

29 ноября 2011 г.

Vale S.A.

Обновление рекомендации

Данияр Журежбаев
dzhurekbaev@bcc-invest.kz

26 октября 2011 года Vale S.A. опубликовала производственные и финансовые результаты деятельности за третий квартал 2011 года.

В третьем квартале текущего года компания показала хорошие производственные результаты. В частности рост производства железной руды составил 9.8% (Кв-к-Кв), окатышей – 9.8%, меди – 34.3%.

В 3Кв2011 выручка от продукции и услуг выросла до \$16.36 млрд., вследствие увеличения объемов продаж железорудной продукции и цветных металлов. Скорректированная EBITDA выросла на 7.6% (Кв-к-Кв) до \$9.39 млрд.

Чистая прибыль Vale S.A. в 3Кв2011 года снизилась на 23.5% (Кв-к-Кв) до \$4.9 млрд., вследствие признания курсовой разницы в размере \$2.2 млрд. от обесценения Бразильского реала к доллару США.

Standard&Poor's повысил кредитный рейтинг Vale S.A с "BBB+" до "A-" с прогнозом "Стабильно". Изменение рейтинга связано с мнением агентства, что реструктуризация модели менеджмента является позитивным сигналом о том, что компания будет придерживаться "более консервативного" плана развития.

25 ноября 2011 года, компания объявила о завершении программы обратного выкупа акций и АДР объемом \$3 млрд.

В следующем году компания планирует направить на реализацию инвестиционной программы \$21.4 млрд., из которых \$12.9 млрд. пойдет на развитие проектов, \$2.4 млрд. – на НИОКР и \$6.1 млрд. на поддержание текущих операций.

Инвестиционные возможности

По нашему мнению долевые ценные бумаги Vale S.A. в текущий момент достаточно привлекательны и имеют хороший потенциал роста.

Для расчета нашей целевой цены мы использовали взвешивание результатов наших расчетных моделей с распределением 50% - DCF, 25% - P/E, и 25% - EV/EBITDA. Таким образом, мы определили справедливую стоимость одной депозитарной расписки торгующейся на Нью-йоркской фондовой бирже на уровне \$29.00.

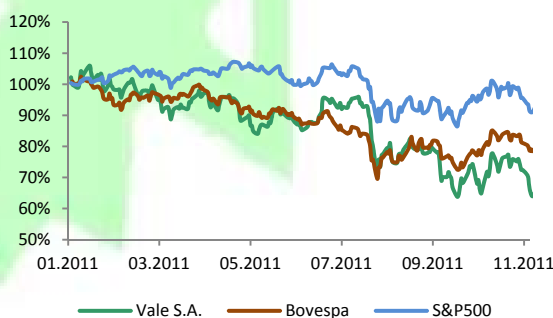
Учитывая хороший потенциал роста стоимости долевых ценных бумаг Vale S.A., согласно нашим расчетам на уровне 27.2%, и текущую дивидендную доходность на уровне 7.7%, мы рекомендуем "ПОКУПАТЬ" депозитарные расписки эмитента.

РЕКОМЕНДАЦИЯ

ПОКУПАТЬ

Капитализация, млн. US\$	119 546
Простые акции	VALE3 BZ
В составе индекса	BOVESPA
Beta, к индексу	1.06
Диапазон, последние 52 нед.	38.71 – 59.91 R\$
Последняя цена	41.89 R\$
Целевая цена	56.20 R\$
Потенциал роста	+34%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Привилегированные акции	VALE5 BZ
В составе индекса	BOVESPA
Диапазон, последние 52 нед.	35.52 – 52.40 R\$
Последняя цена	39.50 R\$
Целевая цена	50.00 R\$
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
АДР	VALE US
Диапазон, последние 52 нед.	21.14 – 36.46 \$
Последняя цена	22.80 \$
Целевая цена	29.00 \$
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Кредитные рейтинги	
Moody's	Ваа2/Стабильный
Standard and Poor's	A-/Стабильный
Fitch	BBB+/Стабильный

Динамика котировок АДР Vale S.A.



Производственные результаты

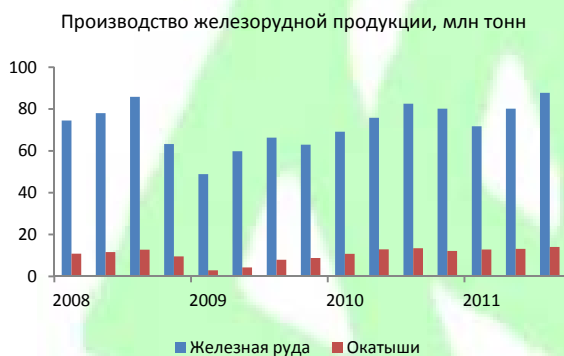
Ниже представлена таблица с производственными результатами Vale S.A. за 3Кв11.

В тысячах тонн, если не указано иное

	3Кв 2011	2Кв 2011	Изменение Кв-к-Кв	3Кв 2010	Изменение Г-к-Г
Железная руда	85 032	77 459	9,8%	79 873	6,5%
Южно-восточная система	31 297	30 528	2,5%	31 530	-0,7%
Западная система	1 642	1 417	15,9%	1 088	50,9%
Южная система	21 200	19 496	8,7%	20 258	4,7%
Северная система	30 894	26 019	18,7%	26 997	14,4%
Железородные окатыши	10 830	9 865	9,8%	10 181	6,4%
Марганцевая руда	681	619	10,1%	472	44,3%
Ферросплавы	103	114	-9,9%	112	-8,3%
Никель	58	56	3,1%	44	30,3%
Медь	84	63	34,3%	58	45,6%
Коксующий уголь	586	518	13,0%	818	-28,4%
Энергетический уголь	1 262	787	60,4%	1 052	20,0%
Кобаль, в тоннах	667	640	-	133	-
Платина, в тыс тройских унций	25	51	-	3	-
Палладий, в тыс тройских унций	40	72	-	7	-
Золото, в тыс тройских унций	23	95	-	5	-
Серебро, в тыс тройских унций	572	686	-	194	-
Поташ (Углекислый калий)	166	145	14,8%	155	7,3%
Фосфориты	1 925	1 858	3,6%	1 407	36,8%
MAP	217	131	65,7%	229	-5,3%
TSP	199	175	13,5%	229	-13,3%
SSP	777	666	16,6%	525	48,0%
DCP	154	158	-2,8%	144	6,9%
Аммоний	138	167	-17,5%	108	27,8%
Карбамид	134	175	-23,6%	77	73,8%
Азотная кислота	117	121	-2,8%	119	-1,4%
Селитра	114	114	0,1%	115	-0,9%

Источник: данные компании

Компания показала хорошие производственные результаты в третьем квартале текущего года.



Источник: данные компании

Объем производства железной руды на уровне 85 млн. тонн является абсолютным рекордом компании. Компания показала хорошие производственные результаты практически по всем видам продукции, за исключением ферросплавов и некоторых видов удобрений.

Финансовые результаты

Ниже представлена таблица с финансовыми показателями за 3Кв 2011.

В миллионах долларов США, если не указано иное

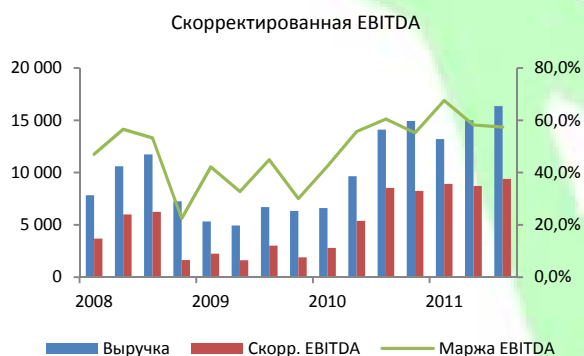
	3Кв 2011	2Кв 2011	Изменение Кв-к-Кв	3Кв 2010	Изменение Г-к-Г
Выручка	16 361	14 989	9,2%	14 102	16,0%
Себестоимость реализованной продукции	-6 252	-5 721	9,3%	-5 113	22,3%
Валовая прибыль	10 109	9 268	9,1%	8 989	12,5%
Коммерческие, административные и общ. расходы	-654	-434	50,7%	-418	56,5%
НИОКР	-440	-363	21,2%	-216	103,7%
Прочие операционные расходы	-643	-724	-11,2%	-519	23,9%
Операционная прибыль	8 372	7 747	8,1%	7 836	6,8%
Финансовые доходы	188	226	-16,8%	56	235,7%
Финансовые расходы	-822	-514	59,9%	-741	10,9%
Прибыль/(убыток) по производным инструментам	-568	358	-	500	-
Курсовые разницы	-2 191	578	-	257	-
Налог на прибыль	-351	-2 407	-85,4%	-2 146	-83,6%
Прибыль/(убыток) от прочих операций	282	406	-30,5%	305	-7,5%
Доля миноритариев	24	58	-58,6%	-37	-164,9%
Чистая прибыль	4 934	6 452	-23,5%	6 038	-18,3%
Прочие показатели					
Скорректированная EBITDA*	9 390	8 726	7,6%	8 532	10,1%
Доход на акцию, \$/акция	0,94	1,22	-23,0%	1,13	-16,7%
Валовая маржа	61,8%	61,8%	0,0%	63,7%	-2,0%
Маржа EBITDA	57,4%	58,2%	-0,8%	60,5%	-3,1%
Маржа чистой рентабельности	30,2%	43,0%	-12,9%	42,8%	-12,7%

Источник: данные компании

В 3Кв2011 выручка от продукции и услуг выросла до \$16.36 млрд., вследствие увеличения объемов продаж железорудной продукции и цветных металлов. В отчетном периоде компания реализовала 67 млн. тонн железной руды и 10.5 млн. тонн окатышей, в то время как средние цены реализации железной руды составили \$151.26/тонна (+4.10% Кв-к-Кв) и окатышей – 205.79/тонна (-0.14% Кв-к-Кв). Продажи никеля и меди показали увеличение на 18.88% (Кв-к-Кв) и 45.04% (Кв-к-Кв), но существенно снизились цены реализации вследствие значительной коррекции на товарных рынках.

