

## Результаты 1П2013 не вселяют оптимизма

3 сентября 2013 г.

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

Рекомендация	Держать
12м целевая цена, GBp	311
Последняя цена (09/02/13)	306
Потенциал роста	1%
Капитализация	\$2,5 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

На прошлой неделе Казахмыс объявил финансовые результаты за первое полугодие. Результаты, как и ожидалось, оказались слабыми. Компания снизила собственный прогноз себестоимости и капитальных инвестиций на 2013 год, однако, влияние данных изменений на нашу оценку ограниченное. Мы пересмотрели нашу 12-месячную целевую цену до 311 пенсов и сохраняем рекомендацию - Держать.

В следующие два года мы ожидаем, что маржа компании продолжит сужаться из-за растущих операционных затрат и стагнирования цен на металлы, а леввередж продолжит расти. Мы ожидаем, что финансовое положение компании улучшится только после 2017 года, когда новые проекты выйдут на полную мощность. Жесткая дисциплина в отношении операционных и административных затрат, значительное сокращение капитальных инвестиций поддержания и завершение проектов роста в срок и в рамках озвученного бюджета являются критичными факторами для стоимости компании сейчас и продолжат оставаться таковыми в последующие годы. Продажа ГРЭС-1, переговоры по которой компания планирует возобновить, позволит снизить долговую нагрузку и поможет компании сфокусироваться на медном подразделении.

### Убыток по итогам 1П2013 на фоне списания по ENRC

В 1П2013 чистый убыток компании составил \$962млн в основном из-за списания балансовой стоимости ENRC на \$823млн. Стоимость акций ENRC на балансе была уменьшена с 375 пенсов до значения оферты (примерно 235 пенсов). Чистый убыток компании отпродолжающейся деятельности составил \$177млн, по сравнению с чистой прибылью в \$115млн в 1П2012. Компания решила не выплачивать промежуточный дивиденд.

### ЕБИТДА медного подразделения упала на 41% г/г

Финансовые показатели медного подразделения заметно ухудшились в 1П2013 из-за растущих операционных затрат и снижения цен на металлы. ЕБИТДА медного подразделения скорректированная на не денежный компонент расходов по нетрудоспособности упала на 41% г/г до \$337млн, в то время как ЕБИТДА компании с учетом вклада ассоциированных предприятий и СП выросла на 29% г/г до \$714млн.

### Рисунок 1. Обзор финансовых результатов 1П2013

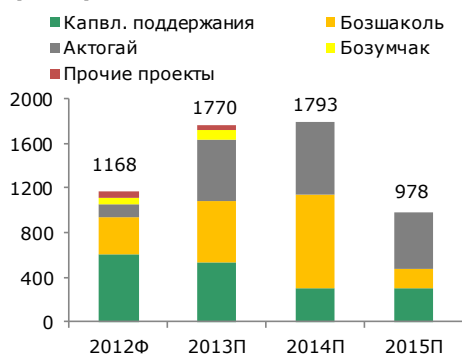
в млн \$, кроме значений за акцию	1П2013Ф	1П2012Ф	г/г,%
Выручка	1 571	1 516	3,6
ЕБИТДА медного подразделения (без учета особых статей)	337	574	(41,3)
ЕБИТДА Группы (без учета особых статей)	714	1 007	(29,1)
Прибыль (убыток) от продолж. дея-ти	(177)	115	n/a
Прибыль (убыток) за период	(962)	122	n/a
Прибыль на акцию (EPS)	(1,84)	0,23	n/a
Капитальные инвестиции	758	460	64,8
Валовая денежная себестоимость, \$/фунт	3.36	3.39	(0,9)
Чистая денежная себестоимость, \$/фунт	2.32	1.49	55,7
Средняя цена реализации меди, \$/т	7 508	8 253	(9,0)

Источники: прогнозы ХФ, Блумберг

Выручка выросла на 3,6% г/г до \$1 571млн, что соответствует консенсус прогнозу, благодаря росту объемов реализации меди, частично компенсированному 9% снижением цены меди. Валовая денежная себестоимость производства меди выросла лишь на 5% до \$3,36/фунт по сравнению с 2012 годом, в то время как чистая денежная себестоимость повысилась на 28,2% до \$2,32/фунт из-за снижения цен на попутные металлы. Рост валовой денежной себестоимости на период оказался более умеренным, чем компания ожидала в феврале. Теперь, Казахмыс снижает свой прогноз темпов роста общей денежной себестоимости с 8-12% до 5-8%.

