

Девальвация тенге нейтральна для стоимости ГДР

18 февраля 2014 г.

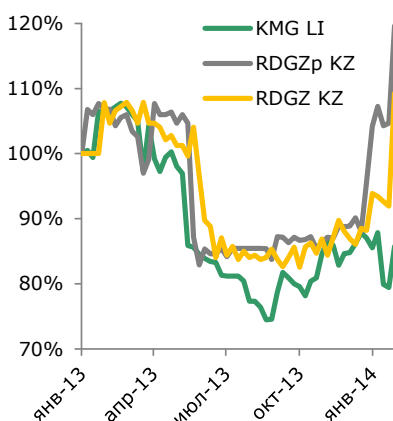
Мариям Жумадил
m.zhumadil@halykfinance.kz
+7(727)2446538

Простые акции	Держать
12М целевая цена, KZT	17 382
Последняя цена (02/18/2014), KZT	17 257
12М целевая цена, \$/ГДР	15,7
Последняя цена (02/18/2014), \$/ГДР	15,5
Потенциал роста (падения)	1,4%
Ожидаемая дивидендная доходность	4,8%
Ожидаемая совокупная доходность	6,1%
Рын. капитализация (млрд)	\$6.5
Доля акций в свободном обращении	36%
Диапазон за 52 недели	12 980-17 732
Кол-во акций в обращении	67,8
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Держать
12М целевая цена, KZT	12 814
Последняя цена (02/18/2014), KZT	13 983
Потенциал роста (падения)	(8,4%)
Ожидаемая дивидендная доходность	5,8%
Ожидаемая совокупная доходность	(2,5%)
Доля акций в свободном обращении	100%
Диапазон за 52 недели	9 200-14 000
Кол-во акций в обращении, млн	2,1
Тикер	RDGZp

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

Динамика изменения цены акций РД КМГ



Источник: Блумберг

После девальвации тенге на 20% на прошлой неделе ГДР РД КМГ выросли на 7,3%, а простые акции на KASE на 17.9%. Девальвация позволит экспортеру нефти увеличить прибыль в тенге и посадить внушительный доход от переоценки \$4,5млрд на балансе. Однако, несмотря на краткосрочные выгоды девальвации, мы ожидаем, что положительный эффект на прибыль будет нейтрализован в следующие пару лет по мере ускорения инфляции в Казахстане. Мы повышаем нашу 12-месячную целевую цену по ГДР и простым акциям на 2% и 17,1% до \$15,7 и T17 382, соответственно. Наша оценка справедливой стоимости ГДР изменилась незначительно, так как положительный эффект девальвации на стоимость компании был практически полностью абсорбирован изменением курса. Более высокая прибыль за 2014 год может позволить компании выплатить более высокие дивиденды в следующем году, при текущих ценах дивидендная доходность по простым акциям может составить 8,9% и по привилегированным 11,0%. Мы сохраняем рекомендацию Держать, так как текущая стоимость акций соответствует нашей оценке справедливой стоимости.

Девальвация положительна для выручки и капитальных инвестиций, неоднозначна для операционных расходов

Девальвация местной валюты положительно отразится на выручке, так как компания экспортирует 75% добываемой нефти. Оставшиеся 25% объема реализовывается на внутреннем рынке по цене T48 000 за тонну (фиксированная цена на 2014 год). По нашей оценке, вследствие девальвации выручка компании в 2014-2017 годы в среднем увеличится на 15,0%.

Влияние на операционные расходы смешанное, так как налоги с привязкой к выручке вырастут сразу, в то время как трудовые издержки будут ниже, но ненадолго. Президент РК уже поручил компаниям экспортерам повысить оплату труда для производственного персонала на 10% с 1 апреля. Мы предполагаем, что примерно 55% операционных расходов компании (вкл. административные расходы, искл.амортизацию) деноминированы в долларах. Мы считаем, что операционные расходы в тенге будут постепенно расти по мере ускорения инфляции в Казахстане. Мы ожидаем, что инфляция затрат составит 10-12% в 2014 году, 9% в 2015 году и 7% далее. В результате, мы повышаем наш прогноз по EBITDA (в KZT) на 2014 и 2015 годы на 15,5% и 19,6%, соответственно.

