



## РД КАЗМУНАЙГАЗ

Наина Романова  
[nromanova@bcc-invest.kz](mailto:nromanova@bcc-invest.kz)

## Пересмотр целевой цены

**Мы пересмотрели целевую стоимость ценных бумаг РД КМГ, учитывая переход компании на схему самостоятельного процессинга нефти, что подразумевает увеличение доходов от поставок на внутренний рынок. Принимая во внимание умеренный рост операционных расходов мы полагаем, что компания выйдет на положительные денежные потоки.**

**Финансовые результаты РД КМГ** в течение 9 месяцев 2016 года заметно улучшились, чему поспособствовало переход компании на схему самостоятельного процессинга нефти и рост цен на нефть. У компании сформировалась положительная операционная прибыль, а также положительные денежные потоки от операционной деятельности, свидетельствующие о возможном возобновлении дивидендных выплат акционерам.

**Мы ожидаем постепенный рост стоимости нефти в течение 2017-21 годов.** В 2017 году мы прогнозируем среднюю стоимость нефти в размере \$53.4 за баррель, которая к 2021 году должна вырасти до \$61.8 за баррель.

**В прогнозном периоде,** принимая во внимание рост цен на нефть и относительно плавное увеличение основных статей расходов относительно 2016 года, мы ожидаем положительные свободные денежные потоки, что предполагает, что стоимость компании должна превышать сумму денежных средств и финансовых активов компании на одну акцию. По нашим расчетам, на 3кв16 года на одну акцию приходится 16 387 тенге.

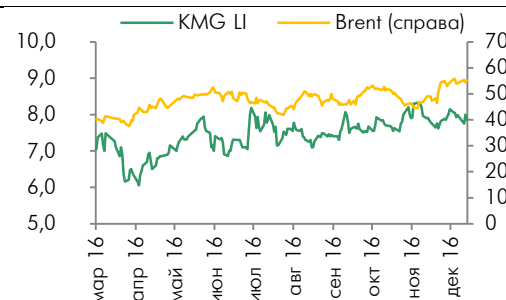
**Рыночные мультипликаторы РД КМГ** свидетельствует о возможном потенциале роста. Так, по нашим расчетам показатель EV/EBITDA у РД КМГ является отрицательным в сравнении с 4.52x по российским нефтедобывающим компаниям, а показатель P/E 2016 г. составляет 7.53x при 8.8x у аналогов. Ценные бумаги РД КМГ являются недооцененными по мультипликаторам.

**Дивидендные выплаты** компании в 2018-20 гг. могут составить приблизительно 50% от чистой прибыли при отсутствии крупных инвестиционных проектов. Прогнозируемая дивидендная доходность по простым акциям составляет в среднем 6.5% и по привилегированным акциям составляет 12.8%.

**Наша целевая цена** по акциям и ГДР РД КМГ составляет **19 100 тенге/акция и \$9.5/ГДР**, что подразумевает рост стоимости на **25%/26%**, рекомендация – **«ПОКУПАТЬ»**. Наша целевая цена по привилегированным акциям составляет **9 550 тенге**, что подразумевает потенциал роста в размере **22%**. Рекомендация **«ПОКУПАТЬ»**. По привилегированным акциям хотим отметить риск ликвидности. Средний дневной объем в течение 3 месяцев составлял 7.8 млн. тенге.

Тикеры	KMG LI/RDZG KZ
Капитализация	\$3.2 млрд.
Последняя цена (ГДР)	\$7.56
Диапазон, 52 нед.	\$5.95-\$8.4
Ср. дневной объем (3 месяца)	\$2 млн.
Целевая цена (ГДР/акций)	\$9.5/19 100 тенге
Потенциал роста ГДР/акций	+26% /+25%
Рекомендация (ГДР/прост.)	ПОКУПАТЬ
Целевая цена (прив.)	9 550 тенге
Потенциал роста	22%
Рекомендация (прив.)	ПОКУПАТЬ
Brent 2017	53.4\$/баррель

## ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2015	2016	2017
Выручка	529.8	736.7	932.3
Налоги	172.6	149.8	253.5
Оперные расходы	372.7	435.1	482.8
Оперная прибыль	15.4	151.7	196.0
Чистая прибыль	138.8	161.9	135.0
EV/EBITDA	-17.1	-0.43	-0.34
P/E	3.51	7.53	6.46

## ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

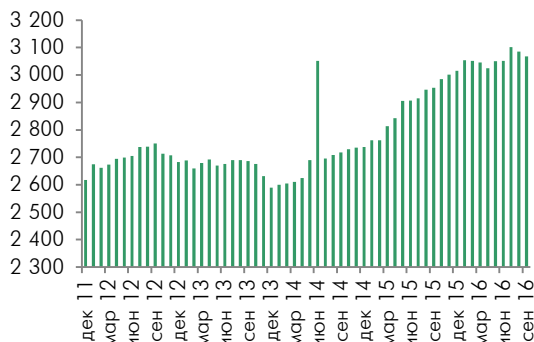
	2015	2016	2017
Операционная маржа	-2.9%	20.6%	21.0%
Чистая маржа	46.0%	18.8%	17.4%
Лeverидж	0.01	0.01	0.01
ROAA	12.1%	6.7%	7.4%
ROAE	13.4%	7.4%	8.1%

## Обзор рынка нефти

### Дисбаланс спроса и предложения нефти сохраняется

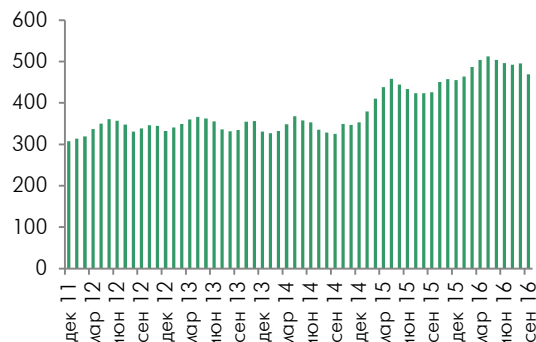
Коммерческие запасы нефти в странах ОЭСР и США с начала года продемонстрировали рост. Тем не менее, хотим отметить, что в июле коммерческие запасы несколько скорректировались вниз. Однако, запасы в ОЭСР по-прежнему остаются на 300 млн. баррелей выше среднего уровня за пять лет.

**Рис 1 Коммерческие запасы ОЭСР**



Источник: данные компании

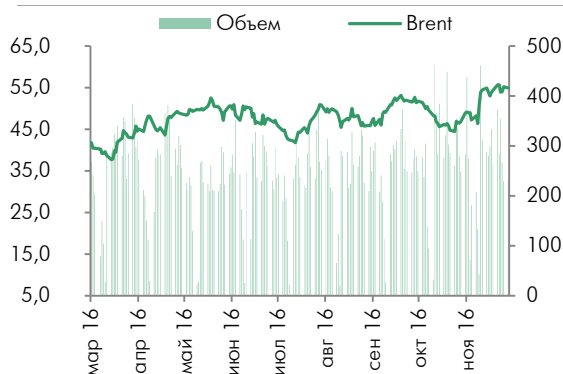
**Рис 2 Коммерческие запасы США**



Источник: данные компании

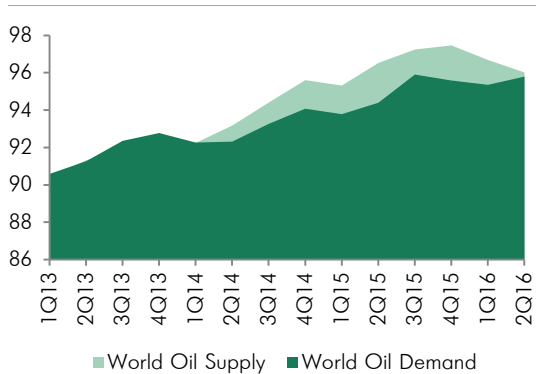
По оценкам Международного энергетического агентства (EIA) с начала 2014 года на мировом рынке энергоресурсов можно было наблюдать дисбаланс спроса и предложения нефти. По последним данным, на конец 2 кв16 года профицит нефти составлял 0.22 млн. баррелей/день.

**Рис 3 Изменение стоимости нефти в течение 12 месяцев**



Источник: данные компании

**Рис 4 Мировой спрос и предложение нефти**



Источник: www.eia.org

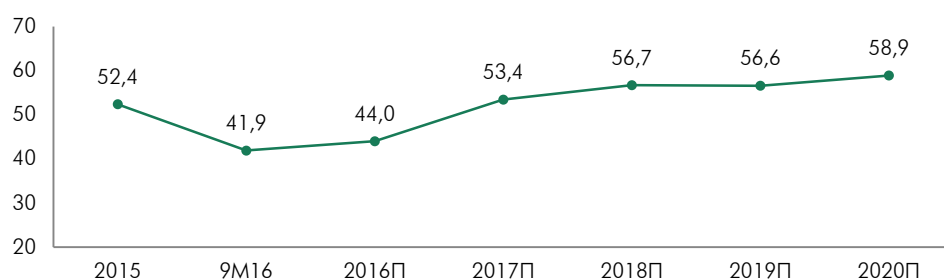
30 ноября 2016 года состоялась встреча ОПЕК в Вене, в ходе которой страны участники договорились снизить объемы добычи нефти на 1.2 млн. баррелей до 32.5 млн. баррелей. Позднее стало известно, что дополнительно 11 стран не входящих в ОПЕК договорились снизить добычу на 0.558 млн. баррелей. Соглашение будет действовать полгода, начиная с января 2017 года. В связи с этим событием, достигнутым впервые за восемь лет, были пересмотрены перспективы дальнейшего развития рынка энергоресурсов. Так, МЭА ожидает, что в 1 полугодии 2017 года в случае соблюдения странами, достигнутых ранее соглашений, может образоваться дефицит приблизительно в 0.6 млн. баррелей/день, что может положительно отразиться на нефтяных котировках. Тем не менее, хотим отметить, что на рынке существуют

опасения относительно того смогут ли страны придерживаться производства согласно установленным квотам и насколько долго продержится соглашение.

Однако существует вероятность увеличения добычи сланцевой нефти в США, что не позволит ценам на нефть укрепиться выше \$60/баррель.

Наш прогноз цен на нефть базируется на данных Bloomberg и консенсус прогнозе ведущих инвестиционных банков. В течение 9 месяцев 2016 года средняя стоимость нефти марки Brent составляла \$41.9 за баррель. По нашим прогнозам, цены на нефть будут постепенно расти в период с 2017-20 гг. с \$53.4 за баррель до \$60 за баррель к 2021 году.

**Рис 5 Прогноз цен на нефть 2017-20 гг.**



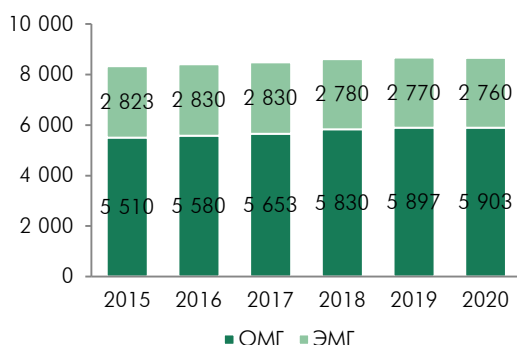
Источник: Bloomberg, прогнозы BCC Invest

## Обзор деятельности РД КМГ

### Объем поставок на внутренний рынок за 9M16 составил 40%

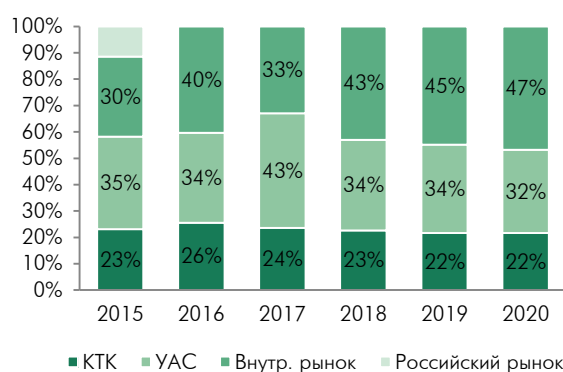
Общая добыча на месторождениях ОМГ и ЭМГ составила 6 303 тыс. тонн, увеличившись на 1.4% по отношению к аналогичному периоду предыдущего года. За отчетный период было реализовано 6 288 тыс. тонн (99.8%), из которых 40% было поставлено в качестве обязательных встречных поставок на внутренний рынок, а 60% объемов добытой нефти было экспортировано через трубопроводы УАС и КТК.

**Рис 6 Добыча на основных месторождениях РД КМГ**



Источник: данные компании

**Рис 7 Основные направления реализации нефти**



Источник: данные компании

Согласно последним данным РД КМГ ожидает поставить на внутренний рынок 33% от общего объема реализованной нефти в 2017 году. Стоит отметить, что в 2017 году ожидается завершение модернизации АНПЗ и ПНХЗ, в связи с чем мы думаем, что доля внутренних поставок значительно увеличится с 2018 года. В наших прогнозах, мы ожидаем, что в течение следующих 5 лет

объемы поставок нефти на внутренний рынок постепенно вырастут с 40% в 2016 году до 50% от общего объема реализации к 2021 году.

РД КМГ ожидает увеличения добычи нефти к 2021 году до 9 300 тыс. тонн на основании дополнительных геолого-технических мероприятий. Однако, в наших прогнозах мы решили подойти более консервативно и ожидаем, что добыча на основных месторождениях РД КМГ вырастет с 8 600 тыс. тонн в 2017 году до 8 659 тыс. тонн (+2.1%) в 2021 году согласно ранее утвержденному плану.

### **Внутренние поставки нефти являлись убыточными до 2кв16**

РД КМГ необходимо осуществлять обязательные объемы поставок на внутренний рынок согласно установленным министерством энергетики квотам на поставку. После выполнения обязательных поставок нефти на внутренний рынок, оставшиеся объемы нефти могут быть экспортированы. Исторически, цены поставок на внутренний рынок существенно отличались от рыночных. К примеру, в 1 квартале 2016 года средняя цена реализации нефти на внутренний рынок составляла 18 546 тенге/тонну или \$7.22/баррель при среднерыночной цене на уровне \$33.94/баррель, что подразумевает дисконт в размере 78.7% для поставок на внутренний рынок.

В дополнение, цены реализации нефти на внутренний рынок после существенного падения цен на нефть находились ниже себестоимости. Согласно данным компании цена внутренних поставок нефти в 1кв16 на АНПЗ составляла 15 тыс. тенге/тонну при себестоимости добычи на уровне 30 тыс. тенге/тонну, а на ПНХЗ цена поставок составляла 28 тыс. тенге/тонну при себестоимости 36 тыс. тенге/тонну.

Такая ситуация сложилась в связи с тем, что цены по поставкам на внутренний рынок устанавливались КМГ ПМ (КазМунайГаз - переработка и маркетинг) самостоятельно в связи с отсутствием формулы ценообразования.

### **Переход на схему самостоятельного процессинга нефти**

С апреля 2016 года РД КМГ перешла на новую схему поставок нефти на внутренний рынок. До этой даты компания осуществляла продажу сырой нефти путем реализации напрямую КМГ ПМ, которая в свою очередь определяла цены поставок. Различие между двумя схемами заключается в том, что теперь РД КМГ самостоятельно перерабатывает сырую нефть для внутренних поставок на АНПЗ и ПНХЗ с целью дальнейшей продажи нефтепродуктов через агента по продажам, в роли которого выступает КМГ ПМ.

В свою очередь, РД КМГ теперь несет затраты по переработке и другие расходы по реализации. Стоит отметить, что чистый доход от продажи нефтепродуктов за вычетом основных расходов на процессинг и налоги, превышает себестоимость. Так, в 3кв16 года чистый доход от реализации по поставкам на АНПЗ составил около 13 тыс. тенге/тонну, а по поставкам на ПНХЗ чистый доход составил 18 тыс. тенге/тонну. Хотим напомнить, что в течение 2017 года ожидается завершение модернизации нефтеперерабатывающих заводов, в результате чего мы прогнозируем увеличение тарифов на переработку нефти на 25% на АНПЗ и на 10% на ПНХЗ. Также ожидается увеличение доли выхода светлых нефтепродуктов, стоимость которых находится выше стоимости темных нефтепродуктов. В

3кв16 производство светлых нефтепродуктов на АНПЗ составляло 43%, а на ПНХЗ 64%.

### Выход на положительные денежные потоки со 2кв16

В течение 9 месяцев 2016 года в деятельности компании произошло несколько положительных моментов. Была проведена работа по возврату ранее уплаченных налогов, снижена ставка НДС для месторождения ОМГ, а также компания перешла на схему самостоятельного процессинга нефти в отношении внутренних поставок. В дополнение цены на нефть с начала года показали положительную динамику, что является положительным событием для деятельности РД КМГ.

В результате, доходы от реализации за 9 месяцев 2016 года увеличились на 46% в основном за счет изменения обменного курса тенге по отношению к доллару и перехода на схему самостоятельного процессинга нефти.

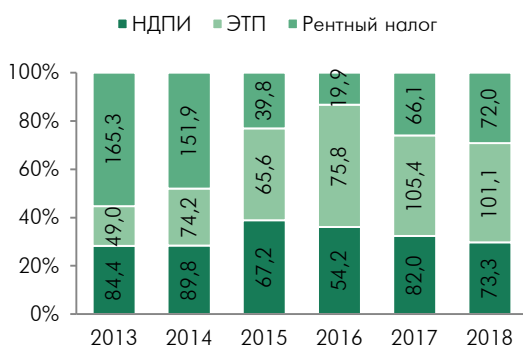
Чистая прибыль за 9М16 года составила 75 723 млн. тенге (1 110 тенге/акцию) в сравнении с 138 024 млн. тенге в аналогичном периоде предыдущего года. Стоит отметить, что без учета дохода от курсовой разницы за 9М15 года в размере 261 663 млн. тенге РД КМГ завершила бы 9 месяцев 2015 года и финансовый год с убытком. Однако в текущем отчетном периоде финансовая деятельность компании улучшилась, операционная прибыль – положительная и составляет 86 500 млн. тенге.

Денежные потоки от операционной деятельности за 9М16 года составили 107 936 млн. тенге в сравнении с отрицательными денежными потоками в размере 14 898 млн. тенге в аналогичном периоде прошлого года. Погашение дебиторской задолженности в размере 44 млрд. тенге со стороны КМГ ПМ оказало положительный эффект на денежные потоки компании.

### Налоговая нагрузка за 9м16 снизилась на 13.4%

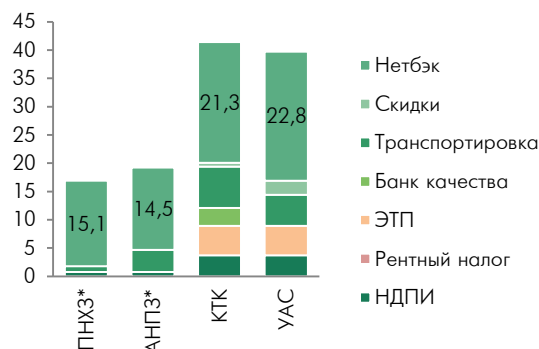
Значительное снижение произошло в налоговых расходах в основном за счет снижения выплат по рентному налогу и НДС.

**Рис 8 Налоговые выплаты компании**



Источник: данные компании

**Рис 9 Нэтбэк анализ за 9М16 (\$/баррель)**



Источник: данные компании

Расходы по рентному налогу за 9М16 года уменьшились на 57%, что связано с тем, что в 1кв16 года была установлена ставка на уровне 0% в связи со значительным снижением цен на нефть. Также, в связи с пересмотром налоговых деклараций за 2012-13 гг. обязательства по рентному налогу были снижены на сумму 6.3 млрд. тенге. Мы ожидаем, что в период с 2017-21 гг. расходы по рентному налогу увеличатся в связи с постепенным ростом цен

на нефть при отсутствии пересмотра предыдущих налоговых выплат. Ставка по рентному налогу является прогрессивной. Так, при цене на нефть ниже \$40/баррель РД КМГ не имеет обязательств по выплате рентного налога. Принимая во внимание прогнозные цены на нефть, мы применили соответствующую ставку рентного налога. Хотим отметить, что при цене нефти до \$50/баррель ставка составляет 7%, однако в диапазоне цен \$50-\$60/баррель составляет 11%, что подразумевает увеличение рентного налога в прогнозном периоде относительно 2016 года.

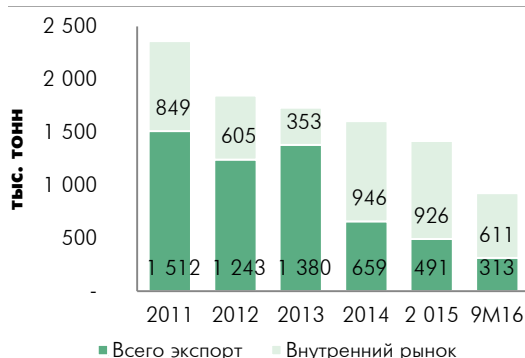
Расходы по НДС снизились в результате снижения ставки НДС с 13% до 9% для месторождений ОМГ. Хотим отметить, что компания ожидает убыток, вследствие чего уже в 3кв16 было признано снижение расходов по НДС. За 9 месяцев 2016 года эффект снижения ставки НДС был равен 11,5 млрд тенге, которые были отражены в третьем квартале 2016 года. Мы ожидаем, что в период с 2017-21 гг. расходы по НДС вернуться к нормальному уровню, средняя ставка НДС, по нашим ожиданиям, составит 12% в прогнозный период.

Расходы по ЭТП за 9М16 года увеличились по сравнению с аналогичным периодом 2015 года, в основном за счет перехода компании на схему самостоятельного процессинга нефти, увеличением обменного курса. Хотим напомнить, что с марта 2016 года была установлена плавающая ставка ЭТП с привязкой к мировым ценам на нефть. Также, ЭТП на мазут была снижена до \$30/тонну. В случае роста цен на нефть расходы по ЭТП будут увеличиваться, и уменьшаться при снижении цен на нефть.

### Результаты ассоциированной компании и совместного предприятия отрицательные

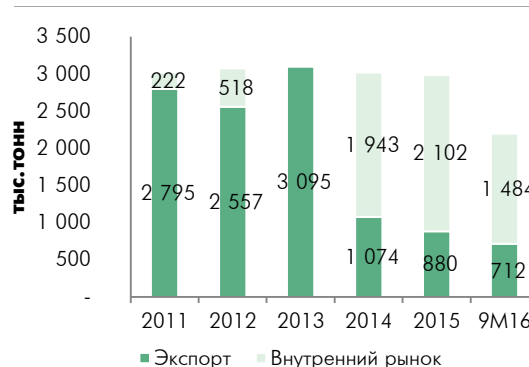
Деятельность «ПетроКазахстан Инк» (ПКИ, доля 33%) и ТОО «Урал Ойл энд Газ» (УОГ, доля 50%) была убыточной в течение 9М 2016 года. Доля в убытках от участия ПКИ и УОГ составила 10 566 млн. тенге и 1 015 млн. тенге соответственно. С 2014 года объемы реализации нефти на внутренний рынок изменились в сторону увеличения. Также, негативный эффект на деятельность ПКИ оказало снижение объемов добычи нефти в связи с выработкой некоторых месторождений и снижением темпов бурения, на фоне падения цен на нефть.

**Рис 10 Реализация нефти ПКИ по направлениям**



Источник: данные компании

**Рис 11 Реализация нефти КГМ по направлениям**



Источник: данные компании

Положительный доход на деятельность РД КМГ оказала деятельность КГМ. Доля в результатах КГМ (50%) составила 3 978 млн. тенге (-50%), в сравнении с 7 922 млн. тенге в аналогичном периоде предыдущего года. Уменьшение прибыли связано с падением средних цен на нефть, а также снижением объемов реализации сырой нефти на внутренний рынок.

РД КМГ ожидает снижения добычи в КГМ, ССЕЛ и ПКИ до 3 млн. тонн к 2021 году, главным образом за счет естественного снижения добычи нефти ПКИ.

На наш взгляд, в 2016 году основные тенденции сохраняются и РД КМГ получит убыток от ассоциированной компании и совместных предприятий, который составит оценочно 8 500 млн. тенге. В прогнозный период мы считаем, что деятельность ПКИ останется убыточной, учитывая дальнейшее снижение объемов добычи нефти и относительно небольшой рост среднегодовой цены на нефть с \$52 до \$60/баррель в период с 2017-21 гг., что в свою очередь будет негативно сказываться на общем доходе от СП и АК. Мы прогнозируем, что общий убыток от совместных предприятий и ассоциированной компании в 2017-21 гг. будет снижаться с -8 212 млн. тенге до 228 млн. тенге.

### **Инвестиционные затраты составят 100 млрд. тенге в 2018-21 гг.**

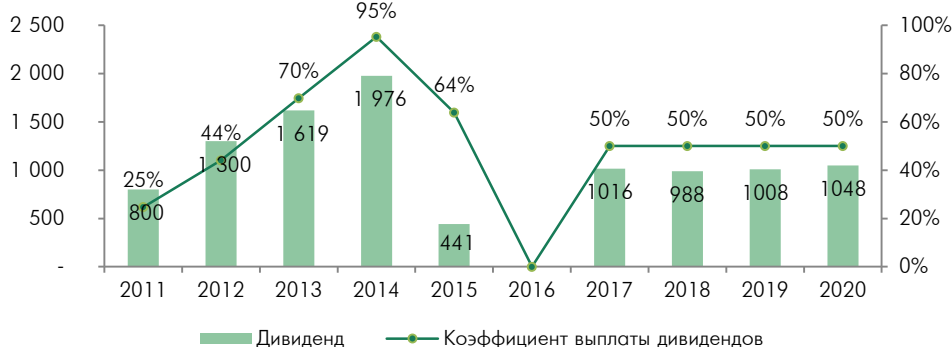
В 2017 году ожидается увеличение капитальных расходов на 15% от показателя за 2016 год, в основном по причине закупа основного оборудования, что связано с увеличением расходов на эксплуатационное и поисково-разведочное бурение.

Согласно ожиданиям компании в период с 2018-2021 гг. ожидается, что средние капитальные расходы составят 100 млрд. тенге в год. Мы ориентировались на ожидания компании при прогнозе инвестиционных расходов.

### **Дивидендные ожидания**

Исторически, РД КМГ выплачивала высокие дивидендные выплаты. Однако по итогам 2015 года компания отказалась от выплаты дивидендов, что объясняется отрицательной операционной прибылью на фоне сильного снижения цен на нефть. В этом году, за 9М16 года РД КМГ показала положительную операционную прибыль в размере 86 500 млн. тенге, а также положительные денежные потоки от операционной деятельности в размере 107 936 млн. тенге. Мы полагаем, что по итогам 2016 года РД КМГ возобновит выплату дивидендов.

**Рис 12 Дивидендные выплаты**



Источник: Bloomberg

### **Размер дивидендов**

Мы ожидаем, что по итогам 2016 года компания может направить на выплату дивидендов по простым и привилегированным акциям приблизительно 50% от чистой прибыли на фоне улучшения финансовых показателей, роста денежных средств и финансовых активов, а также отсутствия крупных инвестиционных проектов

По нашим прогнозам, размер дивиденда в 2017 году по итогам 2016 года может составить 1 016 тенге, что подразумевает дивидендную доходность на уровне 6.6% по простым акциям и 13.0% по привилегированным акциям. Так как размер дивиденда является одинаковым для простых и привилегированных акций инвестирование в привилегированные акции, на наш взгляд, является более привлекательным с целью получения более высокой дивидендной доходности.

В прогнозный период, в период с 2018-20 гг. мы ожидаем среднюю дивидендную доходность по простым акциям на уровне 6.1-6.9% и по привилегированным акциям на уровне 12.0-13.4%.

## 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 2017 - 21 гг. являются положительными. В итоге, по нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2017 года составляет 186 млрд. тенге.

Значительный объем депозитов служит «подушкой безопасности» для РД КМГ, что является дополнительной поддержкой для рыночной стоимости акций. На 30 сентября 2016 года доля текущих денежных средств и финансовых активов составляла 16 899 тенге/акцию. Учитывая то, что компания вышла на положительные свободные денежные потоки, мы полагаем, что стоимость акций должна превышать сумму, доступную в виде депозитов и денежных средств.

## Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по **ГДР** и **простым акциям** РД КазМунайГаз составляет **\$9.8** и **19 100 тенге**, соответственно, что при нынешней цене предполагает рост в размере **25%**. Рейтинг **«ПОКУПАТЬ»**.

Для расчета целевой стоимости привилегированных акций мы применили дисконт текущей цены привилегированных акций к простым акциям в размере 50% (в течение 12 месяцев). Данный дисконт мы применили в связи с более низкой ликвидностью акций. В итоге наша целевая цена по привилегированным акциям составляет **9 550 тенге**. Рейтинг по акциям **«ПОКУПАТЬ»**, потенциал роста **22%**.



КЗТ, млрд.	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
<b>Adjusted EBITDA</b>	175	224	193	195	202	183
Налог на прибыль	-44	-51	-43	-44	-45	-41
Инвестиции в оборотный капитал	-6	-40	-31	-11	-11	-11
<b>Операционные денежные потоки</b>	<b>125</b>	<b>133</b>	<b>119</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>131</b>
Капитальные затраты	-98	-117	-100	-100	-100	-100
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>31</b>
Фактор дисконтирования	1,0	1,2	1,4	1,7	2,0	2,4
<b>Дисконтированные св-е денежные потоки</b>		<b>13</b>	<b>14</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>13</b>
<b>Куммулятивный DFCF</b>		<b>13</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>75</b>	<b>88</b>
<b>Терминальная стоимость</b>						165
<b>Дисконт-я терминальная стоимость</b>						<b>70</b>
<b>Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)</b>						<b>158</b>
В млрд. тенге						
Стоимость основных активов(ОМГ и ЭМГ)			157	579		
Чистый долг			-1	109,2		
Стоимость предприятия			1	266,8		
Количество акций (млн. шт.)			66,2			
<b>Стоимость одной акции (тенге)</b>			<b>19</b>	<b>100</b>		
<b>Стоимость одной ГДР (\$)</b>			<b>9.5</b>			

### Сравнительный метод

Мы осуществили выборку среди компаний, деятельностью которых является добыча и реализация нефтепродуктов среди стран развивающихся рынков. Для сравнения мы выбрали два мультипликатора – EV/EBITDA и P/E. Если рассмотреть мультипликаторы РД КМГ в сравнении с российскими нефтедобывающими компаниями то можно отметить, что РД КМГ торгуется по мультипликаторам более дешево.

Хотим отметить, что EV (Стоимость компании) у РД КМГ отрицательная в связи с тем фактом, что денежные средства и финансовые активы превышают долги компании и рыночную капитализацию. Так, по нашим расчетам, EV компании составляет -79 583 млн. тенге.

### Сравнительная оценка по стоимостным мультипликаторам

Россия	Цена	Капит- ия \$	EV/EBIT DA 16	EV/EBIT DA 17	P/E 16	P/E 17
РуссНефть	559,2	2 693	-	-	-	-
Татнефть	396,2	14 663	5,34	4,20	8,57	6,63
Сургутнефтегаз	30,1	17 580	1,78	1,63	6,66	6,46
Роснефть	6,3	66 186	5,15	3,98	14,09	7,59
Газпром нефть	17,1	16 168	5,10	4,01	5,30	3,83
Башнефть	3547,5	9 208	5,26	4,35	9,59	7,95
<b>Развивающиеся рынки</b>						
Sasol	39623,0	18 411	5,57	4,81	10,47	9,05
Petroleo Brasileiro	9,9	60 462	6,60	5,68	-	14,92
Reliance Industries	1057,3	50 559	10,10	8,41	11,66	11,08
Oil & Natural Gas Corp	193,0	36 505	5,52	4,75	12,74	10,49
CNOOC	9,6	55 061	6,17	3,95	-	14,62
<b>Развитые рынки</b>						
Exxon Mobil Corp	90,9	376 810	12,91	8,34	41,95	21,40
Chevron Corp	118,8	224 210	12,11	7,23	92,93	25,94
Occidental Petroleum Corp	72,3	55 297	17,01	9,50	-	50,89
Suncor Energy Inc	44,4	54 801	14,24	8,36	-	24,53
Imperial Oil Ltd	48,1	30 206	16,92	9,74	82,52	18,60
Cenovus Energy Inc	20,9	12 868	16,35	8,67	-	631,82
РД КазМунайГаз (простые акции)	15300,0	3 205	-0,43	-0,34	7,53	6,46

Источник: Bloomberg

## Обратный выкуп

Хотим напомнить, что согласно условиям последнего предложения о выкупе со стороны НК КМГ, которое не было одобрено большинством акционеров РД КМГ, НК КМГ предлагал за одну простую акцию \$54 (18 360 тенге при курсе 340), за одну привилегированную акцию \$31.55 (10 727 тенге при курсе 340) и \$9 за одну ГДР. Мы полагаем, что в случае возобновления переговоров об обратном выкупе, условия выкупа будут не хуже предыдущего предложения.

## Риски

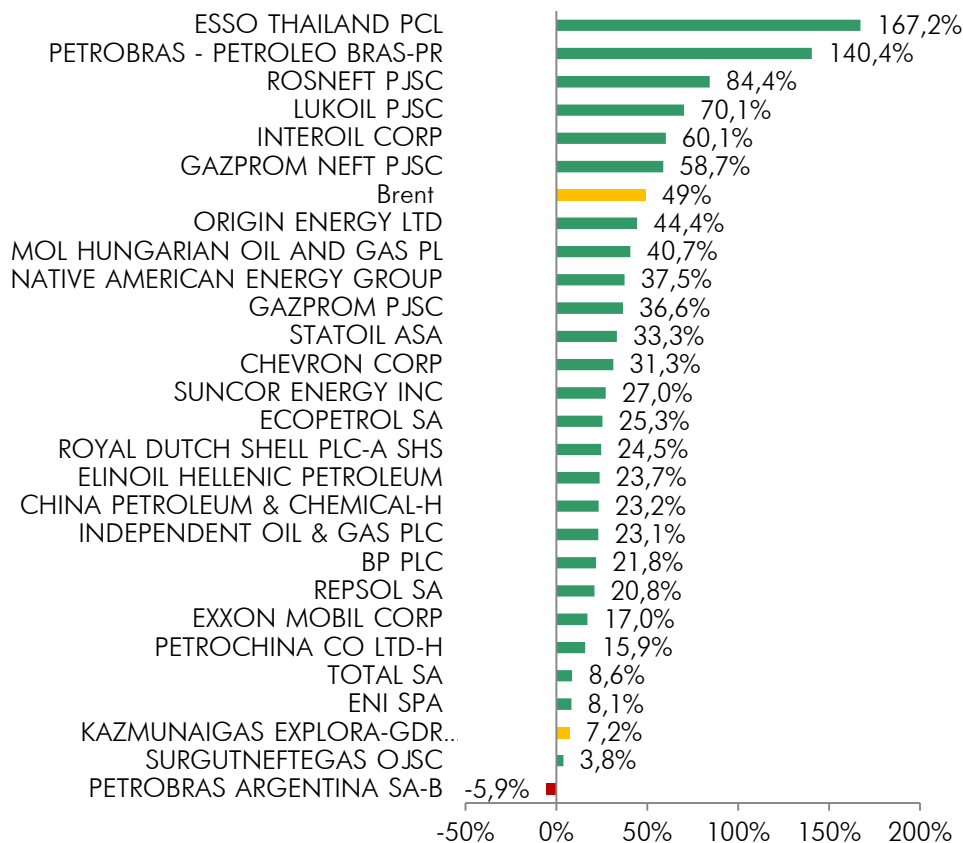
Среди основных рисков инвестирования в акции хотим отметить:

- **Риск ликвидности по привилегированным акциям.** В случае продажи/покупки полного пакета акций инвесторам может понадобиться более продолжительное время для совершения сделки. Средний дневной объем в течение последних 3 месяцев составлял 7.8 млн. тенге;
- **Снижение цен на нефть в прогнозном периоде,** что может оказать негативный эффект на финансовые результаты компании;
- **Изменение налогового законодательства.** На сегодняшний момент доля налогов недропользователей компании в общих расходах компании занимает существенную долю. В случае изменения налогового законодательства в отношении недропользователей и росте налоговых ставок, налоговая нагрузка компании увеличится, что может отрицательно сказаться на финансовых показателях;
- **Рост операционных расходов** более высокими темпами в прогнозном периоде;
- **Увеличение капитальных расходов (capex)** в прогнозном периоде.

### РД КМГ вырос меньше чем аналоги

В течение года депозитарные расписки РД КМГ показали положительную динамику и выросли на 7.2% (Г-к-Г) за последние 12 месяцев. Стоит отметить, что несмотря на восстановление цен на нефть (+49%) РД КМГ не удалось продемонстрировать существенный рост стоимости акций. Всего 2 компании из 27 выбранных нами аналогов показали динамику хуже, чем у РД КМГ.

**Рис 13 Изменение цен акции аналогов РД КМГ и нефти за 12 месяцев**



Источник: Bloomberg

\*Изменения цен по всем акциям в долларах США, для исключения эффекта изменения курса

## Приложения

### Балансовый отчет – результаты 9М 2016 года

В млн. тенге	2 015	6М16	9М16	К-к-К	С нач. года
<b>Активы</b>					
<b>Долгосрочные активы</b>					
Основные средства	234 367	271 453	280 420	3,3%	19,6%
Инвестиции в СП	154 453	156 515	157 126	0,4%	1,7%
Инвестиции в АК	154 241	148 419	143 319	-3,4%	-7,1%
Прочие активы	170 543	170 492	167 364	-1,8%	-1,9%
<b>Итого долгосрочных активов</b>	<b>713 604</b>	<b>746 879</b>	<b>748 229</b>	<b>0,2%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Текущие активы</b>					
Торговая и прочая дебиторская задолженность	105 443	117 280	59 071	-49,6%	-44,0%
Прочие финансовые активы	833 912	658 875	905 952	37,5%	8,6%
Денежные средства и их эквиваленты	237 310	380 074	213 357	-43,9%	-10,1%
Прочие активы	120 480	134 062	157 049	17,1%	30,4%
<b>Итого текущих активов</b>	<b>1 297 145</b>	<b>1 290 291</b>	<b>1 335 429</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Итого активов</b>	<b>2 010 749</b>	<b>2 037 170</b>	<b>2 083 658</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Капитал</b>	<b>1 811 849</b>	<b>1 831 277</b>	<b>1 882 612</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,9%</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>					
Займы	5 990	5 095	4 596	-9,8%	-23,3%
Прочие долгосрочные обязательства	45 504	46 405	46 515	0,2%	2,2%
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>51 494</b>	<b>51 500</b>	<b>51 111</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,7%</b>
<b>Текущие обязательства</b>					
Займы	5 585	5 572	5 519	-1,0%	-1,2%
Торговая кредиторская задолженность и прочие обязательства	49 549	52 353	55 797	6,6%	12,6%
Прочие текущие обязательства	92 272	96 468	88 619	-8,1%	-4,0%
<b>Итого текущих обязательств</b>	<b>147 406</b>	<b>154 393</b>	<b>149 935</b>	<b>-2,9%</b>	<b>1,7%</b>
<b>Итого обязательств</b>	<b>198 900</b>	<b>205 893</b>	<b>201 046</b>	<b>-2,4%</b>	<b>1,1%</b>
<b>Итого обязательств и капитала</b>	<b>2 010 749</b>	<b>2 037 170</b>	<b>2 083 658</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,6%</b>

Источник: данные компании

### Отчет о прибылях и убытках - результаты 9М 2016 года

В млн. тенге	2кв16	3кв16	К-к-К	9М15	9М16	Г-к-Г
<b>Доходы от реализации</b>	<b>192 176</b>	<b>201 340</b>	<b>4,8%</b>	<b>349 588</b>	<b>514 706</b>	<b>47,2%</b>
Налоги недропользователей	-43 381	-33 229	-23,4%	-125 371	-108 602	-13,4%
Экспортная пошлина	-16 389	-22 067	34,6%	-42 940	-55 530	29,3%
Рентный экспортный налог	-9 643	-3 768	-60,9%	-31 385	-13 411	-57,3%
НДПИ	-17 349	-7 394	-57,4%	-51 046	-39 661	-22,3%
Операционные расходы	-109 334	-116 511	6,6%	-272 273	-319 603	17,4%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>39 461</b>	<b>51 600</b>	<b>30,8%</b>	<b>-48 057</b>	<b>86 500</b>	<b>-</b>
Убыток от выбытия основных средств	-151	-250	65,6%	-71	-532	649,3%
Обесценение НДС к возмещению	-	20 298	-	-	20 298	-
Резерв на НДС к возмещению	-6 936	-	-	-	-6 936	-
<b>Доход от основной деятельности</b>	<b>32 374</b>	<b>71 597</b>	<b>121,2%</b>	<b>-50 044</b>	<b>99 279</b>	<b>-298,4%</b>
Доход результатах АК и СП	-3 020	-893	-70,4%	-3 486	-7 603	118,1%
Финансовые доходы и расходы	-6 529	-1 819	-72,1%	263 218	12 039	-95,4%
Финансовый доход	6 260	7 750	23,8%	18 295	22 025	20,4%
Расходы на финансирование	-925	-836	-9,6%	-16 740	-2 702	-83,9%
Доходы / (расходы) от курсовой разницы	-11 864	-8 733	-26,4%	261 663	-7 284	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>22 825</b>	<b>68 885</b>	<b>201,8%</b>	<b>209 688</b>	<b>103 715</b>	<b>-50,5%</b>
Расходы по налогу на прибыль (ЕВТ)	-6 500	-10 411	60,2%	-71 665	-27 993	-60,9%
<b>Прибыль за год</b>	<b>16 325</b>	<b>58 474</b>	<b>258,2%</b>	<b>138 024</b>	<b>75 723</b>	<b>-45,1%</b>

Источник: данные компании

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках**

<b>в млн. тенге</b>	<b>2015Ф</b>	<b>2016П</b>	<b>2017П</b>	<b>2018П</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>
<b>Доходы от реализации</b>	<b>529 812</b>	<b>736 677</b>	<b>932 260</b>	<b>938 947</b>	<b>980 741</b>	<b>1 017 575</b>
Налоги недропользователей	-172 586	-149 843	-253 520	-246 368	-252 200	-251 694
Операционные расходы	-372 675	-435 091	-482 782	-533 924	-569 820	-602 084
<b>Операционная прибыль</b>	<b>-15 449</b>	<b>151 743</b>	<b>195 959</b>	<b>158 656</b>	<b>158 721</b>	<b>163 798</b>
Доход от основной деятельности	-68 712	165 105	195 959	158 656	158 721	163 798
Доход результатах АК и СП	-20 062	-8 496	-8 212	-5 840	-3 591	-1 616
ЕВИТ	-88 774	156 609	187 747	152 816	155 130	162 181
Финансовые доходы и расходы	459 964	26 011	25 135	24 716	26 087	26 229
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>371 190</b>	<b>182 620</b>	<b>212 882</b>	<b>177 532</b>	<b>181 217</b>	<b>188 411</b>
Расходы по налогу на прибыль {	-127 521	-43 800	-51 100	-42 600	-43 500	-45 200
<b>Прибыль за год</b>	<b>243 669</b>	<b>138 820</b>	<b>161 782</b>	<b>134 932</b>	<b>137 717</b>	<b>143 211</b>

Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

## **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 33)  
rpopov@bcc-invest.kz

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

**Наина Романова**  
**Начальник управления аналитики**  
+7 (727) 244 32 32 (вн. 72 66)  
nromanova@bcc-invest.kz

**Ермек Муратов**  
**Trade-аналитик**  
+7 (727) 244 32 32 (вн. 72 18)  
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 абсолютную 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