

Текущая цена:	
RDGZ KZ	T15 000
KMG LI	\$7,0
RDGZр KZ	T7 500
Рыночная Капитализация:	
	\$2,8 млрд.
Балансовая стоимость:	
RDGZ	T26 544
RDGZр	T26 544
Прибыль на акцию:	T3 570
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	180 - 236%
Дивиденд '15П	1 600 – 2000
Дивидендная доходность:	
RDGZ KZ	11 - 13%
KMG LI	11 - 13%
RDGZр KZ	21 - 27%

## 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*

РД КМГ опубликовала финансовые результаты за 2015 года. Компания зафиксировала прибыль в размере 243,7 млрд. тенге, которая была преимущественно получена за счет переоценки активов в иностранной валюте. Размер денежных средств на балансе достиг 1 105 млрд. тенге.

### Детали:

- Консолидированная чистая прибыль выросла на 418% до 243,7 млрд. тенге против 47,0 млрд. тенге годом ранее. Рекордный размер прибыли в истории Компании был получен во многом благодаря девальвации тенге, в результате которой зафиксирована прибыль от переоценки валютной части активов в размере 448,9 млрд. тенге (+312%) против 109,0 млрд. тенге годом ранее. Прибыль на одну акцию выросла с 690 до 3 574 тенге.
- Доходы Компании за отчетный период снизились на 37% до 529,8 млрд. тенге против 845,8 млрд. тенге в 2014 году. Общая выручка сократилась на 42% до 535,8 млрд. тенге. В частности был зафиксирован убыток по совместным предприятиям в размере 20,1 млрд. тенге. Объем добычи в целом не изменились – 12,35 млн. тон (рост по ОМГ компенсировал снижение по совместным предприятиям).
- Падение цен на нефть и снижение стоимости реализации на внутреннем рынке (-23% с 48,0 до 37,0 тыс. тенге за тонну) были лишь отчасти компенсированы девальвацией национальной валюты.
- Примечательно, что доходы в 4 квартале по сравнению с предыдущим кварталом выросли на 67% до 180,5 млрд. тенге, а общая выручка - на 57% до 171,7 млрд. тенге. В этом периоде доходы были скорректированы с учетом согласованной цены (37,0 тыс. тенге за тонну) поставок на внутренний рынок (выплата разницы ожидается в течение 2016 года).
- Производственные расходы за год выросли на 6% до 225,0 млрд. тенге, при этом рост в последнем триместре составил 28% до 65,0 млрд. тенге. Общие административные и расходы по реализации выросли на 16% до 118,6 млрд. тенге.
- Налоги, помимо КНП, сократились на 45% с 328,2 до 181,5 млрд. тенге, отчасти компенсировав сокращение выручки. Расходы по рентному налогу и НДС уменьшились вместе с падением цен на нефть. В апреле же прошлого года была снижена ставка ЭТП с \$ 80 до \$ 60 за тонну. Также уменьшение расходов по налогам было обусловлено и сокращением объема экспортных поставок. Однако вследствие огромной валютной переоценки подоходный налог вырос на 113 млрд. тенге или на 777% до 127,5 млрд. тенге, при этом эффективная ставка увеличилась с 24% до 34%.
- Среди позитивных моментов стоит выделить отсутствие масштабных списаний по основным средствам. В 2014 в результате переоценки активов была понесена убыток в размере 256,7 млрд. тенге. В частности тогда была полностью списана стоимость ОМГ. В 2015 году списание произошло по НДС к возмещению – на 46,8 млрд. тенге. Компания пересмотрела свою позицию касательно НДС и считает более вероятным отказ в удовлетворении требований по его возмещению, в результате чего был создан оценочный резерв
- Чистые денежные потоки от операционной деятельности по итогам 12 месяцев оказались отрицательными на уровне 70,3 млрд. тенге против положительных 196,4 млрд. тенге годом ранее. Размер капитальных затрат сократился на 33% с 132,2 до 88,2 млрд. тенге.

- Общий объем денежных средств составил порядка 1 105 млрд. тенге (55% всех активов) или около 16 000 тенге на акцию. При этом более 98% номинировано в иностранной валюте. Совокупная стоимость активов выросла с начала года на 527 млрд. тенге до 2 011 млрд. тенге.
- Балансовая стоимость простой и привилегированной акции выросла на 35% с 19 598 тенге до 26 544 тенге за счет роста нераспределенной прибыли и прочих компонентов собственного капитала.

#### **Наше мнение:**

Компания, несмотря на убыточную операционную деятельность, смогла благодаря девальвации тенге зафиксировать рекордную в своей истории прибыль. Менеджмент в настоящий момент ведет работу по оптимизации деятельности дочерних и зависимых предприятий, сокращению операционных расходов, получению налоговых льгот и стимулов для зрелых месторождений. То есть все усилия направлены на то, чтобы вывести операционные денежные потоки компании в ноль.

Рыночная стоимость (\$2,8 млрд.) РД КМГ сегодня меньше, чем размер денежных средств (\$3,2 млрд.) на балансе, а значит стоимость прочих активов (основные средства, дебиторская задолженность, предоплата по налогам и т.д.) оценивается не в ноль, а даже в минус. Неэффективное использование денег и их нераспределение акционерам по-прежнему остается одной из ключевых проблем.

Среди позитивных моментов можно отметить работу независимых директоров, которым все-таки удалось добиться пересмотра внутренних цен на 2015 год в сторону повышения до 37,0 тыс. тенге за тонну с 21,3 тыс. тенге на АНПЗ (более 80% всех внутренних поставок) и 31,9 тыс. тонну на ПНХЗ. Переговоры по ценам на 2016 год продолжаются.

В рамках конференц-звонка менеджмент РД не предоставил конкретных комментариев относительно переговоров касательно внесения изменений в Договор о взаимоотношениях, но заявил, что они продолжаются.

Вопрос выкупа акций остается открытым. Вероятность такого сценария мы по-прежнему оцениваем как высокую, учитывая планы НК КМГ по IPO в ближайшие годы ([см. обзор о Потенциальном выкупе](#)).

Какую-либо информацию относительно предполагаемых дивидендных выплат менеджмент также не предоставил, отметив, что в рамках [дивидендной политики](#) целевой уровень по выплатам составляет не менее 15%. При этом хотелось бы отметить, что у НК КМГ есть утвержденный документ ([дивидендная политика по отношению к дочерним и зависимым предприятиям](#)), где норматив для РД установлен в размере 30%. В РД не смогли объяснить эту нестыковку.

С учетом прибыли на акцию в размере 3 574 тенге и высоколиквидных активов в размере 16 000 тенге на акцию мы полагаем, что РД может выплатить порядка 1 600 – 2 000 тенге на акцию в виде дивидендов (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%.

## Отчет о доходах РД

	2014	2015	Δ	3кв15	4кв15	Δ
<b>Доходы</b>	<b>845 770</b>	<b>529 812</b>	<b>-37%</b>	<b>108 232</b>	<b>180 475</b>	<b>67%</b>
Доля в СП	60 191	-20 062	-133%	-5 393	-16 576	207%
Фин. доход	20 762	26 094	26%	6 560	7 799	19%
<b>Итого выручка</b>	<b>926 723</b>	<b>535 844</b>	<b>-42%</b>	<b>109 399</b>	<b>171 698</b>	<b>57%</b>
Производственные расходы	-211 900	-225 049	6%	-50 865	-65 012	28%
SGA	-102 568	-118 601	16%	-36 815	-28 341	-23%
Расходы на разведку	-2 127	-1 892	-11%	-1 186	-229	-81%
DDA	-59 485	-20 110	-66%	-4 538	-4 952	9%
Налоги, помимо КПН	-328 211	-181 501	-45%	-49 011	-49 917	2%
<b>Операционные расходы</b>	<b>-704 291</b>	<b>-547 153</b>	<b>-22%</b>	<b>-142 415</b>	<b>-148 451</b>	<b>4%</b>
<b>Операционный доход</b>	<b>222 432</b>	<b>-11 309</b>	<b>-105%</b>	<b>-33 016</b>	<b>23 247</b>	<b>-170%</b>
Обесценение НДС к возмещению	0	-46 753	-	0	-46 753	-
Обесценение ОС	-256 683	-4 358	-98%	-253	-3 500	1283%
Убыток от выбытия ОС	-4 221	-260	-94%	4	-189	-
Фин. затраты	-8 952	-14 999	68%	-14 809	1 741	-112%
Курсовая разница	108 997	448 869	312%	243 029	187 206	-23%
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>61 573</b>	<b>371 190</b>	<b>503%</b>	<b>194 955</b>	<b>161 752</b>	<b>-17%</b>
КПН	-14 535	-127 521	777%	-60 071	-55 856	-7%
<b>Прибыль</b>	<b>47 038</b>	<b>243 669</b>	<b>418%</b>	<b>134 884</b>	<b>105 896</b>	<b>-21%</b>

*источник: данные РД КМГ, расчеты Асыл-Инвест*

**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](mailto:info@asyl.kz)  
[www.asyl.kz](http://www.asyl.kz)

**Аналитики:**

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

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

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