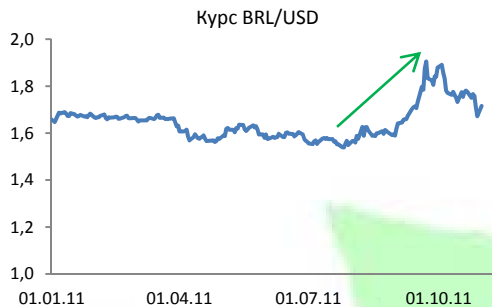
Себестоимость реализованной продукции выросла на 9.3% до \$6.25 млрд., вследствие увеличения объемов производства и роста затрат на материалы, услуги сторонних организаций, топлива и электричества. Коммерческие, административные и общие расходы выросли на 50.7% (Кв-к-Кв) до \$654 млн. из-за увеличения расходов на реализацию и услуги сторонних организаций. Прочие операционные расходы снизились на 11.2% до \$643 млн., вследствие снижения предварительных расходов на никелевом месторождении Onça Puma.

Таким образом, операционная прибыль компании в 3Кв2011 составила \$8.37 млрд. (+8.1% Кв-к-Кв). Скорректированная EBITDA, рассчитываемая как операционная прибыль плюс не денежные расходы на износ и амортизацию, выросла на 7.6% (Кв-к-Кв) до \$9.39 млрд., демонстрируя снижение способности генерирования доходов от операционной деятельности. Маржа EBITDA в 3Кв2011 составила 57.4%.



Источник: данные компании, BCC Invest

Пожалуй, основным событием, оказавшим значительное влияние на чистую прибыль, стало признание курсовой разницы в размере \$2.2 млрд. из-за значительного обесценения Бразильского реала к доллару США в третьем квартале текущего года.



Источник: Bloomberg, BCC Invest

Тем не менее, компания получила существенную выгоду от обесценения национальной валюты, вследствие того, что выручка генерируется в долларах США, а себестоимость, в большей части, в Бразильских реалах.

Также компания понесла убытки по производным инструментам в размере \$568 млн., что вкупе с признанием отрицательно курсовой разницы существенно снизило размер прибыли до налогообложения. Таким образом, компания признала текущий налог на прибыль в размере \$1.2 млрд. и экономию по отложенному налогу на прибыль в размере \$846 млн.

Чистая прибыль Vale S.A. в 3Кв2011 года снизилась на 23.5% (Кв-к-Кв) до \$4.9 млрд.

Ниже представлена таблица с объемами реализации основной продукции.

В тысячах тонн, если не указано иное

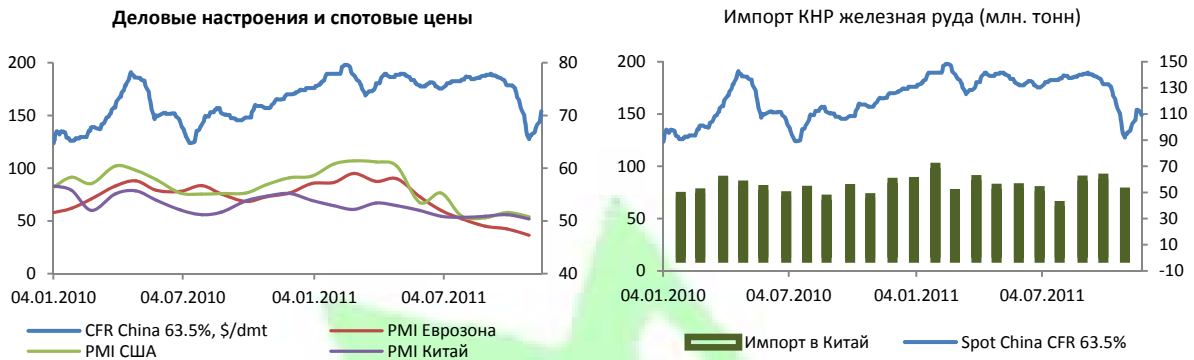
	3Кв 2011	2Кв 2011	Изменение Кв-к-Кв	3Кв 2010	Изменение Г-к-Г
Железная руда	67 008	62 644	7,0%	68 043	-1,5%
Железорудные окатыши	10 445	10 253	1,9%	10 585	-1,3%
Марганцевая руда	356	280	27,1%	233	52,8%
Ферросплавы	101	101	0,0%	90	12,2%
Энергетический уголь	1 263	1 454	-13,1%	1 139	10,9%
Коксующий уголь	569	456	24,8%	565	0,7%
Никель	68	57	18,9%	42	63,0%
Медь	80	55	45,0%	55	45,5%
Драгоценные металлы, в тыс тройских унций	728	702	3,7%	199	-
МПГ, в тыс тройских унций	70	136	-48,1%	11	-
Кобаль, в тоннах	703	659	6,7%	134	-
Поташ (Углекислый калий)	152	138	10,1%	217	-30,0%
МАР	245	133	84,5%	351	-30,1%
TSP	184	179	3,3%	277	-33,4%
SSP	774	724	6,9%	771	0,5%
DSP	133	145	-8,1%	133	-0,1%
Прочие фосфаты	728	624	16,6%	48	-
Азотная кислота	335	341	-1,7%	335	0,2%
Услуги ЖД (т-км)	6 657	6 392	4,1%	7 050	-5,6%

Источник: данные компании

Компания показала хорошие коммерческие результаты в 3Кв2011. Продажи железной руды выросли на 7.0% (Кв-к-Кв) до 67 млн. тонн, окатыши – на 1.9% до 10.5 млн. тонн, никеля – на 18.9% до 68 тыс. тонн и меди – на 45.0% до 80 тыс. тонн.

