

11 июля 2012 г.

Vale S.A.

Ждем результаты за 2Кв12

Данияр Журежбаев
dzhurekbaev@bcc-invest.kz

Мы продолжаем аналитическое покрытие долевых ценных бумаг Vale S.A.

Первый квартал 2012 года оказался тяжелым для эмитента, так как Бразилия, страна, где проводится основная операционная деятельность, подверглась аномальному количеству осадков, что затруднило добычу и реализацию железорудной продукции.

Снижение сырьевых рынков, в частности цен на железорудную продукцию, никель и медь также привели к снижению объема выручки. В частности, выручка компании в 1Кв12 снизилась на 23.2% (кв/кв) до \$11 339 млн.

Несмотря на временные затруднения, компания до сих пор отличается хорошим контролем себестоимости производства, а слабеющий курс бразильского реала окажет хорошее влияние на финансовые результаты компании во втором квартале текущего года, так как компания является производителем-экспортером.

Мы пересмотрели наши ожидания по ценам и объемам реализации основной продукции. На изменение прогноза продаж железной руды также повлияла отсрочка запуска проекта “Cajariás Serra Sul S11D” на два года с 2014 на 2016.

По нашему мнению, в текущий момент, долевые финансовые инструменты Vale S.A. привлекательны для долгосрочного инвестирования.

Наше мнение основывается на проведенной оценке стоимости акций данного эмитента. В частности, эмитент является одним из наиболее рентабельных в своем сегменте за счет высокого качества железной руды.

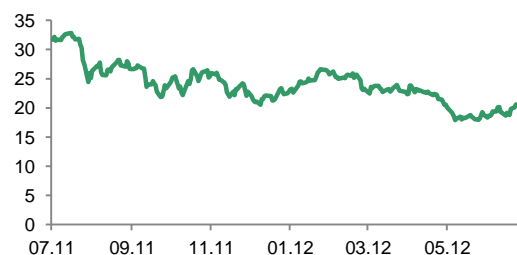
Для расчета нашей целевой цены мы использовали взвешивание результатов наших расчетных моделей с распределением 50% - DCF, 25% - P/E, и 25% - EV/EBITDA. Таким образом, мы определили целевую стоимость одной АДР на уровне \$24.53 в горизонте 6 – 12 месяцев. Мы выставляем нашу рекомендацию на уровне “**ПОКУПАТЬ**”.

Обновление рекомендации

ПОКУПАТЬ

Капитализация, млн. US\$	103 414
АДР	VALE US
В составе индекса	-
Beta, к индексу (S&P500)	1.48
Диапазон, последние 52 нед.	17.62 – 33.02 US\$
Последняя цена	19.42 US\$
Целевая цена	24.53 US\$
Потенциал роста	+26%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Простые акции	VALE3 BZ
В составе индекса	BOVESPA
Диапазон, последние 52 нед.	35.61 – 50.53 R\$
Последняя цена	39.60 R\$
Целевая цена	52.30 R\$
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
АДР	VALE US
Диапазон, последние 52 нед.	34.51 – 45.54 R\$
Последняя цена	38.98 R\$
Целевая цена	50.70 R\$
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Кредитные рейтинги	
Moody's	Вaa2/Стабильный
Standard and Poor's	A-/Стабильный
Fitch	BBB+/Стабильный

Динамика котировок АДР Vale S.A. (US\$)



Инвестиционное резюме

Операционные результаты

Первый квартал 2012 года оказался слабым для производственных результатов Vale S.A. Снижение объема производства железной руды на 16.0% (кв/кв) связано в первую очередь с высоким объемом осадков в Бразилии, а продажи железной руды снизились на 21.6% (кв/кв) до 54.8 млн. тонн.

Мы ожидаем восстановление операционных показателей в оставшихся трех кварталах текущего года и незначительно (-3.5%) снижаем наш прогноз продаж железной руды на 2012 год.

Финансовые результаты

Финансовые результаты также оказались слабыми вслед за снижением объема продаж продукции, при этом основным “фактором давления” на выручку стало снижение цен на основную продукцию на товарных рынках на глобальных опасениях по поводу замедления экономического роста в Китае и долгового кризиса Еврозоны. Выручка компании в 1Кв12 упала на 23.2% (кв/кв) до \$11 339 млн., а показатель “скорректированная EBITDA” – на 32.9% до \$4 986 млн.

Таким образом, маржа EBITDA снизилась с 50.1% в 4Кв11 до 43.8% в 1Кв12 за счет снижения цен реализации товаров.

Пересмотр компании

Наш пересмотр финансовых результатов коснулся главным образом, цен реализации, - в частности, мы понизили ожидаемый уровень средних цен реализации железной руды на 13% - 18%.

Также, мы понизили прогноз по объему производства железной руды, так как запуск крупнейшего инвестиционного проекта “Carajás Serra Sul S11D” (+90 млн. тонн железной руды в год) был перенесен на два года до 2016.

Таким образом, мы понизили прогноз выручки в перспективе пяти лет на 19% - 24%, EBITDA на 24% - 32%, и чистой прибыли на 24% - 36%.

Оценка стоимости

Для определения привлекательности вкладов в долевые ценные бумаги Vale S.A. мы провели пересмотр наших моделей оценки справедливой стоимости. Как и раньше мы опираемся на два метода оценки: сравнительный анализ и метод дисконтирования денежных потоков.

В ходе проведения сравнительного анализа мы пришли к выводу, что акции компании торгуются примерно на уровне своих аналогов по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA, при этом расчетная стоимость одной АДР данным методом составила 21.10 доллара США.

В методе дисконтирования свободных денежных потоков на капитал мы использовали WACC на уровне 10.61% и темп роста в долгосрочном периоде 3.00%. В результате, мы получили расчетную оценку одной АДР на уровне 28.43 доллара США.

Мы используем взвешивание результатов двух методов оценки для определения целевой стоимости одной АДР Vale S.A., таким образом, наша целевая цена составила 24.53 доллара США.

Рекомендация

Учитывая привлекательные потенциал роста компании, и потенциальную возможность выхода хорошей отчетности за 2Кв12г (за счет удешевления операционных расходов на валютных колебаниях) мы выставляем нашу рекомендацию – **“ПОКУПАТЬ”**.

Операционные результаты

Операционные результаты за 1Кв12 оказались слабыми. Основным фактором снижения производства железной руды стало аномальное количество осадков в начале года, что и привело к слабым результатам.

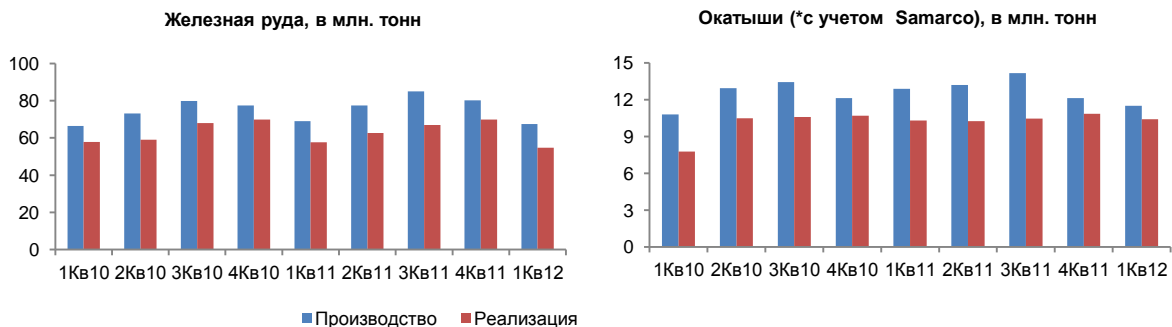
Операционные результаты, в тысячах тонн, если не указано иное

	1Кв12	1Кв11	Изм. (%/г)	4Кв11	Изм. (кв/кв)	12М 2011	12М 2010	Изм.
Железная руда	67 438	69 038	-2,3%	80 255	-16,0%	311 785	296 995	5,0%
Северная система	21 711	22 651	-4,2%	30 232	-28,2%	109 795	101 171	8,5%
Южно-восточная система	26 759	28 694	-6,7%	29 635	-9,7%	120 153	116 913	2,8%
Южная система	17 667	16 779	5,3%	18 778	-5,9%	76 253	74 703	2,1%
Западная система	1 302	914	42,4%	1 610	-19,1%	5 583	4 208	32,7%
Железородные окатыши	9 583	9 546	0,4%	8 786	9,1%	39 027	36 291	7,5%
Марганцевая руда	484	498	-2,9%	757	-36,1%	2 566	1 841	38,9%
Ферросплавы	106	113	-6,5%	106	0,1%	436	451	-3,3%
Никель	63	59	7,5%	69	-7,8%	241	179	35,1%
Медь	73	70	4,5%	85	-14,1%	302	207	45,9%
Коксующий уголь	1 127	488	130,8%	1 174	-4,0%	2 766	3 057	-9,5%
Энергетический уголь	1 223	933	31,1%	1 524	-19,7%	4 422	3 832	15,4%
Кобальт, в тоннах	592	580	2,0%	787	-24,8%	2 675	1 066	151,0%
Платина, в тыс тройских унций	38	57	-33,4%	41	-7,4%	174	35	391,7%
Палладий, в тыс тройских унций	59	72	-18,6%	64	-7,7%	248	60	312,7%
Золото, в тыс тройских унций	19	30	-36,9%	34	-43,9%	182	42	336,6%
Серебро, в тыс тройских унций	595	595	0,0%	683	-12,9%	2 535	1 492	69,9%
Поташ (Углекислый калий)	118	134	-12,0%	180	-34,5%	625	662	-5,6%
Фосфориты	1 826	1 743	4,8%	1 833	-0,4%	7 359	5 255	40,0%
MAP	311	210	48,5%	266	17,1%	829	898	-7,7%
TSP	241	233	3,2%	205	17,6%	759	788	-3,6%
SSP	484	545	-11,2%	649	-25,5%	2 971	2 240	32,6%
DCP	144	157	-8,1%	111	30,2%	589	491	19,8%
Аммоний	132	157	-16,0%	157	-15,7%	528	508	3,9%
Карбамид	107	159	-32,6%	159	-32,4%	512	511	0,1%
Азотная кислота	118	107	9,9%	122	-3,3%	448	454	-1,2%
Селитра	119	103	15,4%	127	-6,9%	436	447	-2,4%

Объем продаж, в тысячах тонн, если не указано иное

	1Кв12	1Кв11	Изм. (%/г)	4Кв11	Изм. (кв/кв)	12М 2011	12М 2010	Изм.
Железная руда	54 793	57 745	-5,1%	69 890	-21,6%	257 287	254 902	0,9%
Железородные окатыши	10 400	10 307	0,9%	10 856	-4,2%	41 861	39 512	5,9%
Марганцевая руда	316	218	45,0%	177	78,5%	1 031	1 119	-7,9%
Ферросплавы	103	105	-1,9%	78	32,1%	385	401	-4,0%
Энергетический уголь	1 570	829	89,4%	1 796	-12,6%	5 342	4 234	26,2%
Коксующий уголь	1 199	476	151,9%	829	44,6%	2 330	3 150	-26,0%
Никель	56	58	-3,4%	69	-18,8%	252	175	44,0%
Медь	58	53	9,4%	113	-48,7%	301	208	44,7%
Драг. мет, в тыс. унций	567	617	-8,1%	776	-26,9%	2 823	919	207,2%
МПГ, в тыс. унций	97	131	-26,0%	110	-11,8%	447	96	365,6%
Кобальт, в тоннах	577	554	4,2%	805	-28,3%	2 721	903	201,3%
Углекислый калий (Поташ)	128	134	-4,5%	144	-11,1%	568	681	-16,6%
MAP	280	234	19,7%	294	-4,8%	906	703	28,9%
TSP	88	120	-26,7%	111	-20,7%	594	461	28,9%
SSP	499	544	-8,3%	458	9,0%	2 500	1 533	63,1%
DCP	108	150	-28,0%	128	-15,6%	556	284	95,8%
Прочие фосфаты	39	45	-13,3%	39	0,0%	165	-	-
Азот	354	298	18,8%	304	16,4%	1 278	748	70,9%

Источник: данные компании



Источник: данные компании

Финансовые результаты

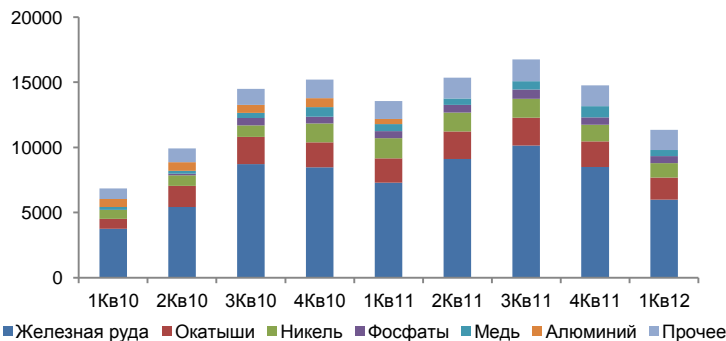
В миллионах долларов США, если не указано иное

	1Кв12	1Кв11	Изм. (г/г)	4Кв11	Изм. (кв/кв)
Выручка	11 339	13 548	-16,3%	14 755	-23,2%
Себестоимость	-5 975	-5 911	1,1%	-6 353	-5,9%
Валовая прибыль	5 364	7 637	-29,8%	8 402	-36,2%
Коммерческие, административные и общ. расходы	-529	-419	26,3%	-827	-36,0%
НИОКР	-299	-342	-12,6%	-529	-43,5%
Прочие операционные доходы/(расходы)	-686	1 093	-	-1 023	-
Операционная прибыль	3 850	7 969	-51,7%	6 023	-36,1%
Финансовые доходы	119	165	-27,9%	139	-14,4%
Финансовые расходы	-613	-582	5,3%	-547	12,1%
Прибыль/(убыток) по производным инструментам	296	239	23,8%	46	-
Курсовые разницы	427	80	-	-108	-
Налог на прибыль	-553	-1 377	-59,8%	-1 147	-51,8%
Прибыль/(убыток) от СП	243	280	-13,2%	167	45,5%
Доля миноритариев	58	52	-	-99	-
Чистая прибыль	3 827	6 826	-43,9%	4 474	-14,5%
Прочие показатели					
Скорректированная EBITDA*	4 965	9 176	-45,9%	7 396	-32,9%
Доход на акцию, \$/акция	0,74	1,35	-45,2%	0,91	-19,0%
Валовая маржа	47,3%	56,4%	-9,1%	56,9%	-9,6%
Маржа EBITDA	43,8%	67,7%	-23,9%	50,1%	-6,3%
Маржа чистой рентабельности	33,8%	50,4%	-16,6%	30,3%	3,4%

Источник: данные компании

Выручка компании в 1Кв12 года оказалась под двойным давлением: слабые операционные результаты, вследствие сложных погодных условий и слабая динамика цен на основную продукцию, как железная руда, окатыши, никель и медь. Выручка компании в 1Кв12 снизилась на 19.6% (кв/кв) до \$11 339 млн. вследствие слабых операционных результатов и снижения цен реализации железной руды.

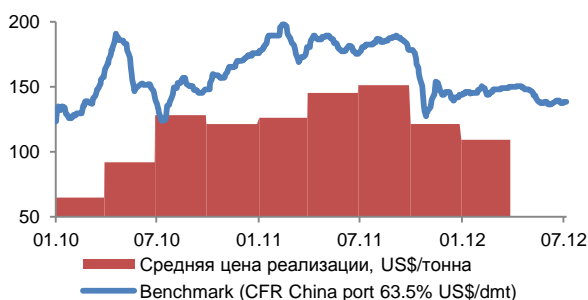
Выручка, в млн US\$



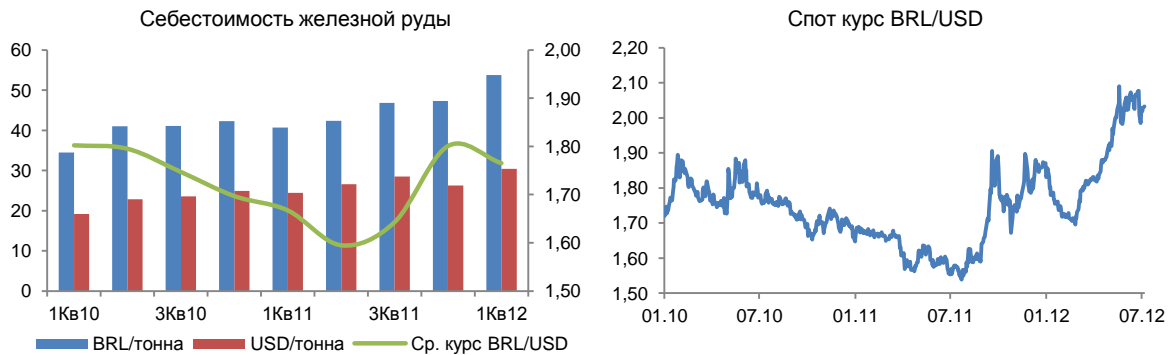
Источник: данные компании

Выручка от продаж железорудной продукции занимает около 70% всей выручки компании. С учетом того, что объем реализации железной руды в 1Кв12 снизился на 21.6% (кв/кв) до 54 793 тысяч тонн, окатышей – на 4.2% (кв/кв) до 10 400 тысяч тонн, а снижение средних цен реализации составило 10% - 11%, выручка от продаж железорудной продукции снизилась на 26.6% (кв/кв) до \$7 675 млн.

