

## **Трудные времена впереди**

9 августа 2012

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

<b>Держать</b>	
12м целевая цена	853 GBp
Последняя цена	760 GBp
Капитализация	\$6,2 млрд
Доля акций в своб.обращ.	38%
Кол-во выпущ. акций	524 млн
Максимум за 52 недели	1 223 GBp
Минимум за 52 недели	642 GBp
Тикер	KAZ LN

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

*Производственные результаты 1П2012 на 6-12% ниже наших прогнозов, в то время как коэффициент содержания металла остается существенно выше прогнозов самой компании на этот год. Мы сохраняем наши прогнозы производства на 2012 г., так как считаем, что Казахмыс во второй половине года все же сможет выполнить годовой план. На основе производственных результатов компании, по нашей оценке в 1П2012 выручка и EBITDA компании снизились на 8,9% и 44,5% г/г, соответственно. Мы сохраняем нашу 12-месячную целевую цену и подтверждаем рекомендацию 'Держать'.*

*По нашему мнению, акции Казахмыс сейчас справедливо оценены и в ближайшее время у акций отсутствуют катализаторы роста. Следующие двенадцать месяцев будут тяжелыми для горнодобывающих компаний, так как снижение спроса на цветные металлы продолжит оказывать давление на цены.*

### **Объемы добычи металлов снизились г/г, результаты подразделения Энергетики без сюрпризов**

Производство меди в катодном эквиваленте выросло на 9,1% кв/кв и упало на 11,1% г/г до 136,1тыс.т из-за снижения содержания металла в добываемой руде и проведения плановых ремонтных работ на Балхашской медеплавильной фабрике в марте-апреле. Средний коэффициент содержания меди в руде составил 0,99% в 1П2012, что выше собственного прогноза компании и нашей оценки за год (0,85-0,90%). Однако как мы уже указывали ранее, содержание металла должно снизиться во 2П2012 по мере возрастания объемов добычи на руднике Конырат, имеющего низкое содержание металла в руде. В июне произошла задержка поставок сырья в Китай из-за логистических проблем, что в свою очередь отразилось на повышении уровня складированных запасов. Компания ожидает, что объем складированного сырья снизится до нормального уровня в 4кв2012.

Объем производства цинка в концентрате сократился на 5,3% г/г до 71,6тыс.т ввиду снижения коэффициента содержания металла в руде. Производство серебра упало на 16,7% г/г также из-за ремонтных работ на Балхаше и сравнения с высоким уровнем производства в 1П2011 из-за переработки дополнительного сырья. Объемы производства золота

сократились на 24,7% г/г до 52,6тыс.т из-за временного складирования руды с высоким содержанием золота с рудника Абыз и проведения ремонтных работ на аффинажной фабрике компании.

Чистая выработка электроэнергии на Экибастузской ГРЭС-1 снизилась на 21,8% кв/кв из-за сезонных факторов и выросла на 10,4% г/г до 7 057 ГВтч благодаря росту внутреннего спроса. Средний реализованный тариф составил 6,22 KZT/кВт-ч во 2кв2012, что ниже предельного тарифа в 6,5 KZT/кВт-ч. Эта разница связана с тем, что 6% электроэнергии было реализовано российским покупателям по более низкой цене из-за затрат на передачу энергии. Во 2кв2012 прочие электростанции компании реализовали тариф в 4,56 KZT/кВт-ч на продажах третьим сторонам.

**Рисунок 1. Обзор производственных результатов за 1П2012**

	2кв2012	1кв2012	кв/кв, %	1П2012	1П2011	г/г, %	ХФ 2012П	% прогноза ХФ
<i>Казахмыс Медь</i>								
Добыча руды, тыс.т	8996	8491	5,9	17487	16537	5,7		
Медь в катодном эквиваленте, тыс.т	71	65,1	9,1	136,1	153,1	(11,1)	290	46,9%
Катанка, тыс.т	2,9	6,2	(53,2)	9,1	15,9	(42,8)		
Среднее содержание золота в руде, %	0,98	0,99	(1,0)	0,99	1,01	(2,0)		
Цинк в концентрате, тыс.т	39,9	31,7	25,9	71,6	75,6	(5,3)	150	47,7%
Среднее содержание цинка в руде, %	3,19	3,27	(2,4)	3,23	4,06	(20,4)		
Производство серебра, тыс.унций	2842	2797	1,6	5639	6773	(16,7)	12 000	47,0%
Среднее содержание серебра в руде, г/т	16,93	18,05	(6,2)	17,47	18,20			
Производство золота, тыс.унций	23,3	29,3	(20,5)	52,6	69,9	(24,7)	120	43,8%
Среднее содержание золота в руде (побочное), г/т	18,5	27	(31,5)	45,50	55,90	(18,6)		
Среднее содержание золота в руде (основное), г/т	1,36	1,15	18,3	1,31	1,28	2,3		
<i>Казахмыс Энергетика</i>								
<i>Экибастуз ГРЭС-1</i>								
Чистая выработка электроэнергии, ГВтч	3097	3960	(21,8)	7057	6395	10,4	12 811	55,1%
Чистая располагаемая мощность, МВт	2189	2255	(2,9)	2222	2205	0,8		
Тариф на электроэнергию, KZT/кВт-ч	6,22	5,49	13,3	5,81	5,36	8,4		
<i>Прочие энергетические блоки</i>								
Чистая выработки электроэнергии, ГВтч	1273	1591	(20,0)	2864	2907	(1,5)	5 578	51,3%
Чистая располагаемая мощность, МВт	849	813	4,4	849	853	(0,5)		
Внешние продажи, ГВтч	477	638	(25,2)	1115	1275	(12,5)		
Тариф на электроэнергию, KZT/кВт-ч	4,56	3,51	29,9	3,95	3,50	12,9		

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

### **Прогноз финансовых результатов 1П2012**

На основе производственных результатов, которые показывают снижение объемов г/г, и более низких цен реализации сырья, мы ожидаем, что в 1П2012 выручка Казахмыс снизится на 8,9% г/г до \$1 656млн. Задержка с отправкой продукции в Китай в июне, которая возможна и в третьем квартале, может отрицательно сказаться на выручке компании во втором и третьем квартале. Однако рост цены золота г/г и хорошие результаты подразделения Энергетики помогут несколько сгладить данные эффект. EBITDA компании упадет на 44,5% г/г до лишь \$484млн и маржа EBITDA

сократится с 41,8% в 2011 до 30,4% в 2012, из-за ожидаемого двухзначного роста себестоимости производства меди. Напомним, что в 2012 г. прогноз компании по чистой денежной себестоимости составил \$1,5-1,8/фунт, по сравнению с фактическими затратами в \$1,14/фунт в предыдущем году. Мы продолжаем считать, что прогноз руководства компании по содержанию меди в руде и по себестоимости, заявленные в начале года, является слишком консервативным.

**Рисунок 2. Прогноз финансовых результатов 1П2012**

в млн \$, кроме значений за акцию	ХФ 1П2012П	1П2011	г/г, %	Консенсус прогноз	% ниже/выше консенсуса
Выручка	1 656	1 817	(8,9)	1 602	3,37
Скоррект. EBITDA	484	872	(44,5)	513	(5,51)
Скоррект. чистая прибыль	424	823	(48,5)	448	(5,29)
Скоррект. прибыль на акцию (EPS)	0,81	1,54	(47,4)	0,88	(7,72)
Дивиденды на акцию	0,09	0,08	15,0	0,095	(3,16)

Источники: прогнозы ХФ, Блумберг

Мы прогнозируем, что в 1П2012 прибыль на акцию (EPS) составит \$0,81 (на 7,7% ниже консенсуса), а дивиденды на акцию - \$0,09 (на 3,16% ниже консенсуса). Мы сохраняем нашу 12-месячную целевую цену и подтверждаем рекомендацию 'Держать'.

По нашему мнению, акции Казахмыс сейчас справедливо оценены, и в ближайшее время у акций отсутствуют положительные катализаторы роста. Следующие двенадцать месяцев будут тяжелыми для горнодобывающих компаний, так как цены на сырье продолжат снижение, и инфляция в секторе усилится. Сокращение маржи, ухудшение ситуации в макроэкономике и отсутствие специфичных катализаторов роста, подтверждают наш осторожный взгляд на Казахмыс.

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**

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

#### **Долевые инструменты**

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

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