

Предложение о выкупе акций
Обзор финансовых результатов за 3кв2015

Ноябрь 19, 2015

Гульмария Жапакова
g.zhapakova@halykfinance.kz
+7(727)2446538

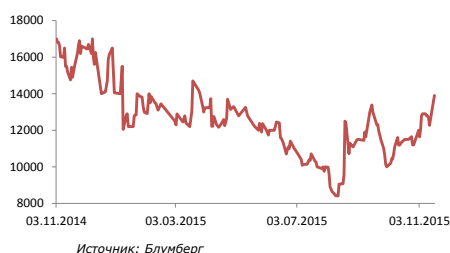
ГДР	Держать
12М целевая цена, \$/ГДР	7,7
Последняя цена (18/11/2015), \$/ГДР	7,7
Потенциал роста (падения)	0,1%
Ожидаемая дивидендная доходность	3,1%
Ожидаемая совокупная доходность	3,2%
Диапазон за 52 недели	\$5,85-16,2
Рын. капитализация (\$млрд)	3,13

Простые акции	Держать
Целевая цена	14 179
Последняя цена (18/11/2015), KZT	13 900
Потенциал роста (падения)	2,0%
Ожидаемая дивидендная доходность	3,1%
Ожидаемая совокупная доходность	5,1%
Диапазон за 52 недели	T8,414-17400
Кол-во акций в обращении, мн	67,8
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Продавать
12М целевая цена, KZT	5 800
Последняя цена (18/11/2015), KZT	6 306
Потенциал роста (падения)	(8,0%)
Ожидаемая дивидендная доходность	6,9%
Ожидаемая совокупная доходность	(1,2%)
Диапазон за 52 недели	T5,500-13,000
Доля акций в своб. обращении, мн	2,062
Тикер	RDGZp

Источники: Блумберг, KASE, прогнозы ХФ

Рис 1. Динамика стоимости простых акций РД КМГ, 2014-2015 гг.



Опубликованное на прошлой неделе предложение НК КМГ в адрес совета директоров РД КМГ вызвало активность на рынке и рост акций РД КМГ на 12,9%, несмотря на снижение цен на сырую нефть. Так, в своем письме НК КМГ условно определил базовый уровень цены за акцию РД КМГ на уровне \$7/ГДР, и цена выкупа, по нашей оценке, составит не более \$8/ГДР (премия будет определена на ВОСА в январе 2016 года в случае реализации предложения).

НК КМГ заинтересована в выкупе простых акций РД КМГ с целью получения полного контроля и снижения операционных расходов РД КМГ и НК КМГ, что стало необходимостью в условиях низких цен и снижения прибыльности. Однако, размер цены выкупа и премии к простым акциям РД КМГ косвенно диктуется требованием ковенантов по долговым обязательствам НК КМГ (долг \$14,8 млрд). Так, НК КМГ необходимо поддерживать соотношение чистый долг/ЕБИТДА в предельно допустимом значении (максимум 3,5; мы упоминали в своих публикациях, что продажа 50% доли Кашагана НК КМГ была вызвана именно увеличением соотношения чистый долг/ЕБИТДА до 2,9). Поступление средств от продажи Кашагана на сумму \$4,7 млрд, выкуп облигаций НК на сумму \$3,4 млрд, и выкуп акций РД КМГ на сумму \$1,1-1,3 млрд, повысит по нашей оценке соотношение чистый долг/ЕБИТДА НК КМГ на конец 1П2016 года с 2,2 (прогноз на конец 2П2015) до 2,8. Но в условиях низких цен на нефть, данное соотношение предельно шаткое, и выкуп акций РД КМГ по цене более \$8/ГДР может поставить под угрозу риск нарушения условий ковенантов по долговым обязательствам НК КМГ. Взамен существенной премии, НК КМГ в своем письме предлагает опцион по покупке акций в IPO НК КМГ. Мы также полагаем, что и само IPO НК КМГ вызвано необходимостью привлечения дополнительных средств из-за наличия долга в \$14,8 млрд.

Несмотря на то, что данное предложение подразумевает относительно низкую базовую рыночную цену \$7/ГДР по сравнению с назначенной ранее в 2014 году ценой \$18,5/ГДР, мы считаем, что оно выгодно для акционеров РД КМГ, так как включает в себя опцион по покупке акций НК КМГ (дальнейший делистинг акций РД КМГ). В случае отсутствия договоренности между НК КМГ и РД КМГ, основные риски для миноритарных акционеров это снижение рыночной стоимости акций ввиду сохранения тенденции низких цен на нефть (\$45-50/баррель), наличия регуляторных рисков, превышение операционных расходов над выручкой, зрелость



активов, снижение добычи и высокие капитальные расходы.

Рассчитанная нами (в прошлой публикации) необходимая премия по выкупу акций в размере \$4 /ГДР и цена \$11/ГДР была установлена с учетом увеличения регуляторных рисков для миноритарных акционеров, которые оказали давление на цену в виде дисконта на рыночную цену акции.

В нашем базовом сценарии, мы исключаем возможность выкупа привилегированных акций РД КМГ ввиду вышеописанного риска по нарушению условий ковенантов НК КМГ в условиях низких цен на нефть. Мы допускаем вероятность покупки привилегированных акций РД КМГ ввиду дешевизны инструмента (увеличение спреда к простой акции с 12,2 % до 54,6% г/г). Однако, по нашей оценке и сценарию, спред может увеличиться до 60% и выше ввиду низких дивидендов по итогам 2015 года (Т433/акцию) и снижения дивидендов в будущем (гарантированный дивиденд всего Т25/акцию).

Несмотря на то, что НК КМГ зафиксировал базовую цену выкупа в \$7/ГДР, что делает нашу фундаментальную оценку менее релевантной, мы прилагаем анализ отчетности РД КМГ за 3кв2015 года и нашу оценку по сценарию «as is» (без учета предложения НК КМГ по выкупу акций).

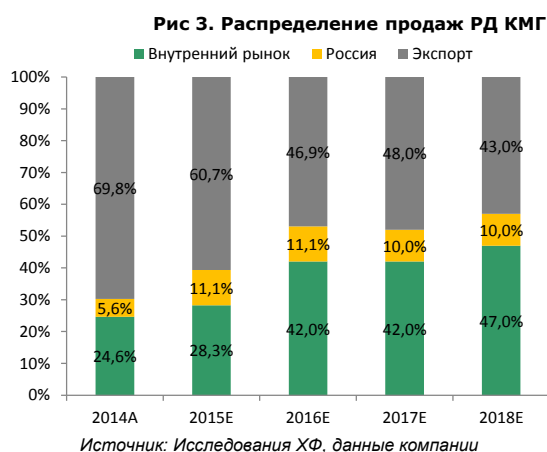
Фундаментальная оценка

В нашей оценке, мы ожидаем снижение операционных расходов РД КМГ в долларах на \$11/баррель до \$37/баррель (ослабление обменного курса тенге), что будет нивелировано снижением средней цены реализации на \$6/баррель до \$33/баррель в 2016 году. Снижение цены реализации связано со снижением цены на нефть сорта Brent, увеличением доли поставок нефти на внутренний рынок (до 42%, цена \$17/баррель) и Россию (до 11%, цена \$26/баррель).

Мы считаем, что основные регуляторные риски, которые встали перед акционерами РД КМГ в 2015 году реализовались на 90%, и хотя все-таки остается неопределенность в определении доли поставок в Россию и на местный рынок, учитывая все-таки присутствие 33% доли миноритарных акционеров, доля поставок по регулируемым ценам достигла максимального уровня.

В связи с этим, мы оставляем нашу 12М целевую цену по ГДР на уровне \$7,7, повышаем по простым акциям на 9,4% до Т14 178 (ослабление обменного курса), и понижаем по привилегированным акциям до Т5 800. Мы сохраняем рекомендацию **Держать** по простым акциям и ГДР, и сохраняем рекомендацию **Продавать** по привилегированным акциям.

Обзор финансовой и операционной деятельности за 3кв 2015 года

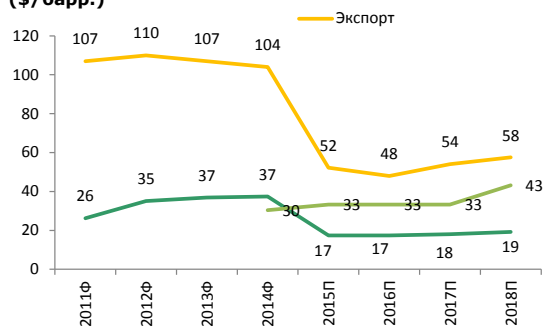


Выручка РД КМГ за 3кв2015 снизилась на 25,4% кв/кв и составила \$499 млн, что ниже наших ожиданий на 13,2%. Мы отмечаем снижение выручки за счет уменьшения доли экспортных поставок на 3,4 пп кв/кв до 47,4%, снижения цены за Brent на 18,4% кв/кв до \$50,5/баррель, и цены поставки нефти в Россию на 34,7% кв/кв до \$27/баррель. Так, за 3кв2015 года, средняя цена реализации с учетом всех направлений снизилась на 19,5% кв/кв, и составила \$34/баррель нефти.

За 3кв 2015 года EBITDA маржа снизилась на 36,9 пп кв/кв до отрицательного значения -27,4%, и денежная себестоимость нефти/баррель за 3кв 2015 года увеличилась на 6,6% до \$44/баррель. Увеличение расходов в основном связано с увеличением рентных платежей на 23% кв/кв, и административных расходов на 17% до \$170 млн (включая пеню по корпоративному налогу).

