

Пересмотр оценки

Актанов Амир

28 сентября 2023 г.

a.aktanov@halykfinance.kz

Тикер	CAML LN		
Рекомендация	Держать		
Текущая цена, GBp/акцию	199		
Целевая цена (12 мес.), GBp/акцию	223		
Ожидаемый потенциал роста	12%		
Дивидендная доходность	9.5%		
Кол-во простых акций (млн)	181.9		
Доля акций в свобод.обращ. (%)	99%		
Рыночная капитализация (\$ млн)	442		
Кредитные рейтинги			
Рейтинговое агентство	Рейтинг	Прогноз	Дата
Moody's	-	-	-
Fitch Ratings	-	-	-
Standard&Poor's	-	-	-
Фин. показатели (\$ млн)			
	2022	2023П	2024П
Выