

Запасы упали, добыча выросла

Мариям Жумадил
MariyamZh1@halykbank.kz
7(727)2446538

25 октября 2013 г.

Простые акции	Покупать
12М целевая цена	T15 497
Последняя цена (25/10/2013)	T13 350
12М целевая цена, ГДР	\$16,8
Последняя цена (24/10/2013), ГДР	\$14,0
Потенциал роста (падения)	20,0%
Ожидаемая дивидендная доход-ть	7,2%
Ожидаемая совокупная доход-ть	27,2%
Рын. капитализация (млрд)	\$6.0
Доля акций в свободном обращении	36%
Диапазон за 52 недели	T12 980-17 000
Кол-во акций в обращении	67,8
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Покупать
12М целевая цена	T11 381
Последняя цена (25/10/2013)	T10 160
Потенциал роста	12,0%
Ожидаемая дивидендная доход-ть	9,1%
Ожидаемая совокупная доход-ть	21,1%
Доля акций в свободном обращении	100%
Диапазон за 52 недели	T9 200-12 900
Кол-во акций в обращении, млн	2,1
Тикер	RDGZp

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

На этой неделе РД КМГ опубликовала производственные результаты за 9М2013, которые оказались лучше ожиданий аналитиков, и сообщила о снижении 2Р запасов на 34%. Снижение запасов не было полным сюрпризом – переоценка активов в отчетности за 2012 год указывала на такую возможность. Неожиданным оказался масштаб снижения запасов и тот факт, что причиной переоценки запасов стало различие мнений инженерных консультантов, старого и нового. Теперь компания решила нанять третьего аудитора. Предположения по графику добычи, закладываемые в новую оценку запасов, создают представление об активах компании как меньших по размеру и более зрелых, с более приближенным по времени графиком поступления денежных потоков.

Мы снизили наш прогноз добычи после 2021 года, что привело к снижению нашей 12-месячной целевой цены на 3,4% до \$16,8 за ГДР и сохраняем рекомендацию - Покупать.

2Р запасы снизились на 34,5%

18 октября РД КМГ опубликовала результаты независимой оценки запасов (на конец 2012 г.) подготовленной компанией Miller and Lents (MLL). По оценке аудиторов запасы 2Р и 3Р на УМГ и ЭМГ составляют 148млн.т и 184млн.т, что на 34,5% и 31,2% ниже предыдущей оценки, произведенной Gaffney, Cline & Associates (GCA). Запасы 1Р выросли на 53% до 116,8млн.т из-за более длинного периода оценки использованного MLL. Компания объяснила, что снижение 2Р запасов не было обусловлено изменениями фундаментальных показателей или геологических свойств активов, а было вызвано различиями в предположениях двух консультантов об уровне добыче в 2021 году и последующем темпе снижения добычи.

РД КМГ сменила аудитора по резервам в 2012 году по итогам проведенного тендера на закуп услуг, который является обязательным для компаний с государственным участием. Компания в течение шести последних месяцев работала с обоими консультантами, чтобы привести мнения к общему консенсусу. Однако, не добившись результата, компания решила нанять третьего аудитора, чей отчет ожидается в 1кв2014.

Мы приветствуем решение компании получить мнение третьей стороны, и считаем, что для всех заинтересованных сторон важно прийти к общему пониманию запасов компании и предположений, ведущих к таким большим различиям в оценке.

Рисунок 1. Обзор изменений оценки запасов

Категория	Miller and Lents, на конец 2012 г.		Gaffney, Cline & Associates, на конец 2011 г.		% изменение
	млн. барр.	млн.тонн	млн. барр.	млн.тонн	
Доказанные (1Р)	863	117	564	76	53,1
Вероятные	229	31	1 096	150	(79,1)
Всего 2Р	1 092	148	1 659	226	(34,5)
Возможные	260	36	300	41	(13,4)
Всего 3Р	1 352	184	1 959	267	(31,2)

Источники: Отчеты по запасам MLL и GCA, оценка ХФ

Добыча на основных активах выросла на 3,5% г/г

Операционные результаты РД КМГ за 9М2013 соответствовали нашей оценке по основным активам, и оказались выше нашей оценки уровня добычи по ассоциированным предприятиям, так как мы переоценили темпы снижения добычи. Рынок положительно

отреагировал на новость из-за признаков восстановления добычи на УМГ (+8,4% г/г в октябре). Компания подтвердила свой прогноз добычи с основных активов на этот год на уровне 8 150 тыс.т (+4,9% г/г). Данный прогноз предполагает, что уровень добычи в 4 кв 2013 достигнет 2 150 тыс.т (+4,8% кв/кв, +9,4% г/г). Доля в производстве КГМ, ССЕЛ и ПКИ снизилась на 2,5% г/г до 3 230 тыс.т. из-за естественного снижения добычи на ПКИ. Объемы экспорта с основных и ассоциированных компаний соответствовали нашим ожиданиям.

Рисунок 2. Обзор производственных результатов РД КМГ за 9М2013

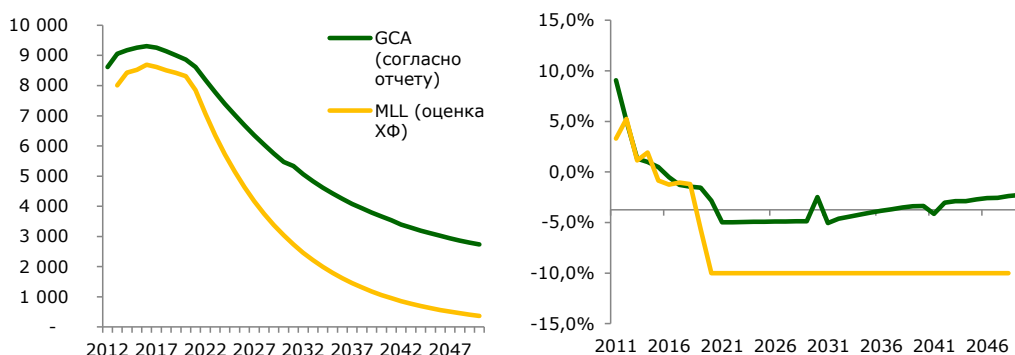
		3кв2013	3кв2012	г/г, %	9М2013	9М2012	г/г, %	ХФ 2013П	% от прогноза
ОМГ	тыс. тонн	1334	1232	8,3%	3873	3699	4,7%	5 201	74,5%
	тыс. бнс	110	100		104	101			
ЭМГ	тыс. тонн	723	720	0,4%	2124	2096	1,3%	2 849	74,6%
	тыс. бнс	59	59		57	57			
Итого на основных активах	тыс. тонн	2057	1952	5,4%	5997	5795	3,5%	8 050	74,5%
	тыс. бнс	169	159		162	158			
Доля в СП и ассоциированных компаниях (КМГ, ССЕЛ, ПКИ)	тыс. тонн	1080	1099	-1,7%	3230	3313	-2,5%	4 035	80,1%
	тыс. бнс	88	89		88	90			
Итого производство	тыс. тонн	3137	3051	2,8%	9227	9108	1,3%	12 084	76,4%
	тыс. бнс	257	248		250	248			

Источник: данные компании, оценка ХФ

Различные предположения аудиторов по объемам добычи

Мы попытались разложить на компоненты различия между двумя оценками запасов путем сравнения базовых предположений по добыче. Траектория добычи, прогнозируемая GCA в 2012-2021, практически плоская, в то время как по оценке MLL, которую мы восстановили исходя из общей оценки 2Р запасов и известных предположений по темпам снижения добычи после 2021 года, в 2012-2021 годах прогнозируется снижение добычи приблизительно на 1%. Согласно РД КМГ, различия в предположениях добычи двух консультантов до 2021 года частично объясняются использованием консультантами отличных трехлетних периодов, предшествующих дате произведения оценки. В частности, MLL в своей оценке использовал результаты добычи в 2009-2011 годы, когда уровень добычи снизился на 11,9%, в то время как GCA использовал 2008-2010 годы, когда уровень добычи снизился на 7,4%.

Рисунок 3. Предполагаемый прогноз добычи аудиторов



Источники: отчет Gaffney, Cline&Associates (январь 2012), оценка ХФ

Мы отмечаем, что все же большая часть различий в оценке объясняется тем, что MLL предположил более высокие темпы снижения добычи в долгосрочном периоде. После истечения срока лицензии в 2021 году, MLL предположил, что темпы снижения добычи составят 10% в год, что, однако соответствует собственной оценке компании. РД КМГ сообщил, что оценка GCA на конец 2011

года предполагает, что естественный темп снижения добычи на УМГ и ЭМГ составит 7% в год.

О списании запасов и привлечении третьего консультанта

Списание запасов в таком объеме не является необычным для сектора. Как правило, списания отражают новую информацию о существующих скважинах и/или изменение экономических условий, включая изменения цен на сырьевые товары и операционных расходов. Тем не менее, подсчет запасов по своей природе является субъективным. Это приводит к появлению различий в оценке активов и дает возможность для более агрессивной оценки запасов.

Между датами проведения двух оценок запасов изменений экономического характера на активах компании, о которых мы знаем, не происходило, и по-видимому различия в трехлетних базовых периодах (заявленные компанией) не являются единственной причиной более низкой оценки запасов подготовленной MLL.

Мы приветствуем решение компании получить мнение третьей стороны, и считаем, что для всех заинтересованных сторон важно прийти к общему пониманию запасов компании и предположений, ведущих к таким большим различиям в оценке.