За 3кв 2015 года, денежная позиция РД КМГ в \$ снизилась на 7,1% кв/кв до \$3,37 млрд, чистая

Рисунок 4. Динамика цен реализации (\$/барр.)



Источник: Данные компании, исследования ХФ

прибыль увеличилась почти в 100 раз кв/кв до \$622 мн, в основном за счет девальвации. Однако, увеличение прибыли в 3кв2015 года было нивелировано увеличением платежа по корпоративному налогу на 607% кв/кв до \$277 мн

Рис 5. Цена/расходы за баррель нефти \$/баррель

	1кв 2014Ф	2кв 2014Ф	3кв 2014Ф	4кв 2014Ф	1кв 2015Ф	2кв 2015Ф	3кв 2015Ф	4кв 2015П
Реализация \$/баррель	89	90	82	58	41	42	34	37
Себестоимость \$/баррель	59	63	64	57	49	42	45	38

Источник: Данные компании, исследования ХФ

Выручка в 4кв2015 года составит \$565 мн ввиду увеличения доли экспорта до 80,0% и выполнения КМГ годовой квоты за 9М2015 года по поставкам в Россию. Чистая прибыль в 4кв2015 года составит \$207 мн из-за снижения операционных расходов в долларах до \$36/баррель (ослабление тенге), курсовой разницы валютных средств за 3кв2015 года на сумму \$3,3 млрд.

По итогам 2015 года, ожидаемая доходность, по нашим подсчетам, составит 20,8% (Т2 884/акцию), дивиденд с учетом 15% выплаты прибыли составит около Т433/акцию, \$0,24/ГДР, дивидендная доходность 3,1%.

Рис 6. Доходы/расходы РД КМГ \$/баррель

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П
Выручка	24	80	39	33	36
Операционные расходы (денежные)	63	62	49	37	35

Источник: Данные компании, исследования ХФ

Прогноз на 2016-2017 года

Цена реализации нефти в 2016 году снизится до \$33/баррель с учетом цены за Brent \$47-\$63/баррель в 2016-2023 годах (фьючерсы), а также увеличения доли поставок по регулируемым ценам на местный рынок и Россию до 53,4%. На фоне ослабшего тенге и снижения транспортных расходов по экспортным направлениям, операционные расходы снизятся на \$12/баррель до \$37/баррель в 2016 году. Однако, эффект инфляции, по нашей оценке, отразится на увеличении расходов до \$38/баррель в 2018 году.

Рис 7. Свободные денежные потоки ОМГ, ЭМГ \$/баррель



Источник: Данные Компании, исследования ХФ

Оценка по свободным денежным потокам

Свободные денежные потоки ОМГ и ЭМГ достигли минимума в -\$23/баррель в 2015 году. Мы ожидаем увеличение свободных денежных потоков до -\$11/баррель в 2016 году, -\$9/баррель в 2017 году, -\$7/баррель в 2018 году. По нашей оценке, прогнозируемые отрицательные свободные денежные потоки РД КМГ (ОМГ и ЭМГ) нивелируются положительными денежными потоками от деятельности ассоциированных компаний (ПКИ, ССЕЛ, КГМ). Однако, отрицательные свободные денежные потоки финансируются за счет накопленных денежных средств на сумму \$2,97 млрд РД КМГ. Т.е, это означает и постепенное «таяние» рыночной стоимости капитала РД КМГ в условиях низких цен на нефть.

Рис 8. Прогноз свободных денежных потоков ОМГ, ЭМГ, млн тенге

	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	522 332	609 848	686 799	741 215
- Себестоимость	241 264	271 884	297 920	324 051
- Амортизация	48 160	54 187	54 187	58 716
- Другие налоги	195 911	201 533	236 386	239 028
- Адм расходы	133 191	124 374	129 509	129 332
- Расходы на разведку	3 786	7 576	6 609	6 560
ЕВИТ	(99 979)	(49 706)	(37 812)	(16 471)
+ Амортизация	48 160	54 187	54 187	58 716
+ Расходы на разведку	3 786	7 576	6 609	6 560
+ Списание основных средств	249	-	-	-
ЕВИТАХ	(47 785)	12 057	22 984	48 804
+ КПН	249	-	-	-
- Капекс	106 000	189 410	165 230	163 990
- Изменение оборотного капитала	(154 283)	17 573	20 110	21 223
Свободные денежные потоки	(253 225)	(204 259)	(167 970)	(160 149)
Целевая цена 12М	7,7			

Источник: Прогноз ХФ, данные компании

Основные риски

Основные риски для РД КМГ это сохранение низких цен на сырую нефть сорта Brent и понижение цены до \$35-\$40/баррель, увеличение регуляторных рисков, операционные риски РД КМГ.

Катализаторы роста

Увеличение цены на нефть в ближайшее время выше \$50-60/баррель, снижение инфляции и операционных расходов, обменный курс 320KZT/\$ и более.

Приложение 1. Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	845 770	522 332	609 848	686 799	741 215
Себестоимость	540 111	437 175	473 417	534 306	563 079
Валовая прибыль	305 659	85 157	136 431	152 493	178 136
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	102 568	133 191	124 374	129 509	129 332
ЕВITDA	200 964	(51 820)	4 480	16 375	42 244
Износ и амортизация	59 485	48 160	54 187	54 187	58 716
ЕВIT	141 479	(99 979)	(49 706)	(37 812)	(16 471)
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(60 191)	(22 552)	(32 708)	(36 179)	(30 809)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	62 556	288 937	5 649	18 018	31 649
Налог на прибыль	14 535	87 514	1 130	3 604	6 330
Чистая прибыль	48 021	201 423	4 519	14 415	25 319
Прибыль на акцию (EPS)	705	2 888	64	205	361
Балансовый отчет					
Денежные средства	180 245	196 809	198 213	201 042	140 000
Краткосрочные инвестиции	535 513	682 612	557 173	478 818	488 727
Дебиторская задолженность	56 570	34 937	40 790	45 937	49 577
Запасы	26 357	21 334	23 192	25 869	27 333
Prepaid expenses	94 339	58 262	68 024	76 607	82 677
Other current assets	12 350	7 627	8 905	10 029	10 823
Расходы будущих периодов	94 339	58 262	68 024	76 607	82 677
Итого оборотные активы	905 374	1 001 581	896 297	838 302	799 136
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	156 436	214 023	327 844	406 103	470 767
К получению от СП (КГМ)	13 808	13 808	13 808	13 808	13 808
Нематериальные активы	10 855	10 855	10 855	10 855	10 855
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	116 054	116 021	116 718	117 804	118 144
Инвестиции в СП (КГМ)	95 177	97 643	100 111	102 336	104 212
Прочие финансовые активы	18 567	18 567	18 567	18 567	18 567
Итого активы	1 483 848	1 640 076	1 651 777	1 675 352	1 703 066
Краткосрочные займы	3 000	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	59 514	55 847	60 711	67 717	71 549
Провизии	8 287	6 708	7 292	8 134	8 594
Прочие оборотные обязательства	34 215	27 695	30 107	33 581	35 482
Итого текущие обязательства	105 016	90 249	98 109	109 432	115 625
Долгосрочный долг	4 218	4 218	4 218	4 218	4 218
Отложенные налоговые обязательства	569	569	569	569	569
Прочие долгосрочные обязательства	34 929	34 929	34 929	34 929	34 929
Итого обязательства	144 732	129 965	137 825	149 148	155 341
Капитал	163 004	163 004	163 004	163 004	163 004
Нераспределенная прибыль	1 098 170	1 269 164	1 273 006	1 285 258	1 306 780
Итого собственный капитал	1 339 116	1 510 110	1 513 952	1 526 204	1 547 726
Итого обязательства и собств. капитал	1 483 848	1 640 076	1 651 777	1 675 352	1 703 066
Отчет о движении денежных средств					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль	-	201 170	4 519	14 415	25 319
Износ и амортизация	-	48 160	54 187	54 187	58 716
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий	-	(22 552)	(32 708)	(36 179)	(30 809)
Изменения оборотного капитала	-	55 689	(10 891)	(6 208)	(5 775)
Изменения прочих активов и пассивов	-	-	-	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:	-	282 467	15 107	26 215	47 452
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции	-	(106 000)	(189 410)	(165 230)	(163 990)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты	-	(147 099)	125 439	78 355	(9 909)
Денежные средства от инвест. деятель-ти	-	(253 099)	(63 971)	(86 875)	(173 899)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов	-	(3 000)	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП	-	26 127	37 883	41 448	37 597
(Дивиденды) акционерам группы	-	(30 175)	(678)	(2 162)	(3 798)
Денежные средства от фин. деятель-ти	-	(7 048)	37 205	39 286	33 799
Чистый прирост денежных средств	-	22 319	(11 659)	(21 374)	(92 648)
Баланс денежных средств на начало периода	-	180 245	196 809	198 213	201 042
Баланс денежных средств на конец периода	-	196 809	198 213	201 042	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».

© 2015, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
n.jandarova@halykfinance.kz

Долговые, долевые инструменты

Бахытжан Хоцанов, +7 (727) 244-6538
b.khochshanov@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
s.amanqeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538
g.zhapakova@halykfinance.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

Bloomberg
HLFN <Go>
Factset
Halyk Finance
Thomson Reuters
Halyk Finance
Capital IQ
HLFN