

## Понижение рекомендации на фоне повышения себестоимости

Мариям Жумадил  
mariyamzh1@halykbank.kz  
7(727)2446538

14 марта 2012 г.

Держать	
12м целевая цена	980 GBp
Последняя цена (13/03/12)	986 GBp
Капитализация (\$ млрд)	7.9
Доля акций в своб.обращ.	31%
Кол-во выпущ. акций (млн)	528.9
Максимум за 52 недели	1 505 GBp
Минимум за 52 недели	700 GBp
Тикер	KAZ LN

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

Финансовые результаты Казахмыс за 2011 г. оказались ниже наших ожиданий по выручке и EBITDA из-за более низких объемов реализации золота, что было обусловлено введением ограничений на экспорт золота, и из-за более быстрых темпов роста издержек во втором полугодии, чем мы прогнозировали. С учетом прогнозируемого двухзначного темпа роста чистой денежной себестоимости производства меди в 2012 г. мы понижаем нашу рекомендацию по акции до 'Держать' и снижаем 12-месячную целевую цену на 27,4% до 980 GBp. Казахмыс выглядит непривлекательно и по форвардным мультипликаторам 2012 и 2013 EV/EBITDA, так как торгуется с почти 40%-й премией к схожим компаниям.

### Результаты 2011 г. хуже, чем ожидалось

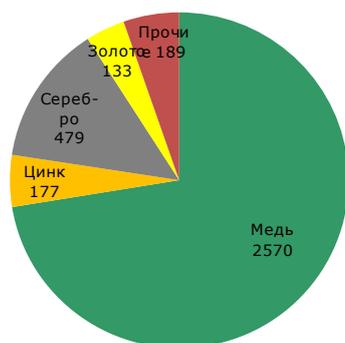
Рисунок 1. Финансовые рез-ты 2011 г.

	2011Ф	ХФ 2011П	Факт/ прогноз ХФ
Выручка	3680	3913	-6,0%
EBITDA	1489	1509	-1,3%

Источники: прогнозы ХФ

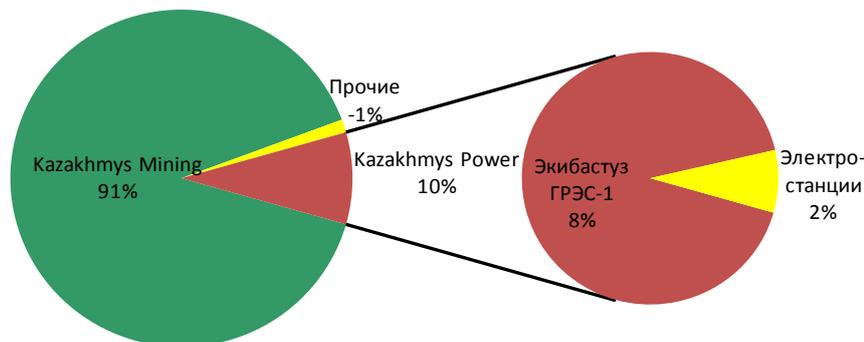
Выручка компании от продолжающейся деятельности выросла на 9.6% г/г до \$3,5млрд на фоне 16,4% роста средней цены реализации меди. Выручка с учетом Экибастуз ГРЭС-1 составила \$3,7млрд, что на 6% ниже прогноза ХФ из-за более низкого объема реализации золота. Экспорт золотых слитков во 2П2011 был приостановлен после введения ограничений на вывоз золота в июле 2011 г. Казахмыс в настоящее время ведет переговоры с Национальным Банком Казахстана об условиях осуществления продаж, и компания надеется возобновить продажи слитков золота в 1П2012. EBITDA компании оказалась на 1,3% ниже прогноза ХФ, так как чистая денежная себестоимость выросла на 28% г/г до \$1,14/фунт, превысив прогнозировавшийся нами рост издержек. Данный рост объясняется снижением коэффициента содержания металла в руде на 7,3% до 1,01% в течение года и меньшим

Рисунок 2. Выручка Kazakhmys Mining по компонентам (\$млн)



Источник: данные компании

Рисунок 3. EBITDA компании по подразделениям



Источник: данные компании

вкладом выручки от продаж попутных металлов, в частности золота. Если бы произведенное золото было реализовано в 2011 г., чистая денежная себестоимость составила бы \$1,08/фунт (+21% г/г), согласно Казахмыс.

На подразделение Kazakhmys Mining пришлось 91% EBITDA Группы, при этом объем продаж меди составил 293 тыс. тонн (-7,6% г/г), а маржа EBITDA снизилась с 54% до 52%.

Kazakhmys Power продемонстрировал сильные результаты при росте EBITDA на 37,4% до \$316 млн, что было обусловлено ростом производства электричества на 15% и средней цены реализации на 20%. Рыночная доля Экибастузской ГРЭС-1 выросла в 2011 году до 15,5% по сравнению с 14,2% годом ранее.

Казахмыс рекомендовал конечный дивиденд на уровне \$0,20 на акцию, в результате чего итоговый размер дивидендов за год составит \$0,28 (+27% г/г). Выплачиваемые в 2011 году дивиденды на доходы компании без учетов доходов ENRC и вклада Экибастуз ГРЭС-1 подразумевают коэффициент выплаты дивидендов на уровне прошлого года, то есть 12%. На дату публикации отчетности Казахмыс выкупил свои акции на сумму \$83 млн по средней цене покупки 889 GBp. Программа обратного выкупа акций компании истекает в мае 2012 г., и скорее всего компания не будет ее продлевать. Окончание программы обратного выкупа на фоне объявления об ожидаемом росте издержек в 2012 г. снижает ценовую поддержку акций Казахмыс, по нашему мнению.

#### ***Прогноз на 2012 г.: издержки выше, объемы те же***

В 2012 г. компания прогнозирует рост чистой денежной себестоимости до \$1,5-1,8 за фунт из-за роста объемов добываемой руды, который приведет к увеличению количества материалов используемых в производстве и росту расходов на транспортировку, и инфляционного давления в Казахстане. Компания ожидает снижение коэффициента содержания меди в руде в 2012 г. с текущего значения 1,01% до 0,85-0,90%. Мы считаем прогноз Казахмыс достаточно консервативным, так как он предполагает рост издержек на 30%-60% г/г. Мы считаем, что фактический рост издержек скорее всего будет у нижней границы озвученного диапазона. Прогнозы объемов производства на 2012 г. не содержат сюрпризов: 285-295 тыс. тонн катодной меди (со средним содержанием 0,9%), 150 тыс. тонн цинкового концентрата, 12 млн унций серебра и 12 тыс. унций золота.

#### ***Непривлекателен и по мультипликаторам, и по DCF***

С новым прогнозом себестоимости, наша оценка EBITDA в 2012 г. снижена на \$225млн и на \$200млн в 2013 г., при неизменном объеме производства в 290тыс.т меди в 2012-2014 гг. Согласно нашей модели дисконтированных денежных потоков (DCF), справедливая стоимость акций Казахмыс составляет 860GBp за акцию, а 12-месячная целевая цена - 980GBp. При сравнении со схожими компаниями по мультипликаторам EV/EBITDA на 2012 и 2013 гг., акции Казахмыс также выглядят переоцененными, торгуясь на уровне 7,4x и 6,7x, соответственно. Это почти на 40% выше мультипликаторов схожих компаний.

Мы понижаем нашу рекомендацию по акции до 'Держать' ввиду повышения компанией прогноза себестоимости, более быстрого ухудшения коэффициента содержания металла в руде, и отсутствия положительных катализаторов роста в ближайшее время.

**Рисунок 4. Сравнительная оценка**

Компания	Тикер	Рыночн. капитализация	Текущая стоимость компании	Стоимость компании как производство			
				EBITDA 12M	2012 EBITDA	2013 EBITDA	Выручка 12M
BHP Billiton	BHP AU	\$186 078	\$208 410	5,4x	5,6x	5,1x	2,8x
Vale	VALE US	\$119 284	\$161 158	5,0	5,0	4,8	2,6
Rio Tinto	RIO LN	\$105 955	\$124 118	4,7	4,6	4,2	2,1
Xstrata	XTA LN	\$54 267	\$64 744	5,6	5,3	4,6	1,9
Anglo-American	AAL LN	\$53 470	\$58 694	5,0	4,4	3,7	1,9
Freeport-McMoran	FCX US	\$36 284	\$37 910	3,7	4,1	3,4	1,8
Southern Copper	SCCO US	\$26 885	\$28 281	7,2	7,5	6,7	4,1
Antofagasta	ANTO LN	\$19 591	\$20 336	5,4	4,7	4,7	3,5
ENRC	ENRC LN	\$13 591	\$13 327	3,7	4,1	3,6	1,8
Jiangxi Copper	358 HK	\$12 305	\$13 027	8,8	8,2	8,0	0,9
First Quantum Minerals	FM CN	\$9 836	\$9 929	7,8	6,2	5,0	3,8
Vedanta Resources	VED LN	\$6 360	\$21 128	5,5	5,3	3,5	1,6
Boliden	BOL SS	\$4 383	\$5 183	5,3	4,9	4,6	0,8
Eramet	ERA FP	\$3 746	\$4 069	3,1	4,7	3,7	0,8
			Максимум	8,8x	8,2x	8,0x	4,1x
			Минимум	3,1	4,1	3,4	0,8
			Среднее	5,4	5,3	4,7	2,2
			Медиана	5,3	4,9	4,6	1,9
Казахмыс	KAZ LN	\$7 908	\$7 961	3,9x	7,4x	6,7x	2,3x

\* При этом анализе использованы данные по состоянию на дату последнего предоставления отчетности компаниями.

Источники: Bloomberg и расчёты 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.

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».

© 2012, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов, 7 (727) 244-6541**  
[sabitkh@halykbank.kz](mailto:sabitkh@halykbank.kz)

#### Финансовый сектор, долговые инструменты

**Бакытжан Хоцанов, 7 (727) 244-6984**  
[bakytzhanh@halykbank.kz](mailto:bakytzhanh@halykbank.kz)

**Мустафин Ерулан, 7 (727) 244-6986**  
[erulanm@halykbank.kz](mailto:erulanm@halykbank.kz)

#### Долевые инструменты

**Тимур Омоев, 7 (727) 330-0153**  
[tomoev@halykbank.kz](mailto:tomoev@halykbank.kz)

**Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538**  
[mariyamzh1@halykbank.kz](mailto:mariyamzh1@halykbank.kz)

**Мирамгуль Маралова, 7 (727) 244-6538**  
[miramqulm@halykbank.kz](mailto:miramqulm@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев, 7 (727) 330-0153**  
[bakaim@halykbank.kz](mailto:bakaim@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.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>