### **Казахмыс сокращает капзатраты поддержания, откладывает развитие небольших проектов роста**

**Рисунок 2. Прогноз капвложений (\$млн)**



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Капитальные инвестиции компании в 1П2013 составили \$758млн, из которых \$418млн пришлось на инвестиции роста. Казахмыс также снизил собственный прогноз капитальных инвестиций поддержания на \$50млн до \$470-590млн в связи с реализацией большинства запланированных проектов оптимизации в первой половине года. Более того, компания ожидает снижение капитальных инвестиций поддержания в будущем в связи с закрытием Жезказганского медеплавильного завода и Сатпаевской обогатительной фабрики во 2П2013. Однако ожидаемый объем сокращения не был озвучен компанией. Казахмыс также снизил прогноз капитальных инвестиций роста в этом году примерно на \$300млн в основном из-за переноса сроков осуществления некоторых выплат по Актогаю и Бозшаколю и приостановки инвестиций в небольшие проекты развития.

### **Жизнь после продажи доли в ENRC**

Следующие два года обещают быть тяжелыми для Казахмыса, так как маржа продолжит сужаться из-за роста операционных затрат, стагнации цен на металлы и растущей долговой нагрузки. По нашей оценке чистый долг компании вырастет до \$1 155млн (с учетом денег с продажи ENRC) в 2013 г., \$2 970млн в 2014 г. и \$3 850млн в 2015 г.. Мы ожидаем, что долговое бремя снизится только после 2017 года, когда Актогай и Бозшаколь выйдут на полную проектную мощность. Жесткая дисциплина в отношении операционных и административных затрат, значительное сокращение капитальных инвестиций поддержания и завершение проектов роста в срок и в рамках озвученного бюджета являются критическими факторами для стоимости компании сейчас, и по нашему мнению продолжат оставаться таковыми в последующие годы. Продажа Экибастузской ГРЭС-1, переговоры по которой компания теперь планирует возобновить, будет сильным положительным катализатором для акций при цене реализации выше \$1,1млрд, по нашей оценке. Деньги, полученные с продажи, позволят компании снизить долговую нагрузку и сфокусироваться на медном подразделении.

### **Пересмотр оценки**

Мы пересмотрели нашу модель, отразив финансовые результаты 1П2013, и произвели следующие изменения в наших предположениях на 2013 год:

1. Снизили прогноз общей денежной себестоимости;
2. Снизили прогноз капитальных инвестиций;
3. Повысили объемы производства серебра.

Мы снизили наш прогноз общей денежной себестоимости на 2013 год с \$3,53/фунт до \$3,47/фунт вслед за понижением компанией собственного прогнозного диапазона с \$3,47-3,60/фунт до \$3,37-3,47/фунт.

С учетом изменений прогноза компании по капитальным инвестициям на 2013 год, мы снизили наш прогноз капитальных инвестиций поддержания до \$530млн и инвестиций роста до \$1 240млн. Мы отмечаем, что влияние данных изменений на оценку ограниченное, так как общий бюджет капзатрат по Актогаю и Бозшаколю остается на прежнем уровне, а изменения по сути лишь перенесли некоторые инвестиции на 2014-2015 годы. Также, мы не ожидаем, что общие капитальные инвестиции по двум проектам роста будут ниже запланированного бюджета из-за повсеместного снижения цен на металлы, так как большая часть оборудования уже законтрактована компанией по фиксированным ценам.

Дополнительно, мы повысили наш прогноз объема производства серебра в 2013 года на 1000тыс.унций до 12000тыс.унций, что также соответствует пересмотренному прогнозу компании.

