

26 сентября 2011 г.

## КАЗМУНАЙГАЗ РАЗВЕДКА ДОБЫЧА

### ФОКУС НА РАЗВЕДКУ И ВОСПОЛНЕНИЕ РЕСУРСОВ

Адил Табылдиев  
atabyldiev@bcc-invest.kz

5 сентября 2011 года РД КМГ объявила финансовые результаты за 1-е полугодие 2011 года. В целом данные опубликованной финансовой отчетности соответствуют ожиданиям рынка и нашим прогнозам, за некоторыми исключениями.

На основе опубликованных данных мы пересмотрели некоторые параметры нашей модели оценки акций и депозитарных расписок РД КМГ. В частности это касается наших прогнозов по объемам добычи и реализации нефти, а также по операционным расходам.

Также мы пересмотрели наши прогнозы по основным параметрам нашей модели оценки – среднегодовым ценам на нефть марки BRENT и среднегодовым курсам USD/KZT.

В результате теоретическая стоимость акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз, рассчитанная на основе модели DCF-FCFF составила 15 900 тенге за акцию, что на 4 600 тенге ниже нашей предыдущей оценки.

По результатам оценки мы понижаем целевую цену по простым акциям (RDGZ KZ) на ближайшие 6 месяцев с 20 500 до 15 900 тенге за акцию, но, учитывая недавнее снижение котировок акций, сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Целевую цену по депозитарным распискам (KMG LI) мы определили, исходя из целевой цены по простым акциям и среднегодового курса USD/KZT 145.20, на уровне \$18.30 за ГДР, рекомендация – «ПОКУПАТЬ».

**RDGZ KZ: «ПОКУПАТЬ», целевая цена – 15 900 тенге**

**KMG LI: «ПОКУПАТЬ», целевая цена – \$18.30**

#### ОБНОВЛЕНИЕ РЕКОМЕНДАЦИЙ

##### ПОКУПАТЬ

<b>Капитализация</b>	<b>988 млрд. тенге</b>
<b>Простые акции</b>	<b>RDGZ KZ</b>
В составе индекса	KASE Index
Beta	0.73
Диапазон, последние 52 нед.	13 850 – 21 000
Последняя цена	13 850
Целевая цена	15 900
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
<b>Привилегированные акции</b>	<b>RDGZp KZ</b>
Диапазон, последние 52 нед.	13 500 – 20 510
Последняя цена	13 650
Целевая цена	-
Рекомендация	-
<b>Депозитарные расписки</b>	<b>KMG LI</b>
Диапазон, последние 52 нед.	\$14.51 – \$24.93
Последняя цена	\$15.07
Целевая цена	\$18.30
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
<b>Кредитные рейтинги</b>	
Moody's	Baa3 / стабильный
Standard and Poor's	BB+ / стабильный
Fitch	BBB- / стабильный

## Финансовые результаты за 1-е полугодие 2011 года

5 сентября 2011 года РД КМГ объявила финансовые результаты за 1-е полугодие 2011 года.

Данные финансовой отчетности и приведены в таблице ниже:

Производственные и финансовые показатели АО Разведка Добыча КазМунайГаз за 1-е полугодие 2011 года				
	тыс. тенге	1П 2010 ФАКТ	1П 2011 ФАКТ	Изменение, Г-к-Г
<b>Удельные показатели</b>				
Курс USD/KZT в среднем за период		147.26	146.00	-0.86%
Курс USD/KZT на конец периода		147.46	146.25	-0.82%
Средняя цена нефти марки Brent, USD/BOE		77.29	111.09	43.73%
Средние цены реализации, USD/BOE		63.47	90.03	41.85%
ТП УАС		73.10	105.23	43.95%
ТП КТК		75.71	109.63	44.80%
Внутренний рынок		20.52	26.48	29.04%
<b>Удельные транспортные расходы, USD/BOE</b>				
ТП УАС		6.17	6.35	2.92%
ТП КТК		7.48	7.66	2.41%
Внутренний рынок		7.22	7.62	5.54%
Внутренний рынок		1.50	1.45	-3.33%
<b>Таможенная пошлина / Рентный налог на экспорт, USD/BOE</b>				
ТП УАС		12.68	33.81	166.64%
ТП КТК		12.67	33.77	166.54%
<b>Производственные показатели</b>				
Добыча нефти, тыс тонн		4 316	4 115	-4.66%
Реализация нефти, тыс тонн		4 310	4 165	-3.36%
Всего экспорт		3 459	3 293	-4.80%
Внутренний рынок		851	872	2.47%
<b>Финансовые показатели</b>				
<b>Выручка</b>		<b>296 605 166</b>	<b>400 058 225</b>	<b>34.88%</b>
<b>Реализация нефти</b>		<b>288 928 362</b>	<b>391 926 855</b>	<b>35.65%</b>
Экспорт		272 622 128	369 776 103	35.64%
Внутренний рынок		16 306 234	22 150 752	35.84%
Прочая реализация		7 676 804	8 131 370	5.92%
<b>Операционные расходы</b>		<b>193 110 245</b>	<b>308 223 836</b>	<b>59.61%</b>
Таможенная пошлина / Рентный налог на экспорт		46 684 876	117 456 010	151.59%
Роялти/НДПИ		34 086 102	41 516 195	21.80%
Транспортные расходы		28 255 859	28 915 983	2.34%
Выплаты работникам		29 284 805	36 603 109	24.99%
Износ, истощение и амортизация		16 389 840	21 584 281	31.69%
Услуги по ремонту и обслуживанию		12 343 565	14 425 521	16.87%
Материалы		4 530 701	5 624 310	24.14%
Энергия		5 495 204	5 382 708	-2.05%
Управленческий гонорар и комиссии по продажам		4 138 707	4 406 855	6.48%
Штрафы и пени		1 041 336	13 366 578	1183.60%
Налоги, помимо подоходного налога		2 272 137	2 898 754	27.58%
Проекты социальной инфраструктуры		1 658 576	4 459 987	168.90%
Убыток от реализации основных средств		562 441	2 128 464	278.43%
Изменение в запасах нефти		991 613	3 924 375	295.76%
Прочие		5 374 483	5 530 706	2.91%
<b>Операционная прибыль</b>		<b>103 494 921</b>	<b>91 834 389</b>	<b>-11.27%</b>
Доход от вознаграждения		20 863 493	15 375 218	-26.31%
Расходы по вознаграждению		-3 943 942	-3 788 517	-3.94%
Расходы по курсовой разнице		-2 837 109	-4 735 638	66.92%
Доля в доходах ассоциированных компаний и совместных предприятий		18 848 047	48 578 975	157.74%
<b>Прибыль до подоходного налога</b>		<b>136 425 410</b>	<b>147 264 427</b>	<b>7.95%</b>
Расходы по подоходному налогу		-36 391 304	-32 926 292	-9.52%
Эффективная ставка КПП		26.7%	22.4%	-16.18%
<b>Прибыль за период</b>		<b>100 034 106</b>	<b>114 338 135</b>	<b>14.30%</b>
Курсовая разница от пересчета зарубежных операций		-581 671	-810 925	39.41%
<b>Итого совокупный доход за период, за вычетом налога</b>		<b>99 452 435</b>	<b>113 527 210</b>	<b>14.15%</b>
<b>Прибыль на акцию</b>				
Базовая		1.37	1.58	15.33%
Разводненная		1.37	1.58	15.33%

ИСТОЧНИК: Отчетность компании

В целом данные опубликованной финансовой отчетности РД КМГ соответствуют ожиданиям рынка и нашим прогнозам, за некоторыми исключениями.

*На основе опубликованных данных мы пересмотрели некоторые параметры нашей модели оценки акций и депозитарных расписок РД КМГ. В частности это касается наших прогнозов по объемам добычи и реализации нефти, а также по операционным расходам.*

*Также мы пересмотрели наши прогнозы по основным параметрам нашей модели оценки – среднегодовым ценам на нефть марки BRENT и среднегодовым курсам USD/KZT.*

## Провал сделок по приобретению новых добывающих активов

12 июля 2010 года РД КМГ объявила о достижении договоренностей о приобретении у материнской компании – НК КМГ 50% доли в ТОО «Казахойл Актобе» (КОА), 51% доли в ТОО «Казхтуркмунай» (КТМ) и 50% доли в Mangistau Investments B.V (“MIBV”), владеющей 100% акций АО «Мангистаумунайгаз» (ММГ).

Объявленная сумма приобретения этих трех активов составляла 750 млн. долларов США, из которых 350 млн. долларов США составила цена 50% доли участия в КОА, 70 млн. долларов США – 51% доли участия в КТМ и 330 млн. долларов США – 50% доли участия в Mangistau Investments B.V. Финансирование сделок должно было быть осуществлено за счет собственных денежных средств РД КМГ. Общая сумма чистого долга, соответствовавшего приобретаемым долям, составляла 1 499 млн. долларов США, из которых 116 млн. долларов США относилось к КОА, 53 млн. долларов США – к КТМ и 1 330 млн. долларов США – к консолидированной задолженности MIBV.

По предварительной оценке, в результате данной сделки прирост консолидированной добычи РД КМГ должен был составить более 27%, а рост доказанных и вероятных запасов категории 2P должен был составить 406 млн. баррелей (18.5%).

КОА имеет контракт на недропользование двух месторождений Алибекмола и Кожасай, расположенных в Актюбинской области. Объем добычи за 2009 год составил 0.93 млн. тонн (19 тыс. баррелей в сутки), доказанные и вероятные запасы оцениваются около 30 млн. тонн (217 млн. баррелей нефтяного эквивалента). Вторым акционером КОА является компания Caspian Investments Resources.

КТМ имеет два контракта на недропользование и разрабатывает пять месторождений: Западный Елемес, Северо-Восточный Сазтобе, Юго-Восточный Сазтобе в Мангыстауской области, Лактыбай и Каратобе Южное в Актюбинской области. Объем добычи за 2009 год составил 0.22 млн. тонн (4.5 тыс. баррелей в сутки), доказанные и вероятные запасы оцениваются около 5.6 млн. тонн (41 млн. баррелей нефтяного эквивалента). Вторым акционером КОА является компания Turkish Petroleum Corporation (ТРАО).

ММГ является одной из крупнейших нефтегазовых компаний в Казахстане и занимается разведкой и добычей нефти. Объем добычи ММГ в 2007 году составил 5.7 млн. тонн, в 2008 году – 5.5 млн. тонн и в 2009 году – 5.7 млн. тонн. Доказанные и вероятные запасы категории 2P по состоянию на конец 2009 года оцениваются около 78.9 млн. тонн (556 млн. баррелей). Основными активами ММГ являются месторождения Каламкас и Жетыбай в Западном Казахстане. В общем ММГ имеет 15 лицензий на геологоразведку и добычу нефти

По этим сделкам были приняты соответствующие решения Советов Директоров РД КМГ и НК КМГ. Для окончательного закрытия сделок требовалось получение разрешения соответствующих государственных органов Республики Казахстан. Ожидалось, что закрытие этих сделок состоится в 3-м квартале 2010 года.

Однако, больше года РД КМГ хранила молчание, и вот в ходе телеконференции по отчетности компании за 1-е полугодие 2011 года было объявлено, что сделки отложены на неопределенный срок, а условия по ним будут пересмотрены. Разрешения соответствующих государственных органов Республики Казахстан на осуществление сделок получены не были.

По словам представителей компании, ожидается, что условия сделки по приобретению 50% доли в MIBV (ММГ) будут повторно согласованы к концу текущего года, а новые переговоры по приобретению 50% доли КОА 51% доли КТМ начнутся в 2012 году. Суммы и условия сделок, вероятно, будут пересмотрены в сторону ухудшения для покупателя в связи с ростом мировых цен на нефть и уменьшением финансовых обязательств компаний, доли которых планируется приобрести.

***Срыв практически 100% сделок по приобретению 50% доли в ТОО «Казахойл Актобе», 51% доли в ТОО «Казхтуркмунай» и 50% доли в Mangistau Investments B.V был негативно воспринят участниками рынка – после обнародования этой информации котировки акций и депозитарных расписок АО Разведка Добыча КазМунайГаз показали значительное снижение.***

***Мы пересмотрели нашу модель оценки акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз, исключив из нее оценку стоимости долей в компаниях, покупка которых не состоялась.***

## Добыча на основных месторождениях падает

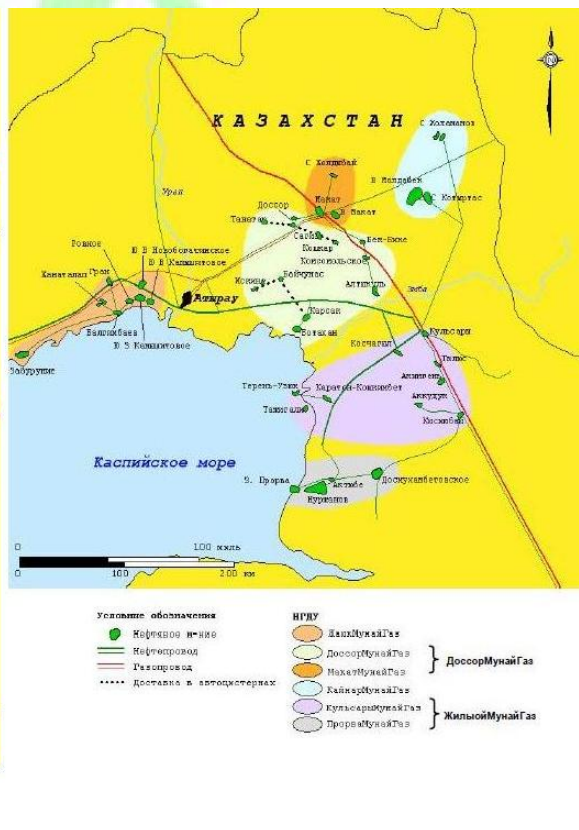
Основные нефтедобывающие активы РД КМГ – месторождения, оперируемые ПФ ОзенМунайГаз и ПФ ЭмбаМунайГаз, представляют собой зрелые месторождения с высоким уровнем обводненности, со снижающимся уровнем добычи и возрастающими удельными затратами на извлечение углеводородного сырья.

На рисунках ниже представлена схема размещения основных добывающих активов РД КМГ – ПФ ОзенМунайГаз и ПФ ЭмбаМунайГаз, и более подробно – регион деятельности ПФ ЭмбаМунайГаз:

Размещение основных активов РД КМГ



Регион деятельности ПФ ЭмбаМунайГаз



Источник: отчет Gaffney, Cline & Associates Ltd

Источник: отчет Gaffney, Cline & Associates Ltd

По оценке независимых экспертов (Gaffney, Cline & Associates Ltd) по состоянию на 31 декабря 2010 года доказанные и вероятные запасы (2P) месторождений ПФ ОзенМунайГаз и ПФ ЭмбаМунайГаз составляли 232 млн. тонн (около 1.7 млрд. баррелей). В 2010 году уровень добычи составил 24.5 тыс. тонн в сутки, за первые 6 месяцев 2011 года – 23.1 тыс. тонн в сутки.

По прогнозам экспертов максимальный уровень добычи на основных добывающих активах РД КМГ (2P) будет достигнут в 2014 году, пиковая добыча – 25.6 тыс. тонн в сутки, затем добыча будет снижаться – к 2021 году достигнет уровня 23.4 тыс. тонн в сутки, а к 2031 году – 14.3 тыс. тонн в сутки.

По заявлению руководства компании компания по итогам 2011 года ожидает объем добычи нефти на уровне 8.1 млн. тонн, что на 7.6% ниже, чем по итогам года. Основное снижение уровня добычи, вероятно, произойдет на месторождениях ПФ Озен МунайГаз – с 5.95 млн. тонн до 5.3 млн. тонн, тогда как на месторождениях ПФ ЭмбаМунайГаз объем добычи в 2011 году сохранится на уровне 2.8 млн. тонн.

