

2 мая 2012 г.

## РАЗВЕДКА ДОБЫЧА КАЗМУНАЙГАЗ

### Еще одна дивидендная история

Адилъ Табылдиев  
atabyldiev@bcc-invest.kz

Мы продолжаем аналитическое покрытие долевых финансовых инструментов АО Разведка Добыча КазМунайГаз (РД КМГ).

Учитывая структуру доходов и источников формирования стоимости РД КМГ мы полностью пересмотрели наш подход к оценке стоимости компании и ее акций.

Согласно нашей новой модели оценки расчетная справедливая стоимость простых акций РД КМГ составляет 18 700 тенге за акцию (\$21.00 за депозитарную расписку), что подразумевает потенциал роста на 10% по отношению к цене закрытия в субботу, 28 апреля текущего года.

Расчетная стоимость привилегированных акций РД КМГ согласно нашей модели оценки, составляет, округленно, не менее 15 900 тенге, что подразумевает потенциал роста на 24% по отношению к цене закрытия в субботу, 28 апреля текущего года.

Совет Директоров РД КМГ рекомендовал выплатить дивиденды по итогам 2011 года в размере 1 300 тенге на акцию. В случае положительного решения ГОСА, которое состоится 29 мая 2012 года, датой фиксации реестра будет 11 июня 2012 года, а выплата дивидендов начнется с 16 июля 2012 года.

В случае срыва переговоров с НК КМГ по приобретению долей в МангыстауМунайГаз, КазТуркМунай и КазахОйл Актобе, РД КМГ в 2013 году может выплатить дивиденды в размере 233 млрд. тенге (дивиденды за 2012 год + специальные дивиденды), из которых порядка 135 млрд. тенге должно пойти в счет погашения нот НК КМГ, а оставшиеся примерно 95 млрд. тенге должны быть выплачены миноритарным акционерам РД КМГ. В этом случае общая сумма выплаченных дивидендов в 2013 году может составить порядка 2 365 тенге на акцию.

**Учитывая прогнозируемую нами дивидендную доходность по акциям РД КМГ, мы рекомендуем «ДЕРЖАТЬ» простые акции и депозитарные расписки РД КМГ с целевыми ценами 18 700 тенге за акцию и \$21.00 за ГДР, и «ПОКУПАТЬ» привилегированные акции РД КМГ с целевой ценой 15 900 тенге за акцию.**

В качестве торговой идеи для активных инвесторов, мы рекомендуем продажу простых акций РД КМГ по текущим рыночным ценам и одновременную покупку привилегированных акций РД КМГ по текущим рыночным ценам на вырученные средства.

*Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в соответствующем разделе настоящего обзора.*

## ИЗМЕНЕНИЕ ОЦЕНКИ И РЕКОМЕНДАЦИИ

### ДЕРЖАТЬ

Капитализация	1 205 млрд. тенге
<b>Простые акции</b>	<b>RDGZ KZ</b>
В составе индекса	KASE Index
Beta	0.49
Диапазон, последние 52 нед.	12 100 – 19 581
Последняя цена	17 000
Целевая цена	18 700
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
<b>Привилегированные акции</b>	<b>RDGZp KZ</b>
Диапазон, последние 52 нед.	11 000 – 19 500
Последняя цена	12 800
Целевая цена	15 900
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
<b>Депозитарные расписки</b>	<b>KMG LI</b>
Диапазон, последние 52 нед.	\$13.12 - \$23.10
Последняя цена	\$19.96
Целевая цена	\$21.00
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ
<b>Кредитные рейтинги</b>	
Moody's	Baa3 / стабильный
Standard and Poor's	BBB- / стабильный
Fitch	BBB- / стабильный

	2011	2012П	2013П
Выручка, KZT млн.	721 194	805 942	779 425
ЕБИТДА, KZT млн.	219 528	243 429	221 003
Чистая прибыль, KZT млн.	208 931	197 048	161 498
Р/Е	5,71	6,06	7,39
EV/ЕБИТДА	2,57	2,32	2,55

Динамика котировок RDGZ KZ  
за последние 12 месяцев, KZT



Источник: Bloomberg, BCC Invest

## Инвестиционное резюме

### **В 2011 году чистая прибыль РД КМГ снизилась на 10.9%**

Чистая прибыль РД КМГ в расчете на одну акцию в 2011 году составила 2.95 тыс. тенге по сравнению с 3.23 тыс. тенге в 2010 году.

Основными причинами снижения операционной прибыли компании являются снижение уровня добычи, которое было компенсировано ростом цен реализации, увеличение налоговой нагрузки, а также рост операционных расходов. На падение чистой прибыли компании повлияло указанное снижение операционной прибыли, снижение процентных доходов и увеличение эффективной ставки КПП, что было частично компенсировано увеличением доли в доходах ассоциированных компаний и совместно контролируемых предприятий, а также доходами по курсовой разнице.

### **Объем добычи на основных активах РД КМГ – ОМГ и ЭМГ будет снижаться умеренными темпами**

По нашим прогнозам, в 2012 году общий объем добычи на месторождениях ОМГ и ЭМГ вырастет на 3.3% и составит 8 160 тыс. тонн нефти. Мы прогнозируем умеренное снижение объемов добычи на стареющих месторождениях в последующие несколько лет со средним темпом 1.7% в год.

Однако, по нашим расчетам, даже при снижении уровня добычи в ожидаемых нами пределах, при условии сохранения мировых рыночных цен на нефть выше \$100/bbl компания будет способна генерировать денежные потоки от операционной деятельности, достаточные для финансирования поддерживающих капитальных затрат и затрат на модернизацию инфраструктуры месторождений.

### **Фокус на геологоразведку**

В связи со старением основных нефтегазовых активов ОМГ и ЭМГ и снижением уровня добычи на них, РД КМГ в своей долгосрочной стратегии большой упор делает на восполнение запасов и увеличение (поддержание) уровня добычи. Важной частью этой стратегии является доразведка территорий, непосредственно прилегающих к действующим месторождениям ОМГ и ЭМГ и разведка новых лицензионных участков, на территориях в зонах стратегических интересов компании.

Бюджет программы капитальных затрат РД КМГ на ГРП на 2012 – 2014 годы составляет примерно 150 млрд. тенге. Ожидаемое средневероятное (P50, Best Estimate) увеличение извлекаемых запасов углеводородного сырья в результате ГРП на приоритетных разведочных активах составляет 541 млн. баррелей в нефтяном эквиваленте (бнэ) без учета поправки на вероятность успеха (CoS) и 251.6 млн. бнэ с учетом поправки на риск.

Источниками финансирования ГРП могут стать как собственные средства РД КМГ, так и дивиденды, получаемые от ассоциированных и совместно контролируемых компаний.

### **По итогам 2012 года РД КМГ может выплатить рекордные дивиденды – 3 265 тенге на акцию**

Совет Директоров РД КМГ рекомендовал выплатить дивиденды по итогам 2011 года в размере 1 300 тенге на акцию. В случае положительного решения ГОСА, которое состоится 29 мая 2012 года, датой фиксации реестра будет 11 июня 2012 года, а выплата дивидендов начнется с 16 июля 2012 года.

В случае срыва переговоров с НК КМГ по приобретению долей в МангыстауМунайГаз, КазТуркМунай и КазахОйл Актобе, РД КМГ в 2013 году может выплатить дивиденды в размере 233 млрд. тенге (дивиденды за 2012 год + специальные дивиденды), из которых порядка 135 млрд. тенге должно пойти в счет погашения нот НК КМГ, а оставшиеся примерно 95 млрд. тенге должны быть выплачены миноритарным акционерам РД КМГ. В этом случае общая сумма выплаченных дивидендов в 2013 году может составить порядка 2 365 тенге на акцию.

Мы прогнозируем стабилизацию коэффициента выплаты дивидендов с 2013 года на уровне 40% от чистой прибыли за соответствующий год.

### Оценка акций

Учитывая структуру доходов и источников формирования стоимости РД КМГ мы полностью пересмотрели наш подход к оценке стоимости компании и ее акций.

Согласно нашей модели оценки расчетная справедливая стоимость простых акций РД КМГ составляет 18 700 тенге за акцию (\$21.00 за депозитарную расписку).

Мы считаем, что дисконт рыночной стоимости привилегированных акций РД КМГ по отношению к рыночной стоимости ее простых акций оправдан лишь в части требуемой премии за ликвидность, и должен составлять не более 10 – 15%.

Таким образом, расчетная стоимость привилегированных акций РД КМГ согласно нашей модели оценки, составляет, округленно, не менее 15 900 тенге.

Обращаем Ваше внимание, что согласно нашей модели оценки РД КМГ и ее акций, расчетная стоимость основных активов РД КМГ – ОМГ и ЭМГ составляет лишь 17% от расчетной капитализации компании, тогда как чистая денежная позиция составляет 47% от расчетной капитализации.

В тоже время совокупная доля расчетной стоимости ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях составляет 35% от общей расчетной капитализации РД КМГ. Расчетная стоимость ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях в большой степени зависит величины оценки извлекаемых запасов углеводородного сырья (при снижении на \$1/bbl до \$9/bbl расчетная стоимость простых акций РД КМГ снижается до 17 500 тенге за акцию).

Таким образом, расчетная стоимость акций РД КМГ, согласно нашей модели оценки, больше зависит от величины оценки извлекаемых запасов углеводородного сырья ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях, чем от прогнозных значений производственных и операционных показателей компании.

### Рекомендации

Учитывая прогнозируемую нами дивидендную доходность по акциям РД КМГ, мы рекомендуем «ДЕРЖАТЬ» простые акции и депозитарные расписки РД КМГ с целевыми ценами 18 700 тенге за акцию и \$21.00 за ГДР, и «ПОКУПАТЬ» привилегированные акции РД КМГ с целевой ценой 15 900 тенге за акцию.

*Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в соответствующем разделе настоящего обзора.*

### Торговая идея

Мы прогнозируем, что в течение 2012 года компания успешно завершит программу выкупа собственных простых акций, а в 2013 – 2014 годах возобновит программу выкупа собственных привилегированных акций. В результате, дисконт рыночной стоимости привилегированных акций РД КМГ по отношению к рыночной стоимости ее простых акций, по нашим ожиданиям, должен сократиться.

Мы считаем оправданным продажу простых акций РД КМГ по текущим рыночным ценам и одновременную покупку привилегированных акций РД КМГ по текущим рыночным ценам на вырученные средства.

