

Весьма предварительное предложение по выкупу от мажоритарного акционера

29 июля 2014 г.

Мариям Жумадил
m.zhumadil@halykfinance.kz
+7(727)2446538

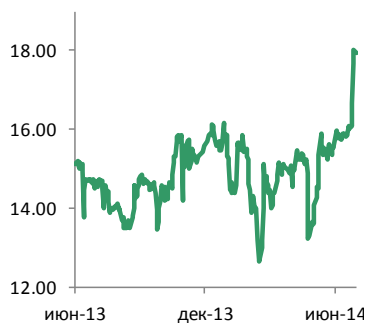
Простые акции	Держать
12М целевая цена, KZT	18 006
Последняя цена (28/07/2014), KZT	19 470
12М целевая цена, \$/ГДР	16.3
Последняя цена (28/07/2014), \$/ГДР	17.8
Потенциал роста (падения)	(8.2%)
Ожидаемая дивидендная доход-ть	10.1%
Ожидаемая совокупная доход-ть	1.9%
Рын. капитализация (млрд)	\$7.6
Доля акций в свободном обращении	37%
Диапазон за 52 недели	12 980-20 488
Кол-во акций в обращении	67.8
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Продавать
12М целевая цена, KZT	14 792
Последняя цена (28/07/2014), KZT	16 999
Потенциал роста (падения)	(13.0%)
Диапазон за 52 недели	9 800-18 000
Кол-во акций в обращении, млн	2.1
Тикер	RDGZp

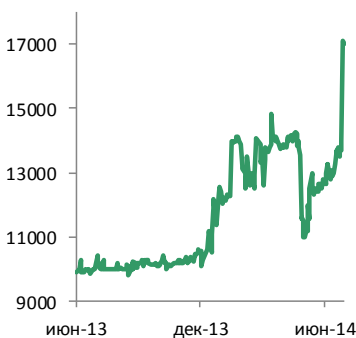
Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

Динамика изменения стоимости долевых инструментов РД КМГ

ГДР



Привилегированные акции



Источник: Блумберг

В прошлую пятницу, после роста стоимости ГДР на 11% в течение недели, РД КМГ сообщил о проведении НК КМГ предварительного обсуждения с независимыми директорами РД КМГ о возможном приобретении простых акций компании в свободном обращении (примерно 36,8% от общего количества акций). Предварительная цена выкупа составляет \$18,5 за ГДР или 20,393 тенге за простую акцию, сообщил НК КМГ в отдельном пресс-релизе, и предполагает премию в 15,1% к цене закрытия ГДР 21 июля, за день до предварительного обсуждения предложения НК КМГ. РД КМГ отмечает, что вопрос выкупа находится на ранней стадии рассмотрения, и нет никаких гарантий, что в итоге будет сделано официальное предложение.

Решение выкупить РД КМГ обусловлено желанием упростить баланс, операционную и организационную структуру национальной компании перед возможным первичным размещением ее акций в 2015-2016 году. На конец 1кв2014, по нашей оценке, на балансе НК КМГ числилось \$4,5млрд денежных средств, а чистый долг компании составил \$9,6млрд. Данных средств более чем достаточно для финансирования выкупа простых и привилегированных акций в свободном обращении (на общую сумму в \$2,9млрд) и для повышения цены оферты (в случае необходимости). Соответственно, потребности в финансировании выкупа посредством выплаты специального дивиденда в пользу акционеров РД КМГ нет.

Мы считаем, что предполагаемая цена выкупа простых акций является адекватной, предлагая премию в размере 13,5% и 5,1%, соответственно, к нашей оценке и консенсус-оценке аналитиков справедливой стоимости простых акций и премию в 22,1% к средней цене ГДР за последние три месяца.

Подразумеваемая премия находится на нижней границе диапазона в 10-30%, типичного для премии при выкупе активов на глобальном рынке, что, мы считаем, оправданно отсутствием необходимости оплаты премии за контроль в данном выкупе. Если предварительное обсуждение материализуется в формальную оферту, мы рекомендуем держателям простых акций участвовать в выкупе по следующим причинам:

- присутствие высоких рисков корпоративного управления (ограниченное влияние на стратегические решения компании, судьба \$4,0млрд денежных средств на балансе де-факто зависит от решений НК КМГ);
- свободные денежные потоки компании будут снижаться в среднем на 30% в год в 2014-2019 гг. (по оценке ХФ) ввиду зрелости месторождений и высоких капитальных затрат поддержания;
- текущий уровень регулярных дивидендов не является устойчивым в средне- и долгосрочном горизонте ввиду сокращения свободных денежных потоков;
- вероятность получения более высокой оферты от третьей стороны является низкой, учитывая, что контрольный пакет принадлежит НК КМГ.

Будут ли выкупаться привилегированные акции?

На данном этапе неясно, будет ли НК КМГ осуществлять выкуп привилегированных акций, которые составляют 3% от общего объема акций в обращении и примерно \$200млн в стоимостном выражении. По казахстанскому законодательству НК КМГ не обязан осуществлять выкуп привилегированных акций в случае выкупа простых. Привилегированные акции сейчас торгуются 'дороже' по отношению к простым - их стоимость выросла на 26,7% за последнюю неделю, а спрэд между простыми и привилегированными акциями сузился с исторического уровня в 22% до лишь 14,5%. Соответственно, мы предполагаем, что ввиду относительной 'дороговизны' инструмента сейчас, отсутствия регуляторных требований по выкупу и их невысокой доли в общем объеме размещенных акций вероятность участия привилегированных акций в выкупе является невысокой.

Далее мы рассматриваем два сценария с различными вероятностями реализации. В первом сценарии НК КМГ выкупает привилегированные акции, и ожидаемая стоимость акций в данном сценарии составляет 17 031 тенге, что в целом соответствует стоимости акций 25 июля (день публикации пресс-релиза РД КМГ о возможном выкупе). Во втором сценарии привилегированные акции не участвуют в выкупе. Тогда, цена акций может упасть до диапазона в 10 800 – 15 800 тенге в зависимости от ожиданий рынка по выводу денежных средств из РД КМГ. Соответственно, ожидаемое значение привилегированных акций во втором сценарии составляет 13 300 тенге. С предположениями по вероятности реализации в 40% и 60% по Сценарию I и II, соответственно, мы оцениваем стоимость привилегированных акций 14 792 тенге и рекомендуем - Продавать.

Рисунок 1. Сценарный анализ стоимости привилегированных акций

Сценарий	Цена оферты	Вероятность	Ожидаемое значение
I. Привилегированные акции участвуют в выкупе (вероятность - 40%)	15 525 тенге (выкуп осуществляется с премией в 15% к цене закрытия 21 июля, по аналогии с простыми акциями. Предполагает спрэд в 22% между префами и простыми, в соответствии с историческим спредом)	50%	
	17 100 -17 500 тенге (спрэд в 14.5% между префами и простыми, установившийся 25 июля (день публикации новости о возможном выкупе) справедливый, исходя из предположения, что информированные инсайдеры расторговали акции до цены выкупа. Диапазон рассчитан на основе цены простых акций в день объявления о возможном выкупе и предполагаемой ценой выкупа простых, опубликованной НК КМГ)	30%	17 031
	20 393 тенге (префы выкупаются по цене простых акций)	20%	
II. Привилегированные акции не участвуют в выкупе (вероятность - 60%)	10 800 тенге (НК КМГ выводит излишки денежных средств из РД КМГ через выпуск долга, миноритарные акционеры начинают учитывать лишь 50% денег при определении стоимости компании)	50%	
	15 800 тенге (НК КМГ выводит деньги из РД КМГ через специальный дивиденд в размере 10 000 тенге на акцию, цена префов после выплаты дивиденда снижается до 5 800 тенге)	50%	13 300

Источник: прогнозы Халык Финанс

Пересмотр оценки

Мы обновили нашу модель оценки, отразив последние финансовые и операционные результаты компании, небольшое снижение бюджета капитальных затрат и снижение ожиданий по темпам роста операционных расходов в 2014-2015 году. В результате, мы повышаем нашу оценку справедливой стоимости - ГДР РД КМГ на 14,8% до \$16,3 и простых акций - до 18 007 тенге. Мы сохраняем рекомендацию - Держать простые акции и рекомендуем - Продавать привилегированные акции.