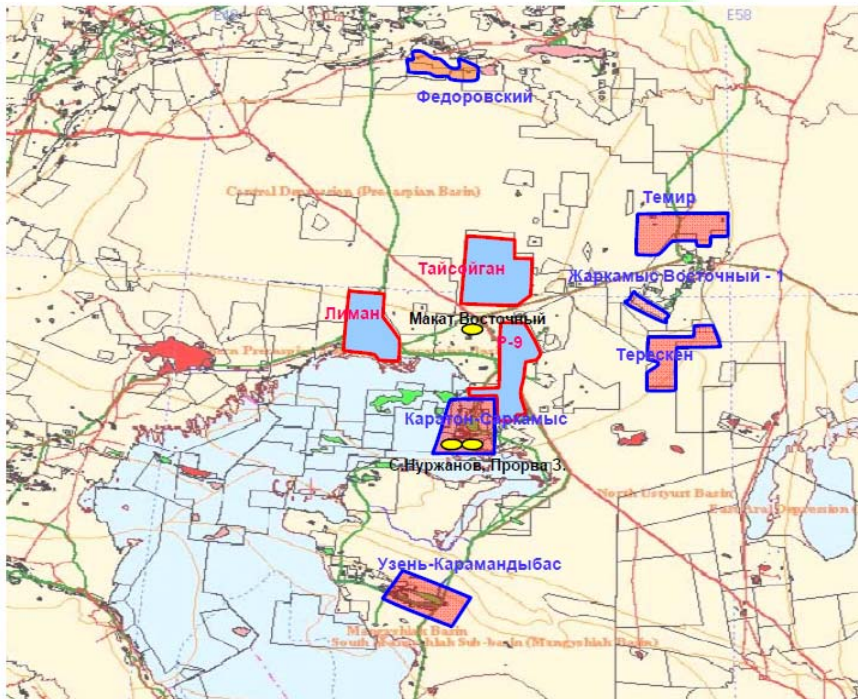
**Мы прогнозируем, что объем добычи на действующих месторождениях ПФ ЭмбаМунайГаз в 2012 – 2013 годах стабилизируется на уровне 2.8 млн. тонн, а в последующие 3 года будет снижаться со средним темпом 1% в год, тогда как на действующих месторождениях ПФ ОзенМунайГаз, начиная с 2012 года, объем добычи будет снижаться в последующие 5 лет со средним темпом 2% в год.**

## Фокус на разведку и восполнение ресурсов

В связи со снижением уровня добычи на основных месторождениях РД КМГ активно осуществляет стратегию разведки и восполнение ресурсов. Компания осуществляет доразведку на действующих месторождениях и разведку на прилегающих территориях, а также приобретает новые разведочные активы.

На рисунке ниже представлена схема размещения разведочных активов РД КМГ:

### Размещение разведочных активов РД КМГ



Источник: презентация компании (<http://www.rdopen.kz/rus/materials/>)

## РАЗВЕДОЧНЫЕ АКТИВЫ

### Блок Р-9

Блок Р-9 расположен к юго-востоку от города Атырау в Жылыойском районе Атырауской области в зоне деятельности НГДУ ЖылыойМунайГаз ПФ ЭмбаМунайГаз. Общая площадь контрактной территории блока составляет 5894 км<sup>2</sup>. Поблизости или в границах блока расположены месторождения Комсомольское, Кульсары, Косшагыл, Тюлюс и другие, а также одно из крупнейших месторождений – Тенгиз.

На блоке Р-9 в течение 2010 года пробурены 2 поисково-разведочные скважины глубиной 1 600 м и 1 850 м на структурах Кульсары СЗ и Койкара. Скважины ликвидированы по геологическим причинам. Кроме того, на блоке Р-9 завершены полевые сейсморазведочные работы 3Д в объеме 400 квадратных километров и 2 D в объеме 40 погонных километров. По результатам обработки получены рекомендации по перспективным структурам в надсолевой части блока Р-9 для постановки поисково-разведочного бурения в 2011-2012 годах.

### Блок Каратон – Сарыкамыс

11 апреля 2011 г. РД КМГ сообщила 100% прав на недропользование в рамках контрактов на разведку углеводородного сырья на блоке Каратон – Сарыкамыс в зоне деятельности НГДУ ЖылыойМунайГаз ПФ ЭмбаМунайГаз в Атырауской области, находящегося в 100 км к юго-западу от месторождения Кульсары, поблизости от одного из крупнейших месторождений – Тенгиз.

### **Блок Тайсойган**

Блок Тайсойган расположен восточнее города Атырау в Кызылкогинском районе Атырауской области в зоне деятельности НГДУ КайнарМунайГаз ПФ ЭмбаМунайГаз. Общая площадь контрактной территории блока, включающей месторождения Уз и Кондыбай, составляет 5 000 км<sup>2</sup>. Вблизи или в границах блока расположены месторождения Молдабек Восточный, Жоламанов, Котыртас Северный и другие.

Проведение геологоразведочных работ на блоке Тайсойган затрудняется тем обстоятельством, что территория блока передана в аренду министерству обороны Российской Федерации для использования в качестве военного полигона для ВВС. В связи с этим на блоке Тайсойган в 2001 – 2005 годах геологоразведочные работы были приостановлены. В декабре 2006 был утвержден проект пробной опытной эксплуатации месторождений Уз и Кондыбай, который завершился в июне 2010 года.

По оценке независимых экспертов (Gaffney, Cline & Associates Ltd) по состоянию на 31 декабря 2010 года доказанные и вероятные запасы (2P) месторождений Уз и Кондыбай составляли 6 015 и 356 тыс. тонн нефтяного эквивалента, соответственно. Всего, по словам директора ПФ ЭмбаМунайГаз Жумабека Жамауова, на блоке «Тайсойган» имеется 22 перспективных для добычи нефти структуры с геологическими запасами более 480 миллионов тонн нефти, но пока территория Тайсойгана находится в аренде у российских военных, полномасштабная добыча здесь невозможна.

В настоящее время с российской стороной ведутся переговоры об изменении границ полигона. В случае успеха переговоров полномасштабные геологоразведочные работы на блоке «Тайсойган» возобновятся, и продолжится разработка месторождений Уз и Кондыбай.

### **Блок Лиман**

Блок Лиман расположен западнее города Атырау в Махамбетском районе Атырауской области в зоне деятельности НГДУ ЖаикМунайГаз ПФ ЭмбаМунайГаз. Общая площадь контрактной территории блока составляет 6030 км<sup>2</sup>. Вблизи или в границах блока расположены месторождения Новобогатинское, Камышитовое Юго-Западное и Камышитовое Юго-Восточное, Жанаталап и Балгимбаев и другие.

