



РД КАЗМУНАЙГАЗ

Привилегированные акции выглядят дешево

Увеличение поставок на внутренний рынок и рост операционных расходов окажут негативный эффект на финансовые показатели РД КМГ в 17-20гг. Мы ожидаем отрицательный денежный поток от операционной деятельности РД КМГ в долгосрочной перспективе. Однако значительный объем денежных средств служит буфером для акции компании.

Финансовые результаты РД КМГ в 1 квартале 2016 года являются слабыми. Операционный убыток составил 3 690 млн. тенге, а общая чистая прибыль составила 924 млн. тенге. Снижение чистой прибыли произошло на фоне снижения цен на нефть, роста операционных и административных расходов и в связи с убытком от совместно контролируемых предприятий и ассоциированной компании. В результате в 1 квартале у компании образовался операционный убыток.

Мы ожидаем постепенный рост стоимости нефти в течении 2016-20 годов. В 2016 году мы прогнозируем среднюю стоимость нефти в размере \$44 за баррель, которая к 2020 году должна вырасти до \$60 за баррель.

У РД КМГ по прежнему значительный запас денежных средств и финансовых активов - 1 026 млрд. тенге. Долг у компании практически отсутствует. В расчете на одну акцию денежные средства составляют 15 054 тенге, что выше текущей рыночной стоимости акций на 11%. Данный объем ограничивает потенциал падения стоимости акций с нынешних уровней.

Основные прогнозы. Мы ожидаем увеличения выручки в 2017-20гг., в основном за счет увеличения объема добычи и увеличения цен на нефть. Тем не менее, в связи с ростом поставок на внутренний рынок до 45% к 2020 году выручка компании от экспорта будет снижаться, и замещаться доходами от поставок на внутренний рынок, которые поставляются по меньшей цене. Мы ожидаем роста операционных расходов в 17-20 гг. в среднем на 5%, а также отрицательной доли в результатах ассоциированной компании и совместных предприятий.

Дивидендные выплаты компании в 2017-20 гг. будут минимальными. По нашим ожиданиям, компания будет распределять приблизительно 15-25% от чистой прибыли.

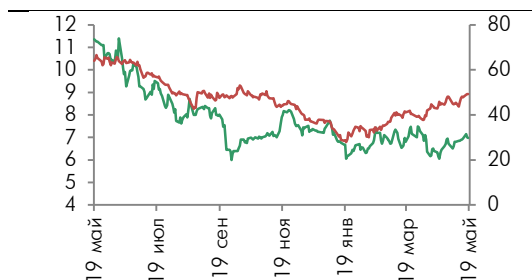
Наша целевая цена по ГДР (акциям) РД КМГ составляет **\$7.6/ГДР (15 300 тенге/акция)**, что подразумевает рост стоимости на **7%**. В связи с чем, мы рекомендуем «ДЕРЖАТЬ», ценные бумаги компании. Однако мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» привилегированные акции РД КМГ, так как по нашему мнению они являются недооцененными. Целевая стоимость **10 700 тенге** с потенциалом роста **75%**. Основным триггером для увеличения целевой стоимости акции может послужить ощутимый рост цены на нефть.

Нурлан Ашинов
nashinov@bcc-invest.kz

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

Тикеры	KMG LI/RDZ KZ
Капитализация	\$2.8 млрд.
Последняя цена (ГДР)	\$7.15
Диапазон, 52 нед.	\$5.85-\$11.7
Ср. дневной объем (3 месяца)	\$1 млн.
Целевая цена (ГДР/акций)	\$7.6/15 300 тенге
Потенциал роста ГДР/акций	+4.8% /+7.2%
Рекомендация (ГДР/прот.)	ДЕРЖАТЬ
Целевая цена (прив.)	10 700 тенге
Потенциал роста	75%
Рекомендация (прив.)	ПОКУПАТЬ
Brent 2016	44\$/баррель

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2014	2015	2016
Выручка	845.7	529.8	677.6
Налоги	-315.9	-172.6	-208.4
Опер-ные расходы	-386.2	-372.7	-417.1
Оперная прибыль	143.6	-15.4	52.1
Чистая прибыль	47.0	243.7	49.6
EV/EBITDA	3.8	NA	-0.6
P/E	20.4	3.9	17.7

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2014	2015	1кв16
Операционная маржа	17.0%	-2.9%	-3.8%
Чистая маржа	5.6%	46.0%	0.8%
Лeverидж	0.5%	0.6%	0.6%
ROAA	2.8%	15.6%	0.2%
ROAE	3.2%	17.3%	0.2%

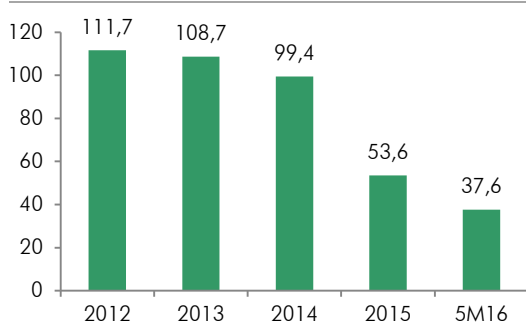
Нефть – наши ожидания и прогнозы

Нефть – наши ожидания и прогнозы

В январе 2016 года стоимость нефти марки Brent опускалась до минимальных значений с 2004 года. Минимальное значение было зафиксировано 20 января 2016 года в размере \$27.88 за баррель. На сегодняшний день, стоимость нефти значительно укрепилась. Так, с начала года нефть выросла более чем на 29%. Положительно на стоимость нефти оказали следующие события: снижении объемов добычи нефти в США, ослабление доллара по отношению к другим валютам, снижение уровня запасов топлива

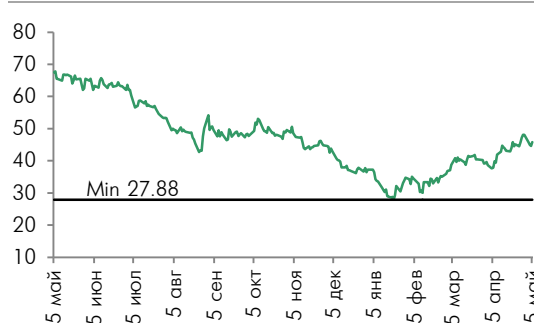
В январе-марте 2016 года стоимость нефти составила \$33.94 за баррель. РД КМГ поставляют добываемую нефть на экспорт по двум основным маршрутам: через трубопроводы Каспийского Трубопроводного Консорциума (далее – КТК) и Узень-Атырау-Самара (УАС). В 1 квартале 2016 средняя цена реализации нефти по направлению УАС составила \$30.52 за баррель, а по направлению КТК составила \$34.37 за баррель.

Рис 1 Средняя цена на нефть марки Brent (\$/баррель)



Источник: данные компании

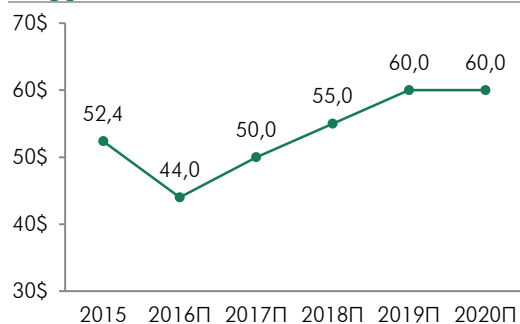
Рис 2 Динамика стоимости нефти марки Brent в течение 12 месяцев



Источник: данные компании

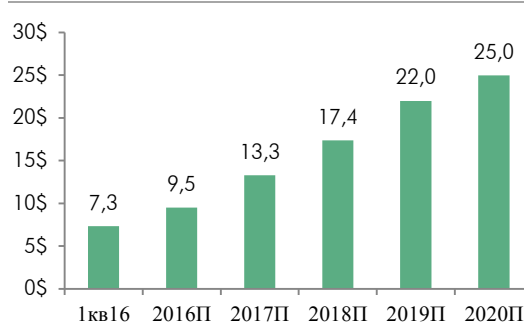
В течение 5 месяцев 2016 года средняя стоимость нефти марки Brent составила \$37.6 за баррель. По нашим прогнозам, цены на нефть будут постепенно расти в период с 2017-20 гг. с \$50 за баррель до \$60 за баррель. На внутренний рынок исторически компания поставляла по ценам ниже рыночной стоимости. Мы полагаем, что данная тенденция продолжится.

Рис 3 Прогноз цен на нефть марки Brent (\$/баррель) на 2016-



Источник: данные компании

Рис 4 Прогноз цен на нефть на внутренний рынок на 2016-20 гг.



Источник: данные компании

Производство и реализация нефти

Добыча нефти в 1 квартале продолжила расти

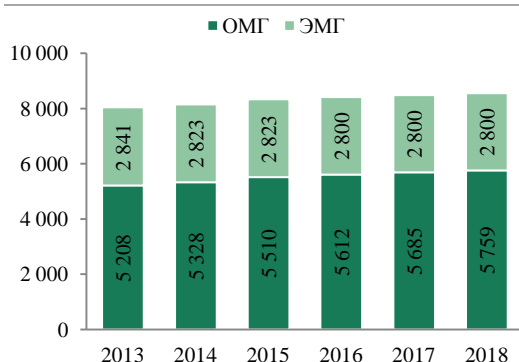
В 1 квартале 2016 года объем добычи нефти РД КМГ составил 2 089 млн. тенге, из них 1 387 млн. тонн (+3.6%) было добыто на ОМГ и 702 млн. тонн (+2.9%) на ЭМГ. В отношении реализации поставок нефти с основных активов РД КМГ произошли изменения в 1 квартале. Объем поставок нефти на внутренний рынок составил 40.5% в сравнении с 30.4% (2015 г.), по направлению УАС 31.2% в сравнении с 35% (2015 г.), а по направлению КТК составил 28.3% против 23.2% (2015 г.).

Ожидания и прогнозы

По итогам 2016 года компания планирует достичь добычи нефти в размере 8 434 млн. тонн (+1%), а на внутренний рынок поставить приблизительно 2 380 млн. тонн. К 2020 году компания ожидает увеличения объема добычи нефти приблизительно на 4%.

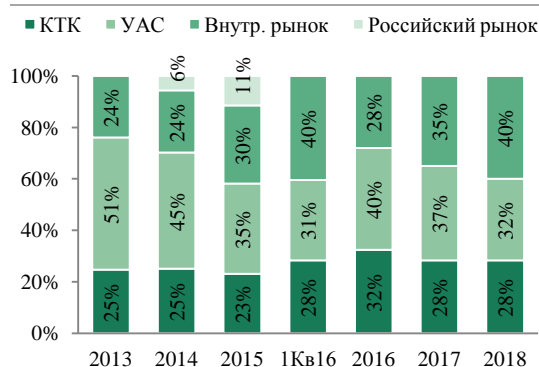
При осуществлении прогнозов на 2016-20 гг. мы ориентировались на планы компании по объему добычи нефти. Мы ожидаем постепенного увеличения поставок нефти на внутренний рынок до 45% к 2020 году. По нашим ожиданиям, увеличение объема реализации нефти на внутренний рынок будет нивелировано снижением поставок нефти по направлению УАС.

Рис 5 Добыча на основных месторождениях РД КМГ



Источник: данные компании

Рис 6 Основные направления реализации нефти



Источник: данные компании

Наиболее выгодным направлением реализации нефти в 1 квартале согласно нэтбэк анализу является маршрут через трубопровод Узень-Атырау-Самара (УАС). В 1 квартале нэтбэк по этому направлению составил \$16.7 долларов США за баррель.

Стоит отметить, что компанией ожидается увеличение поставок нефти на внутренний рынок до 45% от общего объема реализации в 2016-20 гг. Это негативно повлияет на доходность компании, так как экспортные направления являются более прибыльными, а на внутренний рынок компания поставляет нефть с дисконтом к рыночной стоимости нефти марки Brent.

В 1 квартале руководство РД КМГ приняло решение перейти на схему самостоятельного процессинга нефти с последующей реализацией нефтепродуктов с апреля 2016 года. Данное событие имеет

положительный эффект на ценообразование поставок на внутренний рынок.

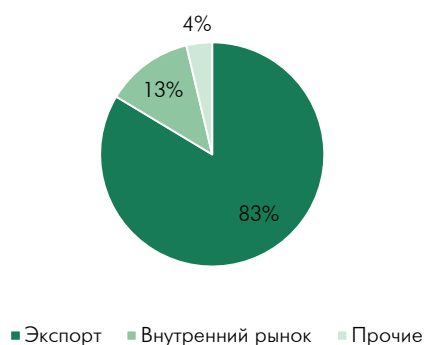
Операционный убыток по итогам 1 квартала 2016 года

В 1 квартале 2016 года РД КМГ получила чистую прибыль в размере 924 млн. тенге в сравнении с 1 582 млн. тенге в 1 квартале 2014 года. Снижение прибыли РД КМГ главным образом связано с уменьшением средних котировок нефти марки Brent (-37%, К-к-К), что в свою очередь также негативно отразилось на результатах совместных предприятиях и ассоциированной компании. Помимо этого стоит отметить рост административных расходов и налога на прибыль.

Выручка от экспорта увеличилась на 3.6% и составила 101 340 млн. тенге, а выручка от реализации на внутреннем рынке увеличилась на 13.5% до 15 354 млн. тенге.

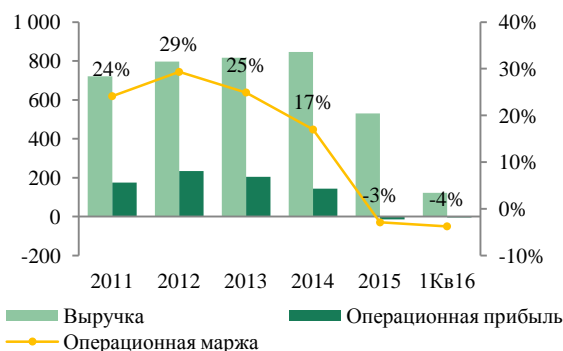
Операционные расходы увеличились на 4% за квартал и составили 93 758 млн. тенге. В 1 квартале 2016 года эмитент получил операционный убыток в размере 4 560 млн. тенге.

Рис 7 Структура выручки компании



Источник: данные компании

Рис 8 Операционная прибыль и



Источник: данные компании

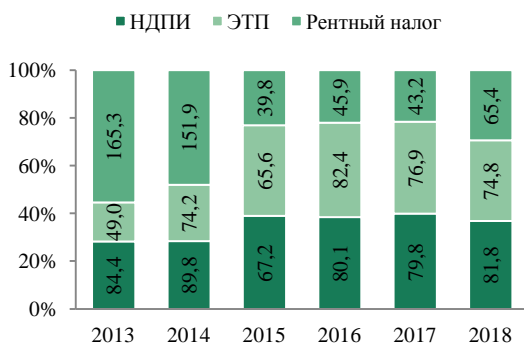
Стоит отметить, что дополнительный негативный эффект на финансовые результаты РД КМГ в 1 квартале 2016 года оказали результаты ассоциированной компании и совместных предприятий. Доля в результатах составила -3 690 млн. тенге. Деятельность этих компаний была подвержена снижению цен на нефть и увеличению обязательств по поставкам на внутренний рынок. Мы ожидаем, что в 2017-20 гг. результаты ассоциированной компании и совместных предприятий будут оказывать негативный эффект на финансовые результаты РД КМГ.

Налоговые выплаты

С января 2016 года экспортная таможенная пошлина (ЭТП) была снижена до \$40 за тонну. С 1 марта 2016 года введение плавающей ставки экспортной таможенной пошлины (ЭТП) на нефть с привязкой к мировой цене. Данная мера является положительным событием для РД КазМунайГаз. Стоит отметить, что в 2015 году ЭТП составляла \$60/тонну или \$8.2 за баррель. При средней стоимости реализации нефти в размере \$33.94/баррель, 24% доходов приходилось на выплату ЭТП с каждого проданного барреля нефти.

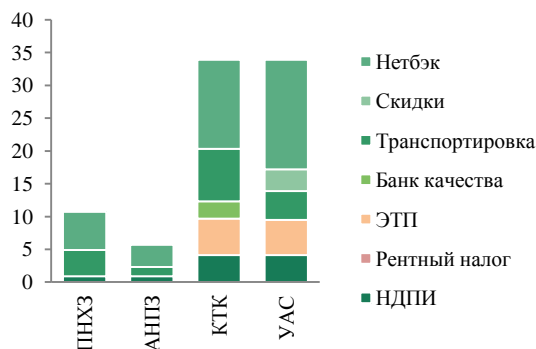
В связи со снижением средней цены реализации нефти в 1 квартале 2016 года ниже \$50/баррель компания не выплачивала рентный налог.

Рис 9 Налоговые выплаты компании



Источник: данные компании

Рис 10 Нэтбэк анализ за 1 кв. 2016 (\$/баррель)



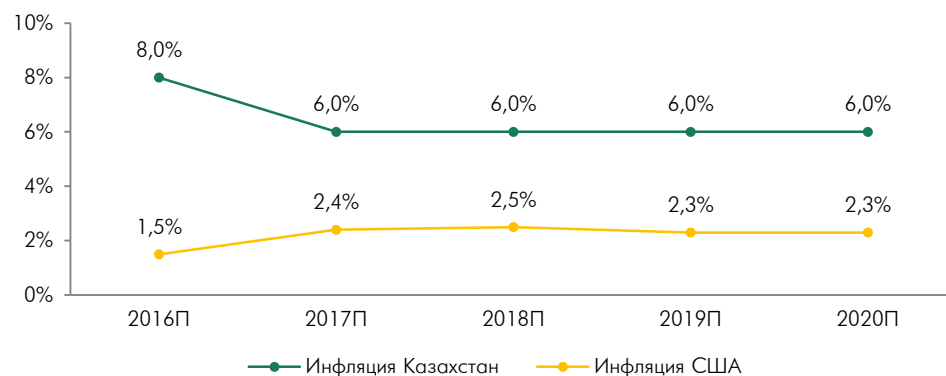
Источник: данные компании

Налоговые выплаты компании зависят от рыночной стоимости нефти и от объема добычи нефти. На основе прогноза основных вводных данных (нефть и объем добычи) мы рассчитали налоговые выплаты компании в 2016-20 гг. Мы ожидаем постепенного увеличения налоговых выплат в связи с восстановлением стоимости нефти до \$60 за баррель к 2020 году.

Основные прогнозы

Мы ожидаем, что средняя цена на нефть по итогам 2016 года составит \$44 за баррель и в 2017-20гг. будет постепенно расти с \$50 до \$60 за баррель к 2020 году. На основе этих прогнозов мы считаем, что курс тенге по отношению к доллару будет укрепляться, однако мы понимаем, что курс все же будет ослабевать по отношению к доллару на разницу в уровнях инфляции. По нашим прогнозам средний обменный курс в 2016 году составит 340 тенге за один доллар, а в период с 2017–20 гг. тенге будет ослабевать приблизительно на разницу между инфляцией в РК и США.

Рис 11 Прогноз темпов роста инфляции в Казахстане и США



Источник: прогнозы IMF, прогнозы BCC Invest

В зависимости от стоимости нефти будет меняться рентный налог на нефть и ЭТП. С учетом прогнозных цен на нефть мы осуществили прогноз основных налоговых статей. Так, при укреплении нефти выше \$50 за баррель рентный налог возрастет с 7% до 11%, а ЭТП станет более \$50 за тонну.

Основные вводные данные

	2013Ф	2014Ф	2015	2016П	2017П	2018П
Среднегодовой курс USD/KZT	152,1	179,1	222,3	340,0	309,7	291,2
Среднегодовые цены на нефть марки Brent, \$/bbl	108,7	98,9	52,4	44,0	50,0	55,0
Цена на внутренний рынок	36,8	37,2	22,8	9,5	13,3	17,4
Среднегодовая ставка рентного налога на экспорт	21%	19%	11%	7%	7%	11%
Среднегодовая ставка ЭТП, \$/тонна	60,0	75,0	60,0	40,0	45,0	50,0
Среднегодовая ставка НДС	15%	12%	12%	12%	12%	12%
Коэффициент выплаты дивидендов	95%	64%	25%	0%	15%	15%
Общая добыча нефти	8 049	8 151	8 333	8 412	8 485	8 559
	+3.6%	+1.3%	+2.2%	+0.9%	+0.9%	+0.9%

Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

Принимая во внимание наши исходные данные мы осуществили прогноз основных финансовых показателей компании.

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

в млрд. тенге	2014Ф	2015Ф	2016П	2017П	2018П
Доходы от реализации	846	530	678	682	705
Сырая нефть	816	510	667	665	682
Экспорт	707	364	612	577	557
Внутренний рынок	109	145	55	88	125
Прочие	30	20	10	16	23
Налоги недропользователей	-316	-173	-208	-200	-222
Операционные расходы	-386	-373	-417	-430	-452
Операционная прибыль	144	-15	52	52	31
Доход от основной деятельности	-119	-69	52	52	31
Доход в результатах АК и СП	60	-20	-16	-8	-3
ЕВИТ	-59	-89	34	44	29
Доходы / (расходы) от курсовой разницы	109	449			
Прибыль до налогообложения	62	371	71	76	59
Прибыль за год	47	244	54	58	45
Прибыль на акцию	690	3 678	811	875	678
Прогнозируемый дивиденд			0	122	131

Мы прогнозируем увеличение выручки в прогнозный период, в основном за счет увеличения объема добычи и увеличения цен на нефть. Тем не менее, в связи с ростом поставок на внутренний рынок до 45% к 2020 году выручка компании от экспорта будет снижаться, и замещаться доходами от поставок на внутренний рынок, которые гораздо ниже.

Мы ожидаем постепенное увеличение стоимости нефти, в связи с чем налоговая нагрузка вырастет, так как большая часть налогов имеет привязку к стоимости нефти.

Наш прогноз по выручке предполагает увеличение доходов от реализации нефти на 0.6% в 2016 году, на 3.4% в 2017 году и на 6.3% в 2018 году.

Рост операционных расходов превышает темпы роста доходов. В связи с этим должны отметить, что значительное влияние на финансовые результаты компании станет способность руководства РД КМГ повысить операционную эффективность деятельности компании.

Прогноз по дивидендам

В 2016 году впервые с момента IPO совет директоров РД КМГ рекомендовал не выплачивать дивиденды по простым акциям по итогам 2015 года. Данное решение было принято в связи со значительным снижением цен на нефть, что стало причиной отрицательного денежного потока компании. В период низких цен на нефть и режиме экономии, скорее всего, компания не возобновит выплату высоких дивидендов. По привилегированным акциям компания выплатит минимальный дивиденд по итогам 2015 года, который составит 25 тенге на одну акцию. Дата фиксации – 3 июня, а выплата дивидендов – 4 июля 2016 года.

Дивидендная политика РД КМГ подразумевает выплату дивидендов по своим простым и привилегированным акциям равным в сумме 15% от своей прибыли после налогообложения по своим консолидированным МСФО счетам. В связи с этим мы ожидаем выплаты дивидендов по простым акциям в размере 15% в 2017-20 гг.

Обратный выкуп

Так же хотим отметить, что значительный объем денег на балансе, отсутствие значительных инвестиционных проектов и низкая рентабельность капитала по отношению к стоимости самого капитала свидетельствует о высокой вероятности обратного выкупа. Однако, в данный момент это не является нашим базовым сценарием.

Оценка акций

Для оценки стоимости акций мы использовали модель дисконтированных денежных потоков (DCF).

Наша оценка компании состоит из суммы 2-х составляющих:

1. Дисконтированный поток свободных денежных средств поступающих в будущем.
2. Чистая задолженность (задолженность за минусом ликвидные активы).

По нашей оценке, свободные денежные потоки компании в период с 2016 -17 гг. являются отрицательными. В итоге, по нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2016 года будет отрицательной.

Значительный объем депозитов, служит «подушкой безопасности» для РД КМГ, что является дополнительной поддержкой для рыночной стоимости акции. Однако отрицательные денежные потоки проедают денежную массу компании, что предполагает меньшую целевую стоимость, чем объем депозитной базы. В то же время, можно полагать, что при нынешних объемах денежных средств и депозитов, текущая стоимость акции предполагает ограниченный потенциал падения (денежные средства и депозиты на акцию составляют 15 054 тенге при стоимости акций 14 263 тенге).

Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по ГДР и простым акциям РД КазМунайГаз составляет \$7.6 и 15 300 тенге, соответственно, что при нынешней цене предполагает рост в размере 7.3%. Рейтинг ДЕРЖАТЬ.

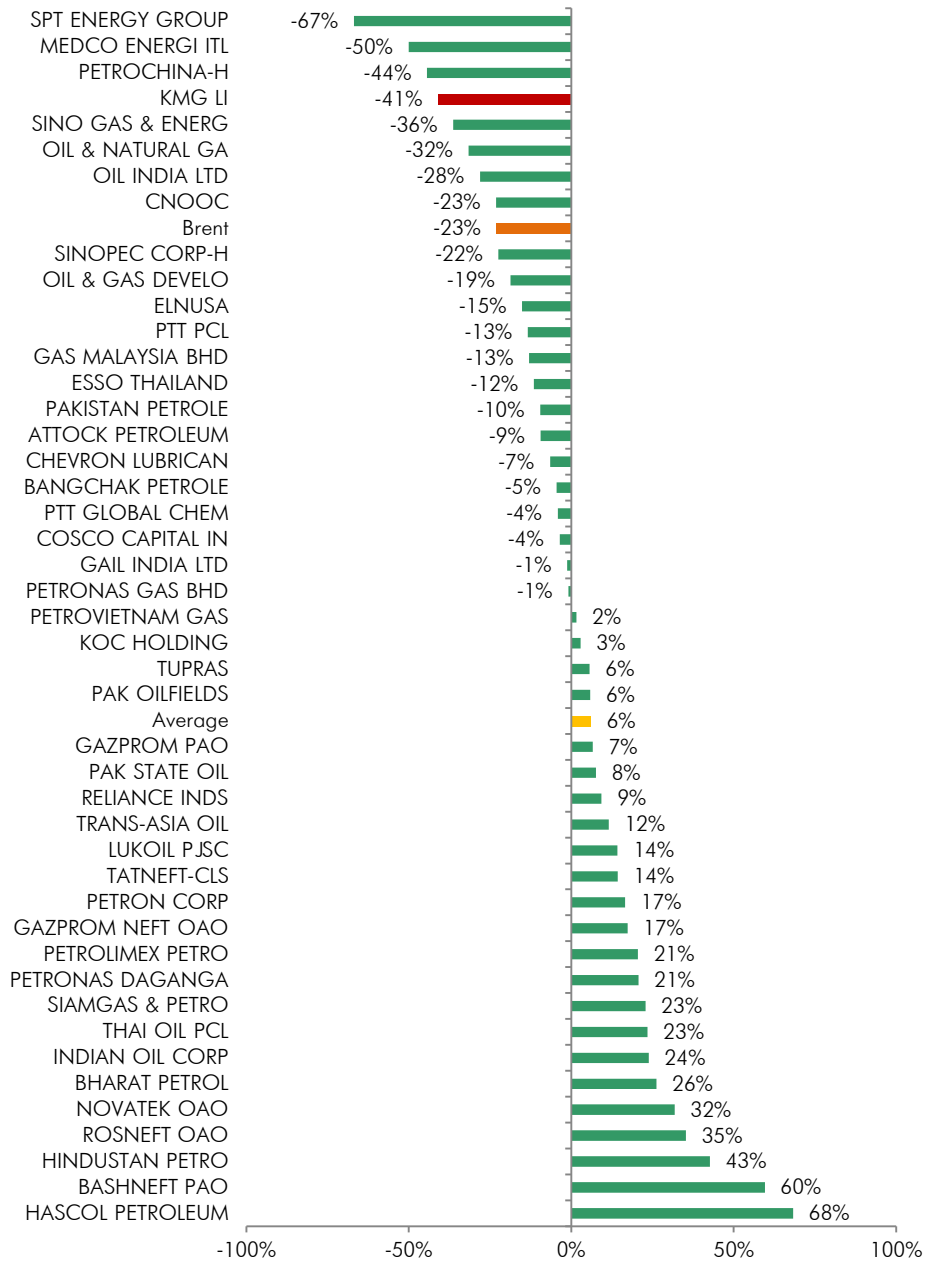
Для расчета целевой стоимости привилегированных акций мы применили дисконт текущей цены привилегированных акций к простым акциям в размере 30% (за последние 3 года). Данный дисконт мы применили в связи с более низкой ликвидностью акций. В итоге наша целевая цена по привилегированным акциям составляет 10 710 тенге. Рейтинг по акциям ПОКУПАТЬ, потенциал роста 75%.

KZT, млрд.	2015 Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Adjusted EBITDA	-15	61	70	55	72	70
Налог на прибыль	-128	-16	-17	-13	-17	-16
Инвестиции в оборотный капитал	-13	-13	-13	-13	-13	-13
Операционные денежные потоки	-156	32	40	29	42	40
Капитальные затраты	-95	-122	-123	-127	-135	-144
Свободные денежные потоки	-251	-90	-83	-98	-93	-104
<i>Фактор дисконтирования</i>		1,0	1,2	1,4	1,6	1,8
Дисконтированные св-е денежные потоки		-90	-71	-72	-59	-56
Куммулятивный DFCF		-90	-161	-233	-291	-347
Терминальная стоимость						-628
Дисконт-я терминальная стоимость						-341
Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)					-688	
В млрд. тенге						
Стоимость основных активов(ОМГ и ЭМГ)						-6,9
Чистый долг						-1 014,7
Стоимость предприятия						1 014,1
Количество акций (млн. шт.)						66
Стоимость одной акции (тенге)						15 300
Стоимость одной ГДР (\$)						7.6

РД КМГ упал больше чем аналоги

Акции РД КМГ упали на 41% за последние 12 месяцев. Стоит отметить, что несмотря на восстановление цен на нефть РД КМГ не удалось отыграть падение стоимости акций. Всего 3 компании из 45 выбранных нами аналогов показали динамику хуже, чем у РД КМГ. В связи с чем, можем сделать вывод, что РД КМГ более подвержен падением стоимости нефти, чем выбранные аналоги.

Рис 12 Изменение цен акции аналогов РД КМГ и нефти за 12 месяцев



Источник: Bloomberg

Контактная информация

АО ВСС Invest Д/О АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz

Роман Попов

Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)
rpopov@bcc-invest.kz

Айдана Надирова

Начальник департамента торговых операций
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 91)
anadirova@bcc-invest.kz

Наина Романова

Ведущий аналитик
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)
nromanova@bcc-invest.kz

Нурлан Ашинов

Начальник управления аналитики
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 46)
nashinov@bcc-invest.kz

*** Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «ВСС Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «ВСС Invest», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

© ВСС invest 2016