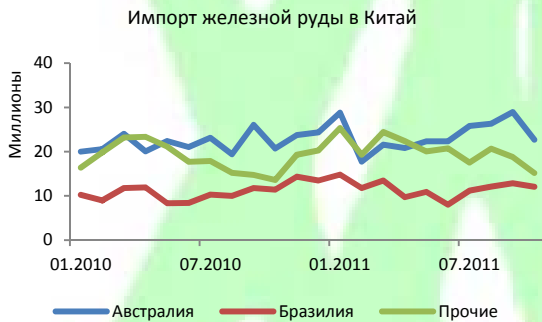
Однако третий квартал текущего года выдался беспокойным для финансовых рынков. Бюджетные проблемы США, суверенный кризис отдельных стран Еврозоны, привели к потере инвесторами доверия, и как следствие коррекцию, что привело к снижению стоимости основных металлов на рынке и росту доходности суверенных облигаций, что имеет большое влияние на стоимость заимствований для бизнеса.

25 ноября 2011 года, компания объявила о завершении программы обратного выкупа простых и привилегированных акций и АДР объемом \$3 млрд. Компания выкупила 39 536 080 простых акций (3.10% от фри флоута) по средней цене выкупа \$26.25 и 81 451 900 привилегированных акций (4.24% от фри флоута) по средней цене \$24.09. Таким образом, компания использовала весь лимит (\$3 млрд.) утвержденный решением совета директоров от 30 июня 2011 года. Выкупленные акции будут храниться как казначейские для дальнейшего погашения.



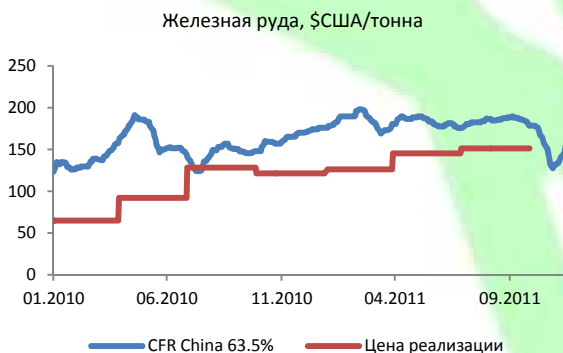
Источник: Bloomberg

Последний месяц макроэкономические данные демонстрируют некоторое ухудшение, как деловой активности, так и импорта железной руды в Китай. Индекс PMI в производственном секторе, отображающий настроения высшего и среднего управляющего звена крупнейших компаний, демонстрирует негативную динамику после завершения второго квартала. Тем не менее, мы выделяем тот факт, что основное снижение импортных поставок железной руды в Китай составили поставки из Австралии.



Источник: Bloomberg

В апреле 2011 года компания пересмотрела ценовую политику, если раньше контракты заключались на год, то указанной даты цена пересматривалась ежеквартально. В прошлом месяце стало известно о намерении некоторых азиатских клиентов перейти на контракты, основанные на рыночных ценах, для более адекватного реагирования на изменения в текущий период высокой волатильности.



Источник: Данные компании, Bloomberg

23 ноября 2011 года нижняя палата парламента Австралии предварительно утвердила закон о введении налога на доходы от реализации, добываемого в стране, угля и железной руды, в размере 30%. В начале 2012 года ожидается голосование по данному вопросу в верхней палате, и, в случае утверждения, закон вступит в силу в третьем квартале 2012 года. В Австралии ведут свои операции такие компании как BHP Billiton и Rio Tinto, являющиеся основными конкурентами Vale S.A. По данным Bloomberg, только в ближайшие три года двум компаниям придется выплатить около \$10.8 млрд., что мы воспринимаем как конкурентное преимущество Vale S.A. перед основными аналогами.

Корпоративное управление

24 ноября Vale S.A. сообщило о том, что Совет директоров принял предложение главного исполнительного директора М. Феррейра по реорганизации структуры правления компании.

Реорганизация нацелена на внедрение такой модели управления, когда каждый директор имеет четко определенную роль и ответственность по подразделению. Таким образом, исполнительный директор будет ответственен за операционную деятельность, планирование, развитие, маркетинг и продажи конкретного подразделения. Компания считает, что данная модель позволит повысить способность к созданию дополнительной стоимости.

Позиция/Подразделение	
Предыдущая структура правления	
Мурило Феррейра	Главный исполнительный директор
Гуйлерм Кавальканти	Главный финансовый директор
Хосе Карлос Мартинс	Маркетинг, продажи и стратегия
Эдуардо Бартоломео	Интегрированные операции
Вания Сомавилла	Управлению кадрами и внутренними службами
Тито Мартинс	Основные металлы
Эдуардо Ледшам	Разведка ископаемых, энергетика и проекты
Марио Нето	Удобрения
Аристидес Корбелини	Сталелитейный бизнес
Мауро Невес	Планирование и развитие бизнеса
Новая структура правления	
Мурило Феррейра	Главный исполнительный директор
Хосе Карлос Мартинс	Железная руда и стратегия
Питер Поплинга	Основные металлы
Эдуардо Бартоломео	Удобрения и уголь
Умберто Фрейтас	Логистика и разведка ископаемых
Галиб Хаим	Проекты
Тито Мартинс	Главный финансовый директор
Вания Сомавилла	Управлению кадрами, Безопасность и Здоровье, Устойчивое развитие и Энергетика

Источник: данные компании

Standard&Poor's повысил кредитный рейтинг Vale S.A с "BBB+" до "A-" с прогнозом "Стабильно". Изменение рейтинга связано с мнением агентства, что реструктуризация модели менеджмента является позитивным сигналом о том, что компания будет придерживаться "более консервативного" плана развития. Что подразумевает менее рискованный план развития, несмотря на ожидания, что компания в ближайшие пять лет будет сохранять агрессивную политику по инвестиционному бюджету.

Инвестиционная программа

28 ноября 2011 года, компания выпустило пресс-релиз о бюджете капитальных вложений на 2012 год. Компания в следующем году планирует направить на реализацию инвестиционной программы \$21.4 млрд., из которых \$12.9 млрд. пойдет на развитие проектов, \$2.4 млрд. – на НИОКР и \$6.1 млрд. на поддержание текущих операций.

Расширение мощности

Ниже представлен список проектов утвержденных Советом директоров Vale S.A.

Проект	Запуск	Бюджет, в млн. \$США	
		2012	Итого
Железная руда и логистика			
Carajas Additional 40 Mtpy	2П2013	622	2 968
CLN 150 Mtpy	1П2014	890	3 477
Carajas Sierra Sul S11D	2П2016	794	8 039
Serra Leste	1П2013	239	478
Conceicao Itabiritos	2П2013	184	1 174
Vargem Grande Itabiritos	1П2014	429	1 645
Conceicao Itabiritos II	2П2014	297	1 189
Simandou I - Zogota	1П2012	380	1 260
Teluk Rubiah	1П2014	367	1 371
Железорудные окатыши			
Tubarao VIII	2П2012	239	968
Samarco IV	1П2014	0	1 693
Уголь и логистика			
Moatize II	2П2014	499	2 068
Nacala corridor	2П2014	691	4 444
Медь			
Salobo	1П2012	296	2 337
Salobo II	2П2013	581	1 427
Никель			
Long Harbour	2П2013	1 208	3 600
Totten	2П2013	157	759
Поташ			
Rio Colorado	2П2014	1 081	5 915
Энергетика			
Biodiesel	2015	227	633
Сталелитейное производство			
CSP	1П2015	563	2 346

*Описание проектов можно найти в предыдущем обзоре Vale S.A.

Источник: данные компании

Таким образом, на реализацию утвержденных проектов запланировано направить около 75% средств от \$12.9 млрд.

Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы

В 2012 году компания планирует направить \$918 млн. на разведку минеральных ресурсов, \$848 млн. – на изучение и технико-экономическое обоснования, и \$591 млн. – в инновации и адаптацию.

Поддержание текущих операций

В следующем году компания направит \$6.1 млрд. не только на поддержание текущих операций, а также на увеличение производственной эффективности и безопасности здоровья и окружающей среды.

Прогноз финансовых показателей

Мы пересмотрели наши прогнозные значения по объемам реализации основной продукции эмитента.

Прогноз объема продаж основной продукции

		2012	2013	2014	2015
Железная руда	млн тонн	280	296	341	425
	<i>Изменение</i>	-3,7%	-3,8%	-1,4%	-2,2%
Окатыши	млн тонн	45	52	63	63
	<i>Изменение</i>	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%
Никель	тыс тонн	283	283	341	341
	<i>Изменение</i>	16,7%	12,8%	14,3%	14,3%
Медь	тыс тонн	336	481	481	481
	<i>Изменение</i>	-14,8%	-0,7%	-16,3%	-22,1%

Источник: данные компании, BCC Invest

Мы изменили наш прогноз объема реализации основной продукции. В частности, мы понизили объем реализации железорудной продукции и меди, а никеля – повысили. Данные изменения связаны с публикацией обновленного списка утвержденных Советом директоров проектов по расширению и с тенденцией накопления запасов железорудной продукции. По остальной продукции мы оставили наш прогноз на предыдущем уровне.

Согласно данным компании в 2012 году планируется произвести 312 млн. тонн железной руды, 50 млн. тонн окатышей, 300 тыс. тонн никеля и 340 тыс. тонн меди, что также соответствует нашим ожиданиям.

Также мы пересмотрели ожидаемые цены на железорудную продукцию с более консервативным прогнозом в среднесрочном периоде, вследствие сохраняющейся неопределенности на глобальных рынках.

Прогноз цен на основную продукцию, долларов США за тонну

		2012	2013	2014	2015
Железная руда	Текущий прогноз	132	130	131	131
	<i>Изменение</i>	-5%	-1%	5%	11%
Окатыши	Текущий прогноз	179	177	179	179
	<i>Изменение</i>	-9%	-5%	1%	6%
Никель	Текущий прогноз	19 823	19 924	19 631	20 102
	<i>Изменение</i>	-9%	-7%	-8%	-4%
Медь	Текущий прогноз	8 193	8 189	7 779	7 777
	<i>Изменение</i>	-7%	-7%	-10%	-8%

Источник: данные компании, BCC Invest

Ниже представлена таблица с прогнозом основных показателей.

В миллионах долларов США, если не указано иное

	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	61 284	66 402	70 777	81 738	93 152
<i>Изменение</i>	-6,35%	-5,12%	-2,00%	2,45%	5,99%
ЕБИТДА	35 380	32 833	36 107	41 098	48 227
<i>Изменение</i>	-5,17%	-15,90%	-9,40%	-2,46%	3,64%
Чистая прибыль	23 791	22 369	24 673	28 392	33 535
<i>Изменение</i>	-18,53%	-21,14%	-14,61%	-6,73%	-0,27%
Доход на акцию, \$	4,43	4,17	4,60	5,29	6,25
<i>Маржа ЕБИТДА</i>	57,71%	50,35%	51,02%	50,08%	51,47%
<i>Маржа чистой рентабельности</i>	38,82%	34,44%	35,15%	34,74%	35,91%

Источник: BCC Invest

Оценка акций

Мы провели пересмотр наших моделей оценки акций в соответствии с опубликованными данными из отчетности компании за третий квартал 2011 года и пересмотренного прогноза финансовых показателей.

Для определения справедливой стоимости долевых ценных бумаг мы используем два метода оценки: Сравнительный анализ путем сопоставления мультипликаторов компании со среднерыночными значениями и метод дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков на фирму.

Сравнительный анализ

Валюта	Компания	Тикер	Цена	Капитализация, млн	P/E		EV/EBITDA	
					2011	2012	2011	2012
AUD	BHP Billiton Ltd	BHP AU	34,98	172 741	8,09	7,69	4,26	4,02
GBp	Rio Tinto PLC	RIO LN	3 127,00	62 924	5,57	5,44	3,94	3,79
ZAr	Kumba Iron Ore Ltd	KIO SJ	49 790,00	160 350	8,78	7,89	4,77	4,27
AUD	Fortescue Metals Group Ltd	FMG AU	4,65	14 479	7,37	6,59	4,81	4,06
USD	Teck Resources Ltd	TCK US	32,82	19 486	7,88	7,30	4,16	3,96
GBp	Eurasian Natural Resources Corp PLC	ENRC LN	630,00	8 113	5,68	5,43	3,37	3,29
RUB	MMC Norilsk Nickel OJSC	GMKN RM	5 350,00	1 019 858	6,41	6,95	4,16	4,62
USD	Cliffs Natural Resources Inc	CLF US	62,94	9 001	4,93	4,82	4,47	3,92
Среднее					6,84	6,51	4,24	3,99
USD	Vale S.A.	VALE US	22,80	119 546	4,97	5,17	3,69	3,90

Источник: данные компании, Bloomberg, BCC Invest

Сравнительный анализ демонстрирует, что депозитарные расписки Vale S.A. (VALE US) торгуются с дисконтом к своим аналогам. В частности, дисконт по мультипликатору “P/E” составил 25%, а по “EV/EBITDA” – 6%. Согласно методу сравнительного анализа мы определили целевую цену одной депозитарной расписки эмитента на уровне \$26.40.

DCF-FCFF

Мы пересмотрели нашу модель оценки справедливой стоимости долевых ценных бумаг эмитента методом дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков на фирму.

Стоимость капитала мы определили на уровне 14.04%, согласно модели оценки долгосрочных активов (CAPM), предполагая ставку по низко-рисковым активам на уровне 1.97% (US 10Y Treasuries), премии за риск – 9.15% (при ожидаемой доходности 11.13%) и коэффициента бета – 1.31 (к индексу S&P500). Мы повысили стоимость долга до 5.10%, вследствие снижения эффективной налоговой ставки имеющей противоположный эффект на требуемую доходность долгового капитала.

С учетом сложившейся структуры капитала (84% – акционерный капитал и 16% – долговой) мы определили средневзвешенную стоимость капитала (WACC) на уровне 12.52%.

Темп роста в долгосрочном периоде взят на уровне 3.00%. Чистый долг компании на 30/09/2011 составляет \$15.36 млрд.

При оценке данного эмитента мы внесли дивидендный поток от ассоциированных и совместных предприятий (Samarco) в расчет свободных денежных потоков. Также была учтена доля в капитале норвежской Norsk Hydro, на основе консенсуса Bloomberg, стоимость 22% акций компании определена на уровне \$2.72 млрд.

Также мы учли эффект от программы обратного выкупа акций в размере \$3 млрд. однако учитывая размер компании, мы не видим серьезного влияния данных операций на фундаментальную стоимость компании.

Мы ожидаем снижение свободных денежных потоков в 2012 году вследствие увеличения бюджета на инвестиционные расходы.

В миллионах долларов США

	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	
Выручка	23 939	46 481	61 284	66 402	70 777	81 738	93 152	
Operating cost margin (%)	75%	53%	49%	56%	55%	55%	54%	
Операционная прибыль	6 057	21 695	31 542	29 297	31 953	36 540	43 218	
Налоги	-2 100	-3 705	-5 812	-6 685	-7 416	-8 551	-10 179	
Чистые инвестиции	-7 326	-15 639	-11 166	-15 464	-10 087	-11 274	-12 480	
Дивидендный поток	386	1 161	1 124	1 124	1 118	1 236	1 236	
Изменение оборотного капитала	1 218	-1 231	-821	-816	-698	-1 748	-1 820	
Свободный денежный поток	-1 765	2 281	14 867	7 456	14 870	16 203	19 975	
Средневзвешенная стоимость капитала				Оценка справедливой стоимости ЦБ				
Стоимость акционерного капитала	13,97						3,00	
Безрисковая ставка, %	1,97						Ставка WACC, %	12,52
Премия за риск %	9,15						Терминальная стоимость компании, \$ млн	216 178
Коэффициент β	1,31						Чистый долг, \$ млн	15 357
Доля акционерного капитала, %	83,62						Доля меньшинства	2 905
Стоимость совокупного долга	5,10						Стоимость компании, \$ млн	170 596
Стоимость долга до налога, %	6,50						Количество простых акций, млн штук	3 257
Средний корпоративный налог, %	21,60						Количество привилег. акций, млн штук	2 109
Доля долга, %	16,38						Расчетная стоимость акции, \$	31,53
WACC	12,52						Потенциал роста	38,31%

Анализ чувствительности DCF модели

		WACC						
		11,02	11,52	12,02	12,52	13,02	13,52	14,02
Growth rate	2,25	35,70	33,44	31,41	29,58	27,92	26,41	25,03
	2,50	36,60	34,23	32,10	30,20	28,47	26,91	25,48
	2,75	37,56	35,06	32,84	30,85	29,05	27,43	25,95
	3,00	38,57	35,95	33,62	31,53	29,66	27,97	26,43
	3,25	39,66	36,89	34,44	32,26	30,30	28,54	26,94
	3,50	40,81	37,88	35,31	33,02	30,98	29,14	27,48
	3,75	42,04	38,95	36,23	33,83	31,69	29,77	28,04

Источник: данные компании, Bloomberg, оценка BCC Invest

Модель оценки акций методом дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков на фирму предполагает расчетную справедливую стоимость на уровне \$31.53 за одну депозитарную расписку.

Инвестиционное резюме

Мы пересмотрели наши прогнозы по эмитенту в соответствии с опубликованными данными компании за третий квартал 2011 года. Компания объявила довольно высокий бюджет на 2012 год в размере \$21.9 млрд., несмотря на период высокой волатильности на глобальных финансовых рынках.

Повышение кредитного рейтинга Standard&Poog's до "A-" является безусловным достижением, что может оказать положительный эффект на привлекательность долговых ценных бумаг эмитента. В частности, в ходе интервью с новоиспеченным финансовым директором Титом Мартинсом стало известно о возможных планах выпуска облигаций в 2012 году. Предыдущий выпуск облигаций состоялся в сентябре 2010 года, в ходе которого было размещено 10-летние еврооблигации объемом \$1 млрд. С учетом масштабной инвестиционной программы, завершившейся программы обратного выкупа акций и высокому уровню выплаты дивидендов мы считаем высоковероятным привлечение долгового капитала в следующем году. Тем более, повышение рейтинга позволит привлечь капитал по сравнительно низким ставкам.

Для расчета нашей целевой цены мы использовали взвешивание результатов наших расчетных моделей с распределением 50% - DCF, 25% - P/E, и 25% - EV/EBITDA. Таким образом, мы определили справедливую стоимость одной депозитарной расписки торгующейся на Нью-йоркской фондовой бирже на уровне \$29.00.

Основной причиной понижения целевой цены стало снижение наших ожиданий по отпускным ценам основной продукции в среднесрочном периоде, что привело к более низкому уровню выручки и доходов.

Учитывая хороший потенциал роста стоимости долевых ценных бумаг Vale S.A., согласно нашим расчетам на уровне 27%, и текущую дивидендную доходность на уровне 7.70%, мы рекомендуем "ПОКУПАТЬ" депозитарные расписки данного эмитента.

Описание рисков

Риски инвестирования в ценные бумаги Vale S.A. включают, но не ограничиваются:

- риск неблагоприятного изменения рыночной цены акций (волатильность);
- возможное неблагоприятное изменение мировых цен на железную руду, вследствие замедления производственной активности;
- замедление экономического роста в странах ключевых заказчиков;
- возможное отклонение фактических производственных, операционных и финансовых результатов от плановых/прогнозных;
- возможное неблагоприятное изменение налогового режима;
- политические риски;
- природные катаклизмы