Разведочная скважина Г-1, пробуренная во второй половине 2010 года, дала три фонтанных притока нефти с глубин 1 100 – 1 500 метров объемом 23.2, 24.0 и 19.2 тонн в сутки, что послужило поводом для открытия нового месторождения – надкарнизное Новобогатинское Юго-Восточное. Залежь нового типа приурочена к песчаным коллекторам среднего триаса. Полученный результат указывает на перспективность выбранного направления на данной стадии изученности надсолевого мегакомплекса отложений Прикаспийской впадины. По словам директора департамента по управлению геологоразведочными проектами РД КМГ Айбека Борангали в 2011 году разведочное бурение и испытание скважин на вновь открытой структуре будут продолжены. Будут пробурены минимум две скважины. Не прекратятся и сейсморазведочные работы. В 2011 году блок Лиман будет полностью оконтурен.

### **Новобогатинское Западное**

27 сентября 2010 года РД КМГ сообщило о приобретении 100% ТОО НБК, осуществлявшего разработку месторождения Новобогатинское Западное, примыкающего к территории НГДУ ЖаикМунайГаз ПФ «Эмбамунайгаз». В настоящее время месторождение находится на этапе пробной эксплуатации. Согласно независимой оценке извлекаемые запасы месторождения оцениваются в 12.9 млн. б.н.э. Позже РД КМГ провела интеграцию активов НБК с активами ПФ Эмбамунайгаз в целях проведения совместной разработки и добычи и достижения синергетического эффекта.

### **Жаркамыс Восточный – 1**

27 сентября 2010 года РД КМГ сообщило о приобретении 100% ТОО СапаБарлау Сервис, осуществлявшего разведку нефти и газа на месторождении Жаркамыс Восточный – 1 в Актюбинской области, находящегося в непосредственной близости от разведочных блоков Темир и Терискен и активов ТОО «Казахойл Актобек» и ТОО «Казахтуркмунай». Перспективные запасы с учетом риска этого блока оцениваются в 123-146 млн. б.н.э. (согласно оценке РД КМГ) и в 232 млн. б.н.э. (согласно независимой оценке). Позже ТОО СапаБарлау Сервис было реорганизовано в ТОО РД КМГ Разведочные Активы.

**Блоки Темир и Терискен**

11 апреля 2011 г. РД КМГ сообщила о приобретении 100% прав на недропользование в рамках контрактов на разведку углеводородного сырья на блоках Темир и Терискен в Актюбинской области, находящегося в непосредственной близости от месторождения Жаркамыс Восточный – 1 и активов ТОО «Казахойл Актобе» и ТОО «Казахтуркмунай». Вероятно разработкой разведочных блоков Темир и Терискен будет заниматься созданное дочернее предприятие – ТОО РД КМГ Разведочные Активы.

**Территории, прилегающие к месторождениям Озен и Карамандыбас**

11 апреля 2011 г. РД КМГ сообщила 100% прав на недропользование в рамках контрактов на разведку углеводородного сырья на территории, прилегающей к месторождениям Озен и Карамандыбас с севера и с юга, в Мангистауской области в зоне деятельности ПФ ОзенМунайГаз.

Согласно оценке РД КМГ прогнозные общие геологические ресурсы приобретенных 11 апреля 2011 года активов – РБ Темир и Терискен, Сарыкамыс – Каратон и территории, прилегающей к месторождениям Озен и Карамандыбас, составляют 1.5 млрд. баррелей в нефтяном эквиваленте без корректировки на коэффициент извлечения.

**ОБЪЕКТЫ ДОРАЗВЕДКИ**

Также РД КМГ осуществляет доразведку перспективных участков на существующих месторождениях. Так, в течение 2010 года была произведена доразведка на месторождениях Макат Восточный (НГДУ ДоссорМунайГаз), Западная Прорва и Нуржанов Северный (НГДУ ЖылыойМунайГаз). Была подтверждена продуктивность пород триаса на месторождениях Западная Прорва и Макат Восточный, и на месторождении Нуржанов Северный впервые получены промышленные притоки нефти и газа из отложений валанжина.

**СОВМЕСТНЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

19 апреля 2011 года РД КМГ сообщила о завершении сделки по приобретению 50% акций Ural Group Limited, являющейся собственником 100% доли участия в ТОО Урал Ойл энд Газ, обладающего правом недропользования на проведение разведки углеводородов на Федоровском блоке, расположенном в Западно-Казахстанской области недалеко от города Уральск.

Федоровский блок находится в 90 км к северо-западу от одного из крупнейших месторождений – Карачаганак и в 40 км к юго-западу от Чинаревского месторождения, разрабатываемого компанией Жаик Мунай. По территории Федоровского блока проходит магистральный газопровод Оренбург – Западная Европа, вблизи блока также проходят экспортный магистральный нефтепровод Атырау – Самара и трубопровод Карачаганак – Атырау, соединенный с системой КТК. На конец 2010 года, согласно подсчету, утвержденному Государственной комиссией РК по запасам, общие извлекаемые запасы газа и конденсата категории С1+С2 на Федоровском блоке составляют 203.4 млн. баррелей нефтяного эквивалента.

31 августа 2010 года РД КМГ объявила о подписании договора с BG Group PLC (Би Джи Групп) о получении доли участия в лицензии Би Джи Групп в Британском секторе Северного моря – лицензии на добычу (P1722), где располагается перспективная структура White Bear (Уайт Беар). РД КМГ получила 35% долю в лицензии.

Перспективная структура Уайт Беар на лицензионной территории P1722 располагается вблизи продуктивных блоков Би Джи Групп – Эверест и Армада. Би Джи сохраняет за собой оставшиеся доли и продолжает оперативное руководство от имени партнеров. Финансовые риски участия РД КМГ в данном проекте, включая затраты на бурение и другие обязательства в рамках проекта, на этапе до обнаружения углеводородов, оцениваются приблизительно в 25-30 млн. долларов США. Геологические запасы структуры Уайт Беар оцениваются в несколько сот млн. баррелей.

**ПРОГРАММА ГЕОЛОГОРАЗВЕДОЧНЫХ РАБОТ**

Согласно данным компании, на 2011 год программой геологоразведочных работ предусмотрено бурение 23 разведочных скважин, в том числе – 2 надсолевых скважин на блоке Лиман, 5 надсолевых скважин на блоке Р-9, 4 надсолевых скважин на блоке Тайсойган, 1 надсолевой скважины на территории, прилегающей к месторождениям Озен и Карамандыбас, 1 подсолевой и 1 надсолевой скважины на месторождении Жаркамыс Восточный, 3 подсолевых скважин на блоке Федоровский, 1 скважины на шельфе Северного моря, а также 5 дополнительных разведочных скважин. Программой также предусмотрена проходка 2 510 погонных км 2D и 739 км<sup>2</sup> 3D сейсморазведки.

*В нашу модель оценки акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз мы не стали включать разведочные блоки Р-9, Каратон-Сарыкамыс, Тайсойган и Лиман в регионе деятельности ПФ ЭмбаМунайГаз и территории, прилегающие к месторождениям Озен и Карамандыбас в регионе деятельности ПФ ОзенМунайГаз, так как не располагаем достаточными данными для оценки и прогноза возможного уровня добычи нефти на этих блоках.*

*Мы также не учитываем в нашей модели блоки Жарыкамыс Восточный – 1, Темир и Терискен в регионе деятельности ТОО РД КМГ Разведочные Активы по этой же причине.*

*35% долю в лицензии на структуру Уайт Беар в нашей модели мы не учитываем по указанной выше причине.*

*50% долю в Ural Group Limited в нашей модели мы учитываем по стоимости приобретения, так как, не располагая другими сведениями, считаем цену, уплаченную РД КМГ, рыночной. В будущем, после начала коммерческой добычи мы пересмотрим нашу оценку этой доли.*

*Однако, в нашей модели мы учли возможный будущий рост капитальных расходов на геологоразведочные работы, связанный с приобретением новых геологоразведочных активов.*

## Оценка акций

Для оценки акций и депозитарных расписок АО Разведка Добыча КазМунайГаз мы по прежнему использовали модель дисконтирования свободных денежных потоков на фирму – DCF-FCFFF.

Мы скорректировали наш прогноз операционных и финансовых результатов и модель оценки акций и депозитарных расписок АО Разведка Добыча КазМунайГаз с учетом опубликованных данных.

В том числе, мы изменили наши прогнозы по основным параметрам нашей модели оценки – объемам добычи и реализации нефти, среднегодовым ценам на нефть марки BRENT и среднегодовым курсам USD/KZT.

Основные входные параметров нашей модели оценки акций и депозитарных расписок РД КМГ представлены в таблице ниже:

Некоторые входные параметры для оценки стоимости акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз на основе модели DCF-FCFFF

	2009Ф	2010Ф	2011П	Г-р-Г	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR 7 лет	CAGR 6 лет	CAGR 5 лет
Курс USD/KZT, средний	147.70	147.00	146.00	-0.68%	145.20	145.00	146.25	147.50	150.00	0.22%	0.34%	0.65%
ICE BRENT, среднегодовые цены	76.36	80.55	110.00	36.56%	99.00	101.00	102.00	103.00	101.00	4.08%	3.84%	0.40%
<b>Добыча, тыс. тонн</b>												
УМГ	6 289	5 953	5 300	-10.97%	5 720	5 610	5 500	5 390	5 280	-2.47%	-1.98%	-1.59%
ЭМГ	2 673	2 813	2 800	-0.46%	2 800	2 800	2 770	2 730	2 680	0.04%	-0.80%	-0.87%
<b>Всего</b>	<b>8 962</b>	<b>8 766</b>	<b>8 100</b>	<b>-7.60%</b>	<b>8 520</b>	<b>8 410</b>	<b>8 270</b>	<b>8 120</b>	<b>7 960</b>	<b>-1.68%</b>	<b>-1.59%</b>	<b>-1.35%</b>
<b>Реализация, тыс. тонн</b>												
Экспорт	6 946	7 099	6 200	-12.66%	6 620	6 510	6 370	6 220	6 060	-1.93%	-2.60%	-1.75%
Внутренний рынок	2 020	1 667	1 900	13.98%	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	-0.87%	2.20%	0.00%
<b>Всего</b>	<b>8 966</b>	<b>8 766</b>	<b>8 100</b>	<b>-7.60%</b>	<b>8 520</b>	<b>8 410</b>	<b>8 270</b>	<b>8 120</b>	<b>7 960</b>	<b>-1.69%</b>	<b>-1.59%</b>	<b>-1.35%</b>

ИСТОЧНИК: Данные компании, прогноз BCC Invest

Кроме того, мы скорректировали наши прогнозы по операционным расходам в сторону увеличения, а также прогнозы по капитальным расходам в связи с приобретением новых разведочных активов и расширением объема геологоразведочных работ – также в сторону увеличения.

Прогноз финансовых показателей АО Разведка Добыча КазМунайГаз представлен в Приложении.

Мы исключили из модели оценки акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз стоимость долей ТОО «Казахойл Актобе», ТОО «Казахтуркмунай» и доли в Mangistau Investments B.V в связи с тем, что сделки по их приобретению не были завершены.

Для расчетов мы использовали стоимость акционерного капитала – 12% и темпы роста свободных денежных потоков в постпрогнозный период – 0%, количество акций было скорректировано с учетом выкупа эмитентом собственных привилегированных акций.

*С учетом внесенных изменений в модель оценки акций компании расчетная теоретическая стоимость акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз составила 15 900 тенге за акцию.*

Модель дисконтирования свободных денежных потоков на фирму – DCF-FCFFF АО Разведка Добыча КазМунайГаз представлена на следующей странице:



**Модель оценки стоимости акций АО Разведка Добыча КазМунайГаз**

Оценка стоимости акций компании на основе модели DCF-FCFF

тыс. тенге	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	485 493 479	609 242 398	751 999 599	724 831 333	729 785 752	731 844 784	732 769 109	719 183 384
ЕБИТДА	186 043 210	222 235 467	185 578 350	170 696 042	147 033 069	136 518 566	123 978 630	105 085 905
Капитальные затраты	-46 385 754	-88 251 917	-106 400 000	-81 500 000	-70 200 000	-65 200 000	-59 200 000	-50 200 000
Налоги	-75 745 829	-57 445 263	-53 850 910	-48 141 949	-38 299 040	-33 138 717	-27 180 651	-18 893 535
Свободные денежные потоки	63 911 627	76 538 287	25 327 440	41 054 093	38 534 029	38 179 849	37 597 980	35 992 370
Фактор дисконтирования				1.12	1.25	1.40	1.57	1.76
Дисконтированные денежные потоки				36 655 440	30 719 092	27 175 663	23 894 196	20 423 038
Кумулятивный дисконтированный								138 867 429
Терминальная стоимость								170 191 979
<b>Стоимость предприятия</b>								<b>309 059 408</b>
<b>Денежная позиция</b>								<b>598 540 042</b>
<b>Оценка долей участия</b>	Резервы 2Р, тыс. барр.	Доля РД КМГ	Доля РД КМГ, тыс. долл. барр.	Оценка тыс. долл. / барр.	Оценка тыс. долл.	Оценка тыс. тенге.	Чистый долг тыс. тенге.	Стоимость тыс. тенге.
50% КаражанбасМунай	366 500	50%	183 250	\$8.00	1 466 000	215 502 000	-116 203 500	99 298 500
50% КазГерМунай	225 688	50%	112 844	\$8.00	902 752	132 704 544	-13 423 980	119 280 564
33% ПетроКазахстан	364 670	33%	120 341	\$8.00	962 729	141 521 134	-115 766 147	25 754 987
<b>Всего стоимость долей</b>								<b>244 334 051</b>
<b>Расчетная капитализация</b>								<b>1 151 933 500</b>
Количество акций в обращении								72 361 272
Расчетная стоимость 1 акции, KZT								15 900
Расчетная стоимость 1 депозитарной расписки, долл. США								\$18.30
Стоимость акционерного капитала	12%							
Темпы роста в постпрогнозный период	0%							

ИСТОЧНИК: данные компании, расчеты и прогнозы BCC Invest

По результатам оценки мы понижаем целевую цену по простым акциям (RDGZ KZ) на ближайшие 6 месяцев с 20 500 до 15 900 тенге за акцию, но, учитывая недавнее снижение котировок акций, сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Целевую цену по депозитарным распискам (KMG LI) мы определили, исходя из целевой цены по простым акциям и среднегодового курса USD/KZT 145.20, на уровне \$18.30 за ГДР, рекомендация – «ПОКУПАТЬ».

Вероятными факторами, которые могут в ближайшее время положительно повлиять на динамику котировок акций и депозитарных расписок АО Разведка Добыча КазМунайГаз, являются:

- ✓ Выкуп собственных акций (эмитентом объявлена программа по выкупу собственных простых акций на \$300 млн.)
- ✓ продолжение роста мировых цен на нефть;
- ✓ продолжение роста на мировых фондовых рынках;
- ✓ анонсирование новых сделок по приобретению стратегических активов;
- ✓ увеличение ликвидности в результате размещения акций.

Вероятными факторами, которые могут в ближайшее время негативно повлиять на динамику котировок акций и депозитарных расписок АО Разведка Добыча КазМунайГаз, являются:

- ✓ коррекция мировых цен на нефть;
- ✓ коррекция на мировых фондовых рынках;
- ✓ повышение ставок ЭТП, либо другое изменение налогового режима;
- ✓ операционные проблемы на основных операционных активах.

## Риски

Риски, связанные с инвестированием в акции и депозитарные расписки РД КМГ включают, но не ограничиваются:

- ✓ возможные отклонения операционных и финансовых показателей от прогнозных, причем как в меньшую, так и в большую сторону;
- ✓ высокая волатильность цен на нефть и нефтепродукты;
- ✓ возможное изменение стоимости транспортировки нефти по нефтепроводам как в Казахстане, так и за рубежом;
- ✓ возможное изменение условий недропользования в Казахстане;
- ✓ возможное изменение налогового режима в Казахстане;
- ✓ возможные стихийные действия и другие форс-мажорные обстоятельства.

**Приложение 1.**
**Прогнозные финансовые показатели АО Разведка Добыча КазМунайГаз**

Финансовые показатели АО Разведка Добыча КазМунайГаз

тыс. тенге	2007Ф	2008Ф	2009Ф	2010Ф	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Выручка от реализации</b>	<b>486 974 879</b>	<b>604 993 422</b>	<b>485 493 479</b>	<b>609 242 398</b>	<b>751 999 599</b>	<b>724 831 333</b>	<b>729 785 752</b>	<b>731 844 784</b>	<b>732 769 109</b>	<b>719 183 384</b>
Экспортная таможенная пошлина		-68 796 006		-6 622 820	-36 208 000	-38 448 960	-37 758 000	-37 264 500	-36 698 000	-36 360 000
Рентный налог			-58 673 500	-95 895 096	-151 180 168	-130 722 907	-144 753 128	-144 275 660	-143 475 327	-139 393 605
Роялти	-17 948 868	-25 312 574								
НДПИ			-55 087 266	-70 932 591	-124 125 432	-119 209 667	-119 730 985	-119 734 413	-119 517 212	-116 803 356
Транспортные расходы	-48 247 039	-53 135 541	-53 793 843	-57 794 777	-53 482 650	-57 396 756	-57 271 570	-57 469 645	-57 573 940	-58 084 519
Прочие операционные расходы	-144 638 578	-149 923 351	-163 051 020	-189 803 310	-247 834 000	-258 637 000	-277 337 000	-294 567 000	-313 583 000	-329 765 000
<b>Операционная прибыль</b>	<b>276 140 394</b>	<b>307 825 950</b>	<b>154 887 850</b>	<b>186 749 339</b>	<b>139 169 350</b>	<b>120 416 042</b>	<b>92 935 069</b>	<b>78 533 566</b>	<b>61 921 630</b>	<b>38 776 905</b>
Доход от вознаграждения	27 030 779	45 374 578	46 758 905	38 039 785	30 800 000	30 800 000	30 800 000	30 800 000	30 800 000	30 800 000
Расходы по вознаграждению	-5 787 911	-3 146 631	-3 241 289	-7 495 555	-7 600 000	-7 600 000	-7 600 000	-7 600 000	-7 600 000	-7 600 000
Расходы по курсовой разнице	-8 042 582	696 455	89 534 814	-3 459 449	-4 700 000					
Прибыль от продажи дочерних организаций	859 828									
Доля в доходах ассоциированных компаний и совместных предприятий	17 429 850	57 623 884	-2 467 551	78 113 033	92 800 000	80 300 000	62 000 000	52 400 000	41 300 000	25 900 000
<b>Прибыль до подоходного налога</b>	<b>307 630 358</b>	<b>408 374 236</b>	<b>285 472 729</b>	<b>291 947 153</b>	<b>250 469 350</b>	<b>223 916 042</b>	<b>178 135 069</b>	<b>154 133 566</b>	<b>126 421 630</b>	<b>87 876 905</b>
Расходы по подоходному налогу	-150 511 277	-167 091 866	-75 745 829	-57 445 263	-53 850 910	-48 141 949	-38 299 040	-33 138 717	-27 180 651	-18 893 535
Эффективная ставка КПП	49%	41%	27%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>157 119 081</b>	<b>241 282 370</b>	<b>209 726 900</b>	<b>234 501 890</b>	<b>196 618 440</b>	<b>175 774 093</b>	<b>139 836 029</b>	<b>120 994 849</b>	<b>99 240 980</b>	<b>68 983 370</b>
Кол-во акций на конец периода:	74 015 512	74 015 512	74 246 410	72 663 767	72 361 272	72 361 272	72 361 272	72 361 272	72 361 272	72 361 272
Доход на 1 акцию, KZT	2 123	3 260	2 871	3 232	2 717	2 429	1 932	1 672	1 371	953
Дивиденды на 1 акцию, KZT	563	656	704	800	748	729	580	502	412	286
Коэффициент выплаты дивидендов	26.52%	20.12%	24.52%	24.75%	27.50%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

Источник: www.kmger.kz, прогнозы BCC Invest

## Контактная информация

АО BCC Invest ДО АО Банк ЦентрКредит

Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж

Телефон: +7 (727) 244-32-32, факс: +7 (727) 244-32-31

E-mail: [info@bcc-invest.kz](mailto:info@bcc-invest.kz)

Web: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Управление брокерского обслуживания:

Тогжан Раисова

Телефон: +7 (727) 244-32-32 (вн. 7218)

E-mail: [traisova@bcc-invest.kz](mailto:traisova@bcc-invest.kz)

Управление маркетинга и продаж:

Сания Биниязова

Телефон: +7 (727) 2-44-32-30 (прямой), 244-32-32 (вн. 7214)

E-mail: [sbiniyazova@bcc-invest.kz](mailto:sbiniyazova@bcc-invest.kz)

Аналитическое управление:

Адиль Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-32 (вн. 7215)

E-mail: [atabyldiev@bcc-invest.kz](mailto:atabyldiev@bcc-invest.kz)

Данияр Журекабаев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-32 (вн. 7240)

E-mail: [dzhurekbayev@bcc-invest.kz](mailto:dzhurekbayev@bcc-invest.kz)

Аналитические материалы доступны на сайте компании: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Страница в Bloomberg: BCCK <GO>

### **Бесплатный телефонный круглосуточный автоматический сервис Auto Call Center (авто справка по банковским вопросам)**

Всю интересующую информацию о продуктах и услугах нашей компании, Вы можете получить в бесплатной круглосуточной телефонно-автоматической справочной службе Auto Call Center.

Позвонив к нам, Вы можете в режиме дозвона на внутренние телефонные номера (авто соединение), прослушать интересующую Вас банковскую информацию, набрав указанный № ячейки (см. информацию ниже)

- Звонок по Казахстану БЕСПЛАТНЫЙ 8- 8000 8000 88 далее \* 5156
- Звонок по Алматы 2 598-598 или 244- 32- 44 далее \* 5156

### 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 "BCC Invest" рассматривает в качестве достоверных. Однако АО "BCC 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.

АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. АО "BCC Invest" не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения АО "BCC Invest". Компания не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

© BCC Invest 2011