Приложение 1. Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	816 712	953 243	833 735	788 681	813 176	781 773
Себестоимость	473 723	544 560	501 619	493 387	519 630	518 408
Валовая прибыль	342 989	408 684	332 116	295 294	293 546	263 365
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	92 360	107 451	103 266	102 376	108 180	106 811
EBITDA	237 504	298 833	212 015	187 499	169 325	140 513
Износ и амортизация	47 144	56 412	67 290	77 173	84 458	88 996
EBIT	190 360	242 421	144 725	110 326	84 867	51 517
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(50 866)	(70 434)	(76 214)	(69 062)	(57 927)	(50 803)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	200 360	396 869	231 390	189 945	168 886	114 162
Налог на прибыль	58 531	98 294	60 161	49 386	43 910	29 682
Чистая прибыль	141 829	298 576	171 228	140 559	124 976	84 480
Прибыль на акцию (EPS)	2 020	4 252	2 438	2 002	1 780	1 203
Балансовый отчет						
Денежные средства	119 036	190 649	166 747	157 736	162 635	156 355
Краткосрочные инвестиции	482 006	476 446	530 672	554 160	567 131	596 095
Дебиторская задолженность	153 219	178 833	156 413	147 960	152 556	146 664
Запасы	27 422	38 077	35 034	35 136	37 200	37 404
Итого оборотные активы	929 472	1 056 500	1 039 735	1 037 708	1 066 671	1 077 985
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	350 675	427 427	500 706	563 750	601 187	626 341
К получению от СП (КГМ)	13 222	13 222	13 222	13 222	13 222	13 222
Нематериальные активы	12 064	12 064	12 064	12 064	12 064	12 064
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	107 095	116 373	127 359	136 806	144 542	151 117
Инвестиции в СП (КГМ)	88 967	89 383	89 886	90 289	90 592	90 971
Прочие финансовые активы	21 711	21 711	21 711	21 711	21 711	21 711
Итого активы	1 595 506	1 808 979	1 876 983	1 947 851	2 022 289	2 065 710
Краткосрочные займы	2 503	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	68 489	87 263	80 290	80 523	85 255	85 723
Провизии	20 067	24 733	22 756	22 822	24 164	24 296
Прочие оборотные обязательства	91 297	108 378	99 718	100 007	105 884	106 465
Итого текущие обязательства	182 356	220 374	202 764	203 352	215 302	216 484
Долгосрочный долг	4 291	4 291	4 291	4 291	4 291	4 291
Отложенные налоговые обязательства	881	881	881	881	881	881
Прочие долгосрочные обязательства	34 203	34 203	34 203	34 203	34 203	34 203
Итого обязательства	221 731	259 749	242 139	242 727	254 677	255 859
Капитал	162 969	162 969	162 969	162 969	162 969	162 969
Нераспределенная прибыль	1 185 815	1 361 270	1 446 884	1 517 164	1 579 652	1 621 891
Итого собственный капитал	1 373 775	1 549 230	1 634 844	1 705 124	1 767 612	1 809 851
Итого обязательства и собств. капитал	1 595 506	1 808 979	1 876 983	1 947 851	2 022 289	2 065 710
Отчет о движении денежных средств						
<i>Операционная деятельность</i>						
Чистая прибыль		350 910	171 228	140 559	124 976	84 480
Износ и амортизация		56 412	67 290	77 173	84 458	88 996
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий		(70 434)	(76 214)	(69 062)	(57 927)	(50 803)
Изменения оборотного капитала		(20 453)	29 478	17 092	857	12 551
Изменения прочих активов и пассивов		-	-	-	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:		316 434	191 782	165 763	152 364	135 223
<i>Инвестиционная деятельность</i>						
Капитальные инвестиции		(133 164)	(140 569)	(140 217)	(121 895)	(114 149)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		5 560	(54 226)	(23 487)	(12 971)	(28 964)
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(127 604)	(194 795)	(163 704)	(134 866)	(143 114)
<i>Финансовая деятельность</i>						
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		(2 503)	-	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП		60 741	64 725	59 211	49 889	43 849
(Дивиденды) акционерам группы		(175 455)	(85 614)	(70 280)	(62 488)	(42 240)
Денежные средства от фин. деятель-ти		(117 217)	(20 889)	(11 069)	(12 598)	1 610
Чистый прирост денежных средств		71 613	(23 902)	(9 011)	4 899	(6 280)
Баланс денежных средств на начало периода		119 036	190 649	166 747	157 736	162 635
Баланс денежных средств на конец периода		190 649	166 747	157 736	162 635	156 355

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».

© 2014, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

a.isatayeva@halykfinance.kz

Для розничных инвесторов:

Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980

d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

s.mukanova@halykfinance.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

m.zhumadil@halykfinance.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157

n.jandarova@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

b.madybaev@halykfinance.kz

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986

y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968

s.amangeldi@halykfinance.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