

Лучше синица в руках, чем журавль в небе

4 июля 2013 г.

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

Рекомендация	Держать
12м целевая цена	315
Последняя цена (07/03/13)	263
Потенциал роста	20%
Капитализация	\$2,1 млрд
Доля акций в своб.обращ.	37%
Кол-во выпущ. акций (млн)	524
Максимум за 52 недели	840 GBp
Минимум за 52 недели	230 GBp
Тикер	KAZ LN

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

Совет директоров Казахмыса поддержал предложение консорциума, недооценивающее стоимость акций ENRC, в отсутствие других возможных альтернатив для выхода из инвестиции. Несмотря на наше разочарование, мы должны согласиться с аргументами Совета директоров, и ожидаем, что акционеры Казахмыс одобряют продажу. Мы пересмотрели нашу оценку, включив продажу 26%-ой доли в ENRC и понизили наши прогнозы по ценам на металлы. Мы понижаем нашу 12-месячную целевую цену до 315GBp и повышаем рекомендацию по акции до 'Держать'. Основным краткосрочным катализатором для цены акций является одобрение предложения акционерами Казахмыса, в то время как риски в основном связаны с отклонением предложения акционерами, дальнейшим снижением цены меди и возможным социальным конфликтом в Жезказгане.

Оферта получает поддержку Совета директоров Казахмыса в связи с отсутствием других альтернатив

Совет директоров Казахмыс поддержал предложение консорциума, недооценивающее стоимость акций ENRC, в отсутствие других возможных альтернатив для выхода из инвестиции. По итогам переговоров проведенных с консорциумом, Совет пришел к заключению, что перспективы получить более привлекательное предложение от консорциума отсутствуют, в то время как риск дальнейшего снижения стоимости ENRC значительный. Несмотря на то, что мы согласны с Советом директоров Казахмыса, принимая во внимание такие факторы как продолжающееся расследование Отдела по борьбе с крупными мошенничествами (SFO), высокую долговую нагрузку компании, риск исключения из индекса FTSE-100 и возможное разводнение акционерного капитала, мы все же разочарованы пассивной позицией, которой следовал Казахмыс все эти годы, фактически не принимавший участие в управлении ENRC и не пытавшийся повлиять на принятие стратегических решений.

Казахмыс: последствия принятия предложения

Если Казахмыс примет предложение, то получит \$887млн деньгами и 77млн собственных акций. Казахмыс планирует направить деньги на снижение своей долговой нагрузки (ХФ 2013П чистого долга - \$2,3 млрд), что по нашей оценке позволит улучшить соотношение Чистого долга/ЕБИТДА с 12.2х до 7.6х. Акции, которые получит Казахмыс, будут изъяты из обращения, и позволят сократить общий объем размещенных акций на 14,7%, что окажет положительное влияние на стоимость акций. После завершения сделки, количество акций Казахмыса, находящихся в свободном обращении, повысится примерно на 62,1млн акций или в процентном соотношении вырастет

	Выручка	Рост выручки	ЕБИТДА	Маржа ЕБИТДА	Чистая прибыль	Чистый долг	Возврат на собственный капитал	Возврат на инвест. капитал после налогов	Прибыль на акцию (EPS)	Своб.денежн. потоки компании
	(\$ млн)	(г/г, %)	(\$ млн)	(%)	(\$ млн)	(\$ млн)	(%)	(%)	(\$)	(\$ млн)
2012Ф	3 353	(5,9)	628	18,7	(2 271)	707	(27,4)	2,8	(4,34)	502
2013П	2 862	(14,6)	191	6,7	(54)	2 325	(3,2)	(2,0)	(0,10)	(1 811)
2014П	2 870	0,3	114	4,0	(287)	3 776	(7,5)	(2,8)	(0,64)	(1 582)
2015П	3 312	15,4	281	8,5	(231)	4 553	(6,9)	(1,7)	(0,52)	(872)

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

с 37% до 58%. Мы полагаем, что увеличение доли акций в свободном обращении положительно отразится на ликвидности акций и поможет ограничить влияние мажоритарных акционеров на руководство компании.

По нашим оценкам, после принятия предложения Казахмысу придется признать в своей отчетности убыток от обесценения в размере около \$760млн. Несмотря на то, что данная статья является не денежной, она окажет отрицательное влияние на прибыль. Напомним, что в 2012 году компания уже производила переоценку своих инвестиций в ENRC с 575 пенсов до 375 пенсов за акцию.

Условия предложения ENRC остаются неизменными

24 июня акционеры ENRC получили пересмотренное условное предложение в размере 234.3GBp за акцию (\$ 2,65 наличными и 0,230 доли Казахмыс). Условия оферты в целом остались неизменными по сравнению с предложением, сделанным в предыдущем месяце, но его стоимость снизилась на 7,4% за счет 20,4% снижения цены акций Казахмыса. Для того, чтобы предложение стало безусловным в отношении миноритарных акционеров, оферта должна быть одобрена 75% голосов. Таким образом, голос Казахмыс с 26% акций является решающим.

Механизм голосования акционеров Казахмыс

Для одобрения оферты требуется получение согласия акционеров Казахмыса по трем отдельным резолюциям. Наиболее сложными для получения одобрения будут резолюции два и три. Вторая резолюция требует поддержки со стороны 75% голосов из 73,4% голосующих акционеров. Правительство Казахстана, которое является членом консорциума и владеет 26,6% акций, не может голосовать ни по одной из резолюций. Для одобрения третьей резолюции требуется согласие половины миноритарных акционеров.

Рисунок 1. Список резолюций для голосования акционеров Казахмыса

Резолюция	Стороны, не участвующие в голосовании	Порог
Разрешение на продажу акций ENRC консорциуму покупателей, выкуп акций и на публикацию проспекта	Eurasian Resources и члены консорциума ENRC Consortium (26,6%)	50%
Разрешение на выкуп акций согласно условиям соглашения о выкупе акций	Eurasian Resources и члены консорциума ENRC Consortium (26,6%)	75%
Разрешение на отказ от выполнения Правила №9	Eurasian Resources и члены консорциума ENRC Consortium (26,6%), и мажоритарные акционеры Казахмыса (35,9%)	50%

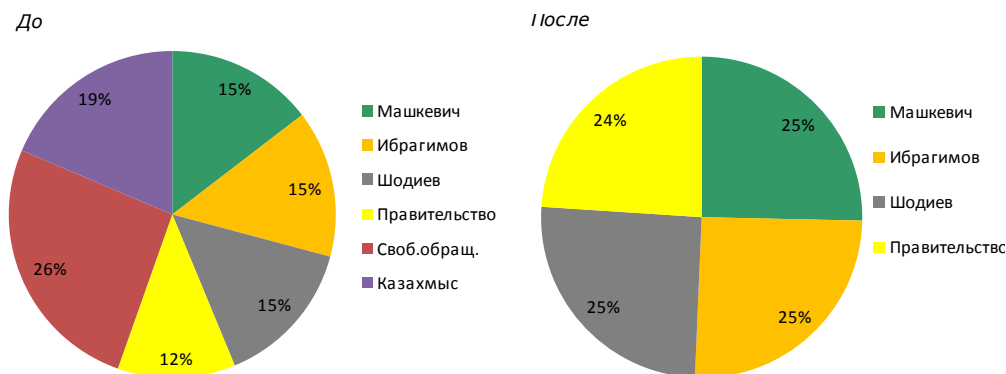
Источник: данные компании

Принятие первой резолюции является сравнительно нетрудным, так как согласие г-на Кима, Огая и Новачука, которые в совокупности владеют 35,9% акций компании, уже получено. Собрание акционеров Казахмыса для голосования по оферте может быть проведено самое раннее в августе, по словам компании.

На наш взгляд, предложение имеет высокие шансы быть принятым акционерами Казахмыса, в отсутствие других альтернатив и с учетом тяжелого положения ENRC. Мы ожидаем, что выкуп ENRC будет, в крайнем случае, завершен до конца текущего года, при условии получения всех необходимых разрешений регулирующих органов.

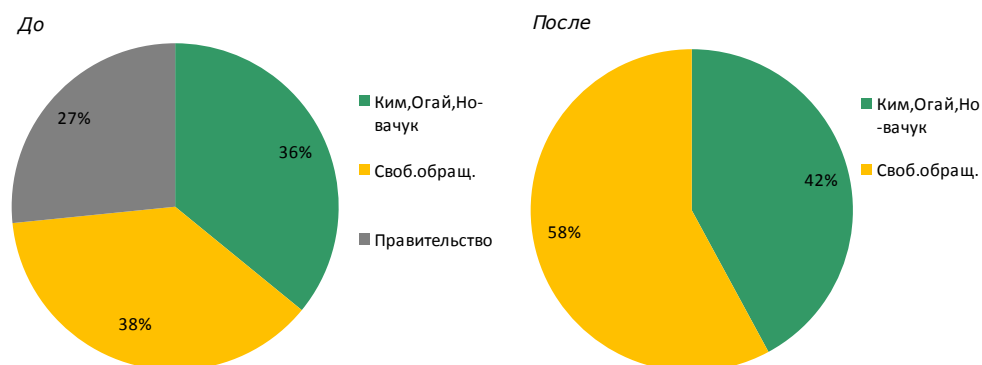
После завершения выкупа, при условии, что Правительство Казахстана не будет вкладывать денежные средства для финансирования выкупа, мы полагаем, что члены консорциума будут иметь примерно равные доли собственности в ENRC. Правительство Казахстана эффективно выйдет из структуры собственников Казахмыса, в то время как г-да Ким, Новачук и Огай увеличат свой пакет акций с 36% до 42%. Количество акций, находящихся в свободном обращении, вырастет примерно с 20% до 58%, что позволит повысить ликвидность акций, и сможет помочь повысить степень защиты миноритарных акционеров.

Рисунок 2. Структура собственников ENRC до и после выкупа



Источник: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Рисунок 3. Структура собственников Казахмыс до и после продажи доли в ENRC



Источник: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Влияние закрытия Жезказганского медеплавильного завода на оценку на данном этапе является нейтральным

20 июня Казахмыс объявил о закрытии с 1 сентября на реконструкцию Жезказганского медеплавильного завода. Текущая технология производства катодной меди, используемая на заводе, не подходит для плавки концентрата с новых проектов роста, Бозшаколя и некоторых более мелких, которые планируется запустить в производство с 2015 года. Казахмыс сообщил, что из общего числа 1767 рабочих, занятых на заводе, 200 рабочих будут переведены на Балхашский медеплавильный завод, 61 рабочих будут задействованы в отгрузке концентрата, а остальные будут задействованы в реконструкции завода. Несмотря на заверение компании, о том, что ни один работник не будет уволен, 24 июня около 100 рабочих и жителей города Жезказгана собрались перед заводом с требованием к руководству разъяснить ситуацию, и составили обращение к Президенту, требуя национализации завода.

Мы считаем, что решение о закрытии завода именно сейчас, скорее всего не связано со срочной необходимостью реконструкции завода, а продиктована нерентабельностью выплавки катодной меди при текущих ценах на медь. Мы ожидаем, что закрытие завода окажет нейтральное влияние на операционные расходы компании, так как существенные сокращения расходов вряд ли возможны, учитывая нежелание работников предприятия идти на уступки. Компания сохраняет свой план производства на 2013 год, в то время как доля концентрата в общей структуре продукции увеличится, и часть концентрата будет перенаправлена для выплавки на Балхашский медеплавильный завод. Предварительно компания оценивает общую стоимость реконструкции Жезказганского медеплавильного завода в \$130 млн, что в рамках нашего среднегодового прогноза затрат на капитальные инвестиции поддержания в 2013-2015 году в \$376млн. На данном этапе мы считаем, что влияние события на оценку компании является нейтральным.

Оценка

Рисунок 4. Прогнозные цены на металлы

	2013П	2014П	2015П	2016П
Медь, \$/т				
- предыдущий	8 290	8 367	8 389	7 000
- новый	7 300	7 200	7 100	7 000
% изменение	(11,9%)	(13,9%)	(15,4%)	0,0%
Золото, \$/унц.				
- предыдущий	1 700	1 650	1 600	1 300
- новый	1 400	1 388	1 342	1 385
% изменение	(17,6%)	(15,9%)	(16,2%)	6,5%
Серебро, \$/унц.				
- предыдущий	34	30	25	23
- новый	24,8	23,2	23,0	23,0
% изменение	(27,2%)	(22,7%)	(8,0%)	0,0%
Цинк, \$/т				
- предыдущий	2 000	2 200	2 300	2 050
- новый	1 973	2 056	2 141	2 233
% изменение	(1,4%)	(6,5%)	(6,9%)	8,9%

Источник: прогнозы Халык Финанс

Мы пересмотрели нашу оценку с учетом обновленных прогнозных цен на сырьевые товары и продажи доли ENRC.

