

Последняя цена:	
RDGZ KZ	T15 000
KMG LI	\$7,0
RDGZр KZ	T7 000
Рыночная Капитализация:	
	\$2,8 млрд.
Балансовая стоимость:	
RDGZ	T26 544
RDGZр	T26 544
Целевая цена:	
RDGZ KZ	T21 000 - 25 200
KMG LI	\$10-12
RDGZр KZ	T21 000 - 25 200
Потенциал роста:	
RDGZ KZ	40 - 68%
KMG LI	43 - 71%
RDGZр KZ	200 - 260%
Дивиденд '15П	
	1 600 – 2000
Дивидендная доходность:	
RDGZ KZ	11 - 13%
KMG LI	11 - 13%
RDGZр KZ	23 - 29%

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

- *вероятность выкупа акций*
- *рекордная прибыль*
- *высокие дивидендные выплаты*
- *более 1,1 трлн. тенге высоколиквидных активов или около 16 000 тенге на акцию*
- *отсутствие долгов*
- *дисконт к балансовой стоимости*
- *меры по повышению производительности*
- *планы по оптимизации затрат*

Простые и привилегированные акции РД КазМунайГаз (далее – РД) в настоящий момент оказались на весьма привлекательных уровнях для осуществления инвестиций.

Основным драйвером роста в ближайшее время может стать объявление выкупа (buyout/buyback) акций с существенной премией к рыночной цене бумаг.

Мы считаем, что при реализации данного сценария цена выкупа может составить порядка \$10-12 за GDR или 21 000 – 25 200 тенге (по курсу USDKZT - 350) за простую акцию. То есть потенциал роста бумаг может превысить 40%.

Тем временем полагаем, что больший интерес представляют привилегированные акции, которые вероятно будут выкупаться по цене простых, и потенциал роста которых может оказаться более чем трехкратным (200-260%).

Текущее положение материнской компании и ее будущие планы по проведению глобального IPO выступают ключевыми факторами для осуществления выкупа акций своего дочернего предприятия и их последующего делистинга.

Основным условием является внесение изменений в Договор о взаимоотношениях (далее – ДВ), который был заключен на момент IPO РД в 2006 году с целью защиты интересов миноритарных акционеров.

В случае если выкуп не состоится, ожидаем сценарий хороших дивидендных выплат в размере 1 600 – 2 000 тенге за акцию с учетом рекордной прибыли РД. Дивидендная доходность простых акций может составить порядка 11-13%, а привилегированных – 23-29%. Сами выплаты могут произойти в начале лета.

Ключевое условие для запуска выкупа

СД НК КазМунайГаз (далее – НК) 9 ноября прошлого года направил письмо Председателю СД РД с предложением внести изменения в действующий ДВ, который регулирует взаимоотношения НК и РД.

Соглашение было подписано с целью уменьшения влияния мажоритарного акционера на деятельность РД КМГ и защиты интересов миноритарных акционеров.

Внесение изменений, по мнению НК, позволит повысить эффективность деятельности РД, оптимизировать расходы, бизнес процессы и механизмы принятия решений.

В случае если изменения будут одобрены, НК поддержит выкуп акций, в котором сможет поучаствовать любой акционер и продать свои бумаги в течение 60 дней после общего собрания акционеров.

Цена выкупа будет сформирована исходя из средней цены акций (\approx \$7 за GDR) за период с 10 октября по 9 ноября 2015 года и согласованной премии к этой цене.

**ИРО НК КазМунайГаз
уже не за горами:**

- Необходима оптимизация структуры
- Необходимо улучшение финансового состояния и снижение долговой нагрузки
- Необходим полный выкуп и делистинг акций РД
- Необходим правильный подход к текущим акционерам РД, иначе можно получить удар по репутации и отпугнуть всех будущих инвесторов ИРО НК

В связи с тем, что уже было объявлено о проведении ИРО НК в ближайшие годы, тем акционерам, которые дадут согласие на внесение изменений в ДВ, будет предоставлено приоритетное право при распределении акций НК, даже если эти акционеры решат продать акции РД.

Если одобрения не будет, то НК не поддержит выкуп и не будет предоставлять приоритетную аллокацию на своем ИРО.

Вероятность одобрения изменений ДВ достаточно высокая и, скорее всего, потребует голосов простого большинства (более 50%) миноритарных акционеров. При этом значительная часть инвесторов все-таки решит реализовать свои бумаги, учитывая дальнейшую неопределенность в части принимаемых решений.

Насколько повлияет обещание приоритетного права при аллокации акций НК КМГ, сказать сложно. Маловероятно, что миноритарным акционерам будет достаточно такого бонуса.

Запланированное ИРО НК КМГ в 2017-18 годах

У НК серьезные намерения (одна из задач правительства по приватизации активов) по выходу на глобальное ИРО в ближайшие годы (после запуска МФЦА).

То есть за следующие два года национальной компании необходимо проделать достаточно большую работу по оптимизации своей структуры и улучшению финансового положения.

Очевидно, что размещение НК на бирже будет безуспешным в случае сохранения на рынке акций РД, в виду более сильного финансового положения последней. То есть ИРО материнской компании будет затруднительным при присутствии на рынке кэш генерирующей и необремененной долгами дочки.

Потому логичным шагом должен быть полный выкуп и делистинг РД (полная консолидация РД уже значится среди основных задач НК), потенциально с последующей реорганизацией ее в ТОО.

При этом ясно, что в рамках плана по трансформации и оптимизации группы добывающие предприятия, так или иначе, необходимо будет консолидировать на балансе РД.

Принимая во внимание планы по глобальному ИРО, НК не желательно продавливать цену РД и рисковать своей репутацией (*сценарий скандального выкупа ENRC в данном случае будет неприемлемым*), так как в дальнейшем это может отпугнуть будущих инвесторов и осложнить выход на биржу.

Затраты на выкуп могут быть в дальнейшем компенсированы первичным размещением НК.

Сложное положение НК как ключевой фактор

Очевидно, что материнской компании в срочном порядке необходим доступ к огромному пулу наличности, который имеется на балансе РД в размере более 1,1 трлн. тенге.

Критическую потребность в деньгах мы видим и на примере оказываемой финансовой помощи НК со стороны ее более мелких дочерних предприятий (20 млрд. тенге от КазТрансОйл), при этом доступ к заемному капиталу с учетом поставленных задач в настоящий момент закрыт.

Отдельные показатели НК КМГ (2015)

Долг:	T2 246 млрд.
Деньги:	T107 млрд.
Кр. фин. активы:	T204 млрд.
Чистый долг:	T1 935 млрд.
Чистый долг:	\$5,7 млрд.
Выручка:	T818 млрд.
Операционная прибыль:	T823 млрд.
Чистая прибыль:	-T500 млрд.

Потребность НК КМГ в деньгах в 2016 году

Средневзвешенная ставка фондирования:	≈6,0%
Ежегодные % платежи:	≈T135 млрд.
Погашения займов:	≈T345 млрд.
Капитальные инвестиции:	≈T250 млрд.
Итого:	≈T385 -730 млрд.

Дивидендные выплаты в прошлом году показали, что НК не готова выводить значительную часть денег РД через дивиденды, так как в данном случае треть выплат уйдет третьим лицам (миноритарным акционерам), но при этом задача выкупа и делистинга акций останется нерешенной.

В планах нацкомпании был и вариант продажи отдельных добывающих активов (в частности Мангистаумунайгаз), однако их реальная стоимость за последнее время заметно просела. ДВ в действующем варианте, возможно, мешает НК реализовать эти активы значительно дороже.

Отдельная отчетность НК показывает, что общий размер долга превышает 2 246 млрд. тенге (более \$6,6 млрд.).

Даже с учетом именуемых ликвидных активов, размер чистого долга остается внушительным – 1 935 млрд. тенге или порядка \$5,7 млрд. Сопоставление долга с фундаментальными показателями Компании показывает ее высокую текущую долговую нагрузку.

Отдельно на балансе НК было порядка 311 млрд. тенге в виде денег и депозитов, тогда как на балансе дочерней РД - более 1 100 млрд. тенге, из которых 64% (704 млрд. тенге) причитается НК.

Получается, что консолидировано НК имеет значительные денежные ресурсы на балансе, но вынуждена финансировать свои инвестиционные потребности за счет заемных средств, размер которых в итоге ставит под удар ее финансовую устойчивость.

Примечательно, что все эти годы НК привлекалась под достаточно высокие ставки (средневзвешенная ставка порядка 6%), причем на внешних рынках, тогда как в это же время кэш пул РД лишь нарастал и размещался на депозитах под низкие ставки (3-4%). То есть на лицо неэффективное управление деньгами.

Операционных денежных потоков НК может хватить для обслуживания долга, но возможности инвестиций выглядят ограниченными. Необходимость дополнительных внушительных инвестиций в Кашаган вкупе с расширением проекта Тенгиз лишь увеличивает инвестиционную нагрузку, при этом сохраняются существенные социальные обязательства.

По нашим оценкам, потребность в НК в деньгах может составить порядка 730 млрд. тенге в этом году или чуть менее 400 млрд. тенге (в случае рефинансирования займа), из которых 135 млрд. – на обслуживание долга, и около 250 млрд. тенге – на инвестиционные программы.

Цена выкупа

Что же касается премии, то в данном случае НК сделала достаточно хитрый ход, указав месячный период, когда котировки РД были минимальными.

Потому держатели акций будут требовать более существенную премию, не менее 43% (цена за GDR - \$10), при этом в случае объявления цены на уровне \$12 (премия 71%), участие в выкупе будет, на наш взгляд, максимальным.

Цену в \$12 будут в первую очередь требовать те инвесторы, которые находятся в бумаге с момента IPO и для них среднегодовая доходность в таком случае может составить чуть более 5% с учетом всех дивидендных выплат.

Карта доходности с момента IPO

Цена выкупа, \$	Доходность, годовых
9,00	2,8%
10,00	3,5%
11,00	4,3%
12,00	5,1%
13,00	5,8%
14,64	7,1%
Цена на IPO	\$14,64
Дивиденды на GDR	\$9,29

**Потенциальная доходность
привилегированных акций при выкупе –
более 200%**

Позиция независимых директоров и их репутация на кону будут также служить дополнительным мотивом для запроса более высокой цены выкупа.

Балансовая стоимость акций также будет служить индикатором целевой цены выкупа. На сегодня у простых акций она составляет 26 544 тенге или \$12,6 за GDR.

Сегодня рыночная стоимость РД находится значительно ниже размера денежных средств (\$7,6 за GDR), а значит стоимость прочих активов (основные средства, дебиторская задолженность, предоплата налогов и т.д.) оценивается не в ноль, а даже в минус. Мы считаем, что их вклад в цену бумаг должен быть на уровне \$2,5-3,5 за GDR.

Таким образом, диапазон в \$10-12 за GDR или 21 000 - 25 200 тенге за простую акцию выглядит обоснованным и в целом может удовлетворить все стороны.

Привилегированные акции по цене простых

Мы считаем, что цена выкупа привилегированных акций должна быть на уровне простых, даже несмотря на исторический спред между двумя видами бумаг.

В-первую очередь, принимая во внимание ожидаемый сценарий делистинга и последующей реорганизации РД КМГ, необходимо отметить Закон об АО, в котором говорится, что в таком случае держатели привилегированных акций получают право голоса на ОСА, и бумаги соответственно приравниваются к простым.

Во-вторых, оценку их справедливой стоимости в настоящий момент можно сделать только на базе балансовой стоимости, которая равна балансовой стоимости простых акций и составляет 26 544 тенге.

В-третьих, имеется исторический прецедент, когда в рамках программы обратного выкупа своих акций в 2010-11гг. РД покупала с рынка привилегированные акции по цене простых. В итоге была выкуплена половина размещенных бумаг.

На текущий момент общее количество размещенных префов составляет чуть более 2 млн. штук. Учитывая то, что многие из этих бумаг находятся на руках работников компании (то есть имеются социальные риски), то компания и ее главный акционер не станут рисковать и создавать скандальную ситуацию, не выкупив акции по их справедливой цене.

В итоге премия по привилегированным акциям может составить 200-260%.

Расходы на выкуп

В случае выкупа по цене ожидаемого диапазона в \$10-12 за GDR, совокупные расходы могут составить от 517 до 620 млрд. тенге по простым акциям/GDR и 43-52 млрд. тенге - по привилегированным акциям. То есть общие расходы могут оказаться на уровне 560 – 672 млрд. тенге.

Несмотря на то, что суммы выглядят внушительными, на балансе РД по-прежнему будет оставаться достаточно солидный объем наличности – порядка 428 – 540 млрд. тенге, к которым НК получит полный доступ.

Затраты на выкуп, как было отмечено ранее, могут быть в дальнейшем с легкостью компенсированы первичным публичным размещением НК.

Расходы на выкуп, млрд. тенге

Цена, \$	10	11	12
Цена, тенге	21 000	23 100	25 200
Простые	517	568	620
Префы	43	48	52
Итого	560	616	672
<i>Деньги у РД</i>		1 100	
Остаток	540	484	428

Дивиденды – альтернативный сценарий:

В случае если выкуп не состоится, мы ожидаем хороших дивидендных выплат, исходя из рекордной прибыли РД и потребности НК в деньгах.