Согласно компании приблизительно 50% капитальных инвестиций производится в тенге. По нашей оценке, вследствие девальвации капитальные инвестиции компании снизятся в среднем на 5,3% в год? в течение 2014-2017.

Более высокая прибыль за 2014 год может позволить компании выплатить более высокие дивиденды

На конец 3кв2013, 82% денежных средств компании были в долларах, остаток хранился в тенге. По нашей оценке, это позволит компании посадить в 2014 году доход от переоценки валюты в размере T122млрд. Соответственно, при нашем базовом сценарии выплаты дивидендов в размере 40% от чистой прибыли,

с учетом повышения прибыли на 58% в 2014 году, по нашей оценке, компания сможет выплатить Т1 525 на акцию в 2015 году, что подразумевает дивидендную доходность в 9% по простым акциям и 11% по привилегированным.

Текущая оценка акций соответствует справедливой оценке

Мы отразили в нашей модели девальвацию тенге, вследствие чего наибольшие изменения произошли в наших прогнозах выручки, операционных расходов и капитальных затрат. Мы не видим дальнейшего потенциала роста для стоимости акций и подтверждаем нашу рекомендацию Держать. Единственный катализатор для роста стоимости акций в ближайшее время это выплата компанией более высоких, чем ожидается, дивидендов за 2013 год. Размер рекомендуемого дивиденда станет известен после заседания Совета Директоров в марте, либо в апреле. До этого времени, мы ожидаем, что цена акций будет колебаться вокруг текущих уровней, возможно будет некоторая фиксация прибыли по привилегированным акциям. Мы не ожидаем, что финансовые результаты за 2013 год, которые будут опубликованы в этот четверг, будут содержать положительные сюрпризы.

Рисунок 1. Пересмотр прогнозов

в млн. тенге, кроме значений на акцию	2014П	2015П	2016П	2017П
Выручка				
-предыдущий	812 911	765 607	711 894	676 698
-новый	916 033	867 224	821 679	801 810
% изменение	12,7%	13,3%	15,4%	18,5%
Себестоимость				
-предыдущий	478 848	457 105	450 561	447 613
-новый	534 928	507 190	494 353	483 309
% изменение	11,7%	11,0%	9,7%	8,0%
Административные расходы				
-предыдущий	110 917	109 734	107 447	105 745
-новый	123 415	122 919	120 155	117 575
% изменение	11,3%	12,0%	11,8%	11,2%
ЕВИТДА				
-предыдущий	201 549	184 172	149 234	109 706
-новый	232 827	220 280	201 752	184 885
% изменение	15,5%	19,6%	35,2%	68,5%
Чистая прибыль				
-предыдущий	172 380	143 626	103 170	83 512
-новый	270 582	159 163	134 718	124 313
% изменение	57,0%	10,8%	30,6%	48,9%
Капитальные инвестиции				
-предыдущий	869	878	868	747
-новый	843	836	815	698
% изменение	(3,0%)	(4,8%)	(6,1%)	(6,5%)
Дивиденд				
-предыдущий	982	818	588	476
-новый	1 541	907	767	708
% изменение	57,0%	10,8%	30,6%	48,9%

Источник: прогнозы Халык Финанс

Приложение А. Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	797 170	805 612	916 033	867 224	821 679
Себестоимость	414 533	453 594	534 928	507 190	494 353
Валовая прибыль	382 637	352 017	381 105	360 034	327 325
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	93 088	103 453	123 415	122 919	120 155
ЕВITDA	283 445	230 877	232 827	220 280	201 752
Износ и амортизация	53 747	50 971	61 456	74 016	84 758
ЕВIT	229 698	179 906	171 370	146 264	116 993
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(67 442)	(61 599)	(55 631)	(55 230)	(51 423)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	253 749	197 698	365 651	215 085	182 052
Налог на прибыль	92 926	54 144	95 069	55 922	47 334
Чистая прибыль	160 823	143 555	270 582	159 163	134 718
Прибыль на акцию (EPS)	2 290	2 044	3 853	2 267	1 918
Балансовый отчет					
Денежные средства	154 705	161 122	183 207	173 445	164 336
Краткосрочные инвестиции	550 556	569 694	611 790	634 778	658 408
Дебиторская задолженность	101 168	102 239	116 253	110 059	104 278
Запасы	25 058	31 072	36 726	35 791	35 662
Итого оборотные активы	933 057	966 772	1 064 690	1 064 569	1 067 377
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	325 520	377 524	470 152	550 755	618 325
К получению от СП (КГМ)	14 326	15 714	15 714	15 714	15 714
Нематериальные активы	19 584	12 899	12 899	12 899	12 899
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	118 959	125 025	132 485	141 222	150 516
Инвестиции в СП (КГМ)	89 252	89 523	89 848	90 179	90 516
Прочие финансовые активы	1 085	13 950	13 950	13 950	13 950
Итого активы	1 564 101	1 671 054	1 869 385	1 958 934	2 038 945
Краткосрочные займы	2 462	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	82 255	88 629	104 757	102 091	101 723
Провизии	17 319	20 183	23 855	23 248	23 164
Прочие оборотные обязательства	82 520	88 914	105 094	102 420	102 051
Итого текущие обязательства	184 556	197 725	233 707	227 759	226 938
Долгосрочный долг	4 848	4 848	4 848	4 848	4 848
Отложенные налоговые обязательства	-	490	490	490	490
Прочие долгосрочные обязательства	36 927	39 210	39 210	39 210	39 210
Итого обязательства	226 331	242 273	278 255	272 307	271 486
Капитал	162 952	162 952	162 952	162 952	162 952
Нераспределенная прибыль	1 154 335	1 240 468	1 402 817	1 498 314	1 579 145
Итого собственный капитал	1 337 770	1 428 781	1 591 130	1 686 627	1 767 458
Итого обязательства и собств. капитал	1 564 101	1 671 054	1 869 385	1 958 934	2 038 945
Отчет о движении денежных средств					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль		143 555	270 582	159 163	134 718
Износ и амортизация		50 971	61 456	74 016	84 758
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий		(61 599)	(55 631)	(55 230)	(51 423)
Изменения оборотного капитала		7 471	2 244	7 400	10 891
Изменения прочих активов и пассивов		46 094	-	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:		186 492	278 652	185 348	178 945
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции		(156 315)	(154 084)	(154 618)	(152 329)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		(19 138)	(42 096)	(22 988)	(23 630)
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(175 452)	(196 181)	(177 607)	(175 959)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		(2 462)	-	-	-
Дивиденды полученные от ассоц. и СП		55 262	47 846	46 162	41 792
(Дивиденды) акционерам группы		(57 422)	(108 233)	(63 665)	(53 887)
Денежные средства от фин. деятель-ти		(4 622)	(60 387)	(17 503)	(12 095)
Чистый прирост денежных средств		6 417	22 084	(9 762)	(9 109)
Баланс денежных средств на начало периода		154 705	161 122	183 207	173 445
Баланс денежных средств на конец периода		161 122	183 207	173 445	164 336

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».

© 2014, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент Продаж

Директор департамента

Ардак Нурахаева, +7 (727) 244 69 91

a.nurakhayeva@halykfinance.kz

Для институциональных инвесторов:

Анель Акиянова, +7 (727) 259-6202

a.akiyanova@halykfinance.kz

Асель Исатаева, +7 (727) 244-6545

a.isatayeva@halykfinance.kz

Для розничных инвесторов:

Дарья Манеева, +7 (727) 244-6980

d.maneyeva@halykfinance.kz

Сабина Муканова, +7 (727) 259-6203

s.mukanova@halykfinance.kz

Департамент Исследований

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541

s.khakimzhanov@halykfinance.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157

n.jandarova@halykfinance.kz

Долговые инструменты

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153

b.madybaev@halykfinance.kz

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986

y.mustafin@halykfinance.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968

s.amangeldi@halykfinance.kz

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538

m.zhumadil@halykfinance.kz

Еркин Абдрахманов, +7 (727) 244-6538

y.abdrakhmanov@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1,“БЦНурлы-Тау”, 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance