

16 марта 2010 г.

Тимур Омоев
 +7(727) 244-6538
 timuro@halykbank.kz

Казахмыс

Возвращение к истокам

Данные рынка

Целевая цена	1450 GBp
Рекомендация	Держать
Текущая цена (03/15/10)	1473.0
Капитализация (млрд. долл.)	11.9
Ежегодный рост	14.9%
EPS (2009-2014)	
Доля акций в свободном обращении	40.6%
Кол-во обыкновенных акций (млн.)	535.2
Максимум за 52 недели	1563 GBp
Минимум за 52 недели	296 GBp
Тикер	KAZ LN

- По результатам предварительного (неаудированного) отчёта о некоторых результатах операционной и финансовой деятельности Казахмыс, мы повышаем нашу целевую цену акций компании на 7,2% с 20,20 долл. до 21,65 долларов США. Учитывая сильное падение фунта стерлингов со времени нашего предыдущего отчёта, целевая цена акций в британской валюте выросла с 1250 до 1450 пенсов.
- Главными факторами, вызвавшими пересмотр нашей целевой цены акций Казахмыс, стали а) финансовые результаты 2009 г., превысившие наши ожидания, б) предстоящая масштабная реорганизация группы и в) рост стоимости доли Казахмыс в ENRC.
- Главной для нас новостью последнего отчёта компании стало объявление о реорганизации группы с целью концентрации на основном виде деятельности Казахмыс – производстве меди. В рамках этой стратегии, Казахмыс объявил о выставлении на продажу МКМ и угольного разреза Майкубен Вест, входящего в состав Kazakhmys Power, а также о планируемом включении Kazakhmys Gold в состав Kazakhmys Corper. По нашему мнению, в будущем весьма вероятно и продажа Kazakhmys Petroleum.
- Мы полагаем, что решение руководства Казахмыс сконцентрироваться на эффективном решении проблем медного производства, связанных со старением существующих рудников и запуском производства на новых, поможет ему максимизировать стоимость вложений акционеров.

Результаты непростого года

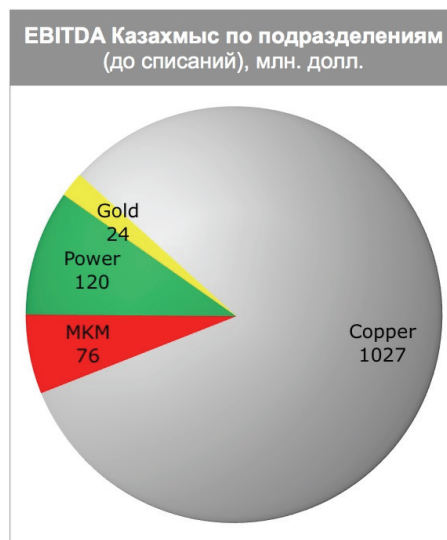
Согласно данным отчёта, годовая выручка Казахмыс упала на 28,5% по сравнению с 2008 годом до 3,68 млрд. долларов. При этом компания сумела сократить издержки и повысить маржу EBITDA от основной деятельности (без учёта списанных активов) с 31,2% в 2008 году до 32,9% в прошлом. Так как ранее мы ожидали падения этого показателя до 27,5%, данное повышение эффективности операционной деятельности Казахмыс стало одним из факторов, которые вызвали пересмотр нашей целевой цены акций компании в большую сторону.

Выручка Kazakhmys Copper от продаж меди, основного продукта группы, за год снизилась почти на 34% до 1,7 млрд. долларов. Согласно заявлению компании, 60% этого сокращения были вызваны более низкими среднегодовыми ценами на металлы, а остальные 40% - меньшими объёмами производства. Вместе с тем, в прошлом году

Казахмыс сумел значительно урезать чистые денежные затраты на производство меди до 72 центов на фунт вместо 90 центов, ожидавшихся нами и рынком. В 2008 году, эти затраты составляли 116 центов на фунт. Снижение производственных издержек было достигнуто за счет активного использования складированных запасов концентрата, накопленных в предыдущие годы, а также путём сокращения операционных издержек и остановки рудников с высокой себестоимостью добычи. В связи с сокращением имеющихся складированных запасов, падением содержания меди в разрабатываемых месторождениях и инфляцией внутренних цен в Казахстане компания ожидает, что в 2010 году чистые денежные затраты Kazakhmys Copper вырастут до 90-120 центов на фунт.

При условии положительных результатов технико-экономического обоснования, которое будет закончено к концу текущего года, Казахмыс перейдет к освоению Бозшакольского медного месторождения. Начало добычи на Бозшаколе намечено на 2014 г. С выходом нового ГОК на полную мощность, ежегодный объём производства составит около 100 тыс. тонн меди в концентрате (или 80-85 тыс. тонн меди в катодном эквиваленте). Проект по освоению Бозшаколя требует больших (1,5-2,0 млрд. долл.) первоначальных инвестиций, но при этом добыча руды будет вестись открытым способом, что поможет снизить переменные издержки производства. Кроме того, по причине удалённости Бозшаколя от медеплавильных комплексов в Жезказгане и Балхаше (700-800 км.), Казахмыс рассматривает вариант продажи медного концентрата напрямую вместо его переработки в катодную медь. Чистая приведённая стоимость проекта по разработке Бозшаколя также сильно зависит от будущей конъюнктуры цен на медь и, по нашим предварительным оценкам, составляет от нуля до 300 млн. долларов. Стоит также отметить, что возможные налоговые льготы на освоение Бозшаколя, о которых 9 марта упомянул министр индустрии и торговли Казахстана Асет Исекешев, повысят финансовую привлекательность проекта.

Негативное влияние девальвации тенге на прибыль подразделения Kazakhmys Power в долларовом выражении было смягчено тем, что и доходы и расходы подразделения деноминированы в тенге. В течение года спрос и цены на электроэнергию выросли, причем тарифы на продаваемую электроэнергию поднялись более чем на 28% и к концу года достигли полтора в 3,6 тенге за кВт/ч, установленного государством. За этот же период денежные операционные расходы на производство одного киловатт/часа были снижены на 10%. EBITDA подразделения без учёта списания части



Источник: данные Казахмыс

балансовой стоимости активов (69 млн. долларов) и потерь от курсовой разницы (53 млн. долларов) составила 120 млн. долларов.

Объём производства Kazakhmys Gold в 2009 г. снизился на 16%, что было вызвано окончанием добычи на руднике Жайма во второй половине 2008 г. и продолжающимся падением содержания золота на действующих рудниках. Благодаря более высокой среднегодовой цене на золото, сокращению издержек и девальвации тенге, EBITDA подразделения выросла с 19 до 24 млн. долларов. Согласно Казахмыс, запуск производства на руднике золота Бозымчак намечен на конец 2010 года. Достижение проектной мощности, составляющей 30 тыс. унций золота и 7 тыс. тонн меди в концентрате, планируется на конец 2011 года. Поэтому в 2010 г. мы ожидаем падения объёмов производимого этим подразделением золота. Казахмыс также сообщил, что компания не планирует разработку месторождения серебра и меди Акжилга в Таджикистане в связи с меньшим, чем ожидалось размером его рудного тела.

Несмотря на рост EBITDA с минус 1 млн. долл. в 2008 году до 79 млн. в 2009 году, чистый убыток МКМ составил 130 млн. долларов. Как и в случае с Kazakhmys Power, эти потери были вызваны переоценкой активов подразделения. С целью приведения балансовой стоимости МКМ к рыночной, Казахмыс списал активы на сумму 190 млн. долларов.

Еще одним итогом 2009 года стало значительное снижение чистого долга компании с 1628 до 689 млн. долларов, вызванное как выручкой от продажи 50%-й доли Экибастузской ГРЭС-1, так и пристальным контролем над операционными расходами и сокращением капитальных расходов.

Большие перемены

На наш взгляд, главной новостью последнего отчёта компании стало объявление о реорганизации группы. В рамках этой стратегии, Казахмыс планирует продать МКМ и угольный разрез Майкубен Вест, входящий в состав Kazakhmys Power. Кроме того, компания собирается включить Kazakhmys Gold в состав Kazakhmys Copper. В связи с этим решением, компания списала 190 миллионов долларов с балансовой стоимости активов МКМ и 69 млн. долларов активов угольного разреза для приведения их в соответствие с текущей рыночной стоимостью. Кроме того, Казахмыс сообщил, что руководство компании рассматривает варианты более эффективного использования контролируемого ею пакета акций ENRC. Мы видим основной целью этих мер возвращение фокуса группы к основному виду деятельности Казахмыс – производству меди.

Мы полагаем, что если нынешняя стратегия по возврату к истокам будет доведена до своего логического конца, то в будущем в составе группы не будет и нефтяного подразделения. Причём это произойдёт вне зависимости от обнаружения коммерческих запасов нефти в разведочном блоке, принадлежащем Kazakhmys Petroleum. Так как бурение ещё продолжается, и технико-экономическое обоснование будет готово не ранее 2011 года, размеры извлекаемых запасов нефти и необходимых капитальных расходов ещё не определены. Мы полагаем, что даже в случае положительных результатов ТЭО Казахмыс не станет добывать нефть самостоятельно и выставит это подразделение на продажу.

Кроме того, вызывает вопросы и будущее Экибастузской ГРЭС-1 в составе группы. С одной стороны, электростанция будет обеспечивать Бозшакольский ГОК электроэнергией, а с другой, мы скептически смотрим на возможность эффективного совместного (или поочередного) управления ГРЭС-1 её двумя акционерами. В данной ситуации, стратегическое преимущество над Казахмыс имеет другой совладелец электростанции - Самрук-Казына, имеющий ещё и долю в основном поставщике ГРЭС-1-угольном разрезе Богатырь. Поэтому мы полагаем, что в среднесрочном плане

вероятно решение этого вопроса или путём полной продажи электростанции Казахмысом, или посредством обратного выкупа группой доли, ныне принадлежащей Самрук-Казына. При этом, учитывая перспективы рынка электроэнергии в Казахстане и проводимую модернизацию станции, мы считаем, что сохранение ГРЭС-1 в составе группы имеет коммерческий смысл для Казахмыс.

Таким образом, через 2-5 лет Казахмыс может состоять только из нынешнего Kazakhmys Corper, рудника и ГОК на основе Бозшакольского медного месторождения и золотого рудника Бозымчак. Возможно, что группа также будет контролировать и Экибастузскую ГРЭС-1. Мы считаем, что решение руководства Казахмыс сконцентрироваться на эффективном решении проблем медного производства, связанных со старением существующих рудников и запуском производства на новых, поможет ему максимизировать стоимость компании.

В связи с ограниченными возможностями физического роста объёма производства в 2010-2014 гг., цена акций Казахмыс тесно связана с ценой на медь и попутные металлы (цинк, золото и серебро). Согласно консенсусным оценкам аналитиков, в 2010-2012 гг. цена на медь останется на нынешнем относительно высоком уровне, но в дальнейшем вернётся к своему историческому уровню в реальном выражении. При этом в краткосрочном плане уровень цен на медь и другие основные металлы будет зависеть от скорости восстановления мировой экономики. В связи с вероятностью затяжного застоя в Европе и медленного восстановления экономики США, на первый план выходит способность развивающихся экономик и, в первую очередь, Китая увеличить внутренний спрос, до уровня, компенсирующего потери от медленного восстановления их экспортных рынков.

Прогнозные цены на металлы

	Медь (\$/т.)	Цинк (\$/т.)	Золото (\$/тр.ун.)
2010	7,500	2,300	1,150
2011	7,350	2,500	1,200
2012	7,700	2,400	1,050
2013	6,600	2,250	1,000
2014	5,500	1,500	1,000

Источник: Halyk Finance

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.

© 2009, 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

Аскар Турганбаев, 7 (727) 244-6984
askartu@halykbank.kz

Роман Асильбеков, 7 (727) 330-0160
romanas@halykbank.kz

Ольга Полторак, 7 (727) 330-0160
olgapo@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 259 0467
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfin.kz

Горная промышленность и металлургия

Тимур Омоев, 7 (727) 244-6538
timuro@halykbank.kz

Гаухар Сарсембаева, 7 (727) 244-6986
gauharsar@halykbank.kz

Нефть и Газ

Бурашев Маулен, 7 (727) 244-6538
maulenb@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>