Доходы НК в отдельности формируются преимущественно за счет дивидендных поступлений от дочерних и ассоциированных компаний, а значит, на наш взгляд, она находится в таком положении, когда у нее есть сильная заинтересованность в увеличении этих притоков.

В 2015 году во многом за счет девальвации прибыль РД составила 244 млрд. тенге или около 3 570 тенге на акцию. На балансе имеется порядка 16 000 тенге на акцию высоколиквидных активов.

С учетом этого мы полагаем, что РД может выплатить порядка 1 600 – 2 000 тенге на акцию в виде дивидендов. Выплаты по простым акциям могут составить порядка 109-170 млрд. тенге или 45-70% чистой прибыли.

Принимая во внимания текущие цены на рынке, дивидендная доходность по простым акциям может составить 11-13%, а по привилегированным акциям – внушительные 23-29%.

Учитывая дивидендную доходность и потенциал роста, более привлекательными на текущих уровнях выглядят привилегированные акции.

Таким образом, даже если выкуп акций не состоится, РД КМГ предоставляет хорошую страховку в виде дивидендов. Тем не менее, нашим базовым сценарием остается выкуп акций.

АО «Асыл-Инвест»

БЦ «Нурлы Тау», Блок 5Б, 18эт.
пр. Аль-Фараби 17/1
050059, г. Алматы

тел: +7 (727) 300 43 01
300 43 00
факс: +7 (727) 300 43 99

info@asyl.kz
www.asyl.kz

Аналитики:

Нурлан Рахимбаев
+7 (727) 300 43 07
nurlan.rakhimbayev@asyl.kz

Айвар Байкенов
+7 (727) 300 43 23
aivar.baikenov@asyl.kz

Амир Актанов
+7 (727) 300 43 60
amir.aktanov@asyl.kz

Брокеры:

+7 (727) 300 43 19

+7 (727) 300 43 11

+7 (727) 300 43 21

+7 (727) 300 43 36

© АО «Асыл-Инвест»

Настоящий документ был подготовлен АО «Асыл-Инвест» и представляет собой коммерческую информацию, предназначенную для ознакомительных целей, и не должен восприниматься или толковаться как оферта, рекомендация или приглашение к совершению какой-либо сделки. Равным образом, никакие ценные бумаги или инструменты, описанные здесь, не должны предлагаться или продаваться в любой юрисдикции, где такие действия будут нарушать законодательство о ценных бумагах или другие местные законы и правила.

АО «Асыл-Инвест» не предоставляет финансовый или инвестиционный совет посредством данного документа и не предоставляет заверений и гарантий, что описанные здесь сделки, ценные бумаги или инструменты подходят и соответствуют целям и интересам какого-либо клиента.

Любые котировки, материалы, аналитика и оценки, предоставленные Вам, должны восприниматься исключительно как индикативные (и не являющиеся юридически обязательными). Они были подготовлены на основе представлений и параметров, которые отражают наше добросовестное понимание.

Не существует никаких заверений, обязательств или гарантий в отношении полноты и достоверности, а также разумности любых таких котировок, материалов, оценок и аналитики. Такие котировки, материалы, оценки и аналитика не являются (i) актуальными условиями, на которых может быть совершена новая сделка, (ii) актуальными условиями, на которых существующие сделки могли быть прекращены или расторгнуты, (iii) расчетом или оценкой суммы, которая подлежала бы уплате в результате прекращения или расторжения таких сделок.

Представленные оценки рассчитаны на основе внутренних моделей, основанных на понимании соответствующих текущих или будущих рыночных условий. Оценки, основанные на других моделях или предположениях, могут отличаться. Любые заключения, прогнозы или оценки, содержащиеся в настоящем отчете, составляют суждение на дату настоящего отчета. АО «Асыл-Инвест» отказывается от любой ответственности в отношении (i) точности моделей и расчетов, использованных при проведении оценок, (ii) любых ошибок или упущений в производстве или приведении оценок и (iii) любого применения таких оценок.

Не предоставляется никаких заверений или гарантий, что приведенная доходность и результаты будут достигнуты в будущем. Стоимость инструмента может изменяться с учетом многих факторов, включая, среди прочего, стоимость ценных бумаг, индексы, процентные ставки, курсы валют, или стоимости других инструментов или показателей. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за любые убытки, возникающие любым образом в результате использования настоящего документа или его содержания.