

Регуляторные риски повышаются

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

11 декабря 2013 г.

Простые акции	Держать
12М целевая цена	T14,686
Последняя цена (10/12/2013)	T13,600
12М целевая цена, ГДР	\$15.4
Последняя цена (10/12/2013), ГДР	\$15.5
Потенциал роста (падения)	(0,6%)
Ожидаемая дивидендная доход-ть	6,1%
Ожидаемая совокупная доход-ть	5,6%
Рын. капитализация (млрд)	\$6.5
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	Держать
12М целевая цена	T10,786
Последняя цена (10/12/2013)	T10,300
Потенциал роста	4,7%
Ожидаемая дивидендная доход-ть	8,5%
Ожидаемая совокупная доход-ть	13,2%
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 прошлой неделе Совет Директоров одобрил бюджет на 2014 год и бизнес-план на 2014-2018 годы. Компания снизила прогноз добычи на основных активах, как и ожидалось. Негативным сюрпризом явилась новость о значительном повышении требований по объему реализации на внутреннем рынке, цена на котором на 65% ниже экспортных. Руководство ожидает, что к 2018 году доля реализации на внутреннем рынке увеличится вдвое. Новость о повышении цены реализации на внутреннем рынке на 20% с 2014 года была слабым утешением. Мы пересмотрели нашу модель с учетом данных изменений. В результате, нам пришлось снизить нашу 12-месячную целевую цену на 8,3% до \$15,4 за ГДР и понижаем нашу рекомендацию до Держать. Недавние новости подтверждают наше ранее сделанное предположение, что активы компании могут быть намного меньше и более зрелыми, чем считалось ранее. Это означает, что изменение стоимости акции будет все больше зависеть от дивидендной политики компании. По нашей оценке, дивиденды за 2013 год составят T862 на акцию, что подразумевает дивидендную доходность в 6,1% по простым и 8,5% по привилегированным акциям при текущих ценах. Потенциальный апсайд к нашей оценке может быть за счет изменений в регулировании (снижение требований по продажам на внутреннем рынке, дальнейшее повышение цены реализации на внутреннем рынке) и более эффективного использования свободных денег (специальный дивиденд или приобретение активов).

Объемы реализации на внутреннем рынке увеличатся вдвое к 2018 году

Негативным сюрпризом явилась новость об увеличении поставок нефти на внутренний рынок с текущих 25% до 50% к 2018 году. Мы считаем, что повышение требований по объему поставок на внутренний рынок связано с недавно внесенными изменениями в Соглашение между Россией и Казахстаном о торгово-экономическом сотрудничестве в области поставок нефти и нефтепродуктов. Казахстан ежегодно импортирует 7,0млн.т нефти из России. Экспортная таможенная пошлина в российский бюджет с этого объема не уплачивается, так как страны являются членами Таможенного союза. Часть импортированной нефти экспортируется в Китай по своп соглашению с местным НПЗ. После недовольства выраженного официальными лицами РФ по поводу реэкспорта российской нефти из Казахстана в Китай без уплаты таможенной пошлины, Казахстан согласился внести изменения в существующее межправительственное соглашение, включив условие по уравниванию объемов встречных поставок. Соответственно, по нашему мнению, дополнительные объемы нефти местных добывающих компаний будут направлены на выполнение обязательств по встречным поставкам в РФ.

Свободные денежные потоки будут снижаться по 25% в год в течение 2014-2018 годов, по нашей оценке

Мы прогнозируем, что свободные денежные потоки компании снизятся с \$622млн в 2013 году до \$144млн к 2018 году, с ежегодным темпом снижения в 25%. Это будет обусловлено сокращением добычи, как на основных, так и на ассоциированных активах, и увеличением доли продаж на внутреннем рынке.

Бюджет на разведочную деятельность сокращен, расходы поддержания остаются высокими

На 2014-2018 годы объем капитальных инвестиций одобренный СД составляет \$4,1млрд, из которых \$290млн будет направлено на программу модернизации. Мы отмечаем, что компания значительно снизила свой бюджет инвестиций на разведку, но повысила расходы поддержания и оставила расходы модернизации без изменений. В течение 2014-2018 годов РД КМГ планирует в среднем направлять на разведочную деятельность \$22млн в год, но "подтверждает готовность инвестировать ежегодно до \$300млн в геологоразведочные работы при появлении перспективных проектов". Данное решение, по сути, сводит к нулю сценарий органического роста для РД КМГ и оставляет только возможности роста посредством приобретений активов. В данном контексте, мы считаем, что компании уже пора внести ясность в давно ожидаемую сделку приобретения ММГ, которая была объявлена в 2010 году.

Прогноз добычи на основных активах на 2014 год разочаровывает

Компания снизила собственный прогноз добычи на 2013 год с основных активов и ассоциированных предприятий на 1,2% до 251тыс.бнс. Несмотря на рост добычи на 5% г/г на ОМГ по итогам 11М2013, Совет Директоров компании утвердил план добычи в 5,35млн.т на 2014 год (+2,9% г/г), что ниже нашего прогноза в 5,6млн.т и предыдущего прогноза компании в 5,8млн.т. План добычи на ЭМГ был сохранен на уровне 2,8млн.т, без изменений к предыдущему прогнозу компании и на уровне нашего прогноза. В течение 2013-2018 годов компания ожидает, что объем добычи с основных активов увеличится лишь на 3,0% до 8,2млн.т, что ниже нашего прогноза в 8,5млн.т на 2018 год. Различия в прогнозах обусловлены более низким предположением компании по добыче на ОМГ. Прогноз добычи на 2018 год на ассоциированных предприятиях и СП значительно выше наших ожиданий из-за предположений компании по более низким темпам снижения добычи на ПКИ и КГМ.

Рисунок 1. Сравнение прогноза компании с прогнозами Халык Финанс

		Прогноз компании			Пред. прогноз ХФ		
		2014	2018	% изменение 2014-18	2014	2018	% изменение 2014-18
ОМГ	тыс. тонн	5350	5570	4,1%	5600	5900	5,4%
	тыс. бнс	108	113		114	120	
ЭМГ	тыс. тонн	2800	2638	-5,8%	2849	2638	-7,4%
	тыс. бнс	57	53		58	53	
Итого на основных активах	тыс. тонн	8150	8208	0,7%	8449	8538	1,1%
	тыс. бнс	165	166		171	173	
Доля в СП и ассоциированных компаниях (КМГ, ССЕЛ, ПКИ)	тыс. тонн	4100	3400	-17,1%	3950	2524	-36,1%
	тыс. бнс	84	68		80	51	
Итого производство	тыс. тонн	12250	11608	-5,2%	12399	11062	-10,8%
	тыс. бнс	249	234		251	224	

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Объем реализации на внутреннем рынке удвоится к 2018 году

Прогноз компании по объемам реализации на внутреннем рынке (1,9млн.т) в 2014 году соответствовал нашим ожиданиям. Неприятным сюрпризом явилась новость о повышении вдвое до 50% объемов реализации нефти на внутреннем рынке к 2018 году. Мы считаем, что повышение требований по объему поставок на внутренний рынок связано с недавно внесенными изменениями в Соглашение между Российской Федерацией (РФ) и Правительством Республики Казахстан (РК) о торгово-экономическом сотрудничестве в области поставок нефти и нефтепродуктов в Республику Казахстан.

Казахстан ежегодно импортирует 7,0млн.т нефти из России. Экспортная таможенная пошлина в российский бюджет с этого объема не уплачивается, так как страны являются членами Таможенного союза. 5,0млн.т импортированного объема направляется на Павлодарский НПЗ и остальное предназначено для Чимкентского НПЗ. Однако, физически российская нефть не транспортируется в Чимкент, а экспортируется в Китай по условиям своп соглашения с Petro China, которая взамен поставляет эквивалентный объем с близлежащего к НПЗ Кумкольского месторождения. После недовольства выраженного официальными лицами РФ по поводу реэкспорта российской нефти из Казахстана в Китай без уплаты таможенной пошлины в российский бюджет, Казахстан согласился внести изменения в существующее межправительственное соглашение, включив условие по уравниванию объемов встречных поставок. Соответственно, по нашему мнению, дополнительные объемы нефти местных добывающих компаний будут направлены на выполнение обязательств по встречным поставкам в

РФ для компенсации объемов ввезенных в Казахстан без уплаты таможенной пошлины.

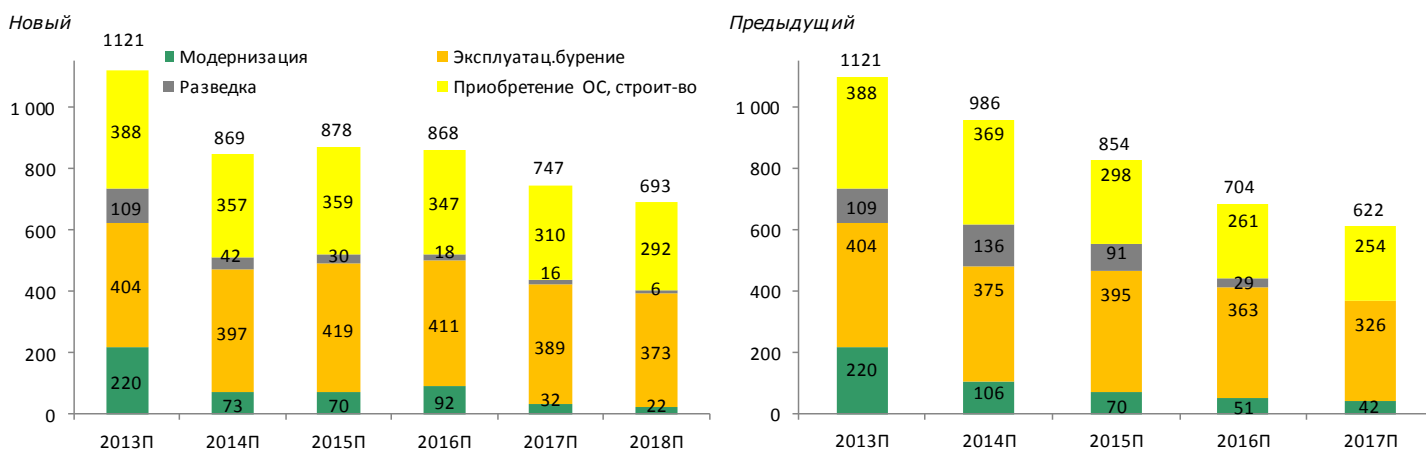
Положительным сюрпризом было повышение цены реализации на внутреннем рынке с 2014 года на 20% до Т48,000 за тонну, или \$43,4 за баррель. Данное повышение снижает спрэд между экспортной и внутренней ценой примерно на \$7 за баррель до \$63 за баррель, по нашей оценке. Мы предполагаем, что данное повышение является единовременным и сохраняем прогноз цен на внутреннем рынке без изменений после 2014 года.

Капвложения на 2014-2018 годы выше ожиданий

Совет директоров одобрил бюджет капитальных инвестиций на 2014 год на уровне Т133млрд (US\$870млн), что соответствует нашей оценке. На 2014-2018 годы СД утвердил объем капитальных инвестиций в размере \$4,1млрд, из которых \$290млн будет направлено на программу модернизации. Мы отмечаем, что компания значительно снизила свой бюджет инвестиций на разведку, но повысила расходы поддержания и оставила расходы модернизации без изменений (см Рисунок 2). Мы повышаем наш прогноз капитальных инвестиций на 2014-2018 годы с текущих \$3,5млрд до прогноза компании, так как мы недооценили объем капитальных инвестиций поддержания после 2017 года.

В течение 2014-2018 годов РД КМГ планирует в среднем направлять на разведочную деятельность \$22млн в год, но "подтверждает готовность инвестировать ежегодно до \$300млн в геологоразведочные работы при появлении перспективных проектов". Данное решение по сути сводит к нулю сценарий органического роста для РД КМГ и оставляет только возможности роста посредством приобретений активов. В данном контексте, мы считаем, что компании уже пора внести ясность в давно ожидаемую сделку приобретения ММГ, которая была объявлена в 2010 году.

Рисунок 2. Изменения прогнозов капитальных инвестиций (\$млн)



Источник: данные компании

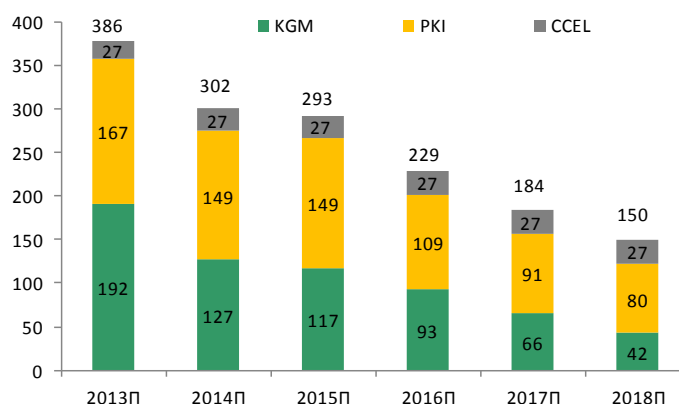
Изменения в дивидендах ассоциированных предприятий и политике казначейства

Совет Директоров внес временные изменения в политику управления денежными средствами компании, повысив лимит по денежным средствам, размещаемым в местных банках, до \$2,1млрд. Мы считаем, что повышение лимита связано с наблюдающимся дефицитом ликвидности на местном рынке, которая достигла пика во время последней налоговой недели, когда однодневные ставки репо повышались до 50%. Данное решение позволит компании извлечь

выгоду от более высоких ставок на внутреннем рынке и правительству увеличить предложение денег для финансовых институтов.

За 9М2013 РД КМГ получила \$75млн и \$125,4млн дивидендов от КГМ и ПКИ, соответственно. По итогам 2013 года компания рассчитывает получить дивиденды в размере \$200млн от КГМ. Мы пересмотрели наш прогноз дивидендов от ассоциированных предприятий и СП в сторону повышения после изменений в нашей методологии расчета ожидаемых дивидендов. Теперь мы прогнозируем размер дивидендов в зависимости от свободных денежных потоков компаний, а не от чистой прибыли. Таким образом, мы ожидаем, что по итогам 2014 года РД КМГ получит дивиденды в размере \$302млн, и прогнозируем, что дивиденды будут снижаться ежегодно на 16,1% в течение следующих четырех лет по мере естественного снижения добычи на КГМ и ПКИ.

Рисунок 3. Прогноз дивидендов ассоциированных предприятий и СП (\$млн)



Источники: прогнозы Халык Финанс

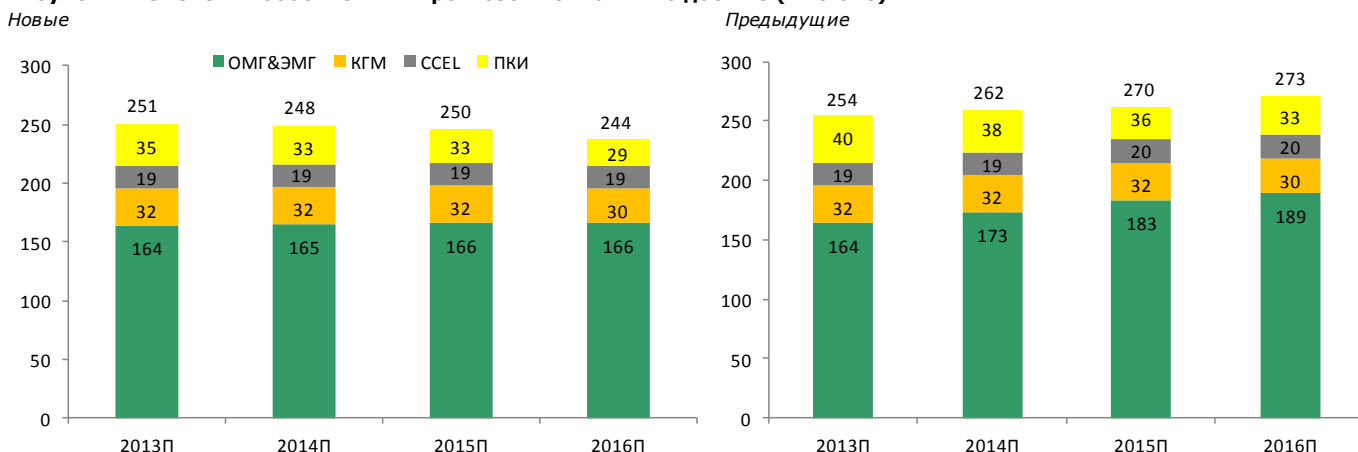
Пересмотр оценки

Мы пересмотрели наши прогнозы на 2014-2018 и последующие годы следующим образом: 1. Объемы добычи с основных активов (ниже) и ассоциированных компаний и СП (выше), 2. Цена реализации на внутреннем рынке (выше) и объемы (выше), 3. Капитальные инвестиции (выше).

Компания снизила свои прогнозы по добыче на 2014 год на 5,0%, на 2015 год на 7,7% и на 2016 год на 10,3%. Однако, наши предположения по добыче на 2014-2016 годы остались в целом без изменений, так как соответствуют пересмотренному прогнозу компании. Таким образом, мы только повысили наши прогнозы добычи на 2017-2018 годы по ассоциированным компаниям и СП. Мы несколько повысили наш прогноз добычи в 2013 году с основных активов, чтобы отразить лучшую, чем ожидалось динамику добычу.

Мы повысили наши предположения по цене реализации нефти на внутреннем рынке до \$43,4 за баррель и далее моделируем, что цена останется на данном уровне. В наших прогнозах мы закладываем планомерное увеличение доли внутренних продаж с 25% в 2014 году до 50% в 2018 году. В результате, по нашей оценке, выручка компании будет снижаться на 22,4% в год в течение 2014-2018 годов.

Рисунок 4. Изменения собственных прогнозов компании по добыче (тыс.бнс)



Источники: данные компании

Мы также повышаем наш прогноз капитальных инвестиций на 2014-2018 годы с текущих \$3,5млрд до прогноза компании в \$4,1млрд, так как мы недооценили объем капитальных инвестиций поддержания после 2017 года.

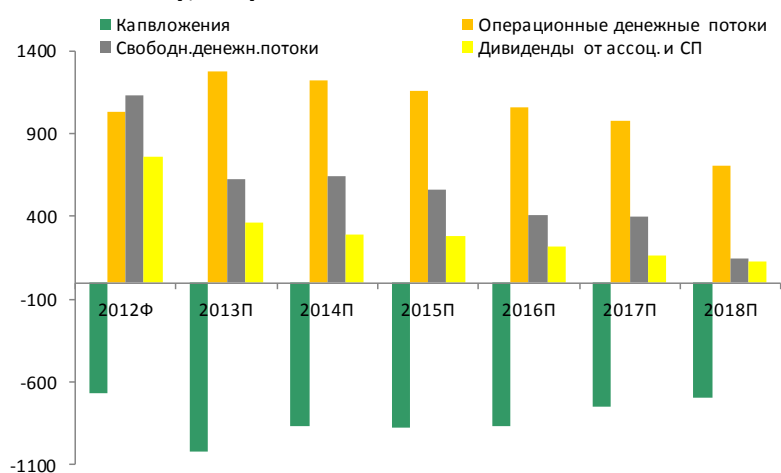
Рисунок 5. Изменения прогнозов Халык Финанс по добыче и выручке

	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<i>Суточный объем добычи, тыс.баррелей</i>						
Предыдущий	248	250	250	247	230	223
Новый	250	250	251	244	239	231
% изменение	1%	0%	0%	-1%	4%	4%
<i>Выручка, \$млн</i>						
Предыдущий	5 252	5 224	5 108	4 916	4 774	4 566
Новый	5 252	5 137	4 790	4 454	4 219	3 984
% изменение	0%	-2%	-6%	-9%	-12%	-13%

Источники: прогнозы Халык Финанс

По нашей оценке свободные денежные потоки компании снизятся с \$622млн в 2013 году до лишь \$144млн к 2018 году, что предполагает ежегодный темп снижения в 25%. Стремительное сокращение свободных денежных потоков будет происходить за счет сокращения добычи, как на основных, так и на ассоциированных активах, и увеличения доли продаж на внутреннем рынке.

Рисунок 6. Прогноз свободных денежных потоков в 2013-2017 гг. (\$ млн)



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 8,3% до \$15,4 за ГДР и понижаем нашу рекомендацию до Держать. Недавние новости подтверждают наше ранее сделанное предположение, что активы компании намного меньше и более зрелые, чем считалось ранее. Это

означает, что изменение стоимости акции будет все больше зависеть от дивидендной политики компании. По нашей оценке дивиденды за 2013 год составят Т862 на акцию, что подразумевает дивидендную доходность в 6,1% по простым и 8,5% по привилегированным акциям при текущих ценах.

Потенциальный апсайд к нашей оценке может быть за счет изменений в регулировании (снижение требований по продажам на внутреннем рынке, повышение цены реализации на внутреннем рынке) и более эффективного использования свободных денег (специальный дивиденд или приобретение активов). Мы отмечаем недавние спекуляции в прессе по возможному выкупу акций РД КМГ, в связи с потенциальным IPO НК КМГ. Решение выкупить акции РД КМГ может быть обусловлено желанием консолидировать долю участия в публичной дочерней компании перед размещением собственных акций материнской компанией. Мы не включаем этот сценарий в нашу оценку на данном этапе.

Приложение 1. Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	797 170	805 612	815 821	768 307	714 405
Себестоимость	414 533	456 720	480 159	458 272	451 637
Валовая прибыль	382 637	348 892	335 662	310 034	262 768
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	93 088	104 343	111 161	109 964	107 661
ЕВITDA	283 445	226 861	202 905	185 474	150 455
Износ и амортизация	53 747	50 971	60 369	71 056	80 381
ЕВIT	229 698	175 891	142 536	114 419	70 074
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(67 442)	(60 873)	(50 301)	(49 402)	(39 961)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	253 749	202 548	217 826	183 685	130 289
Налог на прибыль	92 926	51 232	43 565	36 737	26 058
Чистая прибыль	160 823	151 316	174 261	146 948	104 231
Прибыль на акцию (EPS)	2 290	2 155	2 482	2 093	1 484
Балансовый отчет					
Денежные средства	154 705	161 122	163 164	153 661	142 881
Краткосрочные инвестиции	550 556	572 105	590 964	618 215	639 739
Дебиторская задолженность	101 168	102 239	103 535	97 505	90 664
Запасы	25 058	31 264	33 286	32 596	32 762
Итого оборотные активы	933 057	969 377	994 896	999 870	997 072
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	325 520	377 524	455 152	524 928	583 774
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	126 703	137 490	145 280	152 536
Инвестиции в СП (КГМ)	89 252	91 122	94 612	95 852	96 142
Прочие финансовые активы	1 085	13 950	13 950	13 950	13 950
Итого активы	1 564 101	1 676 936	1 794 360	1 878 140	1 941 733
Краткосрочные займы	2 462	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	82 255	89 178	94 946	92 978	93 451
Провизии	17 319	20 308	21 621	21 173	21 281
Прочие оборотные обязательства	82 520	89 465	95 252	93 278	93 752
Итого текущие обязательства	184 556	198 950	211 818	207 429	208 483
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	243 498	256 366	251 977	253 031
Капитал	162 952	162 952	162 952	162 952	162 952
Нераспределенная прибыль	1 154 335	1 245 125	1 349 681	1 437 850	1 500 388
Итого собственный капитал	1 337 770	1 433 438	1 537 994	1 626 163	1 688 701
Итого обязательства и собств. капитал	1 564 101	1 676 936	1 794 360	1 878 140	1 941 733
Отчет о движении денежных средств					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль		174 261	146 948	104 231	83 182
Износ и амортизация		60 369	71 056	80 381	87 025
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий		(50 301)	(49 402)	(39 961)	(33 205)
Изменения оборотного капитала		8 249	8 385	14 597	10 455
Изменения прочих активов и пассивов		(8 353)	(2 703)	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:		184 226	174 283	159 248	147 457
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции		(137 997)	(140 831)	(139 227)	(119 819)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		(18 859)	(27 250)	(21 525)	(22 422)
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(156 856)	(168 081)	(160 752)	(142 241)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		-	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП		43 692	42 710	32 416	25 176
(Дивиденды) акционерам группы		(69 704)	(58 779)	(41 692)	(33 273)
Денежные средства от фин. деятель-ти		(26 013)	(16 069)	(9 276)	(8 097)
Чистый прирост денежных средств		1 357	(9 867)	(10 780)	(2 881)
Баланс денежных средств на начало периода		161 122	163 164	153 661	142 881
Баланс денежных средств на конец периода		163 164	153 661	142 881	140 000

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.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

ArdakN@halykbank.kz

Для институциональных инвесторов:

Анеля Акиянова, +7 (727) 259-6202

AkiyanovaA@halykbank.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

AselI@halykbank.kz

Для розничных инвесторов:

Альмир Токтабулатов, +7 (727) 244-6089

AlmirT@halykbank.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

SabinaM@halykbank.kz

Департамент Исследований

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) 244-6968

SabinaA@halykbank.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

MariyamZh1@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

BakaiM@halykbank.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

ErkinA@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance