

Привлекательная дивидендная история с потенциалом роста

27 февраля 2015 г.

Металлы и добыча Central Asia Metals

Yerkin Abdrakhmanov
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz
+7 727 244 6538

Рекомендация	Покупать
Целевая цена (GBp)	218
Потенциал роста	34,9%
Тикер	CAML.LN
Reuters код	CAML.L
Цена (GBp)	162
Акции/ГДР	н/п
Данные по акции	
Кол-во простых акций (млн)	112
Кол-во прив. акций (млн)	н/п
Дневной объём торгов (\$млн)	0,6
Доля акций в свободном обращении (%)	81%
Рыночная капитализация (\$млн)	278
Основные акционеры:	
Г-н Кенес Ракишев	19%
Г-н Харгрив Хэйл	9%

Фин. показатели (\$млн)	2013Ф	2014П	2015П
Выручка	51 483	76 446	79 713
ЕБИТДА	32 459	50 344	53 072
Чистая прибыль	34 492	35 343	37 580
EPS	0,31	0,32	0,34
Собственный капитал	135 729	152 725	170 376
Чистый долг	(44 508)	(46 347)	(71 961)

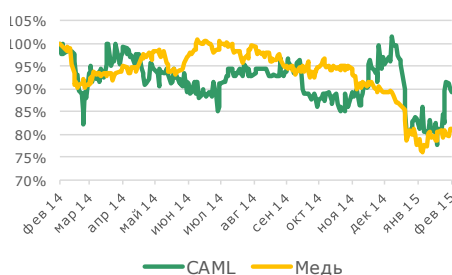
Оценка	2013Ф	2014П	2015П
P/E (x)	8,0	7,9	7,4
P/B (x)	2,0	1,8	1,6
EV/ЕБИТДА (x)	7,2	4,6	3,9
Див. доход-сть	5,6%	6,2%	7,2%
RoE	33%	25%	23%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	10,2%	5,8%
3М	0,5%	(8,0%)
12М	(10,6%)	(14,6%)
Максимум за 52 недели	190	16 741
Минимум за 52 недели	140	14 427

* по отношению к FTSE 250

Источники: Bloomberg, прогнозы ХФ

Динамика CAML по отношению к цене на медь



Источники: Bloomberg

В 2014 году CAML в очередной раз выполнил свои обещания – добыча превысила прогноз, капзатраты оказались в пределах бюджета и временных рамок. Историю компании можно назвать «скучной», так как отличные, но ожидаемые результаты, как правило, не «двигают» рынок. Компания продолжает накапливать денежные средства на балансе для приобретения новых активов в Казахстане и за рубежом. Основные катализаторы роста еще впереди – публикация данных по технико-экономическому обоснованию проекта Copper Bay, финансовые результаты за 2014 год и завершение реализации проекта расширения Коунрадской фабрики к середине 2015 года. Мы подтверждаем нашу рекомендацию Покупать с 12М целевой ценой (ЦЦ) в 218 пенсов. Акции CAML предлагают привлекательную и стабильную дивидендную доходность (2014П – 6,2%) и дополнительный потенциал роста акционерной стоимости за счет новых проектов.

Результаты за 2014 год выше ожиданий руководства, но ниже наших

В 2014 году компания добыла 11 136 тонн катодной меди (+6% г/г) и реализовала 11 160 тонн, что выше собственного прогноза компании в 11 000 тонн, но ниже наших ожиданий в 11 600 тонн. Мы переоценили уровень добычи, ожидая, что отличные результаты 3кв2014 повторятся и в 4кв2014. Тем не менее, мы положительно оцениваем операционные результаты за 2014 год, которые подтверждают операционную дисциплину компании. Мы снижаем наш прогноз выручки за 2014 год до \$76,4млн, ввиду более низких объемов и цен реализации в 4кв2014. По нашим расчетам, промежуточный дивиденд составит 5 пенсов, что предполагает дивидендную доходность в 6,2% годовых по итогам 2014 года.

Освоение капитальных инвестиций идет по графику, денежные средства на балансе продолжают расти

Проект расширения Коунрадской фабрики идет по плану и в соответствии с бюджетом. CAML планирует увеличить проектную мощность фабрики до 15 000 тонн к середине 2015 года, что позволит компании выйти на среднегодовой уровень производства в 13 000 тонн в 2015 году. На конец 2014 года баланс денежных средств компании составлял \$46,7млн, что более чем достаточно для финансирования капзатрат в \$25млн в 2015-17 гг. В нашей оценке мы делаем предположение, что коэффициент выплаты дивидендов в 2015-16 гг. будет на уровне 25%, что предполагает дивидендную доходность в 7,2% и 8,5% по итогам 2015 и 2016 года, соответственно. С учетом планируемых капитальных инвестиций и выплат дивидендов, мы прогнозируем увеличение баланса денежных средств компании до \$72млн в конце 2015 года. Мы считаем, что вероятность выплаты специальных дивидендов незначительная, и ожидаем, что компания инвестирует денежные средства в проекты роста, направленные на увеличение ее ресурсной базы.

Оценка

Мы обновили нашу финансовую модель, включив следующие изменения: 1) увеличение стоимости капитала (негативно), 2) ожидания ослабления тенге (позитивно) 3) более низкие темпы роста затрат (позитивно) и 4) увеличение количества выпущенных акций по итогам 2014 года ввиду исполнения опционов руководства (негативно). В результате мы понижаем нашу 12М ЦЦ на 4% до 218 пенсов, но сохраняем рекомендацию Покупать.

Поиск проектов роста продолжается

Во время нашей последней встречи руководство компании в очередной раз подтвердило, что продолжает искать новые проекты в Казахстане и за рубежом. Совсем недавно, компания рассматривала возможность приобретения отвалов, выделенных Казахмысом в отдельную структуру, контролируруемую г-ном Владимиром Кимом. Однако данные активы не подошли компании по определенным параметрам, в том числе по размеру ресурсной базы. CAML очень скрупулёзна в своем поиске и в идеале хотела бы приобрести месторождения с низкой себестоимостью добычи недалеко от действующей Коунрадской фабрики.

Технико-экономическое обоснование проекта Copper Bay в Чили завершено и по оценкам руководства NPV проекта может составить \$60-70млн (26-30 пенсов на акцию). Однако существует ряд вопросов, которые все еще необходимо решить. Во-первых, стоимость электричества в Чили очень высокая и компания рассматривает возможность строительства собственной электростанции для снижения затрат. Во-вторых, регулятор рекомендует размещение производственных объектов как можно дальше от пляжа (где находятся отвалы), что подразумевает более высокие транспортные расходы для компании.

Кроме того, операционные затраты проекта Copper Bay будут выше, чем на проекте Коунраде, из-за большего потребления (в 40-45 раз) серной кислоты при выщелачивании. Компания планирует предоставить дополнительные данные по экономике проекта в апреле или в мае. Тем временем, мы не включаем этот проект в нашу оценку акционерной стоимости CAML.

Оценка

Мы увеличили стоимость капитала на 0,6 процентных пунктов до 12,6%, отразив повышение ставок по 10-летним казахстанским CDS, что было частично компенсировано снижением доходностей по 10-летним казначейским облигациям США. Рост ставок по казахстанским CDS был связан с повышением риска дефолта ввиду падения цен на нефть.

В прошлом году в результате исполнения опционов руководства компании было выпущено 6 млн акций, что составляет примерно 5% от общего количества акций после размещения. Мы скорректировали общее количество акций, соответственно.

Наши предположения по ценам на медь основываются на среднем значении фьючерсной кривой и консенсус прогноза аналитиков. Отметим, что в 2017 году на рынке ожидается восстановление цен на медь ввиду возникновения дефицита. Вследствие пересмотра предположений по ценам на медь наша оценка акционерной стоимости выросла на 11%.

Рисунок 1. Предположения по ценам на медь

\$/тонну	2015П	2016П	2017П	2018П	Долгосрочная цена
Прогнозы аналитиков	6 486	6 824	7 394	7 917	7 917
Фьючерсная кривая	5 778	5 762	5 748	5 735	5 735
Новый прогноз ХФ	6 132	6 293	6 571	6 826	6 826
Предыдущий прогноз ХФ	6 128	6 084	6 060	6 038	6 038
Изменение	0%	3%	8%	13%	13%

Источник: Блумберг

Мы также пересмотрели наши предположения по темпам роста операционных затрат. Ранее мы закладывали рост операционных расходов на уровне 6% годовых. Теперь мы моделируем «долларовые» и «тенговые» расходы отдельно. Мы прогнозируем, что расходы в долларах США будут расти на 4% в год, и расходы, выраженные в тенге - на 9% в год. В настоящее время приблизительно 60% операционных расходов компании номинированы в тенге, из которых около трети составляет НДС¹, подлежащий уплате в тенге, но по сути привязанный к доллару США. В результате, мы снижаем наш прогноз темпа роста операционных расходов до 4,1% годовых в долларовом выражении.

