

Рыночные данные:	
Количество акций, млн. шт:	
RDGZ	66,10
RDGZp	2,06
Последняя цена:	
RDGZ	T14 579,3
RDGZp	T7 504
KMG LI	\$7,32
Рыночная капитализация, млн. тенге	979 145,2
Балансовая стоимость:	
RDGZ	T26 666
RDGZp	T26 666

17 июня 2016 г. АО «Разведка Добыча «Казмунайгаз» (далее – РД КМГ) опубликовала пресс-релиз о требовании мажоритарного акционера, АО «Национальная Компания «Казмунайгаз» (далее НК КМГ), провести Внеочередное общее собрание акционеров (ВОСА) по вопросу внесения изменений в Договор о взаимоотношениях (далее – ДВ) между НК КМГ и РД КМГ и в Устав РД КМГ. В свою очередь, НК КМГ опубликовало информационное письмо, которое содержит обоснование для предлагаемых изменений в ДВ и в Устав Компании, а также условия предложений о выкупе на рынке, которые при наступлении условий будут направлены владельцам обыкновенных и привилегированных акций и ГДР Компании.

Кроме того:

- Независимые неисполнительные директора (ННД) РД КМГ считают, что указанные изменения повлекут существенное снижение предоставленных Независимым акционерам Компании гарантий защиты, приведут к прекращению независимости Компании от НК КМГ по вопросам своей деятельности. ННД также считают, что Предложение о выкупе, сделанное НК КМГ по цене, значительно занижает стоимость Компании, поскольку отражает лишь сумму остатка денежных средств Компании на конец 1 квартала 2016 г. и размер просроченной дебиторской задолженности компании группы НК КМГ без учета стоимости производственных активов Компании.
- В связи с тем, что Предлагаемые изменения и Предложение о выкупе не являются справедливыми или разумными по отношению к Независимым акционерам Компании, Независимые директора настоятельно рекомендуют всем Независимым акционерам Компании проголосовать против принятия решений, включенных в повестку дня ВОСА. Если Предлагаемые изменения будут одобрены Независимыми акционерами Компании на ВОСА, каждый из ННД подаст в отставку с должности директора Компании.
- Условия предложения НК КМГ о выкупе предполагают:
 - Приобретение простых акций РД КМГ по фиксированной цене в размере 47,2 долл. США в эквиваленте тенге, рассчитываемом ежедневно;
 - Приобретение ГДР РД КМГ по цене 7,88 долл. США;
 - Приобретение привилегированных акций по цене 27,62 долл. США в эквиваленте тенге, рассчитываемом ежедневно.
- С информационным письмом НК КМГ можно ознакомиться на сайте Казахстанской фондовой биржи, в новостном разделе страницы эмитента РД КМГ.

Наше мнение:

В целом текущий сценарий развития событий по акциям РД КМГ соответствует нашим ожиданиям, которые были озвучены нами еще в феврале текущего года в аналитическом материале (см.: [РД КазМунайГаз: В ожидании выкупа акций](#)). НК КМГ сделал предложение о выкупе, основным условием которого является внесение изменений в ДВ, который был заключен на момент IPO РД КМГ в 2006 году с целью защиты интересов миноритарных акционеров.

Однако анализ предлагаемых условий выкупа долевых инструментов РД КМГ и предлагаемых мажоритарным акционером изменений в ДВ, показывает, что предложение НК КМГ является не дружественным по отношению к миноритарным акционерам.

В части предлагаемых изменений в Договор о взаимопонимании следует отметить следующие пункты, на наш взгляд ущемляющие права миноритарных акционеров:

- Статья 2 «Общие принципы», пункт 2.2., в котором излагаются принципы о том, что РД КМГ будет функционировать как независимое и самостоятельное предприятие, исключен.
- Статья 2 «Общие принципы», пункт 2.2. Обязательство НК КМГ о том, что ни НК КМГ, ни какая-либо другая компания, входящая в группу, не будет вмешиваться в осуществление деятельности РД КМГ, было изменено. Из данного пункта было исключено обязательство НК КМГ о том, что дела РД КМГ будут вестись, «самостоятельно от НК КМГ».
- Статья 2 «Общие принципы» Пункт 2.8, предусматривающий обязательство НК КМГ не предлагать на собрании акционеров какие-либо вопросы, предусмотренные в пункте 12.5 Устава, если они не были согласованы с ННД в соответствии с положениями пункта 12.5 Устава.

Согласно пункту 12.5 Устава РД КМГ следующие вопросы должны утверждаться Независимыми директорами (ННД) до внесения их на утверждение Советом Директоров:

любая сделка, в совершении которой имеется заинтересованность, с НК КМГ;

- получение или передача любой лицензии на недропользование,
- представляющей 10% или более от общего капитала;
- внесение изменений в Кодекс корпоративного управления или Устав;
- размещение (выпуск) акций;
- обратную покупку акций, которая совершается не на пропорциональных условиях;
- заключение "крупных сделок" (т.е. стоимостью 25% или более от общей стоимости активов);
- увеличение обязательств Компании на 25% или более от общей суммы собственного капитала;
- обратная покупка или продажа 25% или более акций Компании, добровольная ликвидация или реорганизация;
- делистинг на КФБ или ЛФБ;
- назначение или прекращение полномочий аудиторов;
- утверждение социальных расходов (кроме тех, которые требуются по Казахстанскому законодательству или существующему договору).

В целом в обосновании вносимых изменений в ДВ НК КМГ ссылается на необходимость создания условий для выполнения плана преобразования, направленного на улучшение рабочих показателей РД КМГ, снижения бюрократии в дочерней компании при принятии решений и получения свободы осуществлять свои права в качестве крупного акционера.

Мы считаем, что представленное НК КМГ обоснование не убедительно и в основном направлено на защиту интересов главного акционера, что ставит под вопрос значимость ДВ для независимых акционеров. В этом отношении мы согласны с мнением ННД по предлагаемым изменениям (см. документ по [ссылке](#)). Такие последние действия НК КМГ, как отказ от выплаты дивидендов, показали, что в тех случаях, когда ее интересы не совпадают с интересами миноритарных акционеров, НК склонна игнорировать

интересы миноритариев. В случае же одобрения предлагаемых НК изменений в ДВ и Устав, миноритарные акционеры останутся гораздо менее защищенными во взаимоотношениях с мажоритарным акционером НК КМГ.

Предложение по выкупу акций, которое вступит в силу в случае одобрения большинством миноритарных акционеров, по нашему мнению, являются заниженными (свои ожидания по справедливым ценам выкупа и обоснование также были озвучены в материале [«РД КазМунайГаз: В ожидании выкупа акций»](#)), по следующим основным причинам:

- Предложение, на наш взгляд, строится на желании НК КМГ претендовать на большую часть финансовых активов РД КМГ, что в свою очередь диктуется высокой долговой нагрузкой нацкомпании. Предложение основано на размере балансовой стоимости денежных средств и дебиторской задолженности на конец первого квартала 2016 года, суммарный размер которого составляет 360,14 млрд. тенге или 31,85% от размера ликвидных активов РД КМГ (деньги плюс дебиторская задолженность и финансовые активы) в сумме 1130,74 млрд. тенге. Доля 31,85% примерно соответствует доле миноритарных акционеров в капитале РД КМГ.
- На наш взгляд, руководство НК КМГ намеренно не учитывают стоимость производственных активов Компании и стоимость долей РД КМГ в дочерних и ассоциированных компаниях в оценке стоимости компании, т.к. это потребует использования большего объема финансовых ресурсов в выкупе акций миноритарных акционеров. При этом, мы считаем, что с учетом текущих цен на нефть и перспектив их дальнейшего роста миноритарным акционерам должна быть предложена премия к озвученной цене выкупа за оценку основного бизнеса компании.

На наш взгляд, справедливым решением со стороны мажоритарного акционера было бы выплата специальных дивидендов акционерам в сумме равной размеру ликвидных активов на балансе РД КМГ, и дальнейший выкуп акций по ценам которые сложатся на рынке после выплаты дивидендов.

Наши рекомендации миноритарным акционерам:

На основании вышеизложенного мы рекомендуем миноритарным акционерам не одобрять предлагаемые изменения на ВОСА. В информационном письме НК КМГ указывает на то, что Решения по изменения в ДВ и Устав РД КМГ будут признаны принятыми, если будут утверждены простым большинством Независимых акционеров, **присутствующих и голосующих** (лично или через представителя) на **Общем собрании**. Соответственно, для защиты собственных интересов миноритарным акционерам рекомендуется, **либо самостоятельно принять участие на ВОСА (которое состоится 3 августа 2016 года в Астане), либо передать право голоса представляющему брокеру.**

Результаты голосования по повестке ВОСА во многом будет зависеть от позиции крупных миноритарных акционеров, в частности, China Investment Corporation (CIC) и ЕНПФ, которым принадлежит в сумме 9 680 656 штук голосующих акций или 42,1% от общего количества акций, принадлежащих Независимым акционерам.

Для справки: крупными миноритарными акционерами РД КМГ являются CIC (~11%), ЕНПФ (~3%) и зарубежные институциональные инвесторы (в совокупности порядка 7,6% размещенных акций в виде ГДР). Примерно 12,5% акций принадлежат прочим миноритарным акционерам. Всего на долю миноритарных/независимых акционеров приходится 34,8% голосующих акций.

Всего размещенных акций, штук		66 099 675	100%
НК КМГ	Офферент	43 085 602	65,2%
СИС	Независимые	7 724 303	11,7%
ЕНПФ	Независимые	1 956 353	3,0%
Прочие	Независимые	13 332 014	20,2%

Источник: расчеты и предположения «Асыл-Инвест» на основе данных, имеющихся в открытых источниках

Чего ожидать, если большинство Независимых акционеров проголосуют ПРОТИВ принятия изменений в ДВ и Устав?

По нашему мнению, НК КМГ находится в положении, когда необходимо решить вопрос выкупа акций в короткие сроки, что связано с планами нацкомпании по выходу на IPO. Также НК КМГ нуждается в финансовых ресурсах, которые имеются на балансе РД КМГ. При этом, ситуация на рынке нефти постепенно улучшается. Мы предполагаем, что НК КМГ может вернуться с улучшенным предложением к миноритарным акционерам. Возможно также, что НК КМГ обратится к более справедливому варианту с выплатой специального дивиденда и последующим выкупом акций. Вместе с тем мы не исключаем, что если текущее предложение НК КМГ будет отклонено миноритариями на ВОСА цены на акции и ГДР после этого могут кратковременно оказаться под давлением, т.к. недавний подъем во многом был связан с ожиданием выхода предложения о выкупе. Однако цены должны затем вернуться к текущим значениям, поскольку текущая цена имеет под собой твердые основания и отражает только часть активов компании в виде запасов наличности. Как пишут в своем письме Независимые директора, компания в настоящий момент прибыльна (прибыль за 5 месяцев года составила 21 млн. долл.), а производственная деятельность не приводит к трате денежных средств. При этом если Договор о взаимоотношениях сохранится в неизменном виде, это по-прежнему будет служить надежной защитой интересов миноритарных акционеров.

Что делать, если большинство Независимых акционеров проголосуют ЗА принятия изменений в ДВ и Устав?

При таком сценарии мы рекомендуем миноритарным акционерам, голосовавшим ПРОТИВ, продавать акции по цене предложения. Независимые директора компании уйдут в отставку, т.к. в виду изменений в ДВ и Устав, у них не останется инструментов для защиты прав миноритарных акционеров. Последние в перспективе не смогут повлиять на сделки компании, которые потенциально могут оказаться не в их интересах.

У миноритарных акционеров будет 60 дней на принятие решения по продаже 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

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

Брокеры:

+7 (727) 300 43 33

+7 (727) 300 43 11

+7 (727) 300 43 19

+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.