

11 мая 2011 г.

Мариям Жумадил
+7(727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Centerra Gold

Все еще переоценена

Продавать

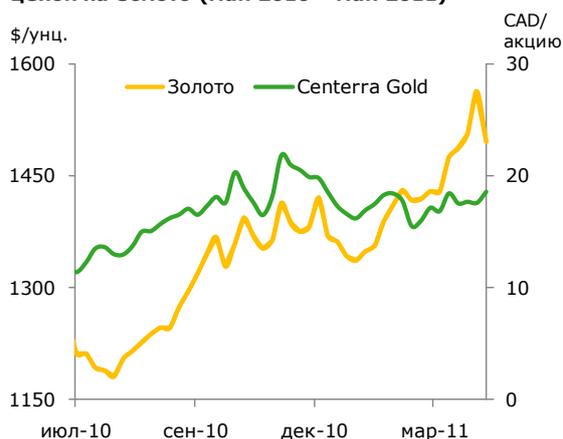
| | |
|--|-----------|
| Целевая цена (CAD) | 13,50 |
| Текущая цена (CAD) | 18,69 |
| Потенциал понижения | 28% |
| Тикер | CG CN |
| Капитализация (CDN \$) | 4,4 млрд. |
| Доля акций в свободном обращении | 67% |
| Кол-во выпущ. акций (мн.) | 236 мн. |
| Диапазон цены за 52 нед. | 10,5-23,2 |
| Бета | 0,40 |
| Общие резервы золота* | >8 100 |
| Общие запасы золота* | >8 300 |
| Прогноз производства золота в 2011 г.* | 630-660 |

Прогноз ХФ цены на золото (\$/унц.):

| | |
|------|---------|
| 2011 | \$1 500 |
| 2012 | \$1 350 |
| 2013 | \$1 250 |

* В ТЫС. УНЦ.

Цена акций Centerra Gold по сравнению с ценой на золото (май 2010 - май 2011)



Основываясь на последних финансовых результатах компании и скорректированных прогнозах цен на золото и объемов производства, мы повышаем целевую цену акций Centerra Gold до CAD 13,45 за акцию, но сохраняем нашу рекомендацию «Продавать».

Финансовые результаты компании за 1кв2011 оказались на уровне ожиданий рынка. Выручка компании за квартал составила \$250мн в связи с ростом средней цены золота до \$1386 за унцию. Производство снизилось на 14% кв/кв и составило 180тыс. унц. золота в связи с переработкой складированного сырья с меньшим содержанием золота в руде и меньшим коэффициентом восстановления на руднике Бору, а также из-за снижения среднего содержания золота в руде на Кумторе.

В последнее время, благодаря росту цены на золото, компания стремительно накапливала денежные средства. Однако при отсутствии привлекательных возможностей приобретения новых активов, растущая наличность на балансе оказывала негативное влияние на коэффициент возврата собственного капитала (ROE). В связи с устойчивым финансовым положением компании Centerra объявила специальные дивиденды в размере CAD 0,30/акцию и увеличила регулярные дивиденды до CAD 0,10/акцию, что подразумевает выплату почти 70% прибыли компании, полученной в 1кв2011, в виде дивидендов. По нашему мнению, решение Centerra выплатить значительную часть прибыли первого квартала позитивно для акционеров.

На данный момент акции Centerra торгуются по мультипликатору 2011 EV/Выручка, равному 5.0, с небольшим дисконтом к среднему мультипликатору схожих компаний развивающихся рынков (5,6). По мультипликатору 2011 EV/EBITDA акции CG могут казаться недооцененными, однако мы считаем, что до разрешения ситуации в Монголии и в отсутствие органических возможностей роста компании, фундаментальных причин для того, чтобы Centerra торговалась с премией к схожим компаниям, нет. Текущие мультипликаторы золотодобывающих компаний выглядят завышенными, что указывает на переоцененность всего сектора, по нашему мнению. Хотя наш долгосрочный взгляд на акции золотодобывающих компаний остается пессимистичным, мы считаем, что в секторе еще могут оставаться компании, акции которых недооценены, но Centerra Gold к их числу не относится.

| | Выручка | Рост выручки | ЕБИТДА | Маржа ЕБИТДА | Чистая прибыль | Чистый долг | Возврат на собственный капитал (ROE) | ROIC после налогов | Прибыль на акцию (EPS) |
|--------------|----------|--------------|----------|--------------|----------------|-------------|--------------------------------------|--------------------|------------------------|
| | (\$ млн) | (г/г, %) | (\$ млн) | (%) | (\$ млн) | (\$ млн) | (%) | (%) | (\$) |
| 2010 | 846 | 23,5 | 471 | 55,6 | 323 | (413) | 25,4 | 33,6 | 1,37 |
| 2011П | 938 | 10,8 | 651 | 69,4 | 436 | (714) | 25,9 | 44,8 | 1,85 |
| 2012П | 927 | (1,1) | 616 | 66,4 | 382 | (1069) | 18,6 | 38,7 | 1,62 |
| 2013П | 1 225 | 32,1 | 761 | 62,1 | 490 | (1452) | 19,5 | 45,6 | 2,08 |

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

шла дискуссия о возможности частичной продаже доли в Centerra Gold для пополнения бюджета страны. Теперь мы считаем, что Кыргызстан может пересмотреть свое намерение о продаже части акций в Centerra Gold.

Неопределенности в Монголии сохраняются

Нашу обеспокоенность по-прежнему вызывает статус лицензии компании на добычу на месторождении Гатсурт в Монголии, которая может быть отозвана в случае полного вступления в силу Закона о водных и лесных ресурсах, принятого в 2009 г. Получение разрешения на запуск комплекса по производству золота методом кучного выщелачивания на руднике Бору в Монголии также занимает больше времени, чем мы предполагали.

Пересмотр предположений в модели оценки

Для отражения текущего уровня цен на золото и наших ожиданий о вероятности их сохранения или даже дальнейшего роста в будущем, мы пересмотрели наши прогнозные значения цен на этот драгоценный металл. До тех пор пока не появится большая ясность относительно устойчивости темпов восстановления глобальной экономики, спрос на золото, как инструмента защиты от неопределенности на остальных рынках, сохранится. Однако мы считаем, что ожидаемое ужесточение фискальной и монетарной политики в Европе, США и Китае может снизить среднесрочное инфляционное давление и ограничить дальнейший рост цен на золото.

Таблица 2. Прогнозы цен на золото (USD/унции)

| | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П |
|--------------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Предыдущий прогноз | 1300 | 1200 | 1100 | 1000 | 926 | 906 |
| % рост | | (7.7%) | (8.3%) | (9.1%) | (7.4%) | (2.2%) |
| Новый прогноз | 1500 | 1350 | 1250 | 1200 | 1150 | 1150 |
| % рост | | (10.0%) | (7.4%) | (4.0%) | (4.2%) | 0.0% |

Источник: прогнозы Халык Финанс

Мы также повысили наш прогноз капвложений компании в 2011 г. до \$213млн (\$175млн на инвестиции в рост и \$38млн в инвестиции на поддержание), чтобы отразить изменения в инвестиционной программе компании. Капитальные расходы на Гатсурт и Бору будут заморожены, до тех пор пока ситуация с лицензиями в Монголии не будет разрешена. Кроме того, в нашей модели мы отложили начало производства на руднике Гатсурт с 2011 г. на 2013 г.

В настоящее время акции Centerra торгуются по мультипликатору 2011 EV/Выручка, равному 5,0, с небольшим дисконтом к среднему мультипликатору схожих компаний развивающихся рынков (5,6). По мультипликатору 2011 EV/EBITDA акции CG могут казаться недооцененными, однако мы считаем, что до разрешения ситуации в

Монголии и в отсутствие органических возможностей роста компании, фундаментальных причин для того, чтобы Centerra торговалась с премией к схожим компаниям, нет. Кроме того, текущие мультипликаторы золотодобывающих компаний выглядят завышенными, что, по нашему мнению, указывает на переоцененность всего сектора. Хотя наш долгосрочный взгляд на акции золотодобывающих компаний остается пессимистичным, мы считаем, что в секторе еще могут оставаться компании, акции которых недооценены, но Centerra Gold к их числу не относится (Приложение 1).

Положительный эффект повышения прогноза цен на золото на оценочную стоимость акций компании был почти полностью сглажен задержкой начала производства на Гатсурт. Мы сохраняем нашу рекомендацию «Продавать» и повышаем нашу целевую цену до CAD13,50 за акцию.

Приложение 1
Схожие компании: мультипликаторы оценки, маржа и доходность

| Название | Тикер | Рын.кап. (\$млн) | Текущая ст-ть компаний (\$млн) | Стоимость компаний (EV) как производство | | Маржа * | | Доход-ть инвест. капитала | Ставка реинвес- тирования | ROE * | P/E | Эффект-я налог. ставка |
|---|---------|---------------------|---|--|--------|---------|-------|---------------------------------|---------------------------------|-------|------|------------------------------|
| | | | | Выручки | ЕВITDA | ЕВITDA | ЕВIT | | | | | |
| <i>Схожие компании развивающихся рынков</i> | | | | | | | | | | | | |
| Polyus Gold | PLZL LI | \$12 841 | \$12 757 | 9,1x | 22,8x | 40,1% | 30,7% | 9,1% | 4,0% | 9,8% | 42x | 25,9% |
| Polymetal | PMTL LI | \$7 069 | \$7 945 | 8,6x | 24,8x | 34,6% | 27,8% | 15,9% | 13,3% | 24,1% | 27x | 23,5% |
| Petropavlovsk | POG LN | \$2 704 | \$3 101 | 5,1x | 14,4x | 35,2% | 19,8% | 1,9% | 4,6% | 1,5% | 132x | 23,6% |
| High River Gold Mining | HRG CN | \$1 081 | \$945 | 2,2x | 4,5x | 48,8% | 35,0% | 19,1% | 3,8% | 19,6% | 8x | 11,5% |
| Highland Gold Mining | HGM LN | \$873 | \$714 | 2,9x | 5,9x | 49,4% | 41,1% | 22,3% | 17,9% | 22,1% | 7x | 13,1% |

| | | | | | | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| <i>Максимум</i> | 9,1x | 24,8x | 49,4% | 41,1% | 22,3% | 17,9% | 24,1% | 132x | 25,9% |
| <i>Минимум</i> | 2,2 | 4,5 | 34,6 | 19,8 | 1,9 | 3,8 | 1,5 | 7,3 | 11,5 |
| <i>Среднее</i> | 5,6 | 14,5 | 41,6 | 30,9 | 13,7 | 8,7 | 15,4 | 43,4 | 19,5 |
| <i>Медиана</i> | 5,1 | 14,4 | 40,1 | 30,7 | 15,9 | 4,6 | 19,6 | 26,8 | 23,5 |

Схожие компании

| | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----|-------|
| Barrick Gold | ABX CN | \$47 658 | \$52 188 | 4,6x | 8,4x | 54,3% | 43,7% | 13,7% | 4,8% | 19,2% | 14x | 32,7% |
| Goldcorp | G CN | \$39 755 | \$41 018 | 9,6x | 19,6x | 49,1% | 34,5% | 8,8% | 1,6% | 8,8% | 30x | 49,7% |
| Newmont Mining | NEM US | \$26 957 | \$30 132 | 3,1x | 5,8x | 53,4% | 43,4% | 16,4% | 3,5% | 17,6% | 12x | 31,3% |
| Kinross Gold Corp | K CN | \$17 164 | \$16 838 | 5,1x | 10,9x | 46,9% | 30,8% | 9,7% | 1,9% | 9,0% | 26x | 28,1% |
| Agnico-Eagle Mines | AEM CN | \$10 814 | \$11 393 | 7,1x | 16,8x | 42,5% | 28,5% | 10,1% | 1,4% | 10,8% | 39x | 41,5% |
| Yamana Gold | YRI CN | \$8 868 | \$9 239 | 5,1x | 9,4x | 54,4% | 37,2% | 7,3% | 1,8% | 7,4% | 18x | 28,2% |
| Eldorado Gold | ELD CN | \$8 734 | \$9 013 | 11,4x | 21,5x | 53,1% | 39,6% | 7,5% | 1,6% | 7,3% | 45x | 34,8% |
| Iamgold Corp | IMG CN | \$7 528 | \$7 526 | 6,4x | 14,9x | 43,2% | 31,8% | 11,3% | 4,4% | 10,8% | 27x | 26,4% |
| Franco-Nevada Corp | FNV CN | \$4 751 | \$4 234 | 26,6x | 31,8x | 83,4% | 25,3% | 3,8% | 0,2% | 3,7% | 65x | 30,3% |
| Pan American Silver | PAA CN | \$3 633 | \$3 360 | 5,3x | 12,1x | 43,8% | 30,1% | 7,9% | 3,1% | 7,9% | 33x | 48,2% |
| Royal Gold | RGLD US | \$3 230 | \$3 334 | 18,8x | 25,1x | 75,0% | 38,1% | 3,9% | 1,1% | 3,2% | 63x | 35,4% |
| Hecla Mining | HL US | \$2 401 | \$2 041 | 4,9x | 9,7x | 50,4% | 35,7% | 0,0% | (1,4%) | 3,9% | 55x | 0,0% |
| Alamos Gold | AGI CN | \$1 840 | \$1 673 | 8,8x | 16,2x | 54,5% | 43,5% | 16,9% | 5,2% | 16,9% | 29x | 29,7% |
| Golden Star Resources | GSC CN | \$752 | \$727 | 1,7x | 5,8x | 29,2% | 5,9% | - | (3,7%) | (1,7%) | 0x | 0,0% |

| | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Максимум</i> | 26,6x | 31,8x | 83,4% | 43,7% | 16,9% | 5,2% | 19,2% | 65,3x | 49,7% |
| <i>Минимум</i> | 1,7 | 5,8 | 29,2 | 5,9 | 0,0 | (3,7) | (1,7) | 0,0 | 0,0 |
| <i>Среднее</i> | 8,5 | 14,8 | 52,4 | 33,4 | 9,0 | 1,8 | 8,9 | 32,7 | 29,7 |
| <i>Медиана</i> | 5,9 | 13,5 | 51,8 | 35,1 | 8,8 | 1,7 | 8,3 | 29,5 | 30,8 |

| | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|---------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| Centerra Gold | CG CN | \$4 613 | \$4 167 | 5,0x | 11,0x | 45,0% | 36,6% | 27,3% | 11,0% | 27,3% | 14,9x | - |
|----------------------|-------|---------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|

* при этом анализе использованы данные по состоянию на дату последнего предоставления отчетности компании

Источники: Блумберг, 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».

© 2011, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, 7 (727) 244-6541
sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, 7 (727) 330-0157
madinaku@halykbank.kz

Финансовый сектор, долговые инструменты

Бакытжан Хоцанов, 7 (727) 244-6984
bakytzhanh@halykbank.kz

Сабина Амангельды, 7 (727) 244-6986
sabinaa@halykbank.kz

Адрес:
Халык Финанс
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Tel. +7 (727) 259-0467
Fax. +7 (727) 259-0593

www.halykfin.kz

Долевые инструменты

Тимур Омоев, 7 (727) 330-0153
tomoev@halykbank.kz

Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538
mariyamzh1@halykbank.kz

Мирамгуль Маралова, 7 (727) 244-6538
miramgulm@halykbank.kz

Bloomberg
HLFN <Go>