Цены реализации железной руды

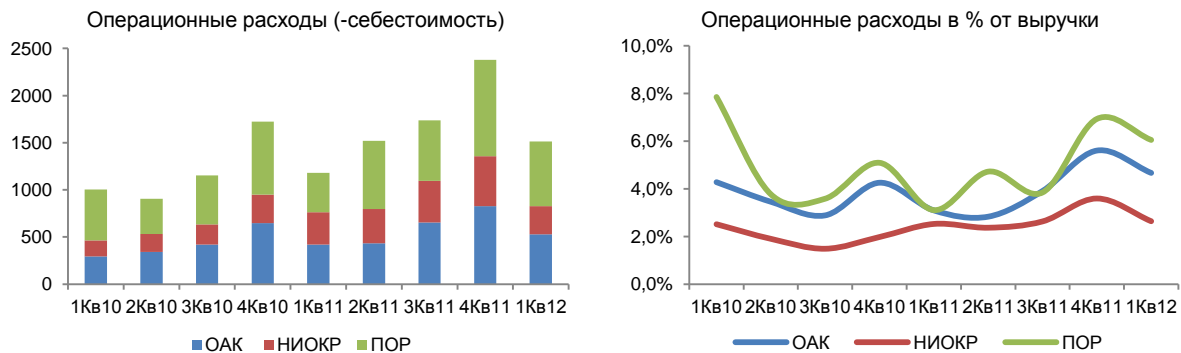


Источник: данные компании, Bloomberg



Источник: данные компании, Bloomberg, расчет BCC Invest

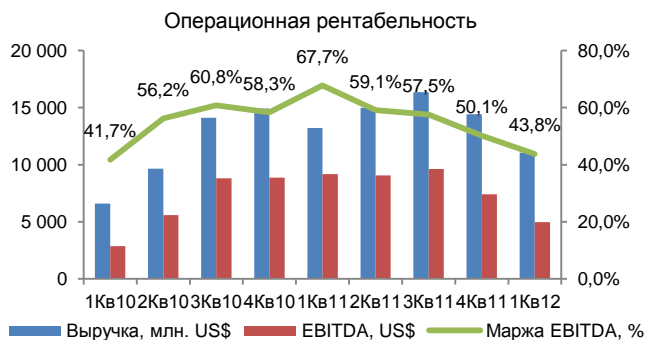
Начиная со второй половины 2011 года, показатели рентабельности были поддержаны обесценивающимся курсом Бразильского реала по отношению к доллару США. В четвертом квартале, мы наблюдали некоторое снижение удельной себестоимости производства железной руды, но связываем это в первую очередь с валютными колебаниями. Во втором квартале текущего года, компания должна получить преимущества от значительного повышения курса доллара США.



Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

В первом квартале текущего года наблюдается значительное снижение операционных расходов (за исключением себестоимости) – в частности Общие, административные и коммерческие расходы (ОАК) снизились на 36,0% (кв/кв), расходы на научные исследования и опытно-конструкторские работы (НИОКР) – на 43,5%, а прочие операционные расходы (ПОР) на 32,9%.

При этом следует отметить, что данные расходы подвержены сезонным колебаниям – если сравнивать с первым кварталом 2011 года, то увеличение данных статей расходов (в абсолютных и относительных значениях) не столь критично.



Источник: данные компании

Показатель “Доходы до процентов, налогов, износа и амортизации” (ЕБИТДА), являющийся более показательным значением операционной рентабельности, в 1Кв12 снизился на 32,9% (кв/кв) до \$4 965 млн., главным образом, за счет снижения выручки.

Таким образом, на снижение EBITDA повлияли слабые цены на сырьевых рынках и снижение объема продаж продукции.

Чистая прибыль в 1Кв12 снизилась на 14.5% (кв/кв) до \$3 827 млн. на что позитивно повлияли:

- снижение налоговых выплат,
- увеличения доли доходов в ассоциированных компаниях и совместных предприятий,
- позитивного влияния курсовой разницы, и
- дохода по производным инструментам.

Баланс компании практически не претерпел изменений – в частности, объем чистого долга (займы за вычетом денежных средств) вырос на 2.1% до \$19 929 млн. Соответственно свободный денежный поток в 1Кв12 составил практически нулевое значение, так денежные потоки от операционной деятельности полностью покрыли оттоки на инвестиционную деятельность.

Изменения в прогнозах

С учетом сложившейся конъюнктуры и некоторых изменений мы провели пересмотр нашей финансовой модели Vale S.A. и внесли следующие изменения:

Прогноз объема продаж основной продукции					Прогноз цен реализации						
		2012П	2013П	2014П	2015П			2012П	2013П	2014П	2015П
ЖРП, млн тонн	Пересм.	270	271	311	344	ЖРП, US\$/тонна	Пересм.	112	112	111	114
	Пред.	280	296	341	425		Пред.	138	132	130	131
	Изм. (%)	-3,5%	-8,5%	-8,9%	-19,1%		Изм. (%)	-18,5%	-14,8%	-15,2%	-13,2%
Окатыши, млн тонн	Пересм.	46	53	63	63	Окатыши, US\$/тонна	Пересм.	165	165	164	167
	Пред.	45	52	63	63		Пред.	179	177	179	179
	Изм. (%)	1,0%	1,3%	0,1%	0,1%		Изм. (%)	-7,7%	-6,9%	-8,4%	-6,5%
Никель, тыс тонн	Пересм.	293	293	352	352	Никель, US\$/тонна	Пересм.	18 182	18 302	18 383	19 165
	Пред.	283	283	341	341		Пред.	19 823	19 924	19 631	20 102
	Изм. (%)	3,6%	3,6%	3,2%	3,2%		Изм. (%)	-8,3%	-8,1%	-6,4%	-4,7%
Медь, тыс тонн	Пересм.	353	498	498	498	Медь, US\$/тонна	Пересм.	8 007	7 819	7 412	7 188
	Пред.	336	481	481	481		Пред.	8 193	8 189	7 779	7 777
	Изм. (%)	4,9%	3,4%	3,4%	3,4%		Изм. (%)	-2,3%	-4,5%	-4,7%	-7,6%

Источник: данные компании, Bloomberg, прогноз BCC Invest

Мы понизили прогноз продаж железной руды в связи с возможными задержками в реализации проекта “Carajás Serra Sul S11D”, реализация которого позволит увеличить мощность производства железной руды на 90 млн. тонн в год. Данный проект планируется запустить во второй половине 2016 года, хотя в нашем предыдущем прогнозе мы ожидали запуск уже в 2014 году, но из-за административных барьеров компания передвинула сроки реализации. В остальном, прогноз продаж продукции остался практически без изменений.

Мы понизили наш прогноз по ценам реализации, так как предыдущий прогноз не отражал текущей ситуации на сырьевых рынках.

Таким образом, мы понижим уровень выручки в перспективе 5 лет на 20% - 24%, EBITDA на 24% - 32% и чистой прибыли на 24% - 36%.

В миллионах долларов США

		2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	Пересм.	52 372	57 519	65 280	70 764
	Пред.	66 402	70 777	81 738	93 152
	Изм. (%)	-21,1%	-18,7%	-20,1%	-24,0%
EBITDA	Пересм.	25 096	27 091	29 816	32 624
	Пред.	32 833	36 107	41 098	48 227
	Изм. (%)	-23,6%	-25,0%	-27,5%	-32,4%
Net income	Пересм.	17 013	17 598	19 478	21 433
	Пред.	22 369	24 673	28 392	33 535
	Изм. (%)	-23,9%	-28,7%	-31,4%	-36,1%

Источник: прогноз BCC Invest

Оценка акций

Мы провели пересмотр наших моделей оценки акций в соответствии с опубликованными данными из отчетности компании за первый квартал 2012 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		EV/SALES	
					2012	2013	2012	2013	2012	2013
AUD	BHP Billiton Ltd	BHP AU	31,05	158 099	9,52	8,84	5,42	4,96	2,57	2,41
GBp	Rio Tinto PLC	RIO LN	3010,50	58 460	6,96	5,96	4,47	3,92	1,88	1,70
GBp	Anglo American PLC	AAL LN	2049,50	28 491	8,04	6,55	4,14	3,44	1,47	1,28
GBp	Ferrexpo PLC	FXPO LN	210,90	1 241	4,45	3,97	3,23	2,92	1,30	1,18
BRL	Cia Siderurgica Nacional SA	CSNA3 BZ	10,99	16 023	9,22	6,52	5,16	4,24	1,78	1,57
ZAr	Kumba Iron Ore Ltd	KIO SJ	54030,00	174 008	10,56	9,31	5,71	5,10	3,50	3,09
AUD	Fortescue Metals Group Ltd	FMG AU	4,92	15 320	10,24	7,33	6,75	4,77	2,97	2,17
USD	Teck Resources Ltd	TCK US	29,91	17 564	8,64	7,48	4,52	4,01	1,91	1,78
GBp	Eurasian Natural Resources Corp PLC	ENRC LN	409,90	5 278	6,15	5,17	3,48	2,99	1,32	1,17
RUB	MMC Norilsk Nickel OJSC	GMKN RM	5223,00	995 649	7,09	6,73	5,52	5,37	2,60	2,51
USD	Cliffs Natural Resources Inc	CLF US	46,03	6 558	5,74	4,52	4,85	3,80	1,60	1,44
	Среднее				7,87	6,58	4,84	4,14	2,08	1,85
	Медиана				8,04	6,55	4,85	4,01	1,88	1,70
USD	Vale SA	VALE US	19,42	103 414	5,82	5,63	4,99	4,62	2,39	2,18
	<i>(-)/Дисконт/(+)/Премия к медиане</i>				-28%	-14%	3%	15%	27%	28%

Источник: данные компании, Bloomberg, BCC Invest

Для проведения сравнительного анализа мы используем такие мультипликаторы, как “Цена акции / Доход на акцию” (P/E), “Стоимость предприятия/Доход до процентных расходов, налогов, износа и амортизации” (EV/EBITDA) и “Стоимость предприятия/Выручка” (EV/Sales).

Тем не менее, в расчете теоретической стоимости мы исключаем мультипликатор “EV/Sales”, так как в сравнении с выборкой стоимость активов Vale S.A. выглядит переоцененной, что в принципе неверно, так как в мультипликаторе не учитывается фактор высокой рентабельности производства.

Таким образом, мы полагаемся на прогнозные мультипликаторы “P/E” и “EV/EBITDA” на 2012 и 2013 года. Рассчитанная теоретическая стоимость одной простой акции Vale S.A. по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA составила 21.10 доллара США.

Модель дисконтирования денежных потоков

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

Помимо пересмотра вводных значений в модель мы по-другому подошли к расчету стоимости капитала. Для расчета стоимости капитала мы использовали “премию за риск” для развитых рынков на уровне 6.00%, рассчитанный бета-коэффициент котировок АДР Vale S.A. к индексу S&P500, и скорректированное значение доходности по безрисковым инструментам на уровне 3.09%. Методика расчета безрисковой доходности включает корректировку доходности казначейских облигаций США на коэффициент, включающий ожидаемый темп инфляции в Бразилии и США. Таким образом, мы определили стоимость капитала на уровне 11.78%.

Доналоговую стоимость долга мы определили на уровне 7.00%, и с учетом эффекта налоговый щит, стоимость долгового капитала мы определили на уровне 5.50%.

11 июля 2012 г.

Бразилия

Металлургия

Vale S.A.

Структура капитала компании выглядит следующим образом: 81.5% – акционерный капитал и 18.5% – долговой, таким образом, средневзвешенная стоимость капитала составила 10.61%.

В миллионах US\$, если не указано иное

	1	2	3	4	5
	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Операционная прибыль	19 928	21 762	23 793	26 195	25 291
Налоги	-3 907	-4 498	-4 977	-5 513	-5 333
Чистые инвестиции	-14 953	-5 833	-5 990	-6 067	-6 067
Дивидендный поток от СП	1 070	1 065	1 184	1 184	1 184
Изменение оборотного капитала	-689	-821	-1 237	-875	0
Свободный денежный поток	1 449	11 675	12 772	14 924	15 075
Фактор дисконтирования (1+СВСК) ^у период	1,11	1,22	1,35	1,50	1,66
Дисконтированный СДП	1 310	9 542	9 438	9 970	9 104

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)		Оценка справедливой стоимости ЦБ	
Стоимость акционерного капитала	11,78	Темпы роста в бесконечности, %	3,00
Скорректированная безрисковая ставка,	3,09	Ставка дисконтирования, %	10,61
Премия за риск %	6,00	Терминальная стоимость компании	203 987
Коэффициент β	1,45	Чистый долг	-19 929
Доля акционеров, %	81,50	Доля в Norsk Hydro (ANR BBG)	2 541
Стоимость совокупного долга	5,47	Доля меньшинства	-1 846
Стоимость долга до налога, %	6,97	Рассчитанная стоимость компании (EV)	162 560
Средний корпоративный налог, %	21,51	Кол-во акций (с уч. дисконта по прив.), I	5 041
Доля долгового капитала %	18,50	Стоимость простой акции, US\$	28,43
WACC	10,61	Потенциал роста	46,40%

Анализ чувствительности модели дисконтирования денежных потоков

		Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), в %						
		9,11	9,61	10,11	10,61	11,11	11,61	12,11
Темп роста (g), в %	1,50	30,15	27,89	25,89	24,11	22,52	21,09	19,79
	2,00	32,10	29,56	27,34	25,38	23,64	22,08	20,67
	2,50	34,34	31,48	28,99	26,81	24,89	23,18	21,65
	3,00	36,95	33,68	30,87	28,43	26,29	24,41	22,73
	3,50	40,03	36,24	33,03	30,28	27,88	25,79	23,94
	4,00	43,71	39,26	35,55	32,40	29,70	27,35	25,29
	4,50	48,18	42,87	38,52	34,87	31,78	29,13	26,82

Источник: данные компании, Bloomberg, BCC Invest

Согласно нашей модели дисконтированных денежных потоков, теоретическая стоимость одной АДР составляет 28.43 доллара США.

Для определения целевой цены мы используем взвешивание двух методов оценки с распределением 50/50 на метод сравнительного анализа и дисконтирования денежных потоков. Таким образом, мы получили фундаментальную стоимость одной АДР Vale S.A. на уровне 24.53 доллара США.

Риски инвестирования в акции Vale S.A.

Инвестиции в долевые финансовые инструменты Vale S.A. подвержены различным рискам, в том числе:

- риск неблагоприятного изменения рыночной цены акций (волатильность);
- возможное неблагоприятное изменение мировых цен на основную продукцию, вследствие замедления экономического роста в странах заказчиках;
- отклонение операционных и финансовых результатов от плановых/прогнозных;
- валютные риски, так как компания является производителем-экспортером;
- административные барьеры в реализации крупных инвестиционных проектов;
- возможное неблагоприятное изменение налогового режима;
- политические риски;
- природные катаклизмы

Финансовые показатели

В миллионах долларов США, если не указано иное

	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Скорректированная ЕБИТДА	8 779	24 955	35 272	25 096	27 091	29 816	32 624
Доход на акцию (в US\$)	0,97	3,23	4,33	3,34	3,45	3,82	4,20
Валовая маржа	40,5%	57,0%	58,6%	52,5%	51,6%	49,8%	50,0%
Маржа ЕБИТДА	36,7%	53,7%	58,4%	47,9%	47,1%	45,7%	46,1%
Маржа чистой рентабельности	22,8%	37,9%	37,5%	32,4%	30,6%	29,8%	30,3%
Выручка	23 939	46 481	60 389	52 372	57 519	65 280	70 764
Себестоимость реализованной продукции	-13 621	-18 814	-23 573	-23 594	-26 419	-31 212	-33 633
Валовая прибыль	9 690	26 479	35 417	27 493	29 699	32 477	35 407
Коммерческие, общие и административные расходы	-1 130	-1 701	-2 334	-2 272	-2 443	-2 772	-3 005
НИОКР	-981	-878	-1 674	-2 400	-2 400	-2 400	-2 400
Прочие расходы	-2 150	-3 393	-2 696	-4 178	-4 496	-5 102	-5 531
Операционная прибыль	6 057	21 695	30 112	19 928	21 762	23 793	26 195
Финансовые доходы	381	290	718	718	718	718	718
Финансовые расходы	-1 558	-2 646	-2 465	-1 696	-1 568	-1 371	-1 282
Прочие внеоперационные доходы/(расходы)	2 243	975	-1 566	723			
Прибыль до налогообложения и прочих доходов	7 123	20 314	26 799	19 673	20 912	23 140	25 630
Налог на прибыль	-2 100	-3 705	-5 282	-3 907	-4 498	-4 977	-5 513
Доля в прибыли СП и ассоциированных компаниях	433	987	1 135	1 189	1 183	1 315	1 315
Чистая прибыль от прод.	5 456	17 596	22 652	16 955	17 598	19 478	21 433
Чистая прибыль от прекр. деятельности		-143					
Доля миноритариев	-107	-189	-233	-58			
Чистая прибыль акционеров компании	5 563	17 642	22 885	17 013	17 598	19 478	21 433
Наличные и их эквиваленты	7 293	7 584	3 531	1 802	3 443	8 332	15 739
Дебиторская задолженность	3 120	8 211	8 505	8 039	8 829	10 020	10 862
Товарно-материальные запасы	3 196	4 298	5 251	4 843	5 319	6 036	6 543
Прочие краткосрочные активы	7 685	11 698	4 449	4 614	4 614	4 614	4 614
Краткосрочные активы	21 294	31 791	21 736	19 297	22 205	29 002	37 758
Основные средства	67 637	83 096	88 895	105 528	111 361	117 351	123 418
Нематериальные активы	1 173	1 274	1 135	1 139	1 139	1 139	1 139
Инвестиции в СП и ассоциированные компании	4 585	4 497	8 093	8 703	8 821	8 953	9 084
Прочие долгосрочные активы	7 590	8 481	8 869	9 268	9 268	9 268	9 268
Долгосрочные активы	80 985	97 348	106 992	124 638	130 589	136 711	142 909
Итого активов	102 279	129 139	128 728	143 935	152 794	165 712	180 668
Кредиторская задолженность	2 309	3 558	4 814	4 530	4 975	5 647	6 121
Займы и кредиты	2 963	2 962	1 517	3 184	1 231	952	1 607
Прочие краткосрочные обязательства	3 909	11 392	4 712	3 896	3 896	3 896	3 896
Краткосрочные обязательства	9 181	17 912	11 043	11 610	10 102	10 495	11 624
Займы и кредиты	19 898	21 591	21 538	24 100	22 869	21 917	20 310
Прочие долгосрочные обязательства	13 434	17 907	16 538	16 749	16 749	16 749	16 749
Долгосрочные обязательства	33 332	39 498	38 076	40 849	39 618	38 666	37 059
Капитал	24 989	26 386	42 565	42 565	42 565	42 565	42 565
Резервы	31 946	42 513	35 150	47 065	58 663	72 141	87 573
Доля миноритариев	2 831	2 830	1 894	1 846	1 846	1 846	1 846
Акционерный капитал	59 766	71 729	79 609	91 476	103 074	116 552	131 984
Итого обязательства и капитал	102 279	129 139	128 728	143 935	152 794	165 712	180 668
ДДС от операционной деятельности	7 136	19 669	24 496	19 791	20 922	22 949	25 673
ДДС на инвестиционную деятельность	-13 159	-17 184	-14 069	-19 317	-10 097	-10 829	-11 313
В том числе: Капитальные затраты	-8 096	-12 647	-16 075	-19 050	-10 097	-10 829	-11 313
ДДС на финансовую деятельность	625	-2 569	-14 371	-2 228	-9 184	-7 231	-6 952
В том числе: Изменение долга	2 471	1 907	-1 135	3 848	-3 184	-1 231	-952
Дивиденды	-2 771	-3 140	-9 100	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000
Влияние курсовых разниц	2 360	375	-109	25	0	0	0
Изменение денежных средств	-5 398	-84	-3 944	-1 754	1 642	4 888	7 408

Источник: данные компании, BCC Invest

Контактная информация

АО ВСС 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:

Адилъ 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