Кроме того, согласно операционной отчетности чистый денежный баланс на конец 2014 года (\$47млн) оказался ниже, чем мы прогнозировали (\$54млн). Мы считаем, что это может быть связано с увеличением оборотного капитала или более высокими затратами. Финансовые результаты за 2014 год, которые будут опубликованы в апреле, помогут нам прояснить причины расхождений. Тем временем, мы откалибровали наши предположения по оборотному капиталу, чтобы более точно отразить фактический остаток денежных средств на конец года.

Перспектива ослабления национальной валюты стала наиболее популярной темой на рынке в последнее время. 11 февраля 2015 года, на расширенном заседании правительства с участием президента были обсуждены вопросы экономической и денежно-кредитной политики. После заседания г-н Назарбаев и глава Национального банка подтвердили свое намерение не допустить резких колебаний обменного курса. Наша команда по макроэкономике прогнозирует постепенное, ступенчатое ослабление тенге в течение ближайших двух лет на 25% суммарно, что учтено в нашей модели. В долгосрочной перспективе, мы моделируем ослабление тенге примерно на 4,4% годовых.

Таким образом, мы уменьшаем нашу 12-месячную ЦЦ цену на 4% до 218 пенсов, но подтверждаем рекомендацию Покупать. Наша оценка не включает в себя потенциал роста вследствие реализации проекта Copper Bay. Основные риски связаны с внешними факторами, такими как макроэкономическая среда Казахстана и динамика цен на медь.

Анализ чувствительности

Стоимость акционерного капитала компании умеренно чувствительна к ценам на медь. При 5%-ном параллельном сдвиге фьючерсной кривой, целевая цена меняется на 11%. Стоимость акционерного капитала также демонстрирует низкую чувствительность к стоимости капитала и предположениям по темпам роста операционных расходов (см рисунок 4 и 5). Умеренная чувствительность акционерной стоимости к изменению предположений объясняется наличием у компании значительного баланса денежных средств и отсутствием финансового леведа.

¹ Налог на добычу полезных ископаемых

Рисунок 2. Чувствительность к стоимости капитала и к предположения по ценам на медь

		Стоимость капитала								
		8.6%	9.6%	10.6%	11.6%	12.6%	13.6%	14.6%	15.6%	16.6%
Цены на медь	(15%)	2.79	2.65	2.53	2.41	2.30	2.21	2.12	2.03	1.95
	(10%)	2.74	2.61	2.49	2.37	2.27	2.17	2.09	2.00	1.93
	(5%)	2.69	2.56	2.44	2.33	2.23	2.14	2.05	1.97	1.90
	0%	2.62	2.50	2.39	2.28	2.18	2.10	2.01	1.94	1.86
	5%	2.55	2.43	2.32	2.22	2.13	2.05	1.97	1.90	1.83
	10%	2.46	2.35	2.25	2.16	2.07	1.99	1.92	1.85	1.78
	15%	2.36	2.26	2.17	2.08	2.00	1.93	1.86	1.79	1.73

Источник: расчеты ХФ

Рисунок 3. Чувствительность к предположениям по инфляции затрат

		Ожидаемая инфляция в тенге								
		5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Ожидаемая инфляция в долларах США	1.0%	2.26	2.25	2.24	2.23	2.23	2.22	2.21	2.20	2.19
	2.0%	2.24	2.24	2.23	2.22	2.21	2.20	2.20	2.19	2.18
	3.0%	2.23	2.22	2.22	2.21	2.20	2.19	2.18	2.17	2.16
	4.0%	2.22	2.21	2.20	2.19	2.18	2.18	2.17	2.16	2.15
	5.0%	2.21	2.20	2.19	2.18	2.17	2.16	2.15	2.14	2.13
	6.0%	2.19	2.18	2.17	2.16	2.15	2.14	2.13	2.12	2.11
	7.0%	2.18	2.17	2.16	2.15	2.14	2.13	2.12	2.11	2.10

Источник: расчеты ХФ

Приложение 1. Финансовая отчетность
(в тыс. USD, кроме значений за акцию)

	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П
Отчет о прибылях и убытках					
Выручка	\$51 483	\$76 446	\$79 713	\$94 395	\$98 562
Себестоимость (кроме амортизации)	\$9 232	\$13 681	\$13 689	\$16 004	\$18 124
Валовая прибыль	\$42 251	\$62 765	\$66 025	\$78 391	\$80 438
Административные расходы	\$9 951	\$12 421	\$12 952	\$15 338	\$16 015
Прочие доходы/(расходы)	\$159	\$0	\$0	\$0	\$0
ЕБИТДА	\$32 459	\$50 344	\$53 072	\$63 053	\$64 423
Амортизация	\$4 546	\$6 425	\$6 690	\$7 071	\$7 547
ЕБИТ	\$27 913	\$43 919	\$46 383	\$55 982	\$56 876
Финансовые расходы	\$412	\$0	\$0	\$0	\$0
Финансовые (доходы)	(\$17)	(\$260)	(\$592)	(\$799)	(\$970)
Прочие неоперационные доходы	(\$27 835)	\$0	\$0	\$0	\$0
Прибыль до уплаты налогов	\$55 353	\$44 178	\$46 975	\$56 781	\$57 846
Налог на прибыль	\$6 712	\$8 836	\$9 395	\$11 356	\$11 569
Чистая прибыль	\$48 641	\$35 343	\$37 580	\$45 425	\$46 277
Прибыль на акцию (EPS)	\$0.57	\$0.32	\$0.34	\$0.41	\$0.41
Балансовый отчет					
Денежные средства	\$42 774	\$3 822	\$3 986	\$4 720	\$4 928
Краткосрочные инвестиции	\$1 734	\$42 525	\$67 976	\$82 350	\$101 870
Дебиторская задолженность, нетто	\$1 402	\$11 729	\$4 368	\$5 172	\$5 401
Запасы	\$3 916	\$3 188	\$2 759	\$2 707	\$3 169
Итого текущие активы:	\$49 826	\$61 264	\$79 088	\$94 949	\$115 368
Основные средства, нетто	\$77 716	\$82 908	\$84 335	\$92 431	\$96 251
Нематериальные активы	\$16 693	\$16 693	\$16 693	\$16 693	\$16 693
Другие активы	\$17 090	\$17 090	\$17 090	\$17 090	\$17 090
Прекращенная деятельность	\$186	\$186	\$186	\$186	\$186
Итого активы	\$161 511	\$178 141	\$197 392	\$221 349	\$245 587
Кредиторская задолженность	\$11 860	\$11 495	\$13 094	\$15 224	\$17 826
Итого краткосрочные обязательства	\$11 860	\$11 495	\$13 094	\$15 224	\$17 826
Займы дочерних компании, предназначенных для продажи	\$603	\$603	\$603	\$603	\$603
Долгосрочные займы	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Прочие обязательства	\$13 319	\$13 319	\$13 319	\$13 319	\$13 319
Итого обязательства	\$25 782	\$25 417	\$27 016	\$29 146	\$31 748
Акционерный капитал	\$40 902	\$40 902	\$40 902	\$40 902	\$40 902
Нераспределенная прибыль	\$94 827	\$111 823	\$129 474	\$151 300	\$172 937
Итого собственный капитал:	\$135 729	\$152 725	\$170 376	\$192 202	\$213 839
Итого обязательства и собств. капитал:	\$161 511	\$178 141	\$197 392	\$221 349	\$245 587
Отчет о движении денежных средств					
Операционная деятельность					
Чистый доход		\$35 343	\$37 580	\$45 425	\$46 277
Амортизация		\$6 425	\$6 690	\$7 071	\$7 547
Изменения оборотного капитала		(\$9 965)	\$9 389	\$1 379	\$1 911
Денежные потоки от операц. дея-ти.		\$31 803	\$53 659	\$53 874	\$55 735
Инвестиционная деятельность					
Капитальные затраты		(\$11 617)	(\$8 117)	(\$15 167)	(\$11 367)
Краткосрочные инвестиции		(\$40 791)	(\$25 451)	(\$14 375)	(\$19 520)
Денежные потоки от инвест. дея-ти:		(\$52 408)	(\$33 567)	(\$29 541)	(\$30 887)
Финансовая деятельность					
(Дивиденды) акционерам		(\$18 347)	(\$19 928)	(\$23 599)	(\$24 640)
Денежные потоки от финансовой дея-ти.		(\$18 347)	(\$19 928)	(\$23 599)	(\$24 640)
Суммарное изменение денежных средств		(\$38 952)	\$163	\$734	\$208

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2015, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157
a.akhmedov@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
s.amangeldi@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 330-0153
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN <Go>
Factset
Halyk Finance
Thomson Reuters
Halyk Finance
Capital IQ
HLFN