В целом влияние данных изменений на нашу оценку ограниченное, так как часть капитальных инвестиций лишь была перенесена на год или два, а рентабельность производства меди больше зависит от чистой денежной себестоимости, которая не сильно изменилась вследствие изменений прогноза общей себестоимости. Согласно нашей пересмотренной оценке справедливая стоимость акций Казахмыса составляет 272пенса, что на 12,4% ниже последней цены закрытия акций. Мы устанавливаем нашу 12-месячную целевую цену на уровне 311пенсов и сохраняем рекомендацию 'Держать'. Закрытие сделки по продаже доли в ENRC, реализация 50%-ой доли в ГРЭС-1, и получение рынком большей ясности по сокращению операционных и капитальных затрат после закрытия старых активов являются ключевыми катализаторами для стоимости акций компании в следующие 12 месяцев.

**Сравнительная оценка**

Название	Тикер	Рыночная капитализация	Текущая стоимость компании (EV)	Изм-ие ст-ти с начала года	Стоимость компании/ЕВITDA			P/E			Долг/капитал	Чистый долг/12М ЕВITDA	WACC			
					2012Ф	2013П	2014П	2012Ф	2013П	2014П						
Диверсифицированные компании																
BHP Billiton	BHP AU	167 041	196 544	(0)	6,3x	5,8x	5,6x	11,9x	10,8x	10,1x	32,8	1,3x	10,9			
Rio Tinto	RIO LN	90 667	122 680	(11)	6,1	5,5	5,1	9,3	8,1	7,3	34,8	2,1	11,9			
Vale	VALE US	74 299	98 836	(29)	5,1	5,1	5,1	7,4	7,3	7,4	29,3	1,4	14,8			
Anglo American	AAL LN	33 303	47 609	(16)	5,4	5,0	4,4	12,9	11,0	9,2	29,9	1,9	9,5			
ENRC	ENRC LN	4 560	10 711	(20)	5,3	4,5	3,7	7,9	6,0	4,0	37,2	3,5	7,5			
					<i>Максимум</i>			6,3x	5,8x	5,6x	12,9x	11,0x	10,1x	37,2	3,5x	14,8
					<i>Минимум</i>			5,1	4,5	3,7	7,4	6,0	4,0	29,3	1,3	7,5
					<i>Среднее</i>			5,7	5,2	4,8	9,9	8,6	7,6	32,8	2,0	10,9
					<i>Медиана</i>			5,4	5,1	5,1	9,3	8,1	7,4	32,8	1,9	10,9
Схожие компании																
Freeport McMoran	FCX US	31 365	54 057	(6)	6,8x	5,1x	4,7x	12,2x	9,8x	9,0x	46,3	3,7x	9,5			
Southern Copper	SCCO US	23 159	25 061	(26)	8,4	8,1	6,9	14,5	15,0	12,3	44,6	0,6	11,4			
Antofagasta	ANTO LN	13 577	13 892	(29)	5,2	5,4	5,3	14,8	15,3	14,8	15,7	0,1	14,3			
First Quantum	FM CN	9 831	12 830	(19)	9,6	7,0	4,8	18,1	13,6	9,0	23,1	2,5	19,6			
Jiangxi Copper	358 HK	8 542	8 645	(20)	8,9	8,7	9,0	11,2	11,1	11,1	30,9	0,1	12,5			
Vedanta	VED LN	4 927	27 986	5	5,9	4,9	4,7	20,6	11,4	9,8	46,8	4,5	12,3			
Boliden	BOL SS	4 196	5 381	(14)	7,4	6,0	5,0	18,9	12,1	8,9	26,4	1,6	9,5			
Eramet	ERA FP	2 520	3 475	(34)	8,1	5,2	4,0	0,0	22,0	12,7	17,2	2,4	11,4			
					<i>Максимум</i>			9,6x	8,7x	9,0x	20,6x	22,0x	14,8x	46,8	4,5x	19,6
					<i>Минимум</i>			5,2	4,9	4,0	0,0	9,8	8,9	15,7	0,1	9,5
					<i>Среднее</i>			7,5	6,3	5,6	13,8	13,8	11,0	31,4	1,9	12,5
					<i>Медиана</i>			7,8	5,7	4,9	14,6	12,9	10,5	28,7	2,0	11,8
Казахмыс	KAZ LN	2 490	3 753	(60)	5,3	5,3	4,3	12,4	13,1	6,4	36,4	0,9	13,9			

\* 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%.

