западном Казахстане» и забастовки рабочих в 2010-2011 годах. В 2010-12 гг. приблизительно в середине года план по производству пересматривался в сторону понижения. В 2010 и 2011 годах, отставание от плана составило 4% и 13%, соответственно. Тогда оно было вызвано забастовкой рабочих на УМГ, [закончившейся беспорядками в прошлом году](#). (См. Рисунок 1,2.) «Влияние длительной забастовки 2011 года на процесс добычи оказалось более длительным и затяжным», что стало «фундаментальной причиной» отставания в 2012 году. Компания также отметила, что не менее важным фактором является зрелость активов, изношенность инфраструктуры и, как следствие, уязвимость производственного процесса к внешним негативным факторам, таким как суровые погодные условия и отключение электроэнергии.

**Рисунок 1. Фактическая добыча на УМГ и ЭМГ по сравнению с планом**



Источник: данные компании, оценка ХФ

**Рисунок 2. Добыча поквартально с января 2009 г.**



\*производство стабилизировалось в августе, забастовка закончилась в декабре

Источник: данные компании

Производство на другом основном активе, Эмбаунайгаз (ЭМГ), исторически было стабильным на уровне 2,8млн тонн нефти в год, и РД КМГ ожидает, что добыча сохранится на этом уровне и в будущие годы.

Мы считаем, что запланированное на 2014 год восстановление уровней добычи и достижение ранее заявленных объемов производства будет зависеть от эффективности программы модернизации. В свою очередь, успешность программы зависит от руководства компании и правильности принимаемых им решений. По словам РД КМГ, технически Узень может добывать до 6,7млн тонн в год. Сможет ли компания реализовать такой потенциал месторождения, покажет время.

### Социальная нагрузка на компанию

Использование корпоративных ресурсов для решения социальных проблем является привычной практикой в Казахстане. РД КМГ не является исключением, а присутствие НК КМГ в качестве мажоритарного акционера только усугубляет ситуацию. Мы считаем, что именно правительство и его способы решения социальных проблем не позволяют РД КМГ раскрыть значительный потенциал акционерной стоимости.

В декабре прошлого года [семимесячная забастовка рабочих УМГ закончилась трагично](#). Правительство приняло срочные меры: были практически полностью обновлены Правление и Совет директоров компании. В начале 2012 года РД КМГ создала две новые нефтегазовые сервисные компании, куда было принято на работу около двух тысяч человек, в основном бывшие сотрудники Узеньмунайгаз. Мы уже видим в финансовой отчетности компании за 1П2012 рост фонда оплаты труда на 21% г/г, в то время как индексация зарплат составила всего лишь 9%. Более ясная картина по росту операционных расходов будет видна по итогам всего года.

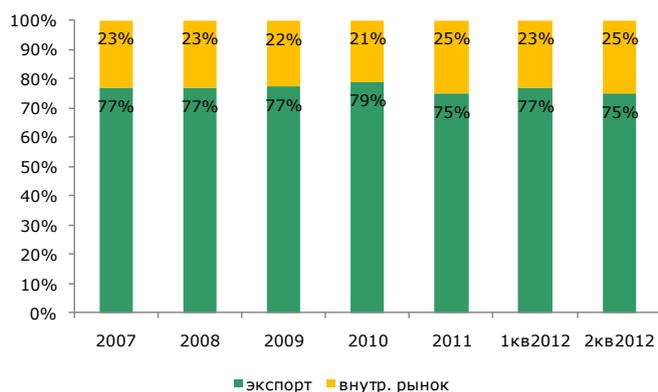
Задачи, стоящие перед РД КМГ осложняются тем, что УМГ является единственным крупным работодателем в Жанаозене. На РД КМГ лежит ответственность за социально-экономическую обстановку в городе: расходы, бюджет города, иждивенческое настроение города. Мы

считаем, что компания не должна выполнять функции госуправления и бюджетных органов, но вынуждена это делать, так как задача решения социальных проблем в регионе была поставлена правительством как приоритетная для РД КМГ. Мы считаем, что использование ресурсов компании позволило погасить социальную проблему: трудовые конфликты предотвращены, бастующие трудоустроены, и обстановка в Жанаозене стабилизировалась. Однако решение было найдено за счет акционеров компании. Тем не менее, мы не ожидаем, что риск возникновения подобных социальных расходов исчезнет в будущем. Мы также ожидаем, что компания будет нести такого рода расходы неопределенно долго, так как не видим попыток правительства отойти от практики использования корпоративных ресурсов для решения социальных проблем.

### **Слишком много неопределенностей**

Помимо сильной зависимости РД КМГ от решений ее главного акционера, которые зачастую не идут на пользу миноритариев, неопределенности с внутренней ценой продажи нефти и объемами экспортных продаж, заставляют нас сохранять осторожный взгляд на акции компании. По нашему мнению, эти неопределенности несут более непредсказуемый и долгосрочный характер.

**Рисунок 3. Доля продаж нефти на экспорт и внутр. рынок**



Источник: данные компании

В начале этого года, в ответ на решение социальных и трудовых конфликтов, правительство Казахстана пообещало РД КМГ, компенсировать часть роста операционных расходов путем некоторого повышения субсидированной цены, по которой компания поставляет нефть на внутренний рынок. Сейчас цена продажи нефти на внутреннем рынке составляет \$35 за баррель, что на 32% выше, чем в 2011 г. Мы не знаем, сдержит ли правительство обещание по повышению цены на нефть, но считаем, что сохранит цену на уровне \$35 за баррель в течение следующих трех лет (при нашем прогнозе цены на нефть в \$80 за баррель). Однако дальнейшее повышение цены

сейчас пока остается неясным. В 2007-2011 гг. цена реализации нефти на внутреннем рынке была в диапазоне \$17,65-\$26,28 за баррель, и составляла приблизительно 25% от цены продажи нефти на экспорт.

Другая неопределенность возникает в доле экспортных продаж, которую на ежемесячной основе устанавливает министерство нефти и газа. По казахстанскому законодательству производители нефти в Казахстане обязаны поставлять 20% производимой нефти на внутренний рынок. В 2011 г. доля продаж нефти на экспорт резко снизилась до 75% с 79% годом ранее. В нашей модели мы закладываем долю экспортных продаж на уровне 75%.

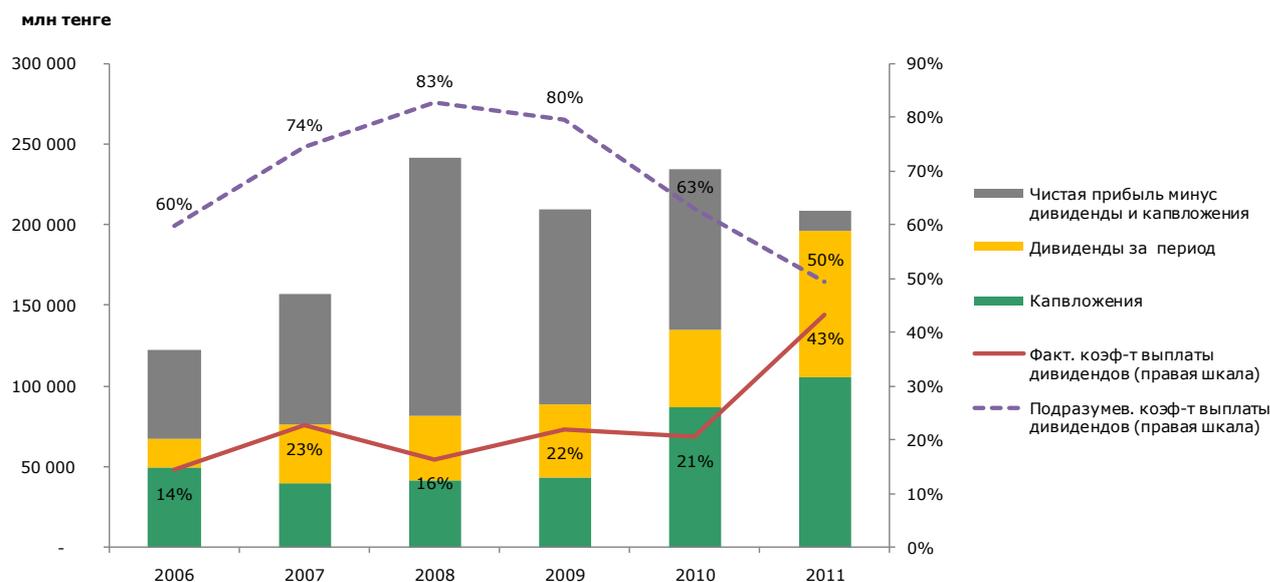
Как нам рассказала представитель компании, по инициативе РД КМГ, НК КМГ пересматривает свою стратегию и стратегию дочерней РД КМГ. По словам РД КМГ, после того как производственным филиалам УМГ и ЭМГ был присвоен юридический статус, РД КМГ стала выполнять роль холдинга. У компании большие денежные запасы, которые она не использует рационально. Исходя из опыта последних пяти лет, когда компания приобрела доли в ПКИ и КГМ, можно

предположить, что компании нужен такой большой «ларец войны» для проведения сделок поглощения. Однако потребность в деньгах могла бы быть существенно ниже, если бы НК КМГ снизила неопределенность относительно сроков продажи активов. Исторически, основной стратегической задачей РД КМГ является консолидация наземных нефтегазовых активов страны, в то время как НК КМГ должна была консолидировать проекты на шельфе Каспийского моря. Однако портфель активов НК КМГ сейчас включает в себя и те активы на суше, которые предназначены для РД КМГ. Трудно предсказать сейчас будет ли эта реструктуризация иметь положительный или отрицательный эффект на РД КМГ. Тем не менее, мы с оптимизмом воспринимаем желание компании использовать денежные средства на покупку новых активов в Казахстане и за ее пределами.

### **Насколько свободны «свободные денежные потоки» компании?**

Одним из главных рисков для миноритарных акционеров является нерациональное использование денежных средств компании. Коэффициент выплаты дивидендов был намного ниже уровня, который компания могла выплачивать после капвложений, в 2006-11 гг. (См. Рисунок 4.)

**Рисунок 4. Распределение чистой прибыли**



Источник: данные компании, оценка Халык Финанс

Мы оцениваем, что в будущем РД КМГ может финансировать капвложения и выплачивать дивиденды (10-15% от чистой прибыли) за счет операционных денежных потоков (при прогнозе цены на нефть в \$80 за баррель). К тому же приобретение крупных активов пока не предвидится. Таким образом, денежные средства компании будут продолжать «лежать» на банковских депозитах, зарабатывая максимум 3,6%. По нашим оценкам денежные средства и их эквиваленты РД КМГ составляют \$4,8млрд после выплаты дивиденда за 2011 год, из которых \$900млн приходится на облигации НК КМГ.

Мы считаем, что эффективное использование финансовых активов подразумевает выплату «лишних» денежных средств акционерам в виде дивидендов или обратного выкупа акций. По нашим оценкам,

даже при сохранении «подушки» в \$1млрд, такие выплаты должны составить около \$3,5млрд.

Однако мы не видим признаков того, что политика по управлению денежными средствами будет пересмотрена и станет более эффективной в будущем. Мажоритарный акционер со своими высокими обязательствами по капвложениям и значительной долговой нагрузкой, использует денежные средства дочерней компании.

### **Сделка по ММГ не состоится, специальный дивиденд вероятен**

На сегодня РД КМГ является третьим крупным производителем (без учета долей в КГМ, ССЕЛ и ПКИ) нефти в Казахстане, а Узень – одно из крупнейших месторождений по размеру запасов.

Снижение производства на УМГ «портит картину» по совокупной добыче страны. Поэтому, правительство поставило восстановление уровня добычи как вторую приоритетную задачу для РД КМГ. До тех пор пока РД КМГ не вернет уровень добычи на прежний, правительство не намерено передавать компании какие либо новые активы. Поэтому, мы оцениваем вероятность завершения сделки по ММГ до 2014 года очень низкой.

**Рисунок 5. Дивиденды при различных сценариях**

в тенге на акцию	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
Описание	Погашение за счет собственных средств	Рефинансирование облигаций	Выплата специального дивиденда
Регулярный дивиденд	1300	1300	3090
Специальный дивиденд	0	0	
Вероятность Дивиденд *вероятность	30%	30%	40%
Ожидаемый дивиденд	390	390	1236
	2016		

Источник: оценка Халык Финанс

Как мы понимаем, если НК КМГ не получит денег от продажи ММГ, то для погашения облигаций ей потребуются другие источники финансирования. Часть из них обеспечит дивиденд за 2012 год, выплачиваемый РД КМГ.

В июле 2010 года [НК КМГ выпустила облигации на сумму \\$1,5млрд](#), которые были полностью выкуплены дочерней РД КМГ. По условиям купли-продажи сумма долга может снижаться за счет выплаченных дивидендов или приобретений на сумму выше \$800млн. В случае если НК КМГ не погашает долг перед РД КМГ за счет собственных средств, то всем акционерам выплачивается специальный дивиденд, достаточный для погашения облигаций НК КМГ.

Мы считаем, что решение о том, как будет выплачиваться долг по облигациям, будет принято до декабря текущего года, так как обе компании должны подготовить бюджет на 2013 год до конца этого года. Ожидается, что размер дивиденда за 2012 год и специальный дивиденд, в случае его выплаты, будут объявлены в марте 2013, после заседания СД.

Мы рассмотрели несколько возможных сценариев погашения облигаций НК КМГ. Отметим, что мы не рассматриваем вариант со сделкой по ММГ и считаем, что реализация того или иного сценариев полностью зависит от решения НК КМГ.

#### *Сценарий 1. Погашение за счет собственных средств*

НК КМГ может погасить облигации за счет собственных средств. Отметим, что у НК КМГ высокие обязательства по капвложениям и большая долговая нагрузка (на 30 июня 2012 г. чистый долг НК КМГ составил \$12,9 млрд). Тем не менее, мы рассматриваем возможность

погашения облигаций за счет собственных денежных средств и привлечения нового займа для финансирования своих капитальных затрат.

В этом сценарии мы считаем, что коэффициент выплаты дивидендов будет не менее 12%. По нашим оценкам, именно такую долю чистой прибыли за 2012 год РД КМГ может распределить акционерам после вычета запланированных капвложений на 2013 год. При таком коэффициенте размер дивиденда составит 380 тенге за одну акцию. Однако, по нашему мнению, при реализации этого сценария будет выплачен дивиденд не ниже уровня прошлого года (1 300 тенге за акцию). Выплата более высокого регулярного дивиденда в интересах НК КМГ, т.к. в таком случае размер облигационного займа будет снижен до \$518 млн. У РД КМГ достаточно денежных средств (\$5,37млрд на 30 июня 2012 г.) для выплаты дивиденда, превышающего размер оптимального дивиденда по итогам 2012 г. Наши расчеты представлены на Рисунке 6.

Мы оцениваем вероятность такого сценария на уровне 30%.

### Сценарий 2. Продление срока погашения облигаций

Вероятен и сценарий, в котором НК КМГ продлит срок погашения облигаций. Реализация такого сценария будет отрицательной для миноритарных акционеров, и только станет подтверждением тому, что их права не защищены. Однако, для НК КМГ, продление срока погашения будет наиболее оптимальным вариантом.

Мы считаем, что, как и в предыдущем сценарии, размер регулярного дивиденда составит не менее 1 300 тенге на акцию. Во-первых, больший дивиденд снизит долг НК КМГ перед дочерней компанией. И во-вторых, более высокий регулярный дивиденд компенсирует разочарование инвесторов.

Вероятность реализации второго сценария равна 30%.

#### Рисунок 6. Расчет регулярного дивиденда

Чистая прибыль в 2012 г.	211 594
- кап. вложения в 2013 г. (вкл. на модернизацию и геологоразведку)	185 400
Остаток после вычета капвложений для распределения акционерам	26 194
Коэффициент выплаты	12%
<b>Дивиденд (тенге за акцию)</b>	<b>380</b>

Источник: оценка Халык Финанс

#### Рисунок 7. Расчет специального дивиденда

Кол-во простых акций в обращении на 17/09/2012	66 931 633
Кол-во привилег. акций в обращении	2 062 831
Общее количество акций в обращении	68 994 464
Доля НК КМГ	62,4%
Баланс по облигациям после выплаты дивиденда за 2011 г. (млн тенге)	133 235
Регулярный + специальный дивиденд в 2013 г. (млн тенге)	213 347
<b>Дивиденд на одну акцию (тенге)</b>	<b>3 092</b>

Источник: оценка Халык Финанс

### Сценарий 3. Выплата специального дивиденда

Согласно договору по купле-продаже облигаций, если НК КМГ не погасит долг, то акционерам будет выплачен специальный дивиденд, размер которого будет достаточным для погашения облигаций. Баланс по облигациям после выплаты дивидендов за 2011 г. составляет приблизительно \$900млн. При объявлении дивиденда в 2013 г. мы думаем, что компания не будет делить его на регулярный и

специальный. По нашим оценкам максимальный размер дивиденда составит 3 090 тенге на одну простую и привилегированную акцию. Наши расчеты представлены на Рисунке 7.

Мы присваиваем вероятность в 40% этому сценарию.

### Что выбрать?

Мы предпочитаем привилегированные акции РД КМГ простым, так как они предлагают более высокую доходность от дивидендов и имеют ограниченный потенциал падения. Ожидаемая совокупная доходность по привилегированным акциям выше требуемой ставки акционерного капитала в 12% соответствует нашей рекомендации «Покупать». Совокупная доходность по простым акциям составляет 1%, поэтому мы рекомендуем «Продавать».

**Рисунок 8. Доходность по простым и привилег. акциям**

в тенге за акцию	Последняя цена (17/09/2012)	Целевая цена	Дисконт к простым акциям	Целевая цена (скорректир. на дисконт)	Ожидаемая дох-ть	Ожидаемый дивиденд	Дивидендная дох-ть	Совокупная дох-ть	Требуемая ставка акц. капитала	Разница м/у дох-тью и требуемой ставкой	Рекомендация
Простые	16 700	14 600	-	14 600	(13%)	2 016	12%	(1%)	12%	(12%)	Продавать
Привилег.	10 000	14 600	30%	10 220	2%	2 016	20%	22%	12%	11%	Покупать

Источник: оценка Халык Финанс

### Простые акции: пересмотр целевой цены

Мы пересмотрели 12М целевую цену по простым акциям с 13 500 (\$15 за ГДР) до 14 600 тенге за акцию (\$16,3 за ГДР), но сохраняем рекомендацию «Продавать». Мы понизили прогноз производства на 2012 г. с 5,1 млн тонн до 4,95млн тонн, и на 2013 и 2014 гг. с 6,3 млн тонн и 6,4млн тонн до 5,3млн и 5,8млн тонн нефти в год, соответственно. Однако повышение цены реализации нефти (в 2013-15 гг. с \$21 за барр. до \$35 за барр.) на внутреннем рынке перевесило отрицательный эффект по понижению производства.

Мы сохраняем осторожный взгляд на простые акции компании ввиду перечисленных нами ранее неопределенностей относительно отдачи от программы модернизации, по доле экспортных продаж, объему социальных расходов и результатам программы геологоразведки. Мы пересмотрим нашу рекомендацию в сторону повышения, когда компания продемонстрирует рост производства, покажет заметные результаты от эффективности программы модернизации (например, снижение операционных расходов на баррель производства), начнет эффективное использование денежных средств и достигнет заметных результатов в разведочной деятельности.

### Привилегированные акции: рекомендуем «Покупать»

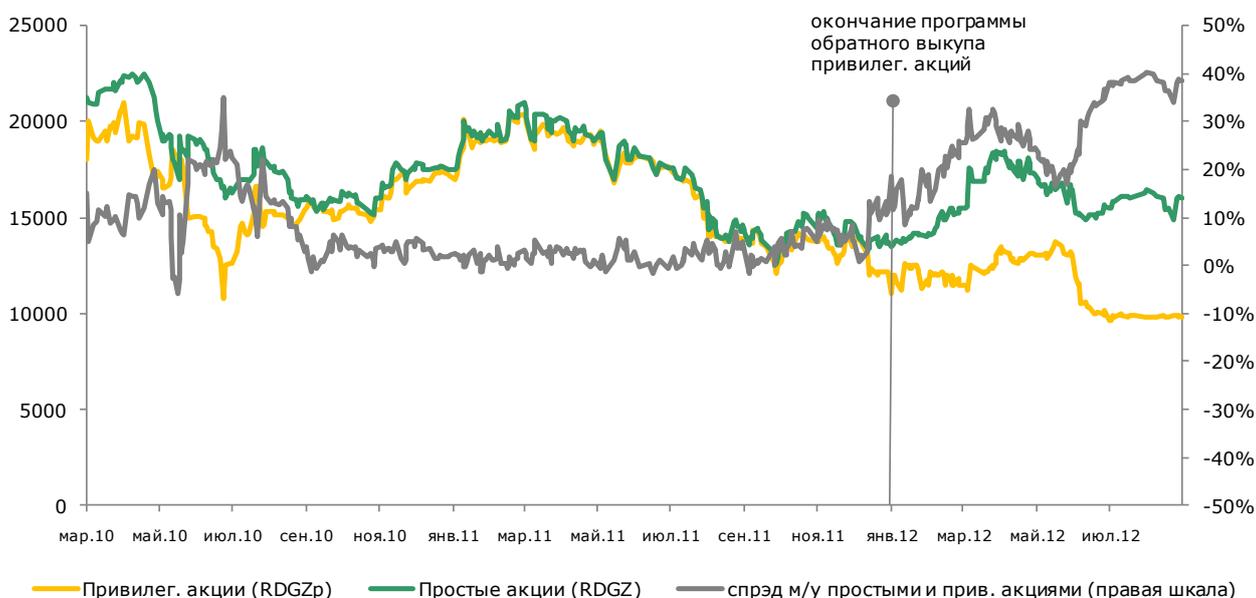
Мы рекомендуем «Покупать» привилегированные акции РД КМГ с 12-месячной целевой ценой 10 200 тенге за акцию. Есть несколько причин, по которым мы предпочитаем привилегированные акции простым: более высокая дивидендная доходность к текущей цене акций от ожидаемого дивиденда и ограничение в падении акций.

Сейчас привилегированные акции торгуются на исторических минимумах и с 40%-м дисконтом к простым акциям. Мы считаем, что у привилегированных акций ограниченный потенциал падения, и расширение спреда возможно только в случае роста цены простых акций. В будущем же мы считаем, что спред между двумя видами

акций сузится и будет в среднем составлять около 30%. Несмотря на то, что в среднем привилегированные акции торгуются с дисконтом к простым, префы РД КМГ более ликвидны по сравнению с простыми акциями и даже являются одним из наиболее ликвидных инструментов на казахстанской бирже. Дополнительный листинг на Лондонской фондовой бирже Глобальных Депозитарных Расписок поддерживает цену простых акций.

В январе 2010 г. Совет Директоров РД КМГ принял решение выкупить до 100% привилегированных акций. «Вовлечь держателей акций в акционерство», которыми были сотрудники компании, и «оживить казахстанский фондовый рынок» - такие цели преследовала компания при выкупе акций, пояснила нам представитель РД КМГ. По итогам программы было выкуплено 2млн акций или около 50% выпущенных привилегированных акций. По законодательству компания может использовать 10% собственного капитала на обратный выкуп акций. Теоретически, РД КМГ может выкупить оставшийся пакет акций, но, мы не видим причин таких действий, поэтому оцениваем вероятность обратного выкупа на очень низком уровне.

**Рисунок 9. Спрэд между простыми и привилегированными акциями**



Источник: Блумберг, Халык Финанс

**Аппендикс 1. Финансовые прогнозы**

Отчет о прибылях и убытках	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	721 194	748 118	596 514	633 110	688 003	664 589
Себестоимость	401 493	418 332	344 306	370 932	410 277	424 862
Валовая прибыль	319 701	329 786	252 208	262 177	277 727	239 727
Расходы на продажу, общие и админ. р:	100 173	92 349	96 278	101 934	109 340	112 896
ЕВITDA	213 543	233 111	155 930	160 243	168 387	126 831
Износ и амортизация	45 494	49 946	62 404	73 216	79 142	82 554
ЕВIT	168 049	183 165	93 526	87 028	89 245	44 277
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(84 276)	(59 066)	(35 266)	(31 491)	(28 654)	(23 640)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	272 592	264 492	159 139	155 618	156 092	107 734
Налог на прибыль	63 661	52 898	31 828	31 124	31 218	21 547
Чистая прибыль	208 931	211 594	127 311	124 494	124 874	86 187
Прибыль на акцию (EPS)	2 975	3 013	1 813	1 773	1 778	1 227
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	206 512	214 221	170 810	181 289	197 008	190 303
Краткосрочные инвестиции	321 890	251 203	475 698	458 791	485 996	524 026
Дебиторская задолженность	84 126	87 266	69 582	73 851	80 254	77 523
Запасы	22 651	25 761	21 203	22 842	25 265	26 163
Итого оборотные активы	681 304	626 299	775 444	777 264	832 525	860 520
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	338 860	427 800	525 896	600 580	628 838	645 434
К получению от СП (КГМ)	18 138	18 138	18 138	18 138	18 138	18 138
Нематериальные активы	26 638	26 638	26 638	26 638	26 638	26 638
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	133 228	161 469	179 703	194 693	208 715	220 137
Инвестиции в СП (КГМ)	116 526	128 246	135 636	141 376	146 383	150 596
Прочие финансовые активы	188 803	219 082	-	-	-	-
<b>Итого активы</b>	<b>1 541 033</b>	<b>1 645 208</b>	<b>1 698 992</b>	<b>1 796 225</b>	<b>1 898 773</b>	<b>1 958 999</b>
Краткосрочные займы	54 931	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	48 680	59 039	48 592	52 349	57 902	59 961
Провизии	14 906	30 062	24 743	26 656	29 484	30 532
Прочие оборотные обязательства	50 908	95 303	75 990	80 652	87 645	84 662
Итого текущие обязательства	169 426	184 405	149 325	159 658	175 031	175 155
Долгосрочный долг	33 034	7 882	7 628	7 382	7 145	6 917
Отложенные налоговые обязательства	2 049	2 049	2 049	2 049	2 049	2 049
Прочие долгосрочные обязательства	37 846	37 846	37 846	37 846	37 846	37 846
Итого обязательства	242 354	232 182	196 847	206 935	222 071	221 966
Капитал	198 452	198 452	198 452	198 452	198 452	198 452
Нераспределенная прибыль	1 083 749	1 200 074	1 289 192	1 376 338	1 463 750	1 524 081
Итого собственный капитал	1 298 679	1 413 027	1 502 145	1 589 290	1 676 702	1 737 033
<b>Итого обязательства и собств. капитал</b>	<b>1 541 033</b>	<b>1 645 208</b>	<b>1 698 992</b>	<b>1 796 225</b>	<b>1 898 773</b>	<b>1 958 999</b>

Источник: оценка Халык Финанс

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».

© 2012, все права защищены.

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, 7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, 7 (727) 330-0157  
[nurfatimad@halykbank.kz](mailto:nurfatimad@halykbank.kz)

**Юрий Храмов**, 7 (727) 244-6984  
[UryiH@halykbank.kz](mailto:UryiH@halykbank.kz)

Финансовый сектор, долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, 7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, 7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Мирамгуль Маралова**, 7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, 7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

**Bloomberg**

HLFN