

Покупать

Простые акции: **RDGZ KZ**
 Цена (за 11.08.16 г.): Т 15 994
 Целевая цена: на пересмотре
 52 – нед. диапазон (Т): 16 600 – 8 414

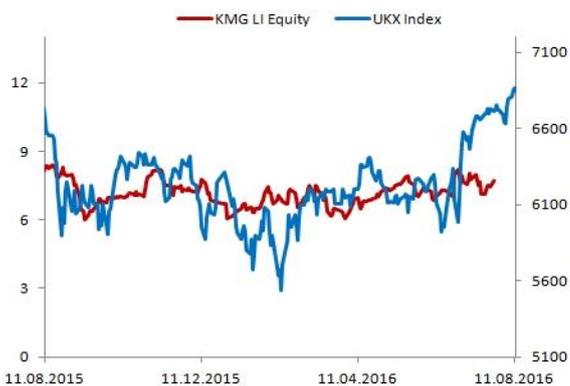
Привилегированные акции: **RDGZP KZ**
 Цена (за 11.08.16 г.): Т 7 497
 Целевая цена: на пересмотре
 52 – нед. диапазон: 10 000 – 5 500

ГДРы: **KMG LI**
 Цена (за 11.08.16 г.): \$ 7,70
 Целевая цена: на пересмотре
 52 – нед. диапазон (\$): 9,23 – 5,85

Капитализация (\$ млн. за 11.08.16 г.): 3 171,9
 Источник: Bloomberg

Количество объявленных акций (шт.): 74 357 042
В свободном обращении:
 простые акции: 63,7%
 привилегированные акции: 5,9%
 website: <http://www.kmgep.kz>

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели

	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015Ф	2016П
Выручка	797 170	816 712	845 770	535 844	939 995
ЕБИТДА	357 211	295 111	204 556	384 563	385 124
РВТ	253 749	200 360	61 573	371 190	146 005
Чистая прибыль	164 478	146 329	47 038	243 669	511 259
Net Debt	-697 951	-594 248	-709 161	-1 059 647	-484 467
ROE	12,3%	10,7%	3,9%	27,7%	26,0%
ЕБИТ	38,1%	30,4%	17,2%	68,8%	35,7%
ЕБИТДА	44,8%	36,1%	24,2%	72,6%	41,0%

Источник: данные Компании, расчеты CS

АО «РД «КазМунайГаз»

Эффект девальвации...

11 августа «Разведка Добыча «КазМунайГаз» (РД КМГ, Компания) опубликовала финансовые итоги за первое полугодие 2016 г., которые оказались, по нашему мнению, умеренно позитивными за счет благодаря девальвации национальной валюты по отношению к доллару США. Так, чистая прибыль Компании за отчетный период составила 17,2 млрд. тенге, увеличившись почти в 6 раз по сравнению с показателем аналогичного периода прошлого года (2,9 млрд. тенге). Рост чистой прибыли Компании в первом полугодии 2016 г. был обусловлен увеличением выручки в стоимостном выражении вследствие роста обменного курса тенге к доллару США на 86%, переходом на схему процессинга нефти с апреля 2016 г. и снижением рентного налога из-за падения нефтяных котировок (марки Brent) на 31%.

Согласно данным финансовой отчетности выручка Компании за первое полугодие увеличилась на 30% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года, составив 313 млрд. тенге. Правда рост выручки обусловлен, в основном, ослаблением курса тенге к доллару США и переходом на схему процессинга нефти, что компенсировало снижение экспортных цен на Brent на 31%.

Как сообщалось ранее, начиная с апреля 2016 года Компания перешла на схему самостоятельного процессинга нефти. В соответствии с новой схемой, РД КМГ поставляет нефть на АНПЗ и ПНХЗ для переработки, с последующей реализацией полученных нефтепродуктов через АО «КазМунайГаз – переработка и маркетинг» (КМГ ПМ) в соответствии с заключенным договором поручительства. Реализация нефтепродуктов во втором квартале 2016 года, в соответствии со схемой самостоятельного процессинга нефти, составила 761 тыс. тонн нефтепродуктов.

Чистая выручка от продажи нефтепродуктов (за вычетом всех расходов, связанных с процессингом и реализацией[4]) во втором квартале 2016 года составила 37 148 тенге за тонну нефти на АНПЗ и 47 210 тенге за тонну нефти на ПНХЗ. Для сравнения, в первом квартале 2016 года цена поставок на внутренний рынок составляла 14 603 тенге за тонну нефти на АНПЗ и 27 563 тенге за тонну нефти на ПНХЗ.

На момент публикации данного пресс-релиза, руководство и независимые директора Компании не согласовали цену за первый квартал 2016 года.

Напомним, что по итогам первого полугодия 2016 г. объем добычи нефти РД КМГ с учетом доли в СП составил 6 078 тыс. тонн, сократившись на 0,7% показателя аналогичного периода 2015 г. Объем добычи нефти на АО «Озенмунайгаз» и АО «Эмбамунайгаз» в отчетном периоде выросло на 2% в годовом выражении, составив 2 779 тыс. тонн и 1 407 тыс. тонн, соответственно. Доля РД КМГ в добыче компаний ССЕЛ, КГМ и ПКИ в первые шесть месяцев 2016 года составила 1 892 тыс. тонн (77 тыс. баррелей в сутки), на 6% меньше, чем в аналогичном периоде 2015 года, главным образом, в связи со снижением уровня добычи нефти в ПКИ.

В первом полугодии 2016 г. чистый убыток от долей в ассоциированной компании и совместных предприятий составил 6,7 млрд. тенге по сравнению с доходов в аналогичном периоде прошлого года в размере 1,9 млрд. тенге.

Казгермунай

В первые шесть месяцев 2016 года РД КМГ отразила в отчетности прибыль в размере 2,5 млрд тенге (7 млн долларов США) от доли участия в КГМ. Данная сумма отражает 50% долю Компании в чистой прибыли КГМ, что составляет 4,6 млрд тенге (13 млн долларов США), за вычетом влияния амортизации справедливой стоимости лицензий и соответствующего отсроченного налога в размере 2,1 млрд тенге (6 млн долларов США).

Чистая прибыль КГМ в долларах США в первые шесть месяцев 2016 года снизилась на 66% по сравнению с аналогичным периодом 2015 года в основном в результате снижения выручки из-за падения средней цены Brent на 31%, а также уменьшения объемов продаж в результате снижения добычи. В первом полугодии 2016 года КГМ выплатила 28 млн долларов США в виде дивидендов РД КМГ за 2015 год, которые были начислены в 2015 году. Кроме того, 10 млн долларов США в виде дивидендов, начисленных за 2015 год, были выплачены в июле 2016 года.

ПетроКазахстан Инк.

В первые шесть месяцев 2016 года РД КМГ отразила в отчетности убыток в размере 8,4 млрд тенге (24 млн долларов США) от своей доли участия в ПКИ. Данная сумма отражает 33% долю Компании в чистом убытке ПКИ, что составляет 2,9 млрд тенге (8 млн долларов США) а также амортизацию справедливой стоимости лицензий в размере 5,6 млрд тенге (16 млн долларов США).

Чистый убыток ПКИ в долларах США в первом полугодии 2016 года составил 25 млн долларов США по сравнению с чистым убытком на уровне 36 млн долларов США в аналогичном периоде прошлого года, что в основном связано с уменьшением расходов по штрафам и пеням, уменьшением начислений по КПН и НСП, что частично компенсировало снижение выручки из-за падения средней цены Brent на 31%, а также уменьшения объемов продаж в результате снижения добычи.

CCEL

Компания отразила в своем балансе по состоянию на 30 июня 2016 года сумму в 32,5 млрд тенге (96 млн долларов США) как счета к получению от CCEL, совместно контролируемого предприятия с компанией CITIC Resources Holdings Limited. В первые шесть месяцев 2016 года РД КМГ начислила процентный доход в размере 2,2 млрд тенге (6,5 млн долларов США), что представляет собой часть годового приоритетного платежа к получению от CCEL в размере 26,87 млн долларов США.

Производственные расходы в первом полугодии 2016 г. увеличились на 13% показателя аналогичного периода 2015 г., составив 123 млрд. тенге. Увеличение обусловлено ростом расходов по переработке нефти вследствие перехода на схему самостоятельного процессинга нефти с апреля 2016 г., что было частично компенсировано снижением расходов по вознаграждениям сотрудников на 7%. Отметим, что тариф на переработку нефти в отчетном периоде составил 20 501 тенге за тонну на АНПЗ и 14 895 тенге/тонну на ПНХЗ. Снижение расходов по вознаграждениям сотрудников на 7% в основном произошло в результате отсутствия начислений по годовому вознаграждению за первые шесть месяцев 2016 года и увеличения актуарных обязательств на общую сумму 4,9 млрд. тенге в первом квартале 2015 года вследствие продления сроков контрактов на недропользование ОМГ и ЭМГ, что было частично компенсировано ростом расходов в результате индексации заработной платы производственного персонала на 7% с января 2016 года.

Расходы по реализации и административные расходы в первом полугодии 2016 года составили 62,6 млрд тенге, на 16% выше, чем в первом полугодии 2015 года в основном из-за роста транспортных расходов, что было частично компенсировано уменьшением начислений по штрафам и пеням.

Рост транспортных расходов в основном обусловлен увеличением среднего обменного курса тенге к доллару США на 86%, так как тариф на транспортировку по маршруту Каспийского Трубопроводного Консорциума (КТК) в основном деноминирован в долларах США. Рост расходов также связан с увеличением тарифов на внутренний рынок на 21%.

Расходы по договору поручительства между РД КМГ и КМГ ПМ во втором квартале 2016 года составили 1,8 млрд тенге за продажу нефтепродуктов. Компания ожидает, что в 2016 году расходы по договору поручительства для КМГ ПМ будут на уровне 5,4 млрд тенге за год.

Налоги, кроме налога на прибыль, в первые шесть месяцев 2016 года составили 79 млрд. тенге, что на 4% ниже по сравнению с аналогичным периодом 2015 года. Снижение налогов связано с уменьшением расходов по рентному налогу, что было частично компенсировано ростом расходов по экспортной таможенной пошлине (ЭТП) и налогу на добычу полезных ископаемых (НДПИ).

Снижение расходов по рентному налогу связано с уменьшением средней цены Brent ниже 40 долларов США за баррель в первом квартале 2016 года, в результате чего ставка рентного налога составила 0%.

Рост расходов по НДПИ в основном связан с увеличением среднего обменного курса тенге к доллару США, что было частично компенсировано снижением цены на Brent.

Рост ставки ЭТП в основном связан с экспортом нефтепродуктов, в результате перехода Компании на схему самостоятельного процессинга нефти с апреля 2016 года, и с увеличением среднего обменного курса тенге к доллару США, что было частично компенсировано уменьшением средней ставки ЭТП. В

первом полугодии 2016 года средняя ставка ЭТП составила 35 долларов США за тонну по сравнению с 72 долларами США за тонну в среднем в аналогичном периоде прошлого года. Ставка ЭТП за мазут, который экспортируется, составляет 30 долларов США за тонну.

Капитальные вложения в первые шесть месяцев 2016 года составили 51 млрд тенге, что на 8% меньше, чем в аналогичном периоде 2015 года. Снижение в основном связано с уменьшением объемов и стоимости эксплуатационного бурения в ОМГ, в результате полученной скидки в размере 15% от поставщика услуг, что было частично компенсировано увеличением капитальных вложений на строительство и модернизацию производственных объектов, эксплуатационное и поисково-разведочное бурение в ЭМГ.

Компания планирует капитальные вложения в 2016 году на уровне 88 млрд тенге.

Сумма денежных средств и их эквивалентов на 30 июня 2016 года составила 380 млрд тенге по сравнению с 237 млрд тенге по состоянию на 31 декабря 2015 года. Сумма прочих финансовых активов на 30 июня 2016 года составила 695 млрд тенге по сравнению с 868 млрд тенге по состоянию на 31 декабря 2015 года. По состоянию на 30 июня 2016 года 96% денежных средств и финансовых активов были деноминированы в иностранной валюте (в основном в долларах США), 4% - в тенге.

Сумма займов на 30 июня 2016 года составила 10,7 млрд тенге по сравнению с 11,6 млрд тенге по состоянию на 31 декабря 2015 г.

На 30 июня 2016 года торговая дебиторская задолженность Компании в размере 117 млрд тенге включала в себя задолженность «KazMunaiGaz Trading AG» и КМГ ПМ, обе дочерние организации НК КМГ, за реализованную сырую нефть и задолженность ТОО «ҚазМұнайГаз Өнімдері», дочерняя организация КМГ ПМ, за реализованные нефтепродукты. Дебиторская задолженность от КМГ ПМ включала просроченную задолженность в размере 44 млрд тенге (31 декабря 2015: ноль). 5 июля 2016 года КМГ ПМ выплатил просроченную дебиторскую задолженность в полном объеме.

20 июля 2016 года Верховный суд Республики Казахстан принял решение о том, что налоговые органы не обязаны возмещать требования Компании по НДС к возмещению в размере 32 млрд тенге, связанных с продажей активов ОМГ в 2012 году. Эта сумма будет принята к зачёту против будущего НДС к уплате от операционной деятельности. Компания создала резерв на всю сумму НДС к возмещению в 2015 году. Когда сумма НДС, относящаяся к данным требованиям, будет в будущем принята в зачёт, они будут отнесены на доход.

Напомним, что 20 августа 2015 г., правительство и Национальный Банк Республики Казахстан приняли решение о переходе на режим свободно плавающего обменного курса тенге. После этого курс тенге/доллар США вырос почти в два раза в течение шести месяцев и по состоянию на 11 августа составил 347,18 тенге к доллару США.

Дополнительно отметим, что 3 августа прошло внеочередное заседание акционеров РД КМГ, где большинство миноритарных акционеров проголосовало "против" изменений в Устав, что автоматически аннулировало предложение НК КМГ по выкупу акций у миноритарных акционеров. Такой исход внеочередного собрания акционеров был ожидаемым рынком, так как ранее были предположения, что зарубежные акционеры не согласятся из-за низкого уровня предложенных цен по выкупу (9 долл. США за ГДР, 54 долл. США за простую акцию и 31,55 долл. США за привилегированную акцию). Согласно заявлению руководства РД КМГ итоги заседания никак не отразятся на операционную стратегию Компании и они рассчитывают на конструктивные взаимоотношения с НК КМГ, так как стремятся максимизировать акционерный капитал для всех акционеров.

.....

Мы считаем, что финансовые итоги Компании вышли умеренно позитивными за счет, преимущественно, ослабления курса национальной валюты по отношению к доллару США, что позитивно отразилось на финансовых итогах операционной деятельности. Однако, также наблюдается увеличение производственных и административных расходов и сокращение объема добычи нефти и цены реализации, что в последующем может оказать давление на финансовые показатели Компании. В целом, мы считаем, что эффект курсовой разницы по сравнению с прошлым годом продолжит оказывать положительный эффект на финансовые итоги до конца 2016 г. Хотя

мы пока не видим предпосылок для роста нефтяных котировок до конца текущего года в связи с сохраняющимся переизбытком предложения нефти на рынке и наращиванием объема добычи странами ОПЕК и США.

В связи с публикации полугодовых результатов мы ставим нашу целевую цену на пересмотр и сохраняем рекомендацию «Покупать», несмотря на риски падения нефтяных котировок, так как ожидаем, что негативный эффект может быть компенсирован ослаблением тенге по сравнению с прошлым годом.

Риски

- Компания подвержена риску изменения цен на сырую нефть, которые котируются в долларах США на международных рынках.
- Риск ликвидности связан с потребностью в оборотном капитале, финансировании программы капитальных вложений и необходимостью инвестировать / размещать свободные денежные средства (в депозиты и/или облигации материнской компании).
- Валютный риск возникает в связи с тем, что доходы у Компании, также как и депозиты в БВУ, деноминированы в иностранной валюте, тогда как расходы – в основном, в тенге.
- Рост обязательств поставок нефти на внутренний рынок. Казахское правительство обязывает нефтедобывающие компании поставлять часть добытой сырой нефти на внутренний рынок, что, с одной стороны, выгодно для казахских потребителей. С другой стороны, обязательства снижают выручку Компании, т.к. цены на продукцию для внутреннего рынка значительно ниже мировых (почти на уровне себестоимости).
- Налогообложение. Риск связан с изменением налогового законодательства, а также возможными расхождениями в толковании положений Налогового кодекса РК между налоговыми органами и Компанией.
- Экологические риски в связи с потенциальным нарушением положений законодательства в сфере охраны окружающей среды и др.

Контактная информация:

АО “Сентрас Секьюритиз”
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический Департамент:

Директор
Меланич Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mibrayeva@centras.kz

Младший Аналитик
Соколова Анна
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718
Email: asokolova@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, 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. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций. Centras Securities, аффилированные с ним лица и сотрудники компании могут иметь интерес в совершении сделок в отношении ценных бумаг, упомянутых в настоящем аналитическом документе. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.

© Centras Securities 2016 г.

050008, ул. Манаса, 32А • тел.: (727) 259 88 77 • www.cesec.kz • info@centras.kz