Пересмотр оценки

Мы отразили в нашей модели предположение по долгосрочному темпу снижения добычи, предполагаемому MLL и компанией. Мы ускорили темпы снижения добычи после 2021 года с 5% до 10%. В результате наша 12-месячная целевая цена снизилась на 3,4% до \$16,8 за ГДР. Наша оценка предполагает потенциал роста в 20% и дивидендную доходность в 7,2%.

До списания запасов компания торговалась по мультипликатору EV/2P запасы в 1,07x, с глубоким дисконтом к средним значениям схожих компаний в СНГ в 3,4x. Теперь после снижения запасов на 34%, акции торгуются по мультипликатору 1,37x 2P запасы. Текущий мультипликатор существенно выше значения до списания, но все же значительный дисконт к среднему значению схожих компаний сохраняется. Более высокий мультипликатор, по нашему мнению, отражает более приближенный во времени график поступления денежных потоков.

Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	797 170	805 612	829 530	819 248	788 475
Себестоимость	414 533	456 720	491 064	495 734	515 974
Валовая прибыль	382 637	348 892	338 467	323 514	272 501
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	93 088	104 343	113 262	119 352	125 077
ЕВITDA	283 445	223 202	203 608	189 566	142 773
Износ и амортизация	53 747	50 318	58 949	68 377	74 724
ЕВIT	229 698	172 884	144 659	121 189	68 048
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(67 442)	(67 317)	(56 181)	(47 870)	(33 067)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	253 749	203 234	225 857	189 025	158 285
Налог на прибыль	92 926	40 647	45 171	37 805	31 657
Чистая прибыль	160 823	162 587	180 686	151 220	126 628
Прибыль на акцию (EPS)	2 290	2 315	2 573	2 153	1 803
Балансовый отчет					
Денежные средства	154 705	161 122	165 906	163 850	157 695
Краткосрочные инвестиции	550 556	546 448	534 842	545 136	587 794
Дебиторская задолженность	101 168	102 239	105 275	103 970	100 065
Запасы	25 058	31 224	33 870	34 738	36 376
Итого оборотные активы	933 057	943 679	945 586	952 077	982 391
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	325 520	368 528	444 559	498 568	532 113
К получению от СП (КГМ)	14 326	15 714	15 714	15 714	15 714
Нематериальные активы	19 584	12 899	12 899	12 899	12 899
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	118 959	152 074	187 203	214 602	232 101
Инвестиции в СП (КГМ)	89 252	103 729	115 913	124 272	129 308
Прочие финансовые активы	1 085	13 950	13 950	13 950	13 950
Итого активы	1 564 101	1 680 220	1 805 472	1 901 728	1 988 124
Краткосрочные займы	2 462	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	82 255	89 063	96 612	99 088	103 758
Провизии	17 319	20 282	22 001	22 564	23 628
Прочие оборотные обязательства	82 520	89 350	96 923	99 407	104 092
Итого текущие обязательства	184 556	198 695	215 535	221 060	231 479
Долгосрочный долг	4 848	4 848	4 848	4 848	4 848
Отложенные налоговые обязательства	-	490	490	490	490
Прочие долгосрочные обязательства	36 927	39 210	39 210	39 210	39 210
Итого обязательства	226 331	243 243	260 083	265 608	276 027
Капитал	162 952	162 952	162 952	162 952	162 952
Нераспределенная прибыль	1 154 335	1 251 887	1 360 299	1 451 031	1 527 007
Итого собственный капитал	1 337 770	1 436 977	1 545 389	1 636 121	1 712 097
Итого обязательства и собств. капитал	1 564 101	1 680 220	1 805 472	1 901 728	1 988 124
Отчет о движении денежных средств					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль		180 686	151 220	126 628	62 383
Износ и амортизация		58 949	68 377	74 724	78 685
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий		(56 181)	(47 870)	(33 067)	(17 289)
Изменения оборотного капитала		8 111	7 272	16 608	12 459
Изменения прочих активов и пассивов		(8 999)	(3 051)	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:		182 566	175 947	184 893	136 238
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции		(134 980)	(122 385)	(108 270)	(99 769)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		11 606	(10 294)	(42 657)	(21 438)
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(123 374)	(132 679)	(150 927)	(121 206)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		-	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП		17 873	15 166	10 531	5 377
(Дивиденды) акционерам группы		(72 274)	(60 488)	(50 651)	(24 953)
Денежные средства от фин. деятель-ти		(54 402)	(45 321)	(40 120)	(19 576)
Чистый прирост денежных средств		4 790	(2 053)	(6 154)	(4 544)
Баланс денежных средств на начало периода		161 122	165 906	163 850	157 695
Баланс денежных средств на конец периода		165 906	163 850	157 695	153 151

Источники: данные компании, прогнозы 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».

© 2013, все права защищены.

Макроэкономика

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

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
SabinaA@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

Долевые инструменты

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

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>

Factset

Halyk Finance

Thomson Reuters

Halyk Finance

Capital IQ

HLFN