

Ужесточение регулирования

Обзор пресс-релиза РД КМГ от 3 декабря 2015 года

Декабрь 9, 2015

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

ГДР	Продавать
12М целевая цена, \$/ГДР	5,0
Последняя цена (08/12/2015), \$/ГДР	7,1
Потенциал роста (падения)	(29,4%)
Ожидаемая дивидендная доходность	3,4%
Ожидаемая совокупная доходность	(26,0%)
Диапазон за 52 недели	\$5,85-16,2
Рын. капитализация (\$млрд)	2,88
Простые акции	Продавать
Целевая цена	9 229
Последняя цена (08/12/2015), KZT	13 200
Потенциал роста (падения)	-30,1%
Ожидаемая дивидендная доходность	3,4%
Ожидаемая совокупная доходность	-26,7%
Диапазон за 52 недели	T8,414-17000
Кол-во акций в обращении, мн	67,8
Тикер	KMG/RDGZ
Привилег. акции	Продавать
12М целевая цена, KZT	3 692
Последняя цена 08/12/2015), KZT	6 300
Потенциал роста (падения)	(41,4%)
Ожидаемая дивидендная доходность	7,0%
Ожидаемая совокупная доходность	(34,4%)
Диапазон за 52 недели	T5,500-13,000
Доля акций в своб. обращении, мн	2,062
Тикер	RDGZp

Источники: Блумберг, KASE, прогнозы ХФ

приватизации НПЗ, отпускная цена на нефть для НПЗ будет скорректирована с учетом требований рынка. Цена акций НК в процессе IPO будет определяться согласно рыночным ценам на нефть, как на экспорт, так и для НПЗ.

Напомним, что предложение НК о выкупе акций РД КМГ от 9 ноября с премией к средней цене за период 10 октября-9 ноября 2015 года (\$6,75-\$7,25/ГДР) не является окончательным, и цена выкупа акций может быть скорректирована в зависимости от рыночной цены/акцию на момент ВОСА, которое состоится 26 января 2016 года.

На основании пресс релиза и решения совета директоров РД КМГ от 3 декабря, отпускные цены на нефть для НПЗ будут снижены, и мы полагаем, что НК ужесточает регулирование отпускных цен на нефть для НПЗ через РД КМГ. Мы также полагаем, что регулирование цен при текущей структуре НК сохранится, и в нашей модели мы применили низкие отпускные цены на нефть на долгосрочный период (установленные отпускные цены для НПЗ подлежат утверждению независимыми директорами РД, и в случае корректировки, мы пересмотрим нашу целевую цену).

С учетом фьючерсных цен на нефть \$40,8-62/баррель на 2017-2022 гг. (средняя цена реализации от РД \$37-32/баррель в 2015-2016 гг), операционных расходов в \$50-45/баррель в 2016 - 2017 гг., стоимость компании РД КМГ отрицательная (в том числе, терминальная), и нивелирована положительными денежными потоками от ассоциированных компаний (\$900 млн) и денежными средствами компании в \$3 млрд долларов (на конец сентября). По оценке компании, денежные средства к 2020 году снизятся до T600 млрд (\$2 млрд долл), или на \$2,4/ГДР. К тому времени, запасы от ассоциированных компаний снизятся (запасы ПКИ по нашим данным истощатся к 2022 году), и доля РД в добыче ассоциированных компаний снизится на 17% к 2020 году (относительно объемов 2015 года).

На основании нашей фундаментальной оценки, мы снижаем нашу рекомендацию до **Продавать** по простым акциям с целевой 12М ценой \$5,0/ГДР, T 9 229/простую акцию, T3 692/привилегированную акцию.

Мы полагаем, что после выкупа акций РД,

Обзор и анализ пресс релиза

3 декабря Совет директоров утвердил бюджет на 2016 год и бизнес план на ближайшие пять лет исходя из цены на нефть Brent в \$40,1/баррель в 2016 году, \$50,1/баррель в 2018-2020 гг. и обменного курса 300 Тенге/\$.

Объем добычи

Согласно плану, компания планирует увеличить объем добычи в 2016 году в ОМГ до 5612 тыс тонн и ЭМГ до 2 822 тыс тонн, что подразумевает рост на 1,95% относительно плановых объемов 2015 года (выше наших ожиданий на 1,3%). Доля РД КМГ в планируемом объеме добычи ассоциированных компаний в 2016 году уменьшится на 5% относительно объемов 2015 года, что составит 3 777 тыс тонн (ниже наших ожиданий на 2,28%). В целом, план консолидированной добычи РД КМГ на 2016 год составит 12 021 тыс тонн, что соответствует нашим ожиданиям.

Планируемый объем добычи компании к 2020 году в ОМГ и ЭМГ увеличится до 8 600 тыс тонн, рост составит 4,0% относительно объемов 2015 года (выше наших ожиданий на конец 2020 года на 5,8%). Увеличение объемов планируется главным образом за счет прироста уровня добычи в ОМГ на 7%, в то время как объем добычи в ЭМГ снизится на 2,76% к 2020 году.

Доля РД КМГ в добычи ассоциированных компаний к 2020 году снизится на 17% до 3 400 тыс тонн относительно объемов 2015 года, в основном за счет снижения добычи в ПКИ на 37%. Согласно плану компании, консолидированная добыча РД КМГ к 2020 году составит 11 960 тыс тонн, что выше наших прогнозов добычи на конец 2020 года на 8,2%.

Поставки на экспорт и внутренний рынок

Поставки на внутренний рынок от ОМГ и ЭМГ в текущем году увеличатся на 340 тыс тонн до 2 680 тыс тонн от планируемых ранее и наших прогнозов, и доля поставок на внутренний рынок составит 32,4%. Однако, в 2016 году компания планирует снизить объем поставок на внутренний рынок до 28,2%, но увеличить до 45% к 2020 году, что ниже на 5 пп от планируемых ранее и наших прогнозов.

Доля РД КМГ от поставок ассоциированных компаний на внутренний рынок в 2016 году составит 1 900 тыс тонн, или 50% от общих объемов и сохранится неизменной в течение 2016-2020 гг., что соответствует нашим прогнозам.

По нашим данным, компания перенесла дату увеличения объемов поставок нефти на АНПЗ и ПНХЗ с 2016 года на 2017 год (28% текущая доля, 42% план) ввиду отставания от графика запуска АНПЗ на полную мощность. По данным НК КМГ, завершение программы модернизации АНПЗ запланировано на декабрь 2016 года.

Цена реализации на внутренний рынок

Цена реализации нефти на внутренний рынок в 4кв2015 года для АНПЗ составит Т16 600/тонну, для ПНХЗ Т35 900/тонну, и прогнозная средняя цена реализации с учетом 92,45% доли АНПЗ составит Т17 657 или \$7,98/баррель, что ниже цены поставки в 3кв 2015 на 30,0% в тенге и на 50,4% в долларах. Цена реализации в 2016 году для АНПЗ составит Т17 100/тонну и для ПНХЗ Т28 802/тонну, и средняя цена реализации с учетом доли АНПЗ в 79,17% составит Т19 538/тонну, или \$9,01/баррель, что ниже средней цены за 9М 2015 года на 17,6% (-44% в долларах). Согласно пресс релизу компании, данные цены все еще подлежат утверждению независимыми директорами.

Снижение регулируемой цены поставки на внутренний рынок на 45,2% при доле продаж в 28%-42% и расходах в \$50-\$44/баррель в 2016-2017 гг. негативно для компании, и миноритарных акционеров. В наших прогнозах, мы ожидаем снижение расходов ввиду девальвации от \$50/баррель в 2015 году до \$44, и \$40 в 2016-2017 гг. (ожидаемая инфляция наших аналитиков на 2016 год 12,7%).

Рис 1. Цена/Расходы в \$/баррель

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П
Выручка	92	80	37	33	32
Операционные и адм расходы	80	73	50	44	40

Источник: Данные компании, исследования ХФ

В своем базовом сценарии мы оставляем цену реализации 2016 года для НПЗ на период 2017 и далее, и оцениваем компанию как Продавать. Мы полагаем, что цена реализации нефти для НПЗ в 2018-2019 гг. будет скорректирована с учетом рыночных требований после приватизации НПЗ и на момент выхода НК КМГ на IPO, но в текущей структуре отмена системы регулирования цен от РД КМГ для НПЗ не представляется возможной.

Капитальные вложения

Капитальные вложения в 2016 году составят Т85 млрд, что ниже планируемых ранее на 21%, и суммарно капитальные вложения с 2016 по 2020 гг. составят Т414 млрд, что ниже предыдущего плана на 17,8%. Однако, капитальные расходы в долларах в 2016 году составят \$277 млн, и суммарно капитальные вложения с 2016 по 2020 гг. составят \$1 243 долларов, что ниже намеченных ранее на 54,5%.

С учетом текущих котировок фьючерсных цен на нефть, расходов и капитальных инвестиций РД КМГ, компания в пресс релизе сообщила, что ожидает отрицательные денежные потоки от ОМГ и ЭМГ, снижение денежных средств от Т938 млрд (на конец 30 сентября 2015 года) до Т600 млрд на конец 2020 года, что в долларовом эквиваленте означает среднегодовое снижение на 10,8%. (снижение средств в 3 квартале кв/кв составило 7,9%, или 28,1% годовых)

Предполагаемое снижение капитальных затрат с \$7,9 баррель в 2015 году до \$3,9/баррель к 2020 году (среднегодовой рост в долларах/баррель CAGR -13,17%) обещает, по данным компании, годовой прирост объема добычи в 0,8% до 62,2 млн баррелей.

Рис 2. Добыча, капитальные инвестиции РД КМГ за 2015-2020 гг

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
Добыча, млн баррелей в год	58,2	58,9	59,8	61,0	60,8	61,2	61,7
Рост добычи г/г, %	1,8%	1,3%	1,5%	2,0%	0,0%	0,7%	0,8%
Выручка, \$ млн	5 368	4 722	2 187	1 998	1 967	2 108	2 202
Капитальные вложения, \$млн	947	749	475	276	265	263	258
Капит. Вложения/выручка	0,18	0,16	0,22	0,14	0,13	0,12	0,12
Капитальные вложения \$/баррель	16,3	12,7	7,9	4,5	4,3	4,3	4,2
Капит вложения, рост г/г		-21,9%	-37,6%	-43,0%	-3,9%	-1,3%	-2,7%

Источник: Данные компании, исследования ХФ

При достижении выставленных планов по увеличению добычи и снижения капитальных затрат, эффективность обещает возрасти почти в два раза от каждого доллара капитальных инвестиций к баррелю добытой нефти.

Мы полагаем, что снижение капитальных затрат к 2020 году в тенге на 17,8% и в долларах на 48,6% (годовой рост-15,34%), вызвано необходимостью НК КМГ сохранить денежные средства РД КМГ (Т938 млрд на конец сентября 2015 года). Мы допускаем, что бюджет на 2016-2020 гг. будет скорректирован с учетом реальных возможностей компании и планов по сохранению и росту объемов добычи(исходя из фактов, бюджет на 2015 год пересматривался от Т85 млрд до Т96 млрд, и составил Т106 млрд).

Прогноз прибыльности компании и дивидендов

Деятельность ОМГ и ЭМГ убыточна при текущем ценообразовании, так в пресс релизе сообщалось, что Совет директоров утвердил сумму финансовой помощи для ОМГ в размере Т45 млрд тенге в 2016 году, и суммарно за 2015-2016 гг., компания оказала помощь в размере Т82 млрд (план возврата средств от ОМГ к концу 2017 года).

По нашей оценке, прибыль на 2015 год будет положительной за счет курсовой разницы, и размер ожидаемого дивиденда по итогам 2015 года составит Т443/акцию, \$1,9/ГДР. Однако, в 2016 году и далее, прибыль будет отрицательной, и составит -\$158 млн в 2016 году, -\$174 млн в 2017 году (значительное снижение в 2017 году ввиду увеличения доли поставок на внутренний рынок, но прирост в 2018 году за счет прогноза увеличения цены на нефть Brent).

Рис 3. Прогноз прибыльности компании ОМГ, ЭМГ

	2015П	2016П	2017П	2018П
ЕВITDA	-75 656	-48 402	-61 478	-55 443
ЕВIT	-123 816	-93 097	-106 173	-93 832
Чистая прибыль	181 823	-39 579	-45 480	-41 701
Прибыль за акцию	2 607	-564	-648	-594
Прибыль за ГДР	1,9	-0,3	-0,3	0,0
Дивиденд/акцию	443	0	0	0

Источник: Данные компании, исследования ХФ

Корректировка бизнес плана

Компания отметила необходимость дальнейшей корректировки бизнес плана, снижения затрат и увеличения цен поставок на внутренний рынок в целях достижения "нейтрального уровня прибыльности РД КМГ".

