

**Долг растет с капвложениями, маржа продолжает снижаться**

6 марта 2013 г.

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

Рекомендация	Продавать
12м целевая цена	505 GBp
Последняя цена (03/05/13)	573 GBp
Потенциал понижения	12%
Капитализация	\$4,5 млрд
Доля акций в своб.обращ.	38%
Кол-во выпущ. акций (млн)	524
Максимум за 52 недели	990 GBp
Минимум за 52 недели	548 GBp
Тикер	KAZ LN

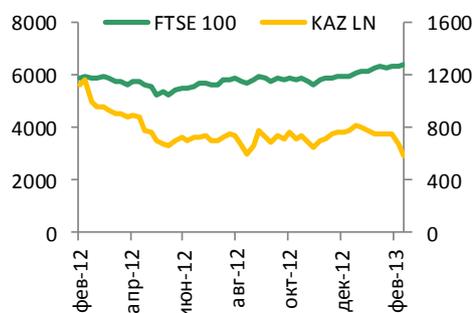
Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

На прошлой неделе Казахмыс объявил предварительные финансовые результаты за 2012 год, которые в целом оказались слабыми, но соответствовали ожиданиям рынка. EBITDA компании по подразделениям снизилась на 30% г/г, в то время как чистый долг вырос до \$707млн. Основной отрицательной новостью стало снижение прогноза объема добычи попутных металлов (ниже г/г и ниже прогноза рынка), что подразумевает сокращение доходов подразделения добычи. Другой отрицательной новостью было признание списания по Бозымчаку на \$162млн. Мы не ожидаем, что сообщение о предполагаемом списании балансовой стоимости ENRC отразится на цене акций Казахмыс, так как снижение рыночной стоимости актива уже учтено в цене.

Мы пересмотрели нашу модель с учетом снижения объемов производства попутных металлов, снизили вклад ENRC в стоимость компании и повысили наши предположения по размеру оборотного капитала. В результате, мы снижаем нашу 12-месячную целевую цену с 740 GBp до 505 GBp и понижаем рекомендацию по акции до 'Продавать'.

По нашим прогнозам в течение следующих двух лет компания продолжит генерировать отрицательные свободные денежные потоки из-за крупных капиталовложений, в то время как маржа подразделения Добычи еще больше сузится. В течение этого периода для компании будет критичным осуществление строгого контроля затрат и удержание объема инвестиций на Актогае и Бозшаколе в пределах бюджета, наряду со своевременной реализацией проектов. В краткосрочной перспективе продажа доли в Экибастузской ГРЭС-1 может послужить положительным катализатором для цены акций.

**Динамика изменения цены акций Казахмыс по сравнению с FTSE 100**



Источники: Блумберг

	Выручка	Рост выручки	EBITDA	Маржа EBITDA	Чистая прибыль	Чистый долг	Возврат на собственный капитал	Возврат на инвест. капитал после налогов	Прибыль на акцию (EPS)
	(\$ млн)	(г/г, %)	(\$ млн)	(%)	(\$ млн)	(\$ млн)	(%)	(%)	(\$)
2011Ф	3 563	10,0	1 489	41,8	1 402	(19,0)	14,7	10,3	2,63
2012П	3 353	(5,9)	627	18,7	369	707	2,7	2,0	0,71
2013П	3 250	(3,1)	582	17,9	304	1 998	1,7	1,4	0,58
2014П	3 316	2,1	541	16,3	302	2 934	1,3	0,9	0,58

Источники: данные компании, company data, HF Research estimates

### Финансовые результаты соответствуют ожиданиям...

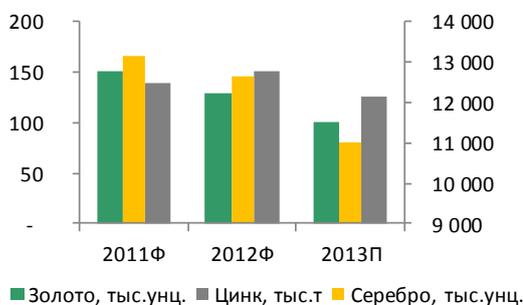
Выручка подразделения Добычи снизилась на 5,2% г/г до \$3362млн (на 1,7% выше прогноза ХФ) вследствие падения цены на медь на 7,9% г/г и снижения объемов реализации меди на 3,8%. Снижение выручки было частично компенсировано продажей 69тыс.унций золота из запасов прошлого года. Средняя цена реализации меди составила \$8067/т, превысив среднюю цену на LME в \$7948/т, благодаря выбору времени реализации и премии, полученной с реализации продукции. EBITDA подразделения Добычи снизилась на 35,8% г/г из-за снижения выручки на 6% и увеличения на 20% общих операционных расходов. Рост затрат был в основном обусловлен 35% поднятием заработной платы, 12% ростом объемов добычи руды и общей инфляцией затрат в Казахстане. Чистая денежная себестоимость составила \$1,74/фунт, в пределах прогнозного диапазона компании в \$1,6-1,9/фунт. Общие денежные затраты выросли на 33,7% г/г до \$3,3/фунт. Капитальные инвестиции в 2012 г. составили \$1233млн (прогноз ХФ - \$1330млн), из которых \$624млн пришлось на инвестиции поддержания текущих производственных мощностей. Операционная прибыль компании снизилась на 69,9% г/г до \$368млн, ниже прогноза ХФ в \$404млн.

### ...но прогноз оказался неутешительным

Компания ожидает, что объемы производства меди в катодном эквиваленте в 2013 году составят 285-295тыс.т, коэффициент содержания металла в руде продолжит снижаться, что будет частично компенсировано за счет увеличением объемов производства. Объемы производства попутных металлов снизятся (см. Рис. 1), что скажется отрицательно на чистой денежной себестоимости производства меди. Общая денежная себестоимость в 2013 году вырастет на 8-10% г/г по прогнозу компании, что подразумевает себестоимость производства на уровне \$7 928/т. Данный показатель затрат выше текущей цены спот меди \$7 725/т и лишь несколько ниже нашей прогнозной цены реализации меди в \$8 290/т. Соответственно, в этом и следующих годах зависимость волатильности прибыли от вклада попутных металлов будет расти.

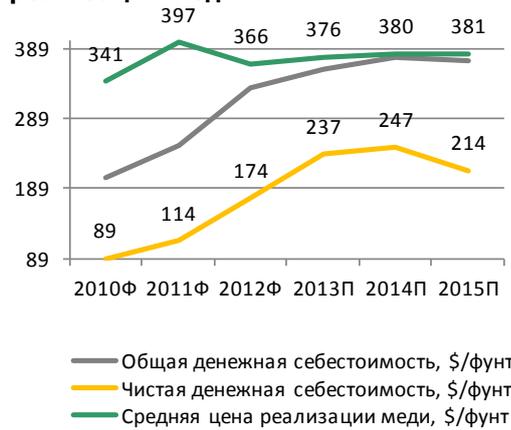
Казахмыс планирует инвестировать \$450-550млн в проекты поддержания производства, \$700-800млн на Бозшаколь, и \$550-650млн на Актогай. Капвложения на Экибастузской ГРЭС-1 в 2012 году оцениваются в \$330-370млн.

**Рисунок 1. Объем пр-ва попутных металлов**



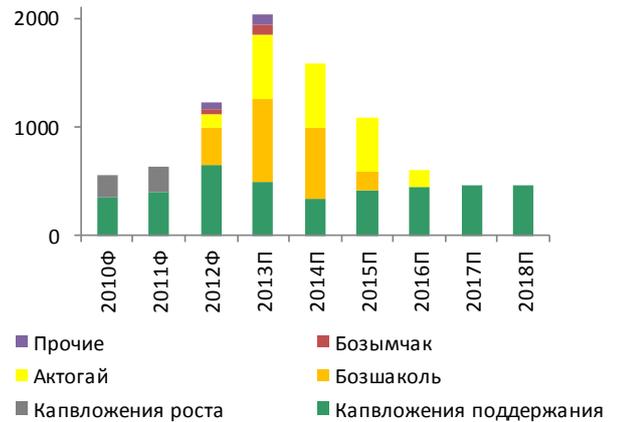
\* на левой оси значения по золоту и цинку, справа по серебру  
 Источники: данные компании

