

5 сентября 2014 г.

Разведка Добыча Казмунайгаз

Новые перспективы в акциях РД КазМунайГаз

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

Инвестиционная идея

На текущий момент цена акций удерживается на уровне 19 000-20 000 тенге за акцию. Дальнейшая динамика котировок обуславливается 2 сценариями.

1. Обратный выкуп. Основным акционером компании РД КазМунайГаз является НК КазМунайГаз. Общее количество акций, принадлежащих ей, составляет 63% или 43 млн. акций. На текущий момент НК КазМунайГаз рассматривает возможность обратного выкупа простых акций РД КМГ. Минимально озвученная цена, на которую можно рассчитывать составляет 18.5\$. Мы полагаем, что цена выкупа будет находиться в диапазоне от 18.5 до 21\$ за акцию. Потенциал роста от текущей цены составляет 2.8% - 16.7%.

Цена выкупа	18.5\$	20\$	21\$
Доход	2.8%	11.1%	16.7%

По нашему мнению национальная компания заинтересована в выкупе акций РД КМГ. Во-первых, денежные средства останутся в самой компании, а во-вторых, в ближайшие 2 года сама НК КазМунайГаз собирается выходить на IPO. Поэтому вероятность обратного выкупа остается крайне высокой.

2. Дивидендные выплаты. По результатам первого полугодия чистая прибыль компании составила 210 304 млн. тенге. Это уже больше показателя годовой прибыли за 2013 год. Если обратный выкуп акций не состоится, акционеры компании могут смело рассчитывать на хорошие дивиденды. В прошлом году компания выплатила почти всю свою прибыль в виде дивидендов. По нашим прогнозам чистая прибыль компании за 2014 год может составить порядка 326 835 млн. тенге.

Коэффициент выплаты	Дивиденд (2014П)	Дивидендная доходность
60%	2 871 тенге	14.7%
80%	3 828 тенге	19.6%
100%	4 785 тенге	24.5%

Исходя из наших расчетов, размер дивиденда на одну простую акцию может составить от 2 871 до 4 785 тенге. Должны отметить, что существует вероятность того, что компания распределит часть прибыли в виде специальных дивидендов.

Рекомендация

По-нашему мнению минимальная цена, при которой акционеры будут согласны продать свои акции, начинается от 20\$ за одну акцию (балансовая стоимость акций). Это предполагает потенциал роста в размере 11% и выше. Если обратный выкуп не состоится, акционеры все же получают минимальную дивидендную доходность на уровне 14.7%.

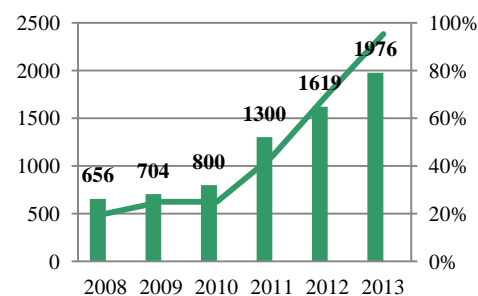
При покупке бумаг РД КазМунайГаз по текущим котировкам вы получите от 2.8% до 17% при развитии сценария обратного выкупа, либо дивидендную доходность на уровне 14.7%-24.5%. Однако при развитии второго сценария существует вероятность того, что цена акций упадет на короткий промежуток времени. В любом случае бумага выглядит привлекательно. Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» простые акции РД КазМунайГаз.

Обновление оценки и рекомендации

ПОКУПАТЬ

Капитализация	1 109 млрд. тг
Простые акции	RDGZ KZ
В составе индекса	KASE
Диапазон, последние 52 нед.	12 980 – 20 488 KZT
Последняя цена	19 550 KZT
Цена выкупа	22 000 KZT
Целевая цена	23 500 KZT
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Привилегированные акции	RDGZp KZ
Диапазон, последние 52 нед.	9 200- 18 000 KZT
Последняя цена	15 500 KZT
Целевая цена	18 800 KZT

С каждым годом размер дивиденда растет

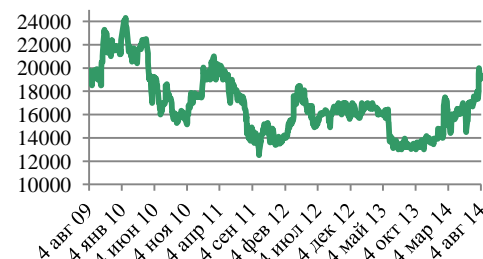


Структура акционеров

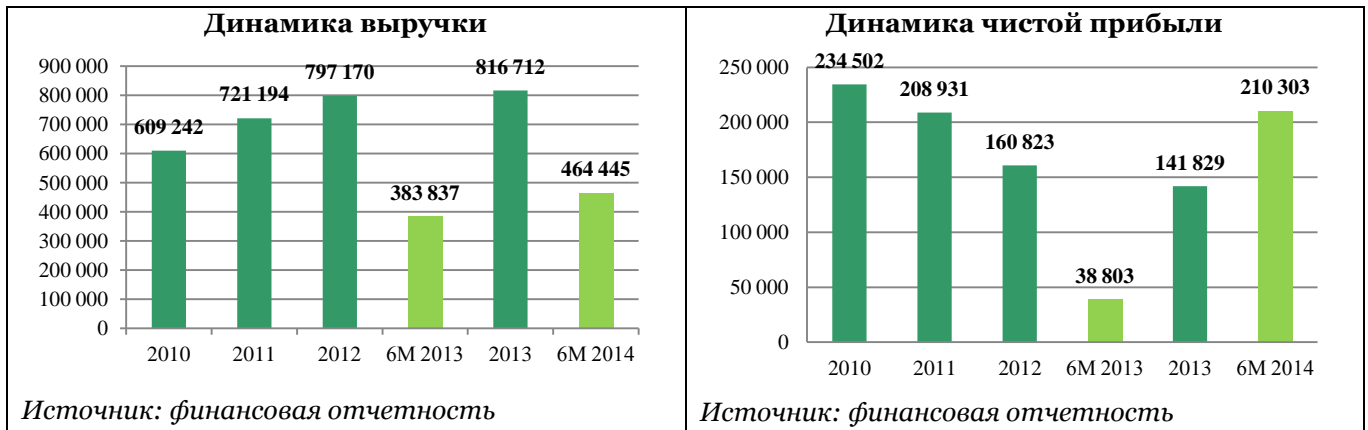
Простые акции	
НК КМГ	43 087 (61.4%)
Выкупленные акции	3 978 (5.7%)
Акции, находящиеся в свободном обращении	23 156 (33.0%)
Общее количество акций	70 221 (100%)

Источник информации: справочник аналитика

Динамика простых акций с 04.08.2013 по 04.08.2014



Финансовое положение



В первом полугодии выручка компании увеличилась на 21% и достигла 464 445 млн. тенге. Рост выручки связан с изменением среднего обменного курса тенге к доллару США и увеличением цены поставок на внутренний рынок с 40 000 до 48 000 тенге за тонну. На текущий момент экспортные объемы продаж нефти составляют 74% от общего объема реализации или 2 938 тыс. тонн, а поставки на внутренний рынок составляют 1 042 тыс. тонн нефти.

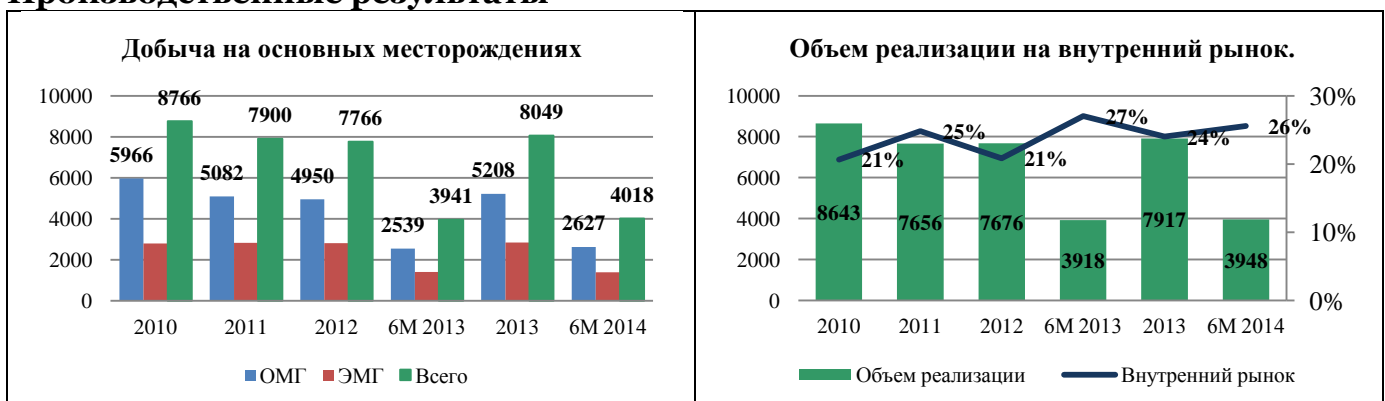
В первом полугодии 2014 года чистая прибыль компании увеличилась более чем в 5 раз. Главным образом особое влияние на показатель чистой прибыли оказала девальвация тенге. В результате нее, компания признала доходы от курсовой разницы в размере 108 113 млн. тенге в первом квартале 2014 года.

Финансовые и операционные показатели

в млн. тенге	2012Ф	1П 2013	2013Ф	1П 2014	%
Доходы от реализации	797 170	383 837	816 712	464 445	21%
Сырая нефть	780 821	370 651	788 392	450 165	21%
Экспорт	720 262	328 248	712 343	401 670	22%
Внутренний рынок	60 559	42 403	76 049	48 495	14%
Прочие	16 349	13 186	28 320	14 280	8%
Налоги недропользователей	-267 043	-134 257	-298 721	-172 881	29%
Экспортная пошлина	-36 429	-19 944	-48 981	-35 769	79%
Рентный экспортный налог	-159 822	-75 614	-165 307	-88 638	17%
НДПИ	-70 792	-38 699	-84 433	-48 474	25%
Операционные расходы	-296 337	-159 339	-314 506	-170 304	7%
Операционная прибыль	233 790	90 241	203 485	121 260	34%
Доход от основной деятельности	149 497	22 921	125 786	92 618	304%
Доход результатах АК и СП	67 442	29 148	50 866	38 352	32%
ЕВИГ	216 939	52 069	176 652	130 970	152%
Доходы / (расходы) от курсовой разницы	9 513	4 140	11 216	113 435	2640%
Прибыль до налогообложения	253 749	63 644	200 360	253 591	298%
Прибыль за год	160 823	38 803	141 829	210 303	442%

Источник: финансовая отчетность компании

Производственные результаты



К основным активам компании относится месторождение Озенмунайгаз (ОМГ) и Эмбамунайгаз (ЭМГ). В

первом полугодии 2014 года добыча на ОМГ составила 2 627 тыс. тонн, что на 3% больше показателя за аналогичный период прошлого года, а на ЭМГ добыча составила 1 391 тыс. тонн(-1%). В результате общий объем добычи ОМГ и ЭМГ составил 4 018 тыс. тонн, что на 2% больше по сравнению с аналогичным периодом 2013 года.

Объем реализации в первом полугодии увеличился на 0.8% до 3 948 тыс. тонн. Поставки на внутренний рынок составляют 26% от общего объема реализации. Напомним, что цена поставки на внутренний рынок повысилась с 40 000 до 48 000 тенге (+20%). Однако разрыв между ценой на экспорт и на внутренний рынок по-прежнему остается довольно большим. Средняя цена реализации нефти на экспорт в первом полугодии 2014 года составила 108.9\$ за баррель или 147 000 тенге.

Дивидендная доходность

Если обратный выкуп все же не состоится, акционеры могут получить неплохую дивидендную доходность. Однако при развитии этого сценария есть вероятность того, что цена может упасть до 17 000 тенге, но при этом дивидендная доходность для инвесторов вырастет.

Мы прогнозируем, что в 2014 году чистая прибыль компании составит 324 млн. тенге. Это составляет рост в размере 129% от показателя за 2013 год. Исходя из наших прогнозов по чистой прибыли на 2014 год, мы рассчитали вероятный размер дивидендных выплат при различном коэффициенте выплаты. В таблице ниже представлены наши расчеты.

Прогноз дивиденда на 2014 год

Коэффициент выплаты	Размер дивиденда	Дивидендная доходность (простые акции - 19 700 тенге)	Дивидендная доходность (привилегированные акции - 15 500 тенге)
30%	1 425	7.2%	9.2%
50%	2 375	12.1%	15.3%
80%	3 800	19.3%	24.5%
87%	4 110	20.9%	26.5%
100%	4 750	24.1%	30.6%

Источник: расчеты BCC Invest

Если компания распределит доходы от курсовой разницы в виде дивидендов, то сумма дивиденда в расчете на одну акцию составит порядка 1 660 тенге. При расчете того, что компания выплатит дивиденды из основной прибыли на уровне предыдущего периода, то оптимальный размер дивиденда составит порядка 3 636 тенге.

При оптимистическом развитии сценария наиболее вероятный размер дивиденда может составить от 3 800 до 4 110 тенге на одну акцию или 80%-86% от чистой прибыли за 2014 года. Дивидендная доходность от текущих котировок составит 19.3%-20.9% по простым акциям и 24.5%-26.5% по привилегированным акциям.

При пессимистическом развитии сценария мы прогнозируем, что размер дивидендных выплат останется на уровне предыдущего года. По итогам 2013 года компания выплатила по простым и привилегированным акциям 1 976 тенге на одну акцию. Исходя из этого, минимальная дивидендная доходность по простым акциям может составить 10%, а по привилегированным акциям 12.7%.

Оценка

Оценка по мультипликаторам

Название	Капитализация, в млн.	Цена	Страна	Р/Е 2014	Р/Е 2015	Див. доходность
NOVATEK	1 162 905	383	Russia	10,7	9,26	2,67
TATNEFT	509 378	233,8	Russia	5,75	5,99	4,19
BASHNEFT	302 647	2010	Russia	5,04	5,04	9,61
SOCIETATEA NATIONALA DE GAZE	13 852	35,94	Romania	9,3	7,41	7,81
EXILLON ENERGY	256	158,25	Russia	7,5	5,59	no
LUKOIL	1 783 206	2096,5	Russia	4,18	4,44	6,16
GAZPROM	3 207 998	135,51	Russia	2,78	2,97	5,42
ROSNEFT	2 455 492	231,69	Russia	4,86	5,13	4,81
SURGUTNEFTEGAS	951 740	26,64	Russia	3,64	4,64	2,75
GAZPROM NEFT	697 824	147,18	Russia	3,37	3,65	7,1
POLSKIE GORNICtwo NAFTOWE I	29 736	5,04	Poland	10	11,38	3,02
OMV PETROM SA	27 217	0,4805	Romania	5,72	6,49	6,87
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS	1 254 229	12000	Hungary	9,94	8,03	4,16
КазМунайГаз	1 108 509	19 864	Kazakhstan			10,41
Среднее по рынку				6,37	6,16	5,77

Источник информации: Bloomberg, расчеты BCC Invest

Мы прогнозируем, что в 2014 году РД КМГ получит чистую прибыль в размере 326 835 млн. тенге (4 785 тенге/акцию). Для расчета дивиденда мы разделили чистую прибыль от основной деятельности и единовременную прибыль от курсовой разницы. Исходя из этого, прибыль от основной деятельности, не включая доходы от курсовой разницы, может составить 240 000 млн. тенге (3 500 тенге/акцию).

Средняя дивидендная доходность по казахстанским бумагам составляет 8.7%. Мы осуществили сравнительную оценку приблизительной стоимости акций на основе сопоставления ожидаемых дивидендов с дивидендной доходностью. Мы предполагаем, что справедливое значение по акциям РД КМГ составляет 10.8% (среднее значение дивидендной доходности простых акций за последние два года). Соответственно, мы применили его в наших подсчетах. В таблице ниже представлены наши расчеты.

Мы полагаем, что в случае выплаты дивидендов компания выплатит 100% выручки от курсовой разницы или 1 660 тенге. В таблице ниже мы рассчитали справедливую стоимость простых и привилегированных акций, принимая в учет дивидендную доходность на уровне 10.8% и 13.5% соответственно. Исходя из этого, мы прибавляем дополнительный дивиденд от распределения выручки от курсовой разницы к нашей справедливой цене.

При выплате дивидендов	Дивидендная доходность	1 700 (50%)	2 000 (57%)	2 450 (70%)
РД КМГ (простые акции)	10.8%	15 741 + 1 660	18 519 + 1 660	22 685 + 1 660
РД КМГ (привилегированные акции)	13.5%	12 593 + 1 660	14 815 + 1 660	18 148 + 1 660
Казахстанские бумаги	8.7%	19 540 + 1 660	22 989 + 1 660	28 161 + 1 660

Источник: расчеты BCC Invest

При оптимистичном развитии сценария и выплате дивиденда в размере 2 450 тенге от основной деятельности расчетная цена одной простой акции может составить порядка 24 345 тенге по простым акциям и 19 808 тенге по привилегированным акциям.

При пессимистичном развитии сценария и выплате дивиденда в размере 2 000 тенге от основной деятельности расчетная цена одной простой акции может составить порядка 20 179 тенге по простым акциям и 16 475 тенге по привилегированным акциям.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)

Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)

KZT, млн.	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
adjusted EBITDA	250 629	307 442	307 401	290 578	306 950	292 314	265 785
Налог на прибыль	-58 531	-103 200	-84 500	-80 100	-84 700	-80 800	-74 400
Инвестиции в оборотный капитал	-2 500	-15 000	-7 500	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000
Операционные денежные потоки	189 598	189 242	215 401	202 478	214 250	203 514	183 385
Капитальные затраты	-152 596	-133 275	-134 107	-127 507	-122 797	-117 293	-120 788
Свободные денежные потоки	37 001	55 966	81 294	74 971	91 453	86 221	62 597
Номер периода		0	1	2	3	4	5
Фактор дисконтирования	13,5%	1,000	1,135	1,288	1,462	1,660	1,884
Темпы роста в постпрогнозный период	-2,0%						
Дисконтированные св-е денежные потоки		55 966	71 625	58 197	62 548	51 955	33 233
Куммулятивный DFCF		55 966	127 591	185 789	248 336	300 291	333 525
Терминальная стоимость							395 773
Дисконт-я терминальная стоимость							210 120
Оценочная стоимость основных активов (ОМГ и ЭМГ)							543 644

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	199	50%	100	\$7,00	126 639	42 481	84 158
АО КаражанбасМунай (CECL)	374	50%	187	\$7,00	238 005	76 087	161 918
АО ПетроКазахстан Инк	238	33%	79	\$7,00	99 962	76 749	23 213
СП Ural Group Limited BVI («UGL»)	149	50%	74	\$7,00	94 693	4 126	90 567
СП KS EP Investments BV («KS EP Investments»)	14	51%	7	\$7,00	9 087	-9	9 096
Оценочная стоимость долей в АК и СП							368 952

Итоговая оценка акций РД КМГ

	KZT, млн.
Стоимость предприятия	912 596
Чистый долг (чистая денежная позиция)	-625 514
Расчетная капитализация	1 538 110
Количество акций в обращении, млн. шт.	68,159
Расчетная стоимость 1 простой акции, KZT	22 600

Источник: расчеты BCC Invest

На основе моделей, указанных выше, справедливая стоимость акций РД КМГ составляет 22 600 тенге по модели DCF и 24 345 тенге путем сопоставления прогнозируемого дивиденда к требуемой доходности. В итоге, мы определили целевую цену как средневзвешенное значение этих двух моделей. Мы выставляем целевую цену по простым акциям РД КМГ на уровне 23 500 тенге, а по привилегированным акциям на уровне 18 800 тенге. Потенциал роста составляет 20% по простым акциям и 21% по привилегированным акциям от текущих котировок акций.

Риски

- Обратный выкуп акций может не состояться. В этом случае цена акций может упасть на краткосрочный период времени. Однако при этом вступает в силу сценарий выплаты дивидендных выплат;
- Цена выкупа может быть меньше ожидаемой и находиться в районе 18.5\$. В этом случае инвесторы получают только 2.8% дохода. На 30 июня 2014 года балансовая стоимость простой и привилегированной акции составила 22 030 тенге или 20\$ за ГДР;
- 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/налогового режима в Казахстане;
- возможные стихийные действия и другие форс-мажорные обстоятельства.

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.kzWeb: www.bcc-invest.kz<http://www.ipo-prosto.kz>**Станислав Ким****Финансовый консультант**

+7 (727) 244 32 24

+7 701 742 87 98

skim@bcc-invest.kz**Владимир Хмель****Финансовый консультант**

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)

+7 701 985 30 61

vkhamel@bcc-invest.kz**Наина Романова****Ведущий аналитик**

+7 (727) 2 598 598 (вн. 7266)

nromanova@bcc-invest.kz**Нурмахамбетов Нургали****Директор департамента
розничных продаж**

+7 (727) 2 598 598 (вн. 7232)

nnurmakhambetov@bcc-invest.kz** Заявление об ограничении ответственности*

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «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 существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2014