Целевая 12М цена

Мы понижаем нашу рекомендацию от Держать до Продавать по простым акциям и ГДР, снижаем целевую цену от \$7,7/ГДР до \$5,0/ГДР, снижаем целевую цену по простым акциям от Т14 177 до Т9 229, и снижаем 12М целевую цену по привилегированным акциям от Т5 800 до Т3 692.

Приложение 1. Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	845 770	488 460	615 405	609 847	657 623
Себестоимость	540 111	430 795	513 422	534 864	575 870
Валовая прибыль	305 659	57 664	101 983	74 983	81 753
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	102 568	129 534	146 986	133 182	133 916
ЕВITDA	200 964	(75 656)	(48 402)	(61 478)	(55 443)
Износ и амортизация	59 485	48 160	44 695	44 695	38 389
ЕВIT	141 479	(123 816)	(93 097)	(106 173)	(93 832)
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(60 191)	(20 586)	(20 449)	(27 912)	(22 195)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	62 556	262 510	(54 165)	(61 700)	(57 043)
Налог на прибыль	14 535	82 229	(10 833)	(12 340)	(11 409)
Чистая прибыль	48 021	180 281	(43 332)	(49 360)	(45 634)
Прибыль на акцию (EPS)	705	2 584	(617)	(703)	(650)
Балансовый отчет					
Денежные средства	180 245	194 737	186 817	181 372	140 000
Краткосрочные инвестиции	535 513	524 540	453 937	404 248	382 093
Дебиторская задолженность	56 570	32 711	41 263	40 940	44 202
Запасы	26 357	21 093	24 625	25 619	27 204
Prepaid expenses	94 339	83 038	67 695	67 083	72 339
Other current assets	12 350	7 133	8 986	8 905	9 603
Расходы будущих периодов	94 339	83 038	67 695	67 083	72 339
Итого оборотные активы	905 374	863 252	783 323	728 168	675 439
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	156 436	214 023	232 926	246 938	265 855
К получению от СП (КГМ)	13 808	21 325	21 325	21 325	21 325
Нематериальные активы	10 855	10 855	10 855	10 855	10 855
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	116 054	213 370	215 015	217 075	217 680
Инвестиции в СП (КГМ)	95 177	132 408	125 788	119 498	113 523
Прочие финансовые активы	18 567	-	-	-	-
Итого активы	1 483 848	1 622 810	1 556 809	1 511 437	1 472 255
Краткосрочные займы	3 000	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	59 514	55 113	64 222	66 689	70 682
Провизии	8 287	44 009	7 714	8 010	8 490
Прочие оборотные обязательства	34 215	27 331	31 848	33 072	35 052
Итого текущие обязательства	105 016	126 452	103 783	107 771	114 223
Долгосрочный долг	4 218	4 218	4 218	4 218	4 218
Отложенные налоговые обязательства	569	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	34 929	-	-	-	-
Итого обязательства	144 732	130 670	108 001	111 989	118 441
Капитал	163 004	163 004	163 004	163 004	163 004
Нераспределенная прибыль	1 098 170	1 251 194	1 207 862	1 158 502	1 112 868
Итого собственный капитал	1 339 116	1 492 140	1 448 808	1 399 448	1 353 814
Итого обязательства и собств. капитал	1 483 848	1 622 810	1 556 809	1 511 437	1 472 255
Отчет о движении денежных средств					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль	-	262 257	(54 165)	(61 700)	(57 043)
Износ и амортизация	-	48 160	44 695	44 695	38 389
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий	-	(20 586)	(20 449)	(27 912)	(22 195)
Изменения оборотного капитала	-	70 077	(21 263)	4 009	(4 346)
Изменения прочих активов и пассивов	-	4 715	-	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:	-	121 418	(40 350)	(28 569)	(33 786)
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции	-	(106 000)	(187 577)	(163 631)	(162 403)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты	-	10 973	199 557	158 842	132 622
Денежные средства от инвест. деятель-ти	-	(95 027)	11 980	(4 789)	(29 781)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов	-	(4 548)	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП	-	20 586	20 449	27 912	22 195
(Дивиденды) акционерам группы	-	(27 004)	-	-	-
Денежные средства от фин. деятель-ти	-	(11 899)	20 449	27 912	22 195
Чистый прирост денежных средств	-	14 492	(7 920)	(5 445)	(41 372)
Баланс денежных средств на начало периода	-	180 245	194 737	186 817	181 372
Баланс денежных средств на конец периода	-	194 737	186 817	181 372	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

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
s.amangeldi@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