\*\*\* Для Казахмыса при расчете мультипликаторов мы использовали Блумберг консенсус для лучшего сравнения с показателями схожих компаний

Источники: Блумберг

**Финансовая отчетность**

в млн. \$, кроме значений за акцию	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>					
Выручка	3 353	2 861	2 845	3 339	3 761
Себестоимость	1 804	2 053	2 287	2 490	2 448
Валовая прибыль	1 549	808	558	849	1 312
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	828	715	711	835	940
Прочие операционные (доходы) / расходы	17	(14)	(14)	(17)	(19)
Списания и переоценка	202	22	31	39	42
Доля прибыли с СП	(126)	(139)	(152)	(168)	(172)
ЕВТДА	628	224	(18)	159	521
Износ и амортизация	260	261	275	316	315
ЕВТ	368	(38)	(293)	(156)	207
Финансовые расходы	155	132	188	257	275
Финансовые (доходы)	(64)	(6)	(5)	(6)	(6)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	277	(163)	(477)	(408)	(62)
Налог на прибыль	260	208	206	239	272
Чистая прибыль	86	(33)	(95)	(82)	(12)
(Доход)/убыток от ассоциированных предприятий	2 481	(107)	0	0	0
Чистая прибыль	(2 290)	(23)	(381)	(326)	(50)
Миноритарные доли участия	1	0	0	0	0
Прибыль относимая акционерам группы	(2 291)	(23)	(381)	(326)	(50)
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>(4,37)</b>	<b>(0,04)</b>	<b>(0,73)</b>	<b>(0,62)</b>	<b>(0,09)</b>
<b>Балансовый отчет</b>					
Денежные средства	1 246	984	978	1 148	1 293
Краткосрочные инвестиции	515	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	122	118	117	137	155
Запасы	750	886	988	1 057	1 009
Авансы	380	258	256	300	338
Прочие текущие активы	30	0	30	0	30
Итого оборотные активы	3 043	2 245	2 369	2 642	2 825
Недвижимость, производственные	3 062	4 549	6 035	6 658	6 781
Гудвилл и нематериальные активы	64	106	121	129	131
Прочие внеоборотные активы	532	532	532	532	532
Отложенные налоговые активы	87	87	87	87	87
Инвестиции в совместные предприятия	2 954	2 782	2 675	2 558	2 437
Активы классифицированные к продаже	251	290	290	290	290
<b>Итого активы</b>	<b>9 993</b>	<b>10 590</b>	<b>12 109</b>	<b>12 896</b>	<b>13 083</b>
Краткосрочные займы	29	231	2 149	3 398	3 967
Кредиторская задолженность	622	733	816	870	835
Прочие краткосрочные обязательства	48	55	62	68	65
Текущие налоги к уплате	1	0	0	1	0
Итого краткосрочные обязательства	700	1 020	3 027	4 336	4 867
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	4 391	6 291	7 403	7 641
Доля миноритарных акционеров	6	6	6	6	6
Акционерный капитал	1 918	1 918	1 918	1 918	1 918
Резервы	4 341	4 276	3 894	3 568	3 519
Итого собственный капитал	6 265	6 200	5 818	5 492	5 443
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>9 993</b>	<b>10 590</b>	<b>12 109</b>	<b>12 896</b>	<b>13 083</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>					
Операционная деятельность					
Чистая прибыль		(23)	(381)	(326)	(50)
Износ и амортизация		261	275	316	315
Изменения в оборотном капитале		138	(40)	(43)	(77)
Изменения в прочих обязат-вах и активах		130	92	110	119
Прочие		(17)	31	39	42
Денежные средства от опер. деятель-ти		489	(24)	96	349
Инвестиционная деятельность					
Инвестиции в недвижимость, производств.		(1 770)	(1 793)	(978)	(480)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		515	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(1 255)	(1 793)	(978)	(480)
Финансовая деятельность					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		202	1 918	1 249	569
Выпуск долгосрочных займов		450	0	0	0
(Погашение) долгосрочных займов		(107)	(107)	(197)	(293)
(Дивиденды) акционерам группы		(42)	0	0	0
Денежные средства от фин. деятель-ти		503	1 811	1 052	276
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>(262)</b>	<b>(6)</b>	<b>170</b>	<b>145</b>

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».

© 2013, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@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) 330-0153  
[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)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>

#### Factset

Halyk Finance

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Capital IQ

HLFN