**Рисунок 2. Денежная себестоимость и цена реализации меди**



Источники: данные компании, прогнозы ХФ

**Рисунок 3. Разбивка капитальных инвестиций, \$млн**



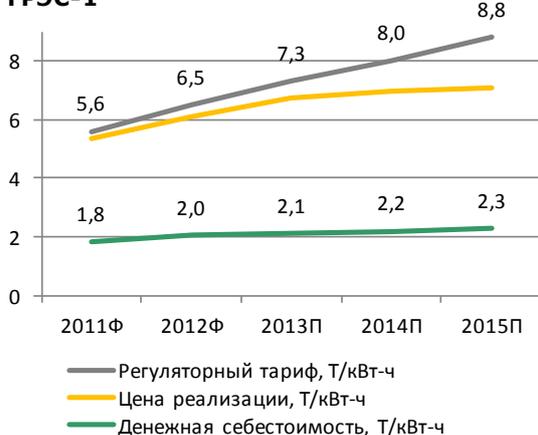
**Бозымчак уже списан, очередь за ENRC**

На прибыль 2012 года отрицательно повлияют списания в \$162млн по проекту Бозымчак в Кыргызстане и списание балансовой стоимости ENRC, рыночная капитализация которой снизилась на более чем 50% в течение прошлого года. Балансовая стоимость ENRC на конец 1П2012 составляла \$4,6млрд, в то время как ее рыночная стоимость сейчас составляет лишь \$1,9млрд. Размер списания будет определен после объявления ENRC финансовых результатов 20 марта. Напомним, что ENRC сейчас также проводит оценку стоимости своих активов на предмет обесценения и уже сообщила, что размер списаний, скорее всего, будет 'значительным'. Мы не ожидаем, что сообщение о списании балансовой стоимости ENRC окажет влияние на стоимости акций Казахмыс, так как это уже учтено в стоимости акций.

**Продажа Экибастузской ГРЭС-1 может послужить положительным катализатором**

Выручка подразделения Энергетики выросла на 24% г/г до \$290млн благодаря росту объемов реализации на 13% и повышению тарифа на 12%. EBITDA выросла на 16,7% г/г, в то время как маржа EBITDA увеличилась с 62,7% до 65,2%. Подразделение продолжает показывать хорошие результаты, а финансовые результаты компании легко предсказуемы благодаря тому, что тарифы на 2013-2015 годы уже известны. Однако после завершения инвестиционной программы компании в 2015 году неопределенность по тарифообразованию возрастет. Компания сейчас ведет переговоры с Самрук-Энерго по продаже своей 50% доли. Во время конференц звонка с аналитиками руководство отметило, что будет радо реализовать 50% долю за \$1,6млрд. Мы считаем, что это довольно оптимистичная оценка, учитывая, что

**Рисунок 4. Прогнозные тарифы и себестоимость Экибастузской ГРЭС-1**



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Казахмыс продал 50% Самрук-Энерго в феврале 2010 года за \$681млн, и считаем, что более реалистичная цена может находиться в диапазоне \$1,0-1,3млрд. Продажа Экибастузской ГРЭС-1 по хорошей цене послужит положительным катализатором для роста акций в краткосрочной перспективе. Компания не сообщила, как планирует распорядиться деньгами в случае продажи. Мы считаем, что существует одинаковая вероятность выплаты части средств в виде дивидендов либо использования средств для финансирования проектов роста.

**Долговая нагрузка продолжает расти, в то время как свободные денежные потоки являются отрицательными**

В течение 2012 года чистый долг компании вырос с отрицательных \$19млн до \$707млн на фоне роста заимствований для финансирования проектов роста. Компания также потратила \$209млн на обратный выкуп акций и выплату дивидендов. Чистый долг оказался ниже нашего прогноза в \$940млн на конец 2012 года из-за более низких капинвестиций на Бозшаколе. Свободные денежные потоки Казахмыса в 2012 году составили отрицательные \$494млн, и мы прогнозируем, что в 2013-2015 гг. свободные денежные потоки останутся отрицательными вследствие продолжающихся инвестиций в расширение производства и в отсутствие достаточных денежных средств, генерируемых подразделением Добычи.

В течение этого периода для компании будет критичным осуществление строгого контроля затрат и удержание инвестиций на Актогае и Бозшаколе в пределах бюджета, наряду с реализацией проектов в срок. Мы прогнозируем, что чистый долг в 2013 году вырастет до \$2,0млрд и достигнет максимума в \$2,9млрд в 2014-2015 гг. Компания начнет снижать долговую нагрузку лишь с 2017 года, после запуска производства на новых проектах. Мы прогнозируем, что свободные денежные потоки будут отрицательными на уровне \$1,6млрд в 2013 году, но ожидаем, что они вырастут до нуля к 2016 году.

**Рисунок 5. Прогноз чистого долга и своб.денежн.потоков**



Источники: прогнозы ХФ

### ***Г-н Ким отходит от дел, что дальше?***

Компания объявила ряд изменений в составе руководства, которые в целом являются нейтральными для операционной деятельности. Владимир Ким, крупнейший акционер, покинул пост председателя Совета директоров компании, как и планировалось, но остался неисполнительным директором. Финансовый директор группы, г-н Mathew Hird решил покинуть компанию; его заместитель займет его должность.

На данном этапе мы не знаем, какие мотивы побудили г-на Кима принять такое решение. Мы согласны с компанией в том, что данный шаг позволит улучшить оценку рынком корпоративного управления компании. До этой поры Казахмыс был одной из немногих компаний в FTSE 100, председателем Совета директоров которой являлся основной акционер.

Данное решение также отдаляет г-на Кима от управления компанией. Напомним, что в 2010 году г-н Ким продал 11% долю в Казахмысе Правительству Казахстана и в ноябре 2012 года заложил 17,3% акций компании в качестве обеспечения по собственным обязательствам. Г-н Ким владеет 28,5% долей участия в Казахмысе.

**Приложение А. Финансовая отчетность**

в млн. \$, кроме значений за акцию	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>						
Выручка	3 563	3 353	3 250	3 316	3 910	3 758
Себестоимость	1 403	1 806	2 154	2 267	2 461	2 239
Валовая прибыль	2 160	1 546	1 095	1 049	1 449	1 520
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	767	826	650	663	782	752
Прочие операционные (доходы) / расходы	(5)	17	(16)	(16)	(19)	(19)
Списания и переоценка	9	202	26	36	43	46
Доля прибыли с СП	(100)	(126)	(146)	(174)	(173)	(172)
ЕВИТДА	1 489	627	582	541	817	912
Износ и амортизация	264	259	236	229	302	353
ЕВИТ	1 225	368	346	312	515	560
Финансовые расходы	137	95	134	173	202	194
Финансовые (доходы)	(69)	(9)	(7)	(6)	(7)	(6)
Прочие (доходы) и расходы	0	0	0	0	0	0
Прибыль до уплаты налога на прибыль	1 157	282	219	145	320	372
Налог на прибыль	280	199	237	242	284	274
Чистая прибыль	221	56	44	29	64	74
(Доход)/убыток от ассоциированных предприятий	(466)	(145)	(129)	(186)	(210)	(253)
Чистая прибыль	1 402	370	304	302	466	551
Миноритарные доли участия	0	1	0	0	0	0
Прибыль относимая акционерам группы	1 402	369	304	302	466	551
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>2,63</b>	<b>0,71</b>	<b>0,58</b>	<b>0,58</b>	<b>0,89</b>	<b>1,05</b>
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	1 102	1 152	1 117	1 140	1 344	1 292
Краткосрочные инвестиции	810	602	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	190	229	214	209	236	216
Запасы	744	946	1 103	1 165	1 252	1 130
Авансы	227	301	292	298	352	338
Прочие текущие активы	71	99	0	99	0	99
Итого оборотные активы	3 144	3 330	2 726	2 912	3 184	3 076
Недвижимость, производственные	2 793	3 532	5 305	6 625	7 368	7 575
Гудвилл и нематериальные активы	53	127	137	150	157	155
Прочие внеоборотные активы	10	56	56	56	56	56
Отложенные налоговые активы	61	85	85	85	85	85
Инвестиции в совместные предприятия	5 438	5 284	5 092	4 839	4 571	4 274
Активы классифицированные к продаже	232	290	290	290	290	290
<b>Итого активы</b>	<b>11 731</b>	<b>12 705</b>	<b>13 691</b>	<b>14 957</b>	<b>15 711</b>	<b>15 511</b>
Краткосрочные займы	525	0	761	1 827	2 283	1 990
Кредиторская задолженность	498	733	804	838	889	791
Прочие краткосрочные обязательства	67	69	77	81	87	79
Текущие налоги к уплате	7	7	0	0	7	0
Итого краткосрочные обязательства	1 097	809	1 641	2 746	3 266	2 860
Долгосрочные займы	1 368	2 461	2 354	2 247	2 050	1 757
Отложенные налоговые обязательства	6	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	274	287	287	287	287	287
Пассивы классифицированные к продаже	154	154	154	154	154	154
Итого обязательств	2 899	3 711	4 436	5 434	5 757	5 058
Доля миноритарных акционеров	7	8	8	8	8	8
Акционерный капитал	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010	2 010
Резервы	6 815	6 975	7 238	7 505	7 937	8 434
Итого собственный капитал	8 832	8 993	9 255	9 523	9 954	10 452
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>11 731</b>	<b>12 705</b>	<b>13 691</b>	<b>14 957</b>	<b>15 711</b>	<b>15 511</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>						
Операционная деятельность						
Чистая прибыль		370	304	302	466	551
Износ и амортизация		259	236	229	302	353
Изменения в оборотном капитале		(107)	38	(124)	(5)	(57)
Изменения в прочих обязат-вах и активах		(41)	183	240	260	300
Прочие		220	26	36	43	46
Денежные средства от опер. деятель-ти		702	786	683	1 066	1 193
Инвестиционная деятельность						
Инвестиции в недвижимость, производств.		(1 218)	(2 035)	(1 585)	(1 087)	(606)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		208	602	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(1 010)	(1 433)	(1 585)	(1 087)	(606)
Финансовая деятельность						
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		(525)	761	1 066	456	(293)
Выпуск долгосрочных займов		1 707	0	0	0	0
(Погашение) долгосрочных займов		(614)	(107)	(107)	(197)	(293)
(Дивиденды) миноритарным акционерам		(0)	0	0	0	0
(Дивиденды) акционерам группы		(121)	(42)	(35)	(34)	(53)
(Выкуп) акций		(88)	0	0	0	0
Доходы от опционов		0	0	0	0	0
Денежные средства от фин. деятель-ти		359	611	925	225	(639)
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>50</b>	<b>(35)</b>	<b>23</b>	<b>204</b>	<b>(52)</b>

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

**Приложение В. Рост, маржа и левередж**

	2011Ф	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Рост и маржа</b>						
Выручка	\$3 563,0	\$3 175,3	\$3 283,7	\$3 159,6	\$4 029,2	\$3 762,7
% рост	10,0%	(10,9%)	3,4%	(3,8%)	27,5%	(6,6%)
Валовая маржа	\$2 159,7	\$1 460,9	\$1 487,9	\$1 421,0	\$1 842,9	\$1 688,9
% маржа	60,6%	46,0%	45,3%	45,0%	45,7%	44,9%
ЕБИТДА	\$1 489,0	\$792,9	\$940,4	\$906,1	\$1 168,6	\$1 078,7
% маржа	41,8%	25,0%	28,6%	28,7%	29,0%	28,7%
% рост	7,4%	(46,7%)	18,6%	(3,6%)	29,0%	(7,7%)
ЕБИТ	\$1 225,0	\$462,6	\$526,7	\$445,5	\$686,7	\$593,3
% маржа	34,4%	14,6%	16,0%	14,1%	17,0%	15,8%
% рост	7,7%	(62,2%)	13,9%	(15,4%)	54,1%	(13,6%)
НОРАТ	\$991,0	\$294,4	\$277,0	\$249,5	\$412,0	\$447,8
% рост	11,1%	(70,3%)	(5,9%)	(9,9%)	65,2%	8,7%
Чистая прибыль	\$1 402,0	\$494,8	\$453,3	\$348,0	\$610,6	\$762,2
% маржа	39,3%	15,6%	13,8%	11,0%	15,2%	20,3%
% рост	0,9%	(64,7%)	(8,4%)	(23,2%)	75,4%	24,8%
<b>Доходность на капитал</b>						
Возврат на собственный капитал (ROE)	15,9%	4,1%	3,3%	3,2%	4,7%	5,3%
Возврат на инвест.капитал после налогов	11,2%	3,0%	2,5%	2,0%	3,2%	3,5%
<b>Коэффициенты кредитоспособности</b>						
ЕБИТДА / Финансовые расходы	10,9x	8,3x	7,0x	5,3x	5,8x	5,6x
ЕБИТ / Финансовые расходы	8,9	4,9	3,9	2,6	3,4	3,1
[ЕБИТДА - Капвложения] / Финансовые расходы	6,2	(5,7)	(1,2)	0,8	2,5	3,3

Источники: прогнозы Халык Финанс, данные компании

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».

© 2013, все права защищены.

#### Макроэкономика

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

**Мадина Курмангалиева**, +7 (727) 330-0157  
[MadinaK2@halykbank.kz](mailto:MadinaK2@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

#### Долговые инструменты

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

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto:SabinaA@halykbank.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.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)

#### Bloomberg

HLFN <Go>