Мы понизили наши прогнозные цены на медь в связи с замедлением экономического роста в Китае, что повлечет снижение темпов роста потребления цветных металлов. Недавнее сужение ликвидности в Китае и ожидаемый профицит на рынке в течение 2013-2014 гг. могут способствовать ослаблению цен на медь, как в краткосрочной, так и среднесрочной перспективе. Мы сохранили наш прогноз цен на медь после 2015 года, так как в долгосрочной перспективе для удовлетворения даже умеренного роста потребления цены должны быть достаточно привлекательными, чтобы способствовать развитию новых месторождений, с более высокой себестоимостью добычи.

Мы также понизили наши прогнозные цены на золото и серебро, так как инвестиционный спрос на драгоценные металлы продолжает снижаться, в то время как физический спрос недостаточен для поддержания цены золота. Сворачивание третьей программы количественного смягчения, ожидаемое в сентябре этого года, будет способствовать увеличению процентных ставок, укреплению доллара, и дальнейшему выходу инвесторов из ETF на золото. Мы ожидаем, что предложение золота на рынке в 2013-2014 годах превысит спрос из-за снижения интереса инвесторов к металлу как к защитному активу, в то время как физический спрос может повыситься на фоне низких цен.

С учетом \$887млн, которые компания может получить с продажи доли в ENRC и с меньшим количеством выпущенных акций, мы оцениваем справедливую стоимость акций Казахмыса на уровне 276 GBp за акцию. Соответственно, мы заключаем, что текущая рыночная оценка акций является справедливой.

Однако, после завершения сделки по продаже доли в ENRC, вероятнее всего можно будет наблюдать краткосрочный рост цены акций. Возможная продажа 50%-ой доли компании в Экибастузской ГРЭС-1, которая пока не учитывается в нашей оценке, может явиться еще одним положительным катализатором для цены акций. Тем не менее, в среднесрочной и долгосрочной перспективе мы сохраняем наш осторожный взгляд на Казахмыс из-за высокой инфляции затрат, ухудшения качества ресурсной базы и ограниченных возможностей для прироста производства до 2015 года.

Приложение А. Финансовая отчетность

в млн. \$, кроме значений за акцию	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
Отчёт о прибылях и убытках					
Выручка	3 353	2 862	2 870	3 312	3 734
Себестоимость	1 804	2 093	2 194	2 354	2 336
Валовая прибыль	1 549	769	675	958	1 398
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	828	716	717	828	934
Прочие операционные (доходы) / расходы	17	(14)	(14)	(16)	(18)
Списания и переоценка	202	23	33	39	42
Доля прибыли с СП	(126)	(146)	(174)	(173)	(172)
ЕВИТДА	628	191	114	281	613
Износ и амортизация	260	260	283	324	316
ЕВИТ	368	(69)	(170)	(44)	297
Финансовые расходы	155	139	194	251	266
Финансовые (доходы)	(64)	(6)	(5)	(6)	(6)
Прочие (доходы) и расходы	0	0	0	0	0
Прибыль до уплаты налога на прибыль	277	(201)	(358)	(289)	37
Налог на прибыль	260	206	206	237	270
Чистая прибыль	86	(40)	(72)	(58)	7
(Доход)/убыток от ассоциированных предприятий	2 481	(107)	0	0	0
Чистая прибыль	(2 290)	(54)	(287)	(231)	30
Миноритарные доли участия	1	0	0	0	0
Прибыль относимая акционерам группы	(2 291)	(54)	(287)	(231)	30
Прибыль на акцию (EPS)	(4,37)	(0,10)	(0,55)	(0,44)	0,06
Балансовый отчет					
Денежные средства	1 246	984	986	1 139	1 284
Краткосрочные инвестиции	515	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	122	118	118	136	153
Запасы	750	906	944	994	958
Авансы	380	258	258	298	336
Прочие текущие активы	30	0	30	0	30
Итого оборотные активы	3 043	2 265	2 336	2 566	2 761
Недвижимость, производственные	3 062	4 814	6 052	6 677	6 810
Гудвилл и нематериальные активы	64	109	121	128	130
Прочие внеоборотные активы	532	532	532	532	532
Отложенные налоговые активы	87	87	87	87	87
Инвестиции в совместные предприятия	2 954	2 777	2 655	2 533	2 413
Активы классифицированные к продаже	251	290	290	290	290
Итого активы	9 993	10 874	12 073	12 814	13 024
Краткосрочные займы	29	527	2 088	3 213	3 714
Кредиторская задолженность	622	750	779	818	792
Прочие краткосрочные обязательства	48	57	60	64	62
Текущие налоги к уплате	1	0	0	1	0
Итого краткосрочные обязательства	700	1 334	2 926	4 096	4 568
Долгосрочные займы	2 439	2 782	2 675	2 478	2 185
Отложенные налоговые обязательства	1	1	1	1	1
Прочие долгосрочные обязательства	430	430	430	430	430
Пассивы классифицированные к продаже	158	158	158	158	158
Итого обязательства	3 728	4 705	6 190	7 163	7 342
Доля миноритарных акционеров	6	6	6	6	6
Акционерный капитал	1 918	1 918	1 918	1 918	1 918
Резервы	4 341	4 245	3 959	3 727	3 757
Итого собственный капитал	6 265	6 169	5 883	5 651	5 681
Итого обязат-ва и собственный капитал	9 993	10 874	12 073	12 814	13 024
Отчет о движении денежных средств					
Операционная деятельность					
Чистая прибыль		(54)	(287)	(231)	30
Износ и амортизация		260	283	324	316
Изменения в оборотном капитале		136	(36)	(34)	(78)
Изменения в прочих обязат-вах и активах		133	110	114	118
Прочие		(16)	33	39	42
Денежные средства от опер. деятель-ти		459	103	212	428
Инвестиционная деятельность					
Инвестиции в недвижимость, производств.		(2 035)	(1 554)	(989)	(491)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		515	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(1 520)	(1 554)	(989)	(491)
Финансовая деятельность					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		498	1 560	1 126	501
Выпуск долгосрочных займов		450	0	0	0
(Погашение) долгосрочных займов		(107)	(107)	(197)	(293)
(Дивиденды) миноритарным акционерам		0	0	0	0
(Дивиденды) акционерам группы		(42)	0	0	0
Денежные средства от фин. деятель-ти		799	1 453	929	208
Чистый прирост денежных средств		(262)	2	152	145

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Приложение В. Рост, маржа и левередж

	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
Рост и маржа					
Выручка	\$3 353	\$2 862	\$2 870	\$3 312	\$3 734
% рост	(5,9%)	(14,6%)	0,3%	15,4%	12,7%
Валовая маржа	\$1 549	\$769	\$675	\$958	\$1 398
% маржа	46,2%	26,9%	23,5%	28,9%	37,4%
ЕБИТДА	\$628	\$191	\$114	\$281	\$613
% маржа	18,7%	6,7%	4,0%	8,5%	16,4%
% рост	(57,8%)	(69,5%)	(40,6%)	146,9%	118,5%
ЕБИТ	\$368	(\$69)	(\$170)	(\$44)	\$297
% маржа	11,0%	(2,4%)	(5,9%)	(1,3%)	8,0%
% рост	(70,0%)	(118,7%)	147,3%	(74,2%)	(778,2%)
НОРАТ	\$294	(\$55)	(\$136)	(\$35)	\$238
% рост	(70,3%)	(118,7%)	147,3%	(74,2%)	(778,2%)
Чистая прибыль	(\$2 290)	(\$54)	(\$287)	(\$231)	\$30
% маржа	(68,3%)	(1,9%)	(10,0%)	(7,0%)	0,8%
% рост	(263,4%)	(97,7%)	433,5%	(19,3%)	(113,0%)
Доходность на капитал					
Возврат на собственный капитал (ROE)	(25,9%)	(0,9%)	(4,6%)	(3,9%)	0,5%
Возврат на инвест.капитал после налогов	3,3%	(0,8%)	(1,6%)	(0,4%)	2,3%
Коэффициенты кредитоспособности					
ЕБИТДА / Финансовые расходы	4,0x	1,4x	0,6x	1,1x	2,3x
ЕБИТ / Финансовые расходы	2,4	(0,5)	(0,9)	(0,2)	1,1
[ЕБИТДА - Капвложения] / Финансовые расходы	(3,8)	(13,3)	(7,4)	(2,8)	0,5

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

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

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

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
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

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>

Factset

Halyk Finance

Thomson Reuters

Halyk Finance

Capital IQ

HLFN