Финансовые показатели

В миллионах долларов США

	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	23 939	46 481	61 284	66 402	70 777	81 738	93 152
Себестоимость реализованной продукции	-13 621	-18 814	-23 714	-27 834	-29 371	-34 601	-38 001
Выловая прибыль	9 690	26 479	36 092	36 842	39 567	45 012	52 729
Коммерческие, общие и административные расходы	-1 130	-1 701	-2 118	-2 594	-2 765	-3 193	-3 639
НИОКР	-981	-878	-1 556	-2 400	-2 130	-2 139	-2 294
Прочие расходы	-1 522	-2 205	-875	-2 550	-2 718	-3 139	-3 578
Операционная прибыль	6 057	21 695	31 542	29 297	31 953	36 540	43 218
Финансовые доходы	381	290	767	767	767	767	767
Финансовые расходы	-1 558	-2 646	-2 586	-2 259	-1 873	-1 737	-1 644
Прибыль/(убыток) по производным инструментам	1 528	631	29				
Курсовые разницы	675	344	-1 533				
Прибыль/(убыток) от продажи инвестиций	40						
Прибыль до налогообложения и прочих доходов	7 123	20 314	28 219	27 805	30 847	35 570	42 341
Налог на прибыль	-2 100	-3 705	-5 812	-6 685	-7 416	-8 551	-10 179
Доля в прибыли СП и ассоциированных компаниях	433	987	1 250	1 249	1 242	1 373	1 373
Чистая прибыль	5 456	17 596	23 657	22 369	24 673	28 392	33 535
Наличные и их эквиваленты	7 293	7 584	2 503	2 303	6 351	13 230	23 092
Дебиторская задолженность	3 120	8 211	9 407	10 192	10 864	12 546	14 298
Товарно-материальные запасы	3 196	4 298	5 667	6 140	6 545	7 558	8 614
Прочие краткосрочные активы	7 685	4 711	5 401	5 401	5 401	5 401	5 401
Активы предназначенные для продажи		6 987	61	61	61	61	61
Краткосрочные активы	21 294	31 791	23 038	24 098	29 222	38 796	51 466
Основные средства	67 637	83 096	88 389	103 854	113 941	125 215	137 694
Нематериальные активы	1 173	1 274	1 138	1 138	1 138	1 138	1 138
Инвестиции в СП и ассоциированные компании	4 585	4 497	7 879	8 004	8 128	8 265	8 403
Прочие долгосрочные активы	7 590	8 481	8 972	8 972	8 972	8 972	8 972
Долгосрочные активы	80 985	97 348	106 378	121 967	132 179	143 590	156 207
Итого активов	102 279	129 139	129 416	146 065	161 400	182 386	207 673
Кредиторская задолженность	2 309	3 558	5 301	5 744	6 122	7 070	8 058
Займы и кредиты	2 963	2 962	571	3548	1256	852	15718
Прочие краткосрочные обязательства	3 909	8 240	5 600	5 600	5 600	5 600	5 600
Обязательства связанные с активами на продажу	0	3 152	30	30	30	30	30
Краткосрочные обязательства	9 181	17 912	11 502	14 922	13 008	13 552	29 406
Займы и кредиты	19 898	21 591	20 784	17 236	15 980	15 128	-590
Прочие долгосрочные обязательства	13 434	17 907	15 785	15 785	15 785	15 785	15 785
Долгосрочные обязательства	33 332	39 498	36 569	33 021	31 765	30 913	15 195
Капитал	28 427	26 681	51 555	51 555	51 555	51 555	51 555
Резервы	28 508	42 218	27 146	43 923	62 428	83 722	108 874
Доля миноритариев	2 831	2 830	2 644	2 644	2 644	2 644	2 644
Акционерный капитал	59 766	71 729	81 345	98 122	116 627	137 921	163 073
Итого обязательства и капитал	102 279	129 139	129 416	146 065	161 400	182 386	207 673
ДДС от операционной деятельности	7 136	19 669	22 907	24 964	28 005	31 065	36 586
ДДС на инвестиционную деятельность	-13 159	-17 184	-12 836	-19 000	-14 241	-15 832	-17 488
ДДС на финансовую деятельность	625	-2 569	-14 998	-6 163	-9 716	-8 354	-9 236
Изменение долга	2 471	1 907	-2 938	-571	-3548	-1256	-852
Выкуп акций	-9	-1 996	-3 000	0	0	0	0
Дивиденды	-2 724	-3 000	-9 000	-5 592	-6 168	-7 098	-8 384
Изменение денежных средств	-5 398	-84	-4 927	-200	4 048	6 879	9 862
Влияние курсовых разниц	2 360	375	-154				

Источник: данные компании, BCC Invest

Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит

Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж

Телефон: +7 (727) 244-32-30, факс: +7 (727) 244-32-31

E-mail: info@bcc-invest.kz

Web: www.bcc-invest.kz

Управление брокерского обслуживания:

Тогжан Раисова

Телефон: +7 (727) 244-32-30 (вн. 7218)

E-mail: traisova@bcc-invest.kz

Управление маркетинга и продаж:

Сания Биниязова

Телефон: +7 (727) 2-44-32-30 (прямой)

E-mail: sbiniyazova@bcc-invest.kz

Аналитическое управление:

Адиль Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7215)

E-mail: atabyldiev@bcc-invest.kz

Данияр Журежбаев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7240)

E-mail: dzhurekbaev@bcc-invest.kz

Аналитические материалы доступны на сайте компании: www.bcc-invest.kz

Страница в Bloomberg: BССК <GO>

Бесплатный телефонный круглосуточный автоматический сервис Auto Call Center (авто справка по банковским вопросам)

Всю интересующую информацию о продуктах и услугах нашей компании, Вы можете получить в бесплатной круглосуточной телефонно-автоматической справочной службе Auto Call Center.

Позвонив к нам, Вы можете в режиме дозвона на внутренние телефонные номера (авто соединение), прослушать интересующую Вас банковскую информацию, набрав указанный № ячейки (см. информацию ниже)

- Звонок по Казахстану БЕСПЛАТНЫЙ 8- 8000 8000 88 далее * 5156
- Звонок по Алматы 2 598-598 или 244- 32- 44 далее * 5156

Заявление об ограничении ответственности

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО "BCC Invest" рассматривает в качестве достоверных. Однако АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. АО "BCC Invest" не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения АО "BCC Invest". Компания не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

© BCC Invest 2011