

### Заметки с посещения месторождения

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

8 октября 2012 г.

Простые акции	Продавать
12М целевая цена	T14 600
Последняя цена (08/10/2012)	T16 998
12М целевая цена, ГДР	\$16,30
Последняя цена (08/10/2012), ГДР	\$18,65
Потенциал роста (падения)	(14%)
Ожидаемая дивидендная доход-ть	8%
Ожидаемая совокупная доход-ть	(6%)
Рын. капитализация (млрд)	\$7,51
Доля акций в свободном обращении	36%
Диапазон за 52 недели	T12 100-18 950
Кол-во акций в обращении	66,9
Тикер	KMG/RDGZ

28 сентября мы посетили Узеньское месторождение РД КМГ, одно из самых больших в Казахстане по размеру запасов и уровню производства. Компания рассказала в деталях о «программе модернизации». РД КМГ также понизила план производства на 2012-15 годы, отметив, что он является «оптимистичным». Наше мнение о программе модернизации осталось прежним.

Мы изменили свое мнение о возможных сценариях погашения облигаций НК КМГ. Мы считаем, что сценарий, в котором НК КМГ рефинансирует облигации с привлечением других источников, является наиболее вероятным.

Мы сохранили нашу 12М целевую цену в \$16,3 за ГДР и рекомендацию «Продавать» по простым акциям. Наша 12М целевая цена по привилегированным акциям установлена на уровне T10 200 за акцию с ожидаемой совокупной доходностью в 15%, и мы рекомендуем «Покупать».

Привилег. акции	Покупать
12М целевая цена	T10 200
Последняя цена (08/10/2012)	T10 100
Потенциал роста (падения)	1%
Ожидаемая дивидендная доход-ть	14%
Ожидаемая совокупная доход-ть	15%
Рын. капитализация (млрд)	\$7,51
Доля акций в свободном обращении	100%
Диапазон за 52 недели	T9 500-14 400
Кол-во акций в обращении, млн	2,1
Тикер	RDGZp

#### План производства пересмотрен

Мы посетили Узеньское месторождение РД КМГ, одно из самых крупных в Казахстане по размеру запасов и уровню производства. Месторождение, открытое в 1961 году, характеризуется сложной геологической структурой и высоким содержанием парафина в нефти в мелких горизонтах с низкой пористостью. Сейчас на месторождении 3 465 производящих скважин, из которых 933 являются нагнетательными. Скважины относительно мелкие, добывают с глубины 1 200-1 800м с юрских и меловых горизонтов. Согласно компании, Узень может технически добывать более 6,7млн тонн в год. В 2011 году, производство на Узене составило 5млн тонн нефти.

РД КМГ пересмотрела план производства на УМГ до 4,9млн тонн в 2012 г., 5,3млн тонн в 2013 г., 5,8млн тонн в 2014 г. и 6,2млн тонн в 2015 г. Эти данные соответствуют нашим прогнозам производства, [которые мы пересмотрели в прошлом месяце](#). Компания отметила, что этот план производства является оптимистичным и зависит от эффективности новых технологий в рамках программы модернизации.

#### Единственный работодатель в регионе

Офис Узеньмунайгаз (УМГ) находится в городе Жанаозен, в 2,5 часах езды от Актау. С началом добычи нефти в 2000-х рабочие из других регионов с низким уровнем жизни и оралманы из соседних стран мигрировали в Жанаозен. Население выросло с 77 тысяч в 2004 году до 124 тысяч в 2012 году. УМГ, со штатом сотрудников в 9 тысяч, является единственным работодателем в регионе. Заработная плата сотрудников составляет \$1 500-\$2 000 в месяц, в два раза выше

среднего уровня зарплат в Казахстане. Однако, уровень жизни также выше, наличие товаров общественного пользования ограничено, количество вариантов самозанятости мало, причина всему этому плохое развитие сельских регионов. В результате, социальная напряженность присутствует всегда.

Штат сотрудников УМГ включает 1 000 сотрудников сервисной компании, которая была создана ранее по указанию правительства. По словам РД КМГ, новая сервисная компания будет предоставлять услуги по транспортировке и бурению аффилированным компаниям, Каражанбасмунай и Мангистаумунайгаз.

Возможности трудоустройства в регионе ограничены. Другими вариантами могут быть только государственные организации. Хотя РД КМГ и отметила, что пока не планирует нанимать больше сотрудников, мы не ожидаем, что компания сможет оптимизировать штат сотрудников.

### **Что такое «программа модернизации»?**

РД КМГ в деталях разъяснила, что такое программа модернизации. По оценкам компании, 60% нефтекчалок должно быть заменено, срок эксплуатации 40% оборудования истек, и половина нагнетательных скважин требует перебуривания. В рамках программы модернизации РД КМГ планирует строительство цеха по ремонту подземного оборудования, сервисный центр для обслуживания 1 000 единиц спецтехники, участок по приготовлению жидкости для глушения скважин и т.д. Это все должно привести к повышению межремонтного периода скважин на 35% к 2016 г., снижению простоев скважин, уменьшению количества ремонтных работ, и в результате, росту добычи.

РД КМГ также планирует применение горизонтального и многоствольного бурения скважин. В зависимости от результатов бурения первой скважины, которые ожидаются позднее в этом году, компания примет решение по дальнейшей программе горизонтального бурения.

### **Наше мнение**

Мы приветствуем использование новых технологий, обновление устаревшей инфраструктуры и считаем, что такие действия могут привести к увеличению производства. Вопрос в том будет ли отдача достаточно высокой, чтобы оправдать расходы. По нашему мнению, успех программы модернизации будет зависеть, прежде всего, от способности руководства принять правильные решения. Однако мы также понимаем, что социальные факторы будут сдерживать руководство в принятии решений по оптимизации труда.

### **Специальный дивиденд маловероятен**

НК КМГ планирует новый выпуск облигаций в 1кв2013 на сумму в \$2,5млрд, согласно анонимным источникам в Блумберг на прошлой неделе. Национальная компания дала мандат Royal Bank of Scotland и ВТБ Банк на проведение ряда встреч с инвесторами, согласно газете Euroweek.

Поэтому, мы поменяли наше мнение [о возможных сценариях погашения облигаций НК КМГ](#).

**Рисунок 1. Дивиденды при различных сценариях**

в тенге на акцию	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3	Итого
Описание	Погашение за счет собственных средств	Рефинансирование облигаций	Выплата специального дивиденда	
Регулярный дивиденд	1300	1300	3090	
Специальный дивиденд	0	0		
Вероятность Дивиденд*вероятность	90%	5%	5%	
	1170	65	154,5	
Ожидаемый дивиденд				<b>1390</b>

Источник: оценка Халык Финанс

В первом сценарии облигации погашаются за счет собственных средств НК КМГ, без использования денег РД КМГ, что наиболее вероятно, по нашему мнению. Во втором сценарии мы предположили, что срок погашения облигаций продлевается с использованием денежных средств РД КМГ. В третьем сценарии мы рассмотрели вариант, в котором погашение происходит через выплату специального дивиденда. Мы пересмотрели вероятности трех сценариев, повысив вероятность первого и присвоив одинаковые вероятности двум другим сценариям.

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

НК КМГ погашает облигации за счет собственных денежных средств, что наиболее вероятно, по нашему мнению. Мы знаем, что у национальной компании высокие обязательства по капвложениям и леввередж (на 30 июня 2012 г. чистый долг составлял \$10,7млрд). Однако, мы считаем, что выплата оставшейся части облигаций в \$0,9млрд, которая частично будет снижена за счет дивиденда за 2012 год, является несущественной, учитывая \$3млрд денежных средств на балансе и планы по привлечению нового долга. Поэтому, мы повышаем вероятность этого сценария до 90%.

Мы считаем, что коэффициент выплаты дивидендов составит 43%. По нашему мнению, в этом сценарии размер дивиденда будет не ниже 1 300 тенге за акцию, на уровне 2011 года. Выплата более высокого регулярного дивиденда в интересах НК КМГ, т.к. в таком случае размер облигационного займа будет снижен до \$518млн. У РД КМГ достаточно денежных средств (\$5,37млрд на 30 июня 2012 г.) для выплаты дивиденда, который как минимум в три раза выше оптимального дивиденда после капвложений, 380 тенге за акцию, по нашим оценкам. В этом сценарии интересы мажоритарного и миноритарных акционеров вывести деньги из компании совпадают.

#### Сценарий 2. Продление сроков погашения

В этом сценарии НК КМГ продлевает срок облигаций на 2-3 года, которые затем выплачиваются из будущих дивидендов. Аналогично с предыдущим сценарием размер регулярного дивиденда составит 1 300 тенге за акцию. Во-первых, больший дивиденд снизит долг НК КМГ перед дочерней компанией. И, во-вторых, более высокий регулярный дивиденд компенсирует разочарование инвесторов.

Такой сценарий является отрицательным для миноритарных акционеров и только доказывает, что их интересы не защищены. Однако, по нашему мнению, для НК КМГ продление сроков является наиболее благоприятным сценарием.

Мы понижаем вероятность этого сценария до 5%.

**Рисунок 2. 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
Дивиденд на одну акцию (тенге)	<b>3 092</b>

Источник: оценка Халык Финанс

**Сценарий 3. Специальный дивиденд**

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 2.

Мы присваиваем вероятность в 5% этому сценарию.

Резюме с ожидаемыми доходностями представлено на Рисунке 3.

**Рисунок 3. Доходность по простым и привилег. акциям**

в тенге за акцию	Последняя цена (08/10/2012)	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	16 998	14 600	-	14 600	(14%)	1 390	8%	(6%)	12%	(18%)	Продавать
Привилег.	10 100	14 600	30%	10 220	1%	1 390	14%	15%	12%	3%	Покупать

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)

Финансовый сектор, долговые инструменты

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

**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)

**Bloomberg**

HLFN