«Переложившись» из простых акций РД КМГ в привилегированные акции РД КМГ, инвесторы получают возможность:

- увеличить дивидендную доходность инвестиций (дивиденды по простым привилегированным акциям равны);
- снизить потенциал снижения рыночной стоимости инвестиций (по нашему мнению, в случае наступления неблагоприятных рыночных условий, потенциал падения рыночной стоимости привилегированных акций РД КМГ несколько ниже, чем простых акций РД КМГ);
- получить дополнительный доход в случае возобновления РД КМГ программы выкупа собственных привилегированных акций (вследствие сокращения спреда между простыми и привилегированными акциями).

## Операционные и финансовые показатели за 2011 год

### В 2011 году чистая прибыль РД КМГ снизилась на 10.9%

2 марта 2012 года АО Разведка Добыча КазМунайГаз опубликовало аудированную консолидированную финансовую отчетность за 2011 год.

Отчет о прибылях и убытках АО Разведка Добыча КазМунайГаз за 2011 год вместе с отдельными производственными и другими операционными показателями представлен в таблице ниже:

Производственные и финансовые показатели АО Разведка Добыча КазМунайГаз за 2011 год					
тыс. тенге	2010 ФАКТ	2011 ФАКТ	Изменение, Г-к-Г	2011 ПРОГНОЗ	ОТКЛОНЕНИЕ от ФАКТА
<b>Удельные показатели</b>					
Курс USD/KZT в среднем за период	147,35	146,32	-0,7%	146,00	-0,2%
Курс USD/KZT на конец периода	147,40	148,40	0,7%		
Средняя цена нефти марки Brent, USD/BOE	79,18	111,26	40,5%	110,00	-1,1%
Средние цены реализации, USD/BOE	64,85	87,44	34,8%		
ТП УАС	75,17	105,98	41,0%	104,17	-1,7%
ТП КТК	77,81	109,65	40,9%	108,57	-1,0%
Внутренний рынок	21,43	26,28	22,6%	21,79	-17,1%
<b>Удельные транспортные расходы, USD/BOE</b>					
ТП УАС	7,32	7,75	5,9%	7,66	-1,2%
ТП КТК	7,62	7,56	-0,8%	7,62	0,8%
Внутренний рынок	1,58	1,38	-12,7%	1,71	23,9%
<b>Таможенная пошлина / Рентный налог на экспорт, USD/BOE</b>					
ТП УАС	13,82	29,71	115,0%		
ТП КТК	13,97	29,77	113,1%		
<b>Производственные показатели</b>					
Добыча нефти, тыс тонн	8 766	7 900	-9,9%	8 100	2,5%
<b>Реализация нефти, тыс тонн</b>					
Всего экспорт	6 860	5 758	-16,1%	6 200	7,7%
Внутренний рынок	1 783	1 898	6,4%	1 900	0,1%
<b>Финансовые показатели</b>					
<b>Выручка</b>					
Реализация нефти	591 169 567	705 150 277	19,3%	734 089 432	4,1%
Экспорт	556 566 299	655 594 910	17,8%	690 389 432	5,3%
Внутренний рынок	34 603 268	49 555 367	43,2%	43 700 000	-11,8%
Прочая реализация	18 072 831	16 043 892	-11,2%	17 910 167	11,6%
<b>Операционные расходы</b>					
Таможенная пошлина / Рентный налог на экспорт	-103 962 381	-196 750 749	89,3%	-187 388 168	-4,8%
Роялти/НДПИ	-70 932 591	-78 680 221	10,9%	-124 125 432	57,8%
Транспортные расходы	-57 794 777	-52 471 602	-9,2%	-53 482 650	1,9%
Выплаты работникам	-66 241 795	-73 537 367	11,0%	-82 799 000	12,6%
Износ, истощение и амортизация	-35 486 128	-45 494 136	28,2%	-46 409 000	2,0%
Услуги по ремонту и обслуживанию	-28 857 572	-30 813 115	6,8%	-33 417 000	8,5%
<b>Операционная прибыль</b>					
Доход от вознаграждения	38 039 785	28 843 487	-24,2%	30 800 000	6,8%
Расходы по вознаграждению	-7 495 555	-7 222 511	-3,6%	-7 600 000	5,2%
Расходы по курсовой разнице	-3 459 449	2 690 153	-177,8%	-4 700 000	-274,7%
Доля в доходах ассоциированных компаний и совместных предприятий	78 113 033	84 276 312	7,9%	92 800 000	10,1%
<b>Прибыль до подоходного налога</b>					
Расходы по подоходному налогу	-57 445 263	-63 661 222	10,8%	-53 850 910	-15,4%
Эффективная ставка КПП	19,7%	23,4%		21,5%	-7,9%
<b>Прибыль за период</b>					
Курсовая разница от пересчета зарубежных операций	-560 821	1 977 626	-452,6%		
<b>Итого совокупный доход за период, за вычетом налога</b>					
<b>Прибыль на акцию</b>					
Базовая	3,23	2,95	-8,7%	2,72	-7,8%
Разводненная	3,23	2,95	-8,7%	2,72	-7,8%

ИСТОЧНИК: Отчетность компании, прогноз BCC Invest

Несмотря на то, что выручка РД КМГ в 2011 году выросла на 18,4% по сравнению с предыдущим годом, составив 721,2 млрд. тенге, операционная прибыль компании снизилась на 12,2%, составив 164,0 млрд. тенге. Основными причинами снижения операционной прибыли компании являются снижение уровня добычи, которое было компенсировано ростом цен реализации, увеличение налоговой нагрузки, а также рост операционных расходов.

В 2011 году чистая прибыль РД КМГ составила 208,9 млрд. тенге, снизившись на 10,9% по сравнению с предыдущим годом. На падение чистой прибыли компании повлияло указанное снижение операционной прибыли, снижение процентных доходов и увеличение эффективной ставки налога на прибыль, что было частично компенсировано увеличением доли в доходах ассоциированных компаний и совместно контролируемых предприятий, а также доходами по курсовой разнице.

**В итоге чистая прибыль РД КМГ в расчете на одну акцию в 2011 году составила 2,95 тыс. тенге по сравнению с 3,23 тыс. тенге в 2010 году.**

Денежные потоки РД КМГ от операционной деятельности РД КМГ за 2011 год составили 148.2 млрд. тенге по сравнению с 115.7 млрд. тенге за 2010 год.

Капитальные вложения РД КМГ в 2011 году составили 105 млрд. тенге, в том числе 8.2 млрд. тенге на поисково-разведочное бурение. Капитальные вложения выросли на 19% по сравнению с 2010 годом, что связано с увеличением объемов эксплуатационного бурения с 215 до 237 скважин и объемов геологоразведочных работ в соответствии с утвержденным планом капитальных вложений на 2011 год.

Кроме того РД КМГ произвела дополнительные инвестиции в «Ural Group Limited» (UGL) в форме займа выданного несколькими траншами с мая по декабрь 2011 года в размере 1.9 млрд. тенге предоставленного компании.

По состоянию на 31 декабря 2011 года сумма денежных средств, их эквивалентов и прочих финансовых активов на балансе компании составляла 717.2 млрд. тенге, финансовых обязательств – 88 млрд. тенге. Таким образом, чистая денежная позиция РД КМГ 31 декабря 2011 года составляла 629.2 млрд. тенге.

### **По итогам 2011 года доказанные и вероятные запасы нефти на основных активах РД КМГ снизились на 2.7%**

По результатам аудита запасов нефти РД КМГ, проведенного компанией Gaffney, Cline & Associates («ГСА»), общие запасы нефти, без учета долей РД КМГ в ТОО «СП «Казгермунай» (КГМ), АО «Каражанбасмунай» (ССЕЛ) и «ПетроКазахстан Инк» (ПКИ), по категории «доказанные плюс вероятные» (2P) на начало 2012 года составили 225 816 тыс. тонн (1 661 млн. баррелей). Коэффициент восполнения, рассчитываемый как отношение прироста запасов к объему добычи, в 2011 году составил 21%. Кратность запасов категории 2P по состоянию на конец 2011 года составила 29 лет при сохранении текущего уровня добычи.

Доля РД КМГ в общих запасах нефти по категории «доказанные плюс вероятные» (2P) компаний КГМ и ССЕЛ составляет 21 211 тыс. тонн (152 миллиона баррелей) нефти, 495 тыс. тонн конденсата и 2 064 млн. куб. м. газа. Оценка доказанных плюс вероятных (2P) запасов ПКИ в соответствии с международными стандартами PRMS не производилась с 31 декабря 2010 года. По последним данным эти запасы составляли 329 млн. баррелей нефти и конденсата.

## **Операционные показатели за 1-й квартал 2012 года**

### **Консолидированная добыча РД КМГ в 1-м квартале 2012 года упала на 5%**

В 1-м квартале 2012 объем добычи ОзенМунайГаза (ОМГ) составил 1 236 тыс. тонн (-12.5%), ЭмбаМунайГаза (ЭМГ) – 675 тыс. тонн (-0.9%), общий объем добычи ОМГ и ЭМГ – 1 911 тыс. тонн (-9%). Отставание от плана составило около 150 тыс. тонн. Компания объясняет это неблагоприятными погодными условиями зимой в начале 2012 года.

Запланированный годовой объем добычи для ОМГ и ЭМГ составляет, соответственно, 5 800 и 2 815 тыс. тонн. По итогам 2-го квартала компания, возможно, пересмотрит или скорректирует годовой план добычи.

Экспортные объемы продаж нефти ОМГ и ЭМГ в 1-м квартале 2012 года составили 1 496 тыс. тонн, поставки на внутренний рынок – 442 тыс. тонн.

Доля компании в добыче ССЕЛ, КГМ и ПКИ в 1-м квартале 2012 года составила 1 119 тыс. тонн (на 39 тыс. тонн или на 4% больше по сравнению с объемом добычи в 1-м квартале 2011 года).

Доля от объемов продаж компаний ССЕЛ, КГМ и ПКИ, принадлежащая РД КМГ, составила 1 105 тыс. тонн, включая 755 тыс. тонн, поставленных на экспорт (68% от общего объема продаж компаний). Объемы продаж ПКИ включают в себя объемы нефтепродуктов, произведенных из нефти, приобретенной у третьих сторон по сделкам замещения.



## Стареющим месторождениям требуются капиталовложения

### Поддержание уровня добычи на основных месторождениях ОМГ и ЭМГ является одной из приоритетных задач для РД КМГ

Уровень добычи на основных месторождениях ОМГ и ЭМГ зависит от множества факторов, среди которых, как наиболее важные, можно выделить количество действующих добывающих скважин и средний приток нефти в скважину.

На средний приток нефти в скважину влияют как общее снижение притока и увеличение обводненности вследствие старения месторождений, так и сезонность и погодные условия. На эти факторы компания существенного влияния оказывать не может. В то же время для поддержания уровня добычи на приемлемом уровне необходимо поддерживать и даже увеличивать количество действующих добывающих скважин. Снижение уровня добычи ОМГ в 2011 году и в 1-м квартале 2012 года в большей степени было обусловлено ростом простаивающих скважин, не прошедших капитальный ремонт, и снижением объема эксплуатационного бурения, вследствие трудового конфликта и неблагоприятных погодных условий.

В 2012 году РД КМГ на месторождении Озен планирует пробурить 181 новую скважину (добывающие и нагнетающие) и осуществить капитальный ремонт большей части простаивающих скважин, доведя общее количество действующих добывающих скважин до 3260, что на 273 скважины или на 16.6% больше, чем на начало текущего года.

Производственные показатели ОМГ

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2-4Q12E
Простаивающие скважины	239	420	1 330	657	466	200
Действующие скважины	3 152	3 001	2 116	2 795	2 987	3 260
Средняя продуктивность скважин, тонн/скважина в день	5,0	4,8	5,4	5,0	4,6	5,1
Объем добычи, тыс. тонн в день	15,7	14,5	11,5	14,1	13,7	16,6
Бурение новых скважин	42	50	45	35	23	158

Источник: Презентация компании, апрель 2012 года

**Всего за 2012 – 2014 годы РД КМГ на основных активах ОМГ и ЭМГ планирует потратить порядка 300 млрд. тенге на эксплуатационное бурение, капитальный ремонт скважин и поддержание инфраструктуры.**

### Модернизация основных нефтегазовых активов ОМГ и ЭМГ может повысить их эффективность и продлить им жизнь

В настоящее время руководство РД КМГ рассматривает несколько проектов по модернизации основных нефтегазовых активов ОМГ и ЭМГ.

Одним из таких проектов является дополнительное более глубокое исследование месторождения Озен, его перемоделирование и обновления плана разработки. По его результатам, по прогнозам компании, локация новых скважин станет более эффективной. Проектом также предусмотрено бурение 2 горизонтальных скважин в течение 2012 года, а также бурение дополнительных боковых стволов на существующих скважинах. Главная цель этого проекта – повышение нефтеотдачи и коэффициента извлекаемости углеводородного сырья.

Проект модернизации процесса добычи нефти предусматривает переход на использование современного более эффективного оборудования, в том числе нефтяных насосов («качалок»), с целью повышения среднего притока нефти из скважин и удлинения межремонтных периодов.

Проекты модернизации инфраструктуры месторождений ОМГ и ЭМГ предусматривают строительство 2-х сервисных центров для диагностики и ремонта подземного оборудования, сервисного центра для обслуживания и ремонта автотранспорта и передвижного оборудования, рассчитанного на 1 000 единиц, а также двух установок полготовки буровых растворов и жидкостей для контроля скважин. Основными целями этих проектов является централизация и оптимизация операционных процессов, а также удлинение межремонтных периодов.

**Проекты модернизации пока еще не утверждены, по предварительным данным их общий бюджет может составить около 100 – 110 млрд. тенге.**

## Фокус на геологоразведку

### Бюджет программы капитальных затрат на геологоразведочные работы на 2012 – 2014 годы составляет примерно 150 млрд. тенге

В связи со старением основных нефтегазовых активов ОМГ и ЭМГ и снижением уровня добычи на них, РД КМГ в своей долгосрочной стратегии большой упор делает на восполнение запасов и увеличение (поддержание) уровня добычи. Важной частью этой стратегии является доразведка территорий, непосредственно прилегающих к действующим месторождениям ОМГ и ЭМГ и разведка новых лицензионных участков, на территориях в зонах стратегических интересов компании.

На сегодняшний день приоритетными для РД КМГ являются разведочные блоки Лиман, Каратон – Сарыкамыс, Озен – Карамандыбас, Жаркамыс Восточный 1 и Федоровский блок. (Более подробно о территориальном расположении и истории разработки разведочных активов РД КМГ читайте в нашем обзоре по РД КМГ от 22 сентября 2011 года).

Данные по программе геологоразведочных работ РД КМГ на приоритетных разведочных активах и ожидаемые результаты представлены в таблице ниже:

	Программа ГРП						Ожидаемое увеличение запасов, млн. баррелей				
	2011	2012	2013	2014	2015	Всего	LOW	BEST	HIGH	CoS	P50 risked
<b>Лиман</b>							10,4	51,0	104,1	35%	17,9
число скважин	2	2	2			6					
утверждено	2	2				4					
дополнительно (условно)			2			2					
общая глубина бурения, м	2 900	3 000	2 500			8 400					
утверждено	2 900	3 000				5 900					
дополнительно (условно)			2 500			2 500					
3D сейсморазведка, кв. км.	165					165					
<b>Каратон - Сарыкамыс</b>							50,2	136,0	203,0	33%	44,9
число скважин		2	5	5	5	17					
утверждено		2				2					
дополнительно (условно)			5	5	5	15					
общая глубина бурения, м		6 500	17 500			59 000					
утверждено		6 500				6 500					
дополнительно (условно)			17 500	17 500	17 500	52 500					
3D сейсморазведка, кв. км.		160	500	500		1 160					
<b>Озен - Карамандыбас</b>							11,6	58,0	87,0	43%	24,9
число скважин	1		4	3		8					
утверждено	1		4			5					
дополнительно (условно)				3		3					
общая глубина бурения, м	2 200		9 000	10 500		21 700					
утверждено	2 200		9 000			11 200					
дополнительно (условно)				10 500		10 500					
3D сейсморазведка, кв. км.		715				715					
<b>Жаркамыс Восточный 1</b>							28,0	134,0	190,0	28%	37,5
число скважин	1	1	2			4					
утверждено	1	1				2					
дополнительно (условно)			2			2					
общая глубина бурения, м	4 750	4 500	12 400			21 650					
утверждено	4 750	4 500				9 250					
дополнительно (условно)			12 400			12 400					
3D сейсморазведка, кв. км.	200					200					
2D сейсморазведка, пог. км.	610					610					
<b>Федоровский Блок</b>							32,4	162,0	243,0	78%	126,4
число скважин	3	2	2			7					
утверждено	3	2				5					
дополнительно (условно)			2			2					
общая глубина бурения, м	13 500	9 700	10 800			34 000					
утверждено	13 500	9 700				23 200					
дополнительно (условно)			10 800			10 800					
3D сейсморазведка, кв. км.				150		150					
<b>ВСЕГО</b>							132,6	541,0	827,1	46%	251,6

Источник: Презентация компании, ноябрь 2011 года

Ожидаемое средневероятное (P50, Best Estimate) увеличение извлекаемых запасов углеводородного сырья в результате ГРП на приоритетных разведочных активах составляет 541 млн. баррелей в нефтяном эквиваленте (бнэ) без учета поправки на вероятность успеха (CoS) и 251.6 млн. бнэ с учетом поправки на риск.

Данные по программам ГРП на блоках Р9, Темир и Терискен и их ожидаемым результатам РД КМГ не опубликовала.

**Общий бюджет программы капитальных затрат РД КМГ на геологоразведочные работы на 2012 – 2014 годы составляет примерно 150 млрд. тенге.**

## Для РД КМГ участие в морских шельфовых проектах – открывает перспективу выхода на качественно новый уровень

В мае 2011 года РД КМГ и НК КМГ подписали Меморандум о взаимопонимании, предусматривающий предоставление РД КМГ доступа к детальным геолого-геофизическим и финансово-экономическим данным по ряду нефтегазовых проектов, в том числе расположенных в казахстанском секторе Каспийского моря. В перечень проектов входят, в частности, морские блоки – «Жамбыл», «Устюрт» («Мертвый Култук»), «Женис», «Година», «С-1» и «С-2», – а также Урихтау. Портфель нефтегазовых проектов может быть расширен по согласованию сторон.

На основе предоставленных данных РД КМГ проведет технико-экономическую и коммерческую оценку инвестиционной привлекательности вышеуказанных проектов с целью рассмотрения вопроса своего участия в их реализации, после чего НК КМГ и РД КМГ проведут соответствующие консультации. В случае положительного решения РД КМГ примет участие в этих проектах на тех же коммерческих условиях, что и другие компании.

Начало бурения первой скважины на перспективной структуре White Bear (Уайт Беар) в Британском секторе Северного моря, лицензией на разведку которой владеет BG Group PLC (Би Джи Групп), ожидается в 2012 году. Геологические запасы структуры Уайт Беар оцениваются в несколько сот млн. баррелей. Доля РД КМГ в этом проекте составляет 35%. Финансовые риски участия РД КМГ в данном проекте, включая затраты на бурение и другие обязательства в рамках проекта, на этапе обнаружения углеводородов, оцениваются приблизительно в \$25 – 30 млн. О начале бурения в пресс-релизах РД КМГ на сегодняшний день еще не сообщалось.

*Мы полагаем, что в случае успешной совместной реализации указанных проектов, в будущем РД КМГ может получить доступ и к другим проектам на шельфе Северного Каспия, в том числе и к проекту «Кашаган». Однако, на сегодняшний день такие перспективы еще очень туманны.*

## Впечатляющий план капитальных затрат

Объем капиталовложений РД КМГ в ближайшие три года может составить \$3.7 млрд. (550 млрд. тенге), в том числе на модернизацию и поддержание уровня добычи на основных месторождениях – \$2.7 млрд. (400 млрд. тенге), на геологоразведочные работы – \$1.0 млрд. (150 млрд. тенге).

План капитальных затрат РД КМГ представлен в таблице ниже:

	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Расходы на эксплуатационное бурение, \$ млн.	349	354	356	364	380	409	357
Прочие капитальные затраты, \$ млн.	212	263	380	306	307	307	304
<b>ВСЕГО капитальные расходы, без учета модернизации, \$ млн.</b>	<b>561</b>	<b>617</b>	<b>736</b>	<b>670</b>	<b>687</b>	<b>716</b>	<b>661</b>
Расходы на модернизацию, \$ млн.				700			
Расходы на ГРП, \$ млн.	н.д.	89	215	343	363	300	275
<b>Среднесуточная добыча, тыс. баррелей в сутки</b>	<b>177</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	<b>182</b>	<b>185</b>	<b>188</b>	<b>189</b>

Источник: Презентация компании, апрель 2012 года

Кроме того, того в настоящее время РД КМГ продолжает переговоры со своей материнской компанией НК КМГ по поводу приобретения долей в МангыстауМунайГаз, КазТуркМунай и КазахОйл Актобе, а также, возможно, и других активов. Под эти цели зарезервировано порядка 300 млрд. тенге.

Таким образом, на капитальные затраты и инвестиции РД КМГ в ближайшие 3 года может потратить порядка 850 млрд. тенге.

*По нашим прогнозам текущих запасов денежных средств, их эквивалентов и ликвидных финансовых активов РД КМГ, а также денежных потоков от операционной деятельности компании и дивидендов, получаемых от ассоциированных и совместно контролируемых предприятий, будет достаточно для финансирования столь амбициозной программы капитальных затрат в ближайшие 3 – 5 лет. Здесь важным вопросом является, на сколько эффективной будет отдача от этих проектов.*



### Прогноз производственных показателей

#### По нашим прогнозам, в 2013 – 2016 годах общий объем добычи нефти ОМГ и ЭМГ будет сокращаться со средним темпом 1.7% в год

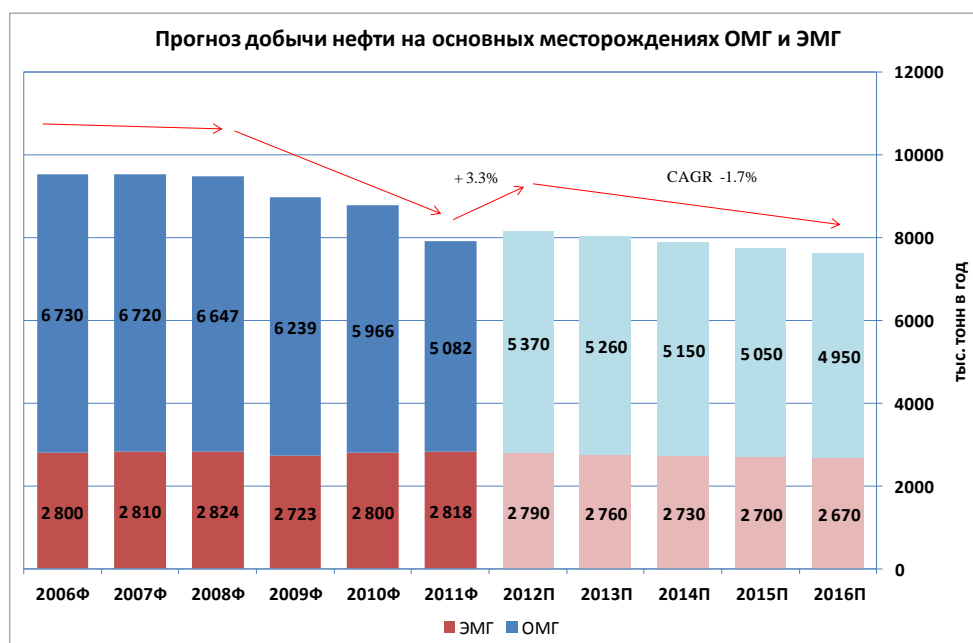
Бюджет РД КМГ на 2012 год предусматривает прогнозный объем добычи нефти в 2012 году на уровне 8 615 тыс. тонн (рост по сравнению с 2011 годом на 9%), 5 800 тыс. тонн (рост +14%) – для ОМГ и 2 815 тыс. тонн (практически на уровне 2011 года) для ЭМГ. Однако, по результатам 1-го квартала 2012 года объем добычи нефти ОМГ снизился на 12.5% по сравнению с 1-м кварталом 2011 года, ЭМГ – на 0.9%. РД КМГ объясняет это необычайно жесткими погодными условиями зимой 2011 – 2012 годов. Если все же РД КМГ удастся продемонстрировать заявленный темп роста добычи в оставшиеся кварталы 2012 года, то, по нашим прогнозам, годовой объем добычи на основных месторождениях составит 8 160 тыс. тон, что на 3.3% больше, чем в 2011 году, но на 5.3% ниже планового показателя. По итогам 2-го квартала компания, возможно, пересмотрит или скорректирует годовой план добычи.

Руководство РД КМГ прогнозирует, что благодаря интенсификации работ по эксплуатационному бурению, применению новых технологий и модернизации инфраструктуры на основных месторождениях ОМГ и ЭМГ в 2013 – 2016 годах объем добычи на основных месторождениях ОМГ и ЭМГ будет расти со средним темпом 2.1% в год (5% – в 2013 году, 1% – в 2016 году), и в 2016 году достигнет уровня 189 тыс. баррелей в сутки или 9.5 млн. тонн в год.

По нашему мнению, такой прогноз руководства РД КМГ выглядит слишком оптимистично. Да, мы согласны с тем, что интенсификация работ по эксплуатационному бурению, перемоделирование месторождения Озен и обновление плана его разработки, применение новых технологий и модернизация инфраструктуры месторождений в совокупности дадут положительный эффект. Но при прогнозировании объемов добычи с основных месторождений ОМГ и ЭМГ мы приняли во внимание и факторы, которые могут оказать значительное на объемы добычи. Из возможных негативных факторов мы особо выделяем такие, как возможные задержки реализации проектов по разным причинам, рост обводненности скважин и снижение среднесуточного притока, перебои с поставками электроэнергии, неблагоприятные погодные условия, а также трудовые конфликты.

По нашим прогнозам, в 2012 году объем добычи ОМГ и ЭМГ вырастет на 3.3%, но в последующие 4 года будет снижаться со средним темпом 1.7% в год.

Наш прогноз по объемам добычи нефти ОМГ и ЭМГ представлен на диаграмме ниже:

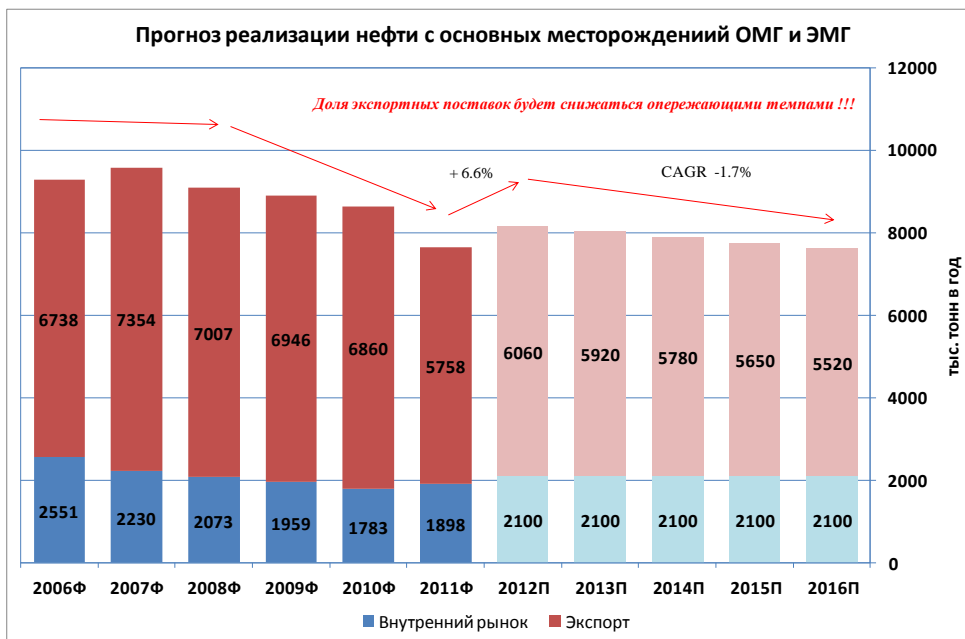


Добываемая РД КМГ нефть поставляется на экспорт по нефтепроводам Узень-Атырау-Самара (УАС) и Каспийский Трубопроводный Консорциум (КТК).

Согласно бюджета РД КМГ на 2012 год, за 2012 год на внутренний рынок планируется поставить 2 100 тыс. тонн нефти, что на 10.64% больше, чем в 2011 году. При этом при условии достижения планового объема добычи доля экспортных поставок должна снизиться на 0.9%.

Мы полагаем, что и в последующие годы объем поставок нефти РД КМГ на внутренний рынок будет поддерживаться на уровне 2 100 тыс. тонн. Соответственно, исходя из нашего прогноза по снижению уровня добычи, мы прогнозируем снижение экспортных поставок нефти РД КМГ как в абсолютном, так и в долевым выражении.

Наш прогноз по объемам реализации нефти ОМГ и ЭМГ представлен на диаграмме ниже:



Наш обобщенный прогноз по объемам добычи и реализации нефти с основных активов РД КМГ – ОМГ и ЭМГ в разрезе производственных подразделений и направлений сбыта представлен в таблице ниже:

Объем добычи на основных активах РД КМГ - ОМГ и ЭМГ, тыс. тонн

Филиал	2006Ф	2010Ф	2011Ф	CAGR, 5 лет	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR, 4 года	CAGR, 5 лет	CAGR, 10 лет
ОМГ	6 730	5 966	5 082	-5,5%	5 370	5 260	5 150	5 050	4 950	-1,6%	-0,5%	-3,0%
ЭМГ	2 800	2 800	2 818	0,1%	2 790	2 760	2 730	2 700	2 670	-0,9%	-1,1%	-0,5%
Всего	9 530	8 766	7 900	-3,7%	8 160	8 020	7 880	7 750	7 620	-1,4%	-0,7%	-2,2%
	2,0%	-2,2%	-9,9%		3,3%	-1,7%	-1,7%	-1,6%	-1,7%			

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

Объем реализации с основных активов РД КМГ - ОМГ и ЭМГ, тыс. тонн

Трубопровод	2006Ф	2010Ф	2011Ф	CAGR, 5 лет	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR, 4 года	CAGR, 5 лет	CAGR, 10 лет
УАС	5 075	4 314	3 521	-7,1%	4 060	3 970	3 870	3 790	3 700	-1,8%	1,0%	-3,1%
доля	54,6%	49,9%	46,0%		49,8%	49,5%	49,1%	48,9%	48,6%			
КТК	1 663	2 546	2 237	6,1%	2 000	1 950	1 910	1 860	1 820	-1,9%	-4,0%	0,9%
доля	17,9%	29,5%	29,2%		24,5%	24,3%	24,2%	24,0%	23,9%			
Внутр. рынок	2 551	1 783	1 898	-5,7%	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	0,0%	2,0%	-1,9%
доля	27,5%	20,6%	24,8%		25,7%	26,2%	26,6%	27,1%	27,6%			
Всего	9 289	8 643	7 656	-3,8%	8 160	8 020	7 880	7 750	7 620	-1,4%	-0,1%	-2,0%
изменение		-2,9%	-11,4%		6,6%	-1,7%	-1,7%	-1,6%	-1,7%			

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

**По нашим расчетам, не смотря снижение уровня добычи и доли экспортных поставок, РД КМГ в ближайшие 3 – 5 лет будет способна генерировать значительные положительные денежные потоки от операционной деятельности и также положительные свободные денежные потоки.**

## Прогноз финансовых показателей

### Исходные допущения

На финансовые показатели компании влияют как внутренние факторы, такие как объемы добычи и реализации нефти и структура издержек, так и внешние факторы, на которые компания не оказывает влияние, такие как курсы валют, рыночные цены на нефть и ставки налогов. Наши прогнозы по таким внешним факторам мы использовали в качестве исходных параметров для прогноза финансовых показателей компании и модели оценки акций.

Исходные параметры, используемые для прогноза финансовых показателей РД КМГ и оценки ее акций представлены в таблице ниже:

Исходные параметры, используемые для прогноза финансовых показателей РД КМГ и оценки акций

	2006Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Среднегодовой курс USD/KZT	126,09	147,35	146,62	148,50	150,00	150,00	150,00	150,00
Среднегодовые цены на нефть марки Brent, \$/bbl	65,14	79,18	111,26	116,00	113,00	107,00	107,00	111,00
Среднегодовая ставка рентного налога на экспорт		16%	22%	22%	22%	21%	21%	22%
Среднегодовая ставка ЭПН, \$/тонна		20,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00
Среднегодовая ставка НДС		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

Источник: Bloomberg, отчетность компании, прогноз BCC Invest

Мы прогнозируем, что курс тенге по отношению к доллару США в среднесрочной перспективе будет оставаться стабильным вблизи уровня 150 тенге за доллар.

По нашим прогнозам, среднегодовая рыночная цена нефти марки BRENT, служащая «бенчмарком» при определении цен реализации нефти РД КМГ, в 2012 году составит \$116/bbl, а в последующие 4 года будет колебаться в диапазоне \$107/bbl – \$113 bbl.

Наши прогнозы по курсам валют и мировым рыночным ценам на нефть основываются на внутренних методиках компании.

Ставки рентного налога на экспорт сырой нефти определяются Налоговым кодексом Республики Казахстан и зависят от мировых цен на нефть по прогрессивной шкале. Ставки налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) определяются Налоговым кодексом Республики Казахстан и зависят от объема добычи нефти субъектом налогообложения по прогрессивной шкале. Ставки экспортной таможенной пошлины на нефть определяются постановлениями Правительства Республики Казахстан и, как правило, зависят от рыночной конъюнктуры.

### Прогноз выручки

При расчете прогнозных значений выручки от реализации нефти мы исходили из наших прогнозов по годовым объемам реализации нефти и прогнозных среднегодовых цен реализации нефти.

При расчете прогнозных среднегодовых цен реализации нефти на экспорт мы исходили из исторических относительных дисконтов среднегодовых цен реализации по нефтепроводам УАС и КТК к среднегодовым рыночным ценам нефти марки BRENT.

При расчете прогнозных среднегодовых цен реализации нефти на внутренний рынок мы исходили из объявленного планируемого повышения отпускных цен нефти на внутренний рынок в 2012 году до 34 000 тенге за тонну и допущения, что в последующие несколько лет эти цены расти незначительно, находясь лишь чуть выше точки безубыточности

При расчете прогнозных значений выручки от прочей реализации (продукты переработки нефти, продукты переработки газа и прочие продажи и услуги) мы исходили из исторического соотношения выручки от прочей реализации к выручке от реализации нефти на внутренний рынок.

Таким образом, основываясь на наших допущениях, что в 2012 – 2016 годы прогнозная выручка от реализации нефти на внутренний рынок и прогнозная выручка от прочей реализации будут относительно стабильными. В тоже время, прогнозная выручка от реализации нефти на экспорт колеблется в зависимости от прогнозных объемов реализации и прогнозных цен реализации.

Наш прогноз по выручке РД КМГ на 2012 – 2016 годы представлен на диаграмме ниже:



В таблице ниже представлен наш прогноз по ценам реализации и выручке РД КМГ на 2012 – 2016 годы:

Цены реализации с основных активов РД КМГ - ОМГ и ЭМГ

	\$/bbl	2006Ф	2010Ф	2011Ф	2012 П	2013П	2014П	2015П	2016П
УАС		\$57,57	\$75,17	\$105,98	\$109,04	\$106,22	\$100,58	\$100,58	\$104,34
дисконт, \$		-\$7,57	-\$4,01	-\$5,28	-\$6,96	-\$6,78	-\$6,42	-\$6,42	-\$6,66
дисконт, %		-11,6%	-5,1%	-4,7%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
КТК		\$62,32	\$77,81	\$109,65	\$112,75	\$109,84	\$104,00	\$104,00	\$107,89
дисконт, \$		-\$2,82	-\$1,37	-\$1,61	-\$3,25	-\$3,16	-\$3,00	-\$3,00	-\$3,11
дисконт, %		-4,3%	-1,7%	-1,4%	-2,8%	-2,8%	-2,8%	-2,8%	-2,8%
Внутренний рынок, \$/bbl		\$19,22	\$21,43	\$26,28	\$38,16	\$38,33	\$39,67	\$41,67	\$44,44
Внутренний рынок, KZT/t		17 522	22 830	27 858	34 000	34 500	35 700	37 500	40 000
дисконт, \$		-\$45,92	-\$57,75	-\$84,98	-\$77,84	-\$74,67	-\$67,33	-\$65,33	-\$66,56
дисконт, %		-70,5%	-72,9%	-76,4%	-67,1%	-66,1%	-62,9%	-61,1%	-60,0%

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

Доход от реализации с основных активов РД КМГ - ОМГ и ЭМГ

	млн. тенге	2006Ф	2010Ф	2011Ф	2012 П	2013П	2014П	2015П	2016П
УАС		266 349	345 472	433 429	475 310	457 326	422 136	413 409	418 680
КТК		94 480	211 048	220 848	242 113	232 278	215 433	209 794	212 956
<b>Всего экспорт</b>		<b>359 387</b>	<b>556 566</b>	<b>655 595</b>	<b>717 423</b>	<b>689 605</b>	<b>637 569</b>	<b>623 203</b>	<b>631 636</b>
Внутренний рынок		37 087	34 603	49 555	71 400	72 450	74 970	78 750	84 000
<b>ВСЕГО нефть</b>		<b>396 474</b>	<b>591 170</b>	<b>705 150</b>	<b>788 823</b>	<b>762 055</b>	<b>712 539</b>	<b>701 953</b>	<b>715 636</b>
Продукты переработки газа		3 624	6 452	7 339					
Продукты переработки		7 618	6 104	3 327					
Прочие продажи и услуги		4 492	5 516	5 378					
<b>Всего прочий доход</b>		<b>15 734</b>	<b>18 073</b>	<b>16 044</b>	<b>17 119</b>	<b>17 370</b>	<b>17 975</b>	<b>18 881</b>	<b>20 140</b>
<b>ВСЕГО реализация</b>		<b>412 208</b>	<b>609 242</b>	<b>721 194</b>	<b>805 942</b>	<b>779 425</b>	<b>730 514</b>	<b>720 834</b>	<b>735 776</b>

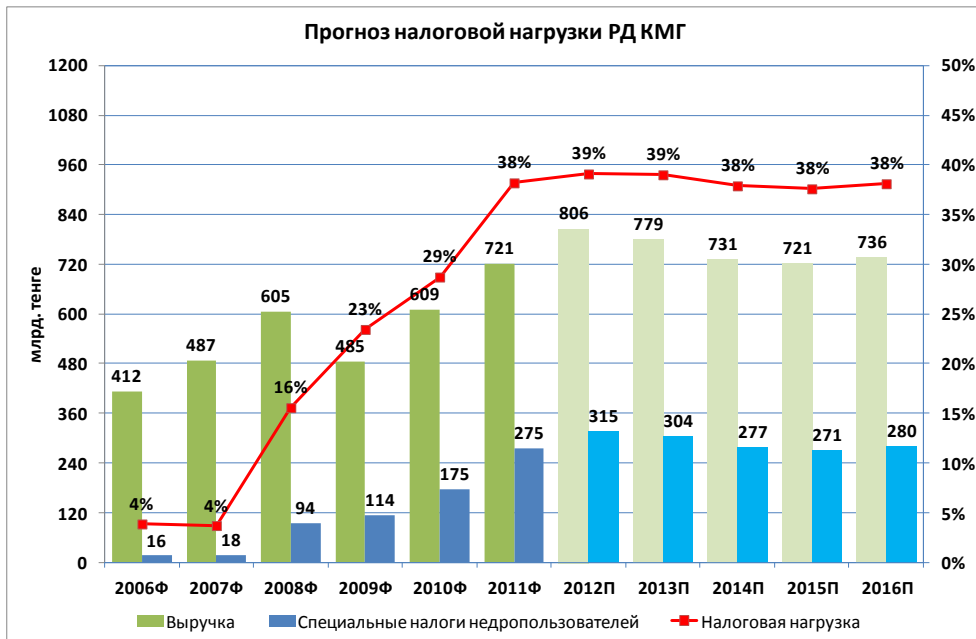
Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

Таким образом, согласно нашей модели, выручка от реализации РД КМГ в большой степени зависит от производственных показателей и мировых цен на нефть, и в ближайшие несколько лет будет снижаться умеренными темпами вследствие общего падения объемов добычи и уменьшения доли экспортных поставок, а также вследствие плавного снижения среднегодовых мировых цен на нефть.

### Налоговая нагрузка останется высокой

По итогам 2011 года расходы РД КМГ по специальным налогам недропользователей (экспортная пошлина, экспортный рентный налог и налог на добычу полезных ископаемых) составили 275.4 млрд. тенге или 38% от выручки.

По нашим прогнозам, в ближайшие 3 – 5 лет текущий уровень налоговой нагрузки сохранится:



В таблице ниже представлен наш прогноз по расходам РД КМГ по специальным налогам недропользователей на 2012 – 2016 годы (за исключением налога на сверхприбыль):

Налоги недропользователей с основных активов РД КМГ - ОМГ и ЭМГ

КЗТ млн.	2006Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Цена нефти марки BRENT, \$/bbl	\$65,14	\$79,18	\$111,26	\$116,00	\$113,00	\$107,00	\$107,00	\$111,00
Выручка от реализации	412 208	609 242	721 194	805 942	779 425	730 514	720 834	735 776
Объем реализации, тыс. тонн	9 289	8 643	7 656	8 160	8 020	7 880	7 750	7 620
внутренний рынок	2 551	1 783	1 898	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
экспорт	6 738	6 860	5 758	6 060	5 920	5 780	5 650	5 520
Ставка РНЭ		16%	22%	22%	22%	21%	21%	22%
Ставка ЭТП		\$20	\$40	\$40	\$40	\$40	\$40	\$40
Ставка НДСИ		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
ЭТП		6 478	46 979	35 996	35 520	34 680	33 900	33 120
РНЭ		97 485	149 771	166 042	159 607	140 851	137 683	146 189
НДСИ		70 933	78 680	112 968	108 874	101 258	99 387	101 045
<b>ВСЕГО налоги недропользователей</b>	<b>15 851</b>	<b>174 895</b>	<b>275 431</b>	<b>315 007</b>	<b>304 002</b>	<b>276 789</b>	<b>270 970</b>	<b>280 354</b>
	4%	29%	38%	39%	39%	38%	38%	38%

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

Руководство РД КМГ по специальным налогам недропользователей занимает позицию, согласно которой все основные месторождения ОМГ и ЭМГ (или большая их часть) должны быть отнесены к категории «малорентабельных», и, соответственно, к ним должны быть применены специальные налоговые режимы, предусматривающие более низкую налоговую нагрузку. Компания неоднократно обращалась и делала запросы в соответствующие компетентные органы, однако о ясном, четко выраженном, прогрессе по этому вопросу не сообщалось.

*В своем прогнозе финансовых показателей мы исходили из неизменности налогового режима для РД КМГ и сохранения текущего уровня налоговой нагрузки для компании.*

### Операционные издержки будут расти

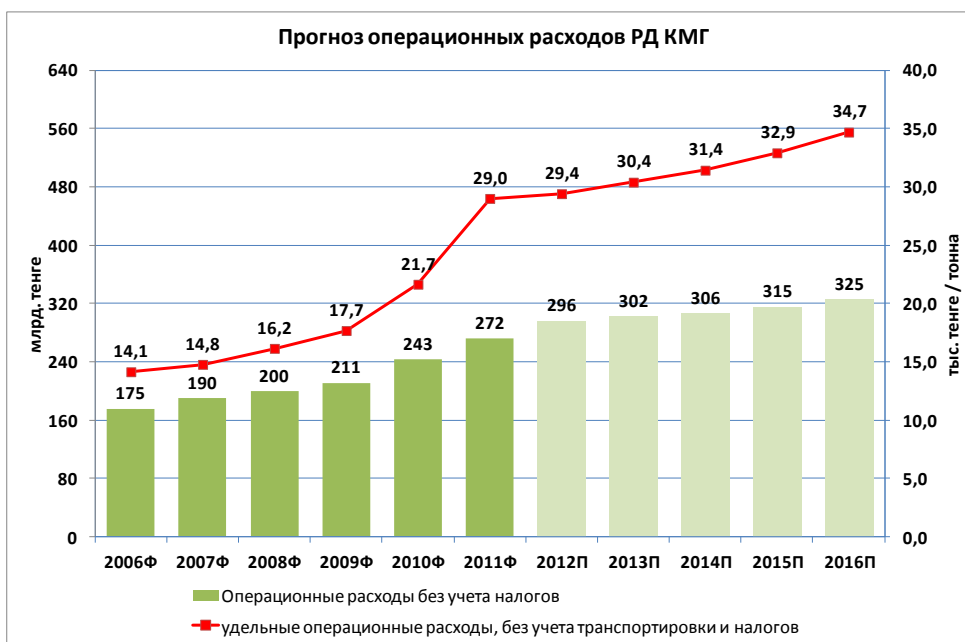
В структуре операционных издержек РД КМГ (не включая специальные налоги недропользователей) наибольший удельный вес по итогам 2011 года занимали расходы на оплату труда (27%), расходы на транспортировку нефти (18%), амортизация и обесценение (17%) и расходы на услуги по ремонту и обслуживанию (11%).



По нашим расчетам в ближайшие 3 – 5 лет наибольшими темпами будут расти расходы на оплату труда и услуги по ремонту и обслуживанию. Это связано с принятыми обязательствами РД КМГ по ежегодной индексации заработной платы производственного персонала, а также с ростом среднесписочного состава производственного и вспомогательного персонала в связи с осуществлением масштабных капитальных проектов.

По нашим расчетам, в целом операционные расходы РД КМГ без учета специальных налогов недропользователей и расходов на ГРП в ближайшие 5 лет будут расти со средним темпом 4.0% в год, а удельные операционные расходы без учета специальных налогов недропользователей, расходов на транспортировку нефти и расходов на ГРП в расчете на одну тонну реализации нефти – 3.7% в год.

На диаграмме ниже представлен наш прогноз по операционным расходам РД КМГ без учета специальных налогов недропользователей на 2012 – 2016 годы:



В таблице ниже представлен наш прогноз по операционным расходам РД КМГ без учета специальных налогов недропользователей на 2012 – 2016 годы в разрезе основных статей:

Прогноз операционных расходов РД КМГ												
млн. тенге	2006Ф	2010Ф	2011Ф	CAGR 5 лет	2012 П	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR 4 года	CAGR 5 лет	CAGR 10 лет
Транспортировка нефти	44 060	56 169	49 578	2,4%	55 882	58 181	58 680	59 736	60 850	2,2%	4,2%	3,3%
Выплаты работникам												
производственные		54 130	59 769		68 418	70 942	73 886	77 754	81 801	4,6%	6,5%	
на баррель, тенге		866	1 080		1 160	1 223	1 297	1 388	1 485	6,4%	6,6%	
адм-е и коммерческие		12 112	13 768		14 787	15 600	16 536	17 694	18 933	6,4%	6,6%	
на баррель, тенге		194	249		251	269	290	316	344	8,2%	6,7%	
Всего	37 513	66 242	73 537	14,4%	83 205	86 543	90 423	95 448	100 734	4,9%	6,5%	10,4%
на баррель, тенге	559	1 060	1 329	18,9%	1 410	1 493	1 587	1 703	1 828	6,7%	6,6%	12,6%
Транспортные расходы		1 626	2 894		3 254	3 390	3 564	3 751	3 946	4,9%	6,4%	
Услуги по ремонту и обслуживанию	18 988	28 858	30 813	10,2%	34 648	36 097	37 949	39 936	42 014	4,9%	6,4%	8,3%
Материалы и запасы	11 661	11 830	13 571	3,1%	15 260	15 898	16 714	17 589	18 505	4,9%	6,4%	4,7%
Электроэнергия	7 010	10 963	10 547	8,5%	11 859	12 355	12 989	13 669	14 381	4,9%	6,4%	7,4%
Расходы по переработке		1 251	1 041		1 215	1 288	1 378	1 475	1 578	6,7%	8,7%	
Изменение остатков нефти		-1 539	-3 919									
Управленческий гонорар и комиссии	7 678	8 282	8 752	2,7%	9 780	9 442	8 811	8 637	8 739	-2,8%	0,0%	1,3%
Консультационные и аудиторские услуги		3 031	1 669		2 615	2 759	2 925	3 130	3 349	6,4%	14,9%	
Социальные проекты	7 850	4 137	6 434	-3,9%	5 686	5 490	5 122	5 021	5 081	-2,8%	-4,6%	-4,3%
Прочие налоги	8 088	4 815	8 597	1,2%	8 185	7 903	7 374	7 228	7 314	-2,8%	-3,2%	-1,0%
Штрафы и пени	-11 064	2 805	12 738		7 821	7 551	7 046	6 907	6 989	-2,8%	-11,3%	
Прочее	12 856	9 370	9 983	-4,9%	12 564	12 130	11 319	11 095	11 226	-2,8%	2,4%	-1,3%
Износ, истощение и амортизация	30 844	35 486	45 494	8,1%	48 489	47 657	46 825	46 053	45 280	-1,7%	-0,1%	3,9%
ВСЕГО	175 484	243 325	271 729	9,1%	300 464	306 685	311 121	319 674	329 986	2,4%	4,0%	6,5%

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

Рост операционных расходов отрицательно сказывается на рентабельности.

### Прогнозный отчет о прибылях и убытках

На основе наших прогнозов производственных и операционных финансовых показателей мы составили прогнозный отчет о прибылях и убытках АО Разведка Добыча КазМунайГаз на 2012 – 2016 годы.

При расчете неоперационных финансовых показателей мы исходили из следующих допущений:

- Большая часть запланированных расходов РД КМГ на ГРР будет капитализирована, и в последующие периоды будет отнесена на расходы путем списания и амортизации, тогда как меньшая их часть будет напрямую отнесена на расходы;
- Убытки РД КМГ от реализации выбывающих ОС составляют незначительную долю от общих расходов и будут колебаться в пределах от 2.9 до 3.3 млрд. тенге в год;
- Доход РД КМГ в результатах ассоциированных и совместно контролируемых компаний будет коррелировать с выручкой от реализации РД КМГ;
- Финансовый доход РД КМГ будет снижаться из года в год по мере уменьшения денежных средств, их эквивалентов и прочих финансовых активов на балансе компании, а также вследствие снижения ставок размещения;
- Финансовые расходы РД КМГ в среднесрочной перспективе будут стабильными.
- Эффективная ставка КПН для РД КМГ в ближайшие 3 – 5 лет останется неизменной;
- Наш прогнозный отчет о прибылях и убытках РД КМГ не включает возможный эффект от приобретения новых активов, например, таких как доли в МангыстауМунайГаз, КазГуркМунай и КазахОйл Актобе, хотя планы по их приобретению и были озвучены.

В таблице ниже представлен наш прогнозный отчет о прибылях и убытках РД КМГ на 2012 – 2016 годы:

Прогнозный отчет о прибылях и убытках РД КМГ											
млн. тенге	2006Ф	2007Ф	2008Ф	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Доходы от реализации</b>	<b>412 208</b>	<b>486 975</b>	<b>604 993</b>	<b>485 493</b>	<b>609 242</b>	<b>721 194</b>	<b>805 942</b>	<b>779 425</b>	<b>730 514</b>	<b>720 834</b>	<b>735 776</b>
Налоги недорользователей	-15 851	-17 949	-94 109	-113 761	-174 895	-275 431	-315 007	-304 002	-276 789	-270 970	-280 354
<i>В % от выручки</i>	<i>-4%</i>	<i>-4%</i>	<i>-16%</i>	<i>-23%</i>	<i>-29%</i>	<i>-38%</i>	<i>-39%</i>	<i>-39%</i>	<i>-38%</i>	<i>-38%</i>	<i>-38%</i>
<b>Операционные расходы</b>	<b>-175 484</b>	<b>-189 894</b>	<b>-199 810</b>	<b>-211 254</b>	<b>-243 325</b>	<b>-271 729</b>	<b>-295 995</b>	<b>-302 078</b>	<b>-306 420</b>	<b>-314 946</b>	<b>-325 315</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>-43%</i>	<i>-39%</i>	<i>-33%</i>	<i>-44%</i>	<i>-40%</i>	<i>-38%</i>	<i>-37%</i>	<i>-39%</i>	<i>-42%</i>	<i>-44%</i>	<i>-44%</i>
<b>Операционная прибыль</b>	<b>220 872</b>	<b>279 132</b>	<b>311 075</b>	<b>160 479</b>	<b>191 022</b>	<b>174 033</b>	<b>194 940</b>	<b>173 346</b>	<b>147 304</b>	<b>134 918</b>	<b>130 106</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>54%</i>	<i>57%</i>	<i>51%</i>	<i>33%</i>	<i>31%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>22%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>18%</i>
Расходы на разведку	-2 062	-2 992	-853	-2 547	-2 072	-5 985	-14 644	-23 598	-24 974	-20 640	-18 920
Убыток от выбытия основных средств			-2 396	-3 044	-2 201	-4 044	-2 931	-3 058	-3 344	-3 111	-3 171
Обесценение инвестиции в СП											
Доход (убыток) от продажи ДО	-76	860									
Прочие доходы					21 471						
<b>Доход от основной деятельности</b>	<b>218 734</b>	<b>277 000</b>	<b>307 826</b>	<b>154 888</b>	<b>208 220</b>	<b>164 004</b>	<b>177 365</b>	<b>146 689</b>	<b>118 985</b>	<b>111 167</b>	<b>108 014</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>53%</i>	<i>57%</i>	<i>51%</i>	<i>32%</i>	<i>34%</i>	<i>23%</i>	<i>22%</i>	<i>19%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>
<b>Доход результатах АК и СП</b>	<b>-328</b>	<b>17 430</b>	<b>57 624</b>	<b>-2 468</b>	<b>56 642</b>	<b>84 276</b>	<b>61 909</b>	<b>59 808</b>	<b>55 922</b>	<b>55 091</b>	<b>56 165</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>0%</i>	<i>4%</i>	<i>10%</i>	<i>-1%</i>	<i>9%</i>	<i>12%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
<b>ЕВТ</b>	<b>218 406</b>	<b>294 430</b>	<b>365 450</b>	<b>152 420</b>	<b>264 862</b>	<b>248 281</b>	<b>239 274</b>	<b>206 497</b>	<b>174 907</b>	<b>166 257</b>	<b>164 179</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>53%</i>	<i>60%</i>	<i>60%</i>	<i>31%</i>	<i>43%</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>	<i>26%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>22%</i>
<b>Финансовые доходы и расходы</b>	<b>-40</b>	<b>13 200</b>	<b>42 924</b>	<b>133 052</b>	<b>27 085</b>	<b>24 311</b>	<b>20 000</b>	<b>6 000</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>0%</i>	<i>3%</i>	<i>7%</i>	<i>27%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
Финансовый доход	11 615	27 031	45 375	46 759	38 040	28 843	28 000	14 000	10 500	10 500	10 500
Расходы на финансирование	-7 595	-5 788	-3 147	-3 241	-7 496	-7 223	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000
Доходы / (расходы) от курсовой разницы	-4 060	-8 043	696	89 535	-3 459	2 690					
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>218 366</b>	<b>307 630</b>	<b>408 374</b>	<b>285 472</b>	<b>291 947</b>	<b>272 592</b>	<b>259 274</b>	<b>212 497</b>	<b>177 407</b>	<b>168 757</b>	<b>166 679</b>
<i>В % от выручки</i>	<i>53%</i>	<i>63%</i>	<i>68%</i>	<i>59%</i>	<i>48%</i>	<i>38%</i>	<i>32%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>
<b>Расходы по налогу на прибыль (ЕВТ)</b>	<b>-95 805</b>	<b>-150 511</b>	<b>-167 092</b>	<b>-75 746</b>	<b>-57 445</b>	<b>-63 661</b>	<b>-62 226</b>	<b>-50 999</b>	<b>-42 578</b>	<b>-40 502</b>	<b>-40 003</b>
<i>В % от ЕВТ</i>	<i>-44%</i>	<i>-49%</i>	<i>-41%</i>	<i>-27%</i>	<i>-20%</i>	<i>-23%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>
текущий КПН и НС	-99 287	-153 443	-176 305	-84 582	-55 575	-65 804	-62 226	-50 999	-42 578	-40 502	-40 003
<i>В % от ЕВТ</i>	<i>-45%</i>	<i>-50%</i>	<i>-43%</i>	<i>-30%</i>	<i>-19%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>	<i>-24%</i>
отсроченный КПН и НС	3 482	2 931	9 213	8 837	-1 870	2 143					
<b>Прибыль за год</b>	<b>122 561</b>	<b>157 119</b>	<b>241 282</b>	<b>209 727</b>	<b>234 502</b>	<b>208 931</b>	<b>197 048</b>	<b>161 498</b>	<b>134 830</b>	<b>128 256</b>	<b>126 676</b>

ИСТОЧНИК: Отчетность компании, прогноз BCC Invest

*Таким образом, согласно нашим прогнозам, как чистая прибыль в абсолютном выражении, так и чистая рентабельность РД КМГ будут снижаться в среднесрочной перспективе.*

## Прогноз чистых денежных потоков

При прогнозировании денежных потоков РД КМГ мы исходили из наших прогнозов производственных и финансовых показателей компании и из тех же допущений, что и при составлении прогнозного отчета о прибылях и убытках.

Кроме того, мы прогнозируем, что в течение 2012 года компания успешно завершит программу выкупа собственных простых акций, а в 2013 – 2014 годах возобновит программу выкупа собственных привилегированных акций.

В таблице ниже представлен наш прогноз денежных потоков РД КМГ на 2012 – 2016 годы:

**Прогноз чистых денежных потоков РД КМГ на 2012 - 2016 годы (не соответствует МСФО)**

KZT, млн.	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Денежные потоки от операционной деятельности</b>	175 780	171 700	154 682	141 088	134 427
Поддерживающие капитальные затраты	-109 296	-100 500	-103 050	-107 400	-99 150
Капитальные затраты на модернизацию	-20 790	-42 000	-42 000	0	0
Расходы на ГРР	-31 928	-51 450	-54 450	-45 000	-41 250
Реализация выбывающих ОС и НМА	293	306	334	311	317
<b>Дофинансовые денежные потоки</b>	<b>14 059</b>	<b>-21 944</b>	<b>-44 484</b>	<b>-11 001</b>	<b>-5 656</b>
Получение дивидендов от АК и СП за вычетом погашения займов	46 431	44 856	41 941	41 318	42 124
Вознаграждение по финансовым активам	28 000	14 000	10 500	10 500	10 500
Процентные расходы	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000
Выплата дивидендов	-34 987	-95 636	-64 599	-53 932	-51 302
Выкуп собственных акций	-41 535	-24 204	-12 102		
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>3 968</b>	<b>-90 927</b>	<b>-76 744</b>	<b>-21 115</b>	<b>-12 335</b>
<i>Справочно: погашение нот НК КМГ за счет дивидендов</i>	<i>-56 013</i>	<i>-135 076</i>			

ИСТОЧНИК: Прогноз BCC Invest

*Таким образом, в ближайшие 3 – 5 лет мы прогнозируем значительное уменьшение денежных средств, их эквивалентов и прочих финансовых активов на балансе компании.*

## По итогам 2012 года РД КМГ может выплатить рекордные дивиденды – 3 265 тенге на акцию

Рекомендованные СД РД КМГ дивиденды за 2011 год составляют 1 300 тенге на акцию

Совет Директоров РД КМГ рекомендовал выплатить дивиденды по итогам 2011 года в размере 1 300 тенге на акцию. В случае положительного решения ГОСА, которое состоится 29 мая 2012 года, датой фиксации реестра будет 11 июня 2012 года, а выплата дивидендов начнется с 16 июля 2012 года.

Указанный размер дивидендов является рекордным за всю историю существования компании как в абсолютном выражении – порядка 91 млрд. тенге, так и по коэффициенту выплаты дивидендов по отношению к чистой прибыли – 44%.

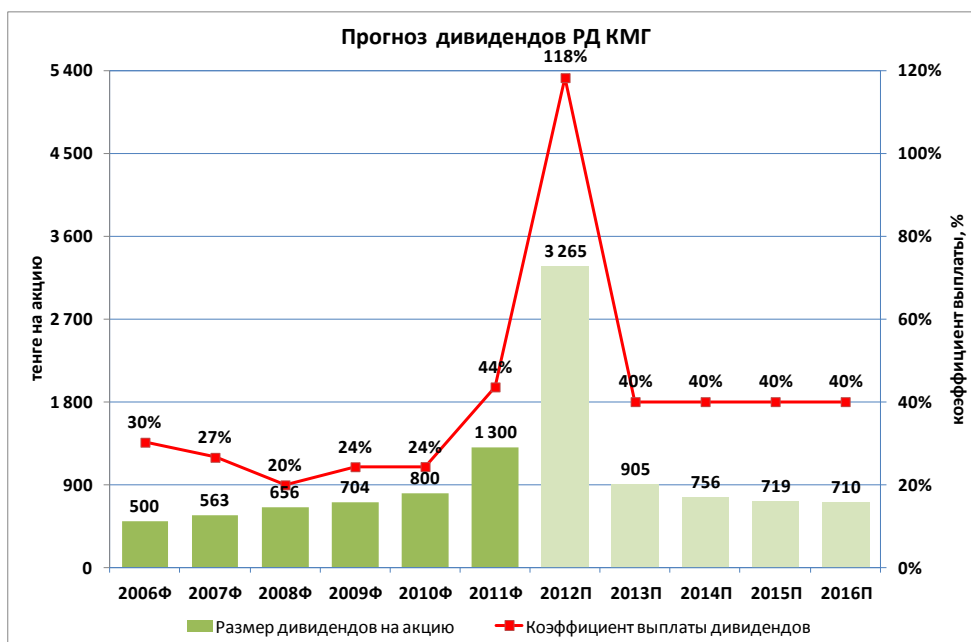
Из указанной суммы, порядка 56 млрд. тенге должно пойти в счет погашения нот НК КМГ, а оставшиеся примерно 35 млрд. тенге должны быть выплачены миноритарным акционерам РД КМГ.

Сумма основного долга НК КМГ перед РД КМГ по нотам после выплаты дивидендов за 2011 год может составить порядка 135 млрд. тенге без учета начисленного и выплаченного вознаграждения.

В случае срыва переговоров с НК КМГ по приобретению долей в МангыстауМунайГаз, КазТуркМунай и КазахОйл Актобе, РД КМГ в 2013 году может выплатить дивиденды в размере 233 млрд. тенге или 3 265 тенге на акцию (дивиденды за 2012 год + специальные дивиденды), из которых порядка 135 млрд. тенге должно пойти в счет погашения нот НК КМГ, а оставшиеся примерно 95 млрд. тенге должны быть выплачены миноритарным акционерам РД КМГ. В этом случае общая сумма выплаченных дивидендов в 2013 году может составить порядка 2 365 тенге на акцию.

Мы прогнозируем стабилизацию коэффициента выплаты дивидендов с 2013 года на уровне 40% от чистой прибыли за соответствующий год.

На диаграмме и в таблице ниже представлен наш прогноз по дивидендам РД КМГ на 2012 – 2016 годы:



Прогноз дивидендов РД КМГ

	КЗГ, млрд.	2006Ф	2007Ф	2008Ф	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Чистая прибыль		123	157	241	210	235	209	197	161	135	128	127
Объявленные дивиденды		37	42	48	51	57	91	233	65	54	51	51
Коэффициент выплаты дивидендов		30%	27%	20%	24%	24%	44%	118%	40%	40%	40%	40%
Размер дивидендов на акцию, тенге		500	563	656	704	800	1300	3265	905	756	719	710

ИСТОЧНИК: Данные компании, Прогноз BCC Invest

*Таким образом, мы ожидаем значительного увеличения размера выплачиваемых РД КМГ дивидендов в 2012 – 2013 годах, и их снижение в последующие годы до уровня 2009 – 2010 годов.*

## Оценка акций

### Изменение подхода к оценке акций РД КМГ

Учитывая структуру доходов и источников формирования стоимости РД КМГ мы полностью пересмотрели наш подход к оценке стоимости компании и ее акций. В результате, модель оценки выглядит следующим образом:

- **Основные активы РД КМГ – ОМГ и ЭМГ** мы оцениваем путем дисконтирования свободных денежных потоков, исходя из прогнозируемых нами производственных и операционных финансовых показателей;
- **Геологоразведочные активы (ГРА)** мы оцениваем путем дисконтирования перспективной будущей оценочной стоимости извлекаемых запасов углеводородного сырья на приоритетных разведочных блоках (оценка на 2016 год, стоимость – \$10 за баррель нефтяного эквивалента) за вычетом дисконтированных планируемых расходов на геологоразведочные работы;
- **Доли в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях** мы оцениваем по мультипликатору «стоимость предприятия / извлекаемые запасы углеводородного сырья на 31.12.2011» (оценка – \$10 за баррель нефтяного эквивалента);
- **Итоговую стоимость предприятия** мы определили как суммарную оценочную стоимость основных активов РД КМГ – ОМГ и ЭМГ, ГРА и долей в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях;
- **Итоговую расчетную капитализацию РД КМГ** мы определили как сумму итоговой стоимости предприятия и чистой денежной позиции.

*В результате расчетная капитализация РД КМГ по нашей оценке составила 1 344 млрд. тенге (эквивалент \$9 млрд.).*

Наша модель оценки акций РД КМГ представлена в таблице ниже:

Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)								
KZT, млн.	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
adjusted EBITDA	191 634	226 508	219 528	243 429	221 003	194 129	180 970	175 386
Налог на прибыль	-75 746	-57 445	-63 661	-62 226	-50 999	-42 578	-40 502	-40 003
Инвестиции в оборотный капитал	9 936	-14 579	-2 793	-5 424	1 697	3 130	619	-956
Операционные денежные потоки	125 824	154 484	153 073	175 780	171 700	154 682	141 088	134 427
Поддерживающие капитальные затраты	-43 342	-82 663	-90 465	-109 296	-100 500	-103 050	-107 400	-99 150
Капитальные затраты на модернизацию				-20 790	-42 000			
Свободные денежные потоки	82 482	71 821	62 609	45 694	29 200	9 632	33 688	35 277
Номер периода				1	2	3	4	5
Фактор дисконтирования	13,5%			1,135	1,288	1,462	1,660	1,884
Темпы роста в постпрогнозный период	-2,0%							
Дисконтированные св-е денежные потоки				40 259	22 667	6 587	20 300	18 729
Кумулятивный DFCF				40 259	62 926	69 513	89 813	108 542
Терминальная стоимость								223 039
Дисконт-я терминальная стоимость								118 414
Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)								226 956

Оценочная потенциальная стоимость геологоразведочных активов (ГРА)								
KZT, млн.	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Перспективная оценочная стоимость ГРА				UR P50 RR	GCoS	R P50 RR	Оценка	Оценка
Liman				51	35%	18	\$10,00	26 775
Karaton - Sarykamys				136	33%	45	\$10,00	67 320
Ozen - Karamandybas				58	43%	25	\$10,00	37 410
Zharkamys East 1				134	28%	38	\$10,00	56 280
Fedorovskiy Block (50%)				162	78%	126	\$10,00	189 540
Всего перспективная оценочная стоимость ГРА								377 325
Дисконтированная перспек-я ст-ть ГРА								200 326
Расходы на ГРР	н.д.	н.д.	-13 049	-31 928	-51 450	-54 450	-45 000	-41 250
Дисконтированные расходы на ГРР				-28 130	-39 939	-37 240	-27 116	-21 900
Кумулятивные диск-е расходы ГРР				-28 130	-68 069	-105 309	-132 425	-154 325
Дисконтированная оценочная стоимость ГРА								46 001

Оценочная стоимость долей в ассоциированных компаниях и совместных предприятиях								
KZT, млн.	2Р резервы	доля, РД КМГ	доля, РД КМГ	оценка, \$/bbl	оценка, KZT mln	чистый долг	Стоимость	
ТОО СП КазГерМунай	160	50%	80	\$10,00	118 800	30 357	88 443	
АО КаражанбасМунай	416	50%	208	\$10,00	308 880	93 084	215 796	
АО ПетроКазахстан Инк	382	33%	126	\$10,00	187 293	59 621	127 672	
Оценочная стоимость долей в АК и СП								431 910
<b>Итоговая оценка акций РД КМГ</b>								KZT, млн.
Стоимость предприятия								704 867
Чистый долг (чистая денежная позиция)								629 239
Расчетная капитализация								1 334 106
Количество акций в обращении, млн. шт.								71.382
Расчетная стоимость 1 акции, KZT								18 700

ИСТОЧНИК: Отчетность компании, прогноз BCC Invest

*Таким образом, расчетная стоимость одной простой акции, согласно нашей модели оценки, составляет, округленно, 18 700 тенге.*

Согласно законодательства Республики Казахстан, держатели простых и привилегированных акций имеют равные права при получении распределяемого эмитентом среди акционеров чистого дохода.

Согласно законодательства Республики Казахстан, держатели привилегированных акций, за исключением специально оговоренных случаев, не имеют права участвовать в управлении эмитентом и не имеют права голоса на собраниях акционеров эмитента.

Однако, по нашему мнению, в сложившихся условиях миноритарные акционеры РД КМГ, не зависимо от типа акций во владении, не имеют возможности влиять на принятие стратегических решений компании.

В связи с вышеизложенным, мы считаем, что дисконт рыночной стоимости привилегированных акций РД КМГ по отношению к рыночной стоимости простых акций РД КМГ оправдан лишь в части требуемой премии за ликвидность, и должен составлять не более 10 – 15%.

*Таким образом, расчетная стоимость привилегированных акций РД КМГ согласно нашей модели оценки, составляет, округленно, не менее 15 900 тенге.*



Обращаем Ваше внимание, что согласно нашей модели оценки РД КМГ и ее акций, расчетная стоимость основных активов РД КМГ – ОМГ и ЭМГ составляет лишь 17% от расчетной капитализации компании, тогда как чистая денежная позиция составляет 47% от расчетной капитализации.

В тоже время совокупная доля расчетной стоимости ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях составляет 35% от общей расчетной капитализации РД КМГ. Расчетная стоимость ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях в большой степени зависит величины оценки извлекаемых запасов углеводородного сырья (при снижении на \$1/bbl расчетная стоимость простых акций РД КМГ снижается до 17 500 тенге за акцию).

Таким образом, расчетная стоимость акций РД КМГ, согласно нашей модели оценки, больше зависит от величины оценки извлекаемых запасов углеводородного сырья ГРА и долей РД КМГ в ассоциированных и совместно контролируемых компаниях, чем от прогнозных значений производственных и операционных показателей компании.

*Мы рекомендуем инвесторам при рассмотрении выданных нами рекомендаций, принять во внимание риски, связанные с инвестированием в акции эмитента, описанные в заключительном разделе, а также с заявлением об ограничении ответственности на этой странице*

## Риски

Риски, связанные с инвестированием в акции и депозитарные расписки АО Разведка Добыча КазМунайГаз включают, но не ограничиваются:

- ✓ колебания уровня мирового спроса и мировых рыночных цен на углеводородное сырье;
- ✓ неопределенность относительно будущего использования и / или распределения избыточной ликвидности;
- ✓ приобретение или продажа эмитентов активов по ценам, отклоняющимся от теоретической справедливой и / или рыночной стоимости;
- ✓ возможное ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане и/или в мире;
- ✓ возможные отклонения операционных и финансовых показателей от прогнозных, причем как в меньшую, так и в большую сторону;
- ✓ возможное изменение тарифной политики в Казахстане;
- ✓ возможное изменение налогового режима в Казахстане;
- ✓ возможные стихийные действия и другие форс-мажорные обстоятельства.

## Перечень фондовых бирж, на которые предоставляется доступ Клиентам

- Казахстанская Фондовая Биржа (Kazakhstan Stock Exchange, KASE);
- Фондовая Биржа Гонконга (The Stock Exchange of Hong Kong Limited, SEHK);
- London Stock Exchange Group:
  - ✓ Лондонская Фондовая Биржа (London Stock Exchange, LSE);
  - ✓ Миланская Фондовая Биржа (Borsa Italiana);
- Deutsche Börse AG:
  - ✓ Франкфуртская Фондовая Биржа (Frankfurter Wertpapierbörse, FWB);
  - ✓ Берлинская Фондовая Биржа (Berliner Börse);
  - ✓ Фондовые Биржи Дюссельдорфа, Гамбурга, Ганновера, Мюнхена и Штутгарта;
- Фондовая Биржа Люксембурга (Bourse de Luxembourg);
- NYSE Euronext, Inc.:
  - ✓ Нью-Йоркская Фондовая Биржа (New York Stock Exchange, NYSE);
  - ✓ Биржа NYSE Arca;
  - ✓ Биржа AmEx;
  - ✓ Биржа Euronext Paris (Париж, Франция);
  - ✓ Биржа Euronext Amsterdam (Амстердам, Нидерланды);
  - ✓ Биржа Euronext Lisbon (Лиссабон, Португалия);
  - ✓ Биржа Euronext Brussels (Брюссель, Бельгия);
- NASDAQ Stock Market;
- Фондовая Биржа Торонто (Toronto Stock Exchange, TSX).

## Контактная информация

АО BCC Invest ДОО 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](mailto:info@bcc-invest.kz)

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

Управление брокерского обслуживания:

Тогжан Раисова

Телефон: +7 (727) 244-32-30 (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)

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

Аналитическое управление:

Адиль Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7215)

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

Данияр Журекабаев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7240)

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

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

Страница в Bloomberg: BССК <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 2012