

Результаты 1П2012 слабые, прогноз мрачный

Мариям Жумадил
 Mariyamzh1@halykbank.kz
 7(727)2446538

27 августа 2012 г.

Держать	
12м целевая цена	740 GBp
Последняя цена	660 GBp
Капитализация	\$5,4 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

Скорректированная EBITDA оказалась на 7,5% ниже нашего прогноза из-за более высокого темпа роста себестоимости и неожиданных издержек. Казахмыс предоставил прогноз по проекту Бозшаколь чистая денежная себестоимость производства которого по оценкам компании составит \$0,5-0,7/фунт в первые десять лет добычи. Эта цифра ниже, нашего предположения в \$1,04/фунт. Мы внесли ряд изменений в нашу модель, чтобы отразить повышение прогноза себестоимости на этот год, снижение прогнозных затрат на Бозшаколе, повышение уровня инвентаря и нашу обновленную оценку стоимости доли в ENRC. В результате наша пересмотренная оценка справедливой стоимости акций Казахмыс составляет 650GBp за акцию, и мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену на 12,8% до 740 GBp. Мы сохраняем рекомендацию 'Держать'.

Вторая половина года будет еще более сложной для компании. Рост себестоимости продолжится, в то время как давление на цены на медь сохранится в краткосрочном периоде. По нашей оценке чистый долг компании на конец 2012 г. составит \$940млн, или 1,18X 2012 EBITDA, что выше среднего показателя схожих компаний. Мы осторожно относимся к акциям Казахмыса, так как обеспокоены возвратом инвестиций на капвложения.

Маржа сузилась в 1П2012, прогноз себестоимости на 2012 г. повышен

Выручка снизилась на 16,6% г/г до \$1 516 млн (на 8,5% ниже прогноза ХФ, на 5,4% ниже консенсус прогноза), в основном из-за резкого падения выручки от продажи меди, в связи с 12,7% снижением г/г средней цены реализации меди и 13,2% уменьшением г/г объемов продаж.

Наш прогноз оказался намного выше фактического показателя, так как мы недооценили влияние задержек с поставками в Китай, а также из-за неожиданного увеличения стоимости рафинирования цинка, что снизило цену реализации цинкового концентрата.

Согласно компании, складские запасы меди должны вернуться на нормальный уровень во 2П2012. Мы считаем, что проблемы с логистикой не исчезнут, если не принять меры по их устранению сейчас, к примеру, закупив собственные вагоны (как ENRC). В противном случае компании придется нести издержки из-за роста складских запасов меди. В обоих

сценариях, компании потребуются дополнительные инвестиции.

Чистая денежная себестоимость производства составила \$1,71/фунт, выше нашего прогноза в \$1,65/фунт и оказалась в верхней границе предыдущего плана компании на 2012 г. Казахмыс повысил свой прогноз чистой денежной себестоимости на 2012 г. на 10 центов до \$1,6-1,9/фунт, ссылаясь на ожидания по более низкой выручке с попутной продукции и расходы, связанные с провизиями по нетрудоспособности.

EBITDA, скорректированная на однократные статьи как \$175млн переоценка (из которых \$162млн приходится на снижение балансовой стоимости инвестиций в Бозычмак) составила \$445млн (на 7,5% ниже прогноза ХФ, на 23,5% ниже консенсус оценки). Скорректированная прибыль на акцию (EPS) снизилась на 64,2% г/г до лишь \$0,58 (на 28,3% ниже прогноза ХФ, на 33,7% ниже консенсуса)

Рисунок 1. Обзор финансовых результатов 1П2012

в млн \$, кроме значений за акцию	ХФ		% ниже/выше прогноза ХФ	1П2011		Консенсус прогноз	% ниже/выше консенсуса
	1П2012Ф	1П2012П		г/г, %	г/г, %		
Выручка	1 516	1 656	(8,5)	1 817	(16,6)	1 584	(4,3)
ЕВITDA	273	484	(43,6)	872	(68,7)	586	(53,4)
Скоррект. EBITDA	448	484	(7,5)	872	(48,6)	586	(23,5)
Прибыль от продолж. дея-ти	115	424	(72,9)	843	(86,4)	510	(77,5)
Скоррект. прибыль от продолж. дея-ти	307	424	(27,6)	843	(63,6)	475	(35,4)
Прибыль на акцию (EPS)	0,23	0,81	(71,6)	1,57	(85,4)	0,90	(74,4)
Скоррект. прибыль на акцию (EPS)	0,58	0,81	(28,3)	1,62	(64,2)	0,88	(33,7)

Источники: прогнозы ХФ, Блумберг

В первом полугодии компания выплатила \$193млн акционерам посредством обратного выкупа акций и выплаты дивидендов. Промежуточные дивиденды за 1П2012 составили \$0,03 за акцию с коэффициентом выплаты дивидендов в 5,2%.

Долговая нагрузка вырастет во 2П2012

В 1П2012 чистый долг компании вырос на \$437млн, в основном из-за капзатрат и выплат акционерам. Капвложения Казахмыс составили \$454млн, из которых \$157млн пришлось на проекты роста.

Мы считаем, что основная доля капвложений компании придется на вторую половину года. Из \$880млн, которые, по нашей оценке, компания инвестирует во 2П2012, \$650млн будут направлены на проекты роста (Бозшаколь, Бозымчак и Актогай). Мы прогнозируем, что во второй половине года чистый долг вырастет до \$940млн из-за роста капвложений и более слабых поступлений денежных средств от операционной деятельности. Соотношение чистого долга/2012 EBITDA вырастет до 1.2X, существенно выше среднего показателя схожих компаний в 0.5X, но скорее всего в рамках существующих ковенантов по долговым обязательствам компании.

Себестоимость на Бозшаколе ниже ожиданий

Казахмыс впервые предоставил прогноз себестоимости по проекту Бозшаколь. Общая денежная себестоимость в первые десять лет добычи оценивается компанией в \$1,2-1,4/фунт, чистая денежная себестоимость, \$0.5-0.7/фунт, что позволяет позиционировать проект в первом квартиле глобальной кривой предложения, согласно компании. Данный прогноз намного ниже нашего прогноза чистой денежной себестоимости в \$1,04/фунт. С новым прогнозом затрат, по нашей оценке чистая приведенная стоимость проекта может быть в диапазоне \$1,3-1,6млрд. Однако компания не могла предоставить информацию касательно предположений закладываемых при расчете данных прогнозов себестоимости.

Реализация проекта Актогай идет по плану, и завершение ТЭО сульфидной секции проекта намечено до конца года. Развитие проекта должно начаться в 2013 г., а первая руда будет добыта в 2016 г., согласно плану компании.

Пересмотр оценки

Мы внесли ряд изменений в нашу модель, чтобы отразить темпы роста затрат, которые оказались выше ожидаемых, снижение прогнозной себестоимости на Бозшаколе, повышение уровня складированных запасов меди, и наши пересмотренные прогнозы стоимости компании ENRC.

Мы повысили наш прогноз чистой денежной себестоимости с \$1,65/фунт до \$1,75/фунт, увеличили дисконт по реализации цинкового концентрата с 51% до 55%, и предположили, что компания сохранит текущий уровень складированных запасов меди в 17 тыс.т в течение 2012 г. В результате наша оценка EBITDA компании в 2012 г. снизилась на 21,3% до \$793млн, в то время как маржа EBITDA сократилась на 5,4% до 25,0%.

Мы понизили нашу оценку прибыли от продолжающейся деятельности компании частично из-за снижения оценки вклада прибыли с ассоциированных предприятий (с \$289млн до \$177млн). Ранее в этом месяце мы обновили нашу оценку стоимости ENRC после публикации финансовых результатов компании за 1П2012. В результате наша оценка стоимости 26%-ой доли в ENRC снизилась на \$600млн до \$2,5млрд.

Рисунок 2. Обзор изменений в прогнозах Халык Финанс

в \$млн, кроме значений за акцию	2011Ф	Новый 2012П	Старый 2012П	% изме- нение	Новый 2013П	Старый 2013П	% изме- нение
Выручка	3563	3175	3 314	(4,2)	3284	3 240	1,3
ЕБИТДА	1489	793	1 007	(21,3)	940	954	(1,4)
ЕБИТДА маржа, %	41,8%	25,0%	30,4%	(17,8)	28,6%	29,4%	(2,7)
Прибыль от продолж. дея-ти	1475	495	811	(39,0)	453	790	(42,7)
Маржа чистой прибыли, %	41,4%	15,6%	24,5%	(36,3)	13,8%	24,4%	(43,4)
Прибыль на акцию (EPS)	2,80	0,94	1,52	(38,0)	0,87	1,49	(41,9)

Источники: прогнозы ХФ, данные компании

В нашей модели мы также учли пересмотренный прогноз себестоимости на Бозшаколе. В результате наши предположения относительно чистой денежной себестоимости

Казахмыс в 2015 г. и 2016 г. были снижены с \$1,8/фунт до \$1,6/фунт и с \$1,9/фунт до \$1,5/фунт, соответственно.

Мы снизили нашу оценку прибыли на акцию (EPS) в 2012 г. до \$0,94, и предположили, что Казахмыс сохранит коэффициент выплаты дивидендов, по крайней мере, на уровне 1P2012 в 5,2% во второй половине года. Несмотря на то, что компания неохотно идет на сокращение дивиденда, мы считаем, что в 2012 г. Казахмыс скорее всего не сможет сохранить коэффициент выплаты предыдущих периодов (2011 г. – 10%). В нашей модели оценки, мы предположили коэффициент выплаты дивидендов в 7%, однако в зависимости от цен на товары во второй половине года, наше предположение может быть пересмотрено.

Справедливо оценена по DCF, но результаты сравнительной оценки смешанные

Сейчас Казахмыс торгуется по мультипликатору EV/T12M EBITDA - 6,8X, который превышает медиану по схожим компаниям в 6,4X, и намного выше значения диверсифицированных конгломератов (4,7X). Однако по мультипликаторам 2012 и 2013 EBITDA и T12M Выручка, акции выглядят справедливо оцененными.

Согласно нашей пересмотренной оценке по модели DCF, справедливая стоимость акций Казахмыс составляет 650GBp, или на 1,5% ниже последней цены закрытия. Мы установили 12-месячную целевую цену на уровне 740GBp и сохраняем рекомендацию 'Держать'. Вторая половина года будет еще более сложной для компании, так как давление на себестоимость сохранится, а на товарных рынках улучшения в ближайшее время не ожидается, по нашему мнению. Мы с осторожностью относимся к акциям компании, так как затраты на капитальные инвестиции для модернизации существующих производственных мощностей являются непредсказуемыми, по нашему мнению. Согласно Программе развития ГК Казахстана в 2010-2014 гг., износ оборудования на предприятиях компании составляет 40%. Поэтому, мы ожидаем, что существующие производственные активы компании будут нуждаться во все больших дополнительных инвестициях в будущем.

Рисунок 3. Сравнительная оценка

Название	Тикер	Рыночная капитализация	Текущая ст-ть компании (EV)	Стоимость компании как производство			Выручка T12M	Чистый долг/T12M EBITDA	WACC	Эфф. налог. ставка
				T12M EBITDA	2012 EBITDA	2013 EBITDA				
<i>Диверсифицированные конгломераты</i>										
BHP Billiton	BHP AU	175 154	201 508	5,1x	5,8x	5,4x	2,8x	0,5x	11,8	34,4
Vale	VALE US	91 363	115 140	4,2	2,4	2,1	2,1	0,8	11,8	-
Rio Tinto	RIO LN	87 382	110 720	5,0	5,1	4,3	1,9	0,6	13,3	10,0
Xstrata	XTA LN	43 679	57 643	5,9	6,8	5,3	1,8	1,2	14,6	-
Anglo American	AAL LN	41 484	44 009	4,4	4,5	3,6	1,5	(0,2)	12,8	34,3
ENRC	ENRC LN	6 914	10 778	4,3	4,4	3,8	1,6	1,3	11,0	31,8
			Максимум	5,9x	6,8x	5,4x	2,8x	1,3x	14,6	34,4
			Минимум	4,2	2,4	2,1	1,5	(0,2)	11,0	0,0
			Среднее	4,8	4,8	4,1	1,9	0,7	12,5	18,4
			Медиана	4,7	4,8	4,0	1,9	0,7	12,3	20,9
<i>Схожие компании</i>										
Southern Copper	SCCO US	27 749	29 060	7,2x	7,5x	7,5x	4,2x	0,3x	12,6	-
Freeport McMoran	FCX US	34 904	37 231	4,9	5,2	3,7	2,0	(0,1)	14,2	-
ANTOFAGASTA PLC	ANTO LN	17 598	17 948	5,1	4,7	4,5	3,0	(0,3)	15,0	30,8
Jiangxi Copper	358 HK	10 209	11 069	8,3	1,3	1,2	0,6	0,7	13,5	9,7
First Quantum Minerals	FM CN	9 309	9 016	8,5	6,7	5,5	3,4	(0,8)	-	-
Vedanta	VED LN	4 371	28 604	6,4	5,0	4,1	2,0	2,3	9,1	21,9
Boliden	BOL SS	4 280	5 128	5,2	0,8	0,7	0,8	0,8	11,6	-
			Максимум	8,5x	7,5x	7,5x	4,2x	2,3x	15,0	30,8
			Минимум	4,9	0,8	0,7	0,6	(0,8)	9,1	0,0
			Среднее	6,5	4,4	3,9	2,3	0,4	12,7	8,9
			Медиана	6,4	5,0	4,1	2,0	0,3	13,1	0,0
Казахмыс	KAZ LN	5 475	5 983	6,8x	4,3x	4,2x	1,8x	0,5x	14,6	24,6

* В данном анализе использованы данные по состоянию на дату предоставления последней отчетности.

** Для корректности для всех компаний в таблице использованы значения WACC по оценкам Bloomberg. Наш прогноз WACC Казахмыса составляет 11,8% и 9,8% в периодах быстрого и стабильного роста, соответственно.

*** Для Казахмыс при расчете мультипликаторов мы использовали нашу оценку, и эффективная налоговая ставка Казахмыса
 Источник: Bloomberg и прогнозы ХФ

Финансовые показатели Казахмыс

в млн. \$, кроме значений за акцию

	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П
Отчёт о прибылях и убытках					
Выручка	\$3 563	\$3 175	\$3 284	\$3 160	\$4 029
Себестоимость	\$1 403	\$1 714	\$1 796	\$1 739	\$2 186
Валовая прибыль	\$2 160	\$1 461	\$1 488	\$1 421	\$1 843
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	\$767	\$635	\$657	\$632	\$806
Прочие операционные (доходы) / расходы	(\$5)	(\$16)	(\$16)	(\$16)	(\$20)
Списания и переоценка	\$9	\$175	\$26	\$29	\$30
Доля прибыли с СП	(\$100)	(\$126)	(\$119)	(\$130)	(\$142)
ЕБИТДА	\$1 489	\$793	\$940	\$906	\$1 169
Износ и амортизация	\$264	\$330	\$414	\$461	\$482
ЕБИТ	\$1 225	\$463	\$527	\$446	\$687
Финансовые расходы	\$137	\$111	\$102	\$110	\$100
Финансовые (доходы)	(\$69)	(\$46)	(\$6)	(\$5)	(\$7)
Прочие (доходы) и расходы	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Прибыль до уплаты налога на прибыль	\$1 157	\$398	\$431	\$340	\$594
Налог на прибыль	\$280	\$228	\$235	\$227	\$291
Чистая прибыль	\$221	\$80	\$86	\$68	\$119
(Доход)/убыток от ассоциированных предприятий	(\$466)	(\$177)	(\$109)	(\$76)	(\$136)
Чистая прибыль	\$1 402	\$495	\$453	\$348	\$611
Миноритарные доли участия	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Прибыль относимая акционерам группы	1 402	494	453	348	611
Прибыль на акцию (EPS)	\$2,63	\$0,94	\$0,87	\$0,66	\$1,17
Балансовый отчет					
Денежные средства	\$1 102	\$1 092	\$1 129	\$1 086	\$1 385
Краткосрочные инвестиции	\$810	\$0	\$0	\$0	\$0
Дебиторская задолженность	\$190	\$261	\$261	\$242	\$298
Запасы	\$744	\$1 140	\$1 189	\$1 143	\$1 423
Авансы	\$227	\$205	\$212	\$204	\$260
Прочие текущие активы	\$71	\$99	\$99	\$99	\$99
Итого оборотные активы	\$3 144	\$2 797	\$2 889	\$2 775	\$3 465
Недвижимость, производственные	\$2 793	\$3 793	\$4 454	\$4 728	\$4 879
Гудвилл и нематериальные активы	\$53	\$53	\$53	\$53	\$53
Прочие внеоборотные активы	\$10	\$20	\$20	\$20	\$20
Отложенные налоговые активы	\$61	\$80	\$80	\$80	\$80
Инвестиции в совместные предприятия	\$5 438	\$5 584	\$5 449	\$5 355	\$5 186
Активы классифицированные к продаже	\$232	\$232	\$232	\$232	\$232
Итого активы	\$11 731	\$12 558	\$13 178	\$13 243	\$13 915
Краткосрочные займы	\$525	\$342	\$520	\$312	\$259
Кредиторская задолженность	\$498	\$733	\$761	\$729	\$903
Прочие краткосрочные обязательства	\$67	\$79	\$80	\$76	\$95
Текущие налоги к уплате	\$7	\$7	\$7	\$7	\$7
Итого краткосрочные обязательства	\$1 097	\$1 161	\$1 368	\$1 124	\$1 264
Долгосрочные займы	\$1 368	\$1 689	\$1 689	\$1 689	\$1 689
Отложенные налоговые обязательства	\$6	\$0	\$0	\$0	\$0
Прочие долгосрочные обязательства	\$274	\$350	\$350	\$350	\$350
Пассивы классифицированные к продаже	\$154	\$154	\$154	\$154	\$154
Итого обязательства	\$2 899	\$3 354	\$3 561	\$3 317	\$3 457
Доля миноритарных акционеров	\$7	\$8	\$8	\$8	\$8
Акционерный капитал	\$2 010	\$2 010	\$2 010	\$2 010	\$2 010
Резервы	\$6 815	\$7 186	\$7 599	\$7 909	\$8 440
Итого собственный капитал	\$8 832	\$9 204	\$9 617	\$9 926	\$10 458
Итого обязат-ва и собственный капитал	\$11 731	\$12 558	\$13 178	\$13 243	\$13 915
Отчет о движении денежных средств					
Операционная деятельность					
Чистая прибыль		495	453	348	611
Износ и амортизация		330	414	461	482
Изменения в оборотном капитале		(226)	(26)	36	(198)
Изменения в прочих обязат-вах и активах		(112)	135	94	169
Прочие		0	26	29	30
Денежные средства от опер. деятель-ти		487	1 001	967	1 093
Инвестиционная деятельность					
Инвестиции в недвижимость, производств.		(1 330)	(1 101)	(763)	(662)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		810	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(520)	(1 101)	(763)	(662)
Финансовая деятельность					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		(183)	178	(208)	(53)
Выпуск долгосрочных займов		846	0	0	0
(Погашение) долгосрочных займов		(525)	0	0	0
(Дивиденды) миноритарным акционерам		(0)	0	0	0
(Дивиденды) акционерам группы		(35)	(41)	(38)	(79)
(Выкуп) акций		(88)	0	0	0
Доходы от опционов		0	0	0	0
Денежные средства от фин. деятель-ти		16	137	(247)	(132)
Чистый прирост денежных средств		(17)	37	(43)	299

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».

© 2012, все права защищены.

Макроэкономика

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

Финансовый сектор, долговые инструменты

Мустафин Ерулан, 7 (727) 244-6986
erulanm@halykbank.kz

Долевые инструменты

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

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

Бакай Мадыбаев, 7 (727) 330-0153
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

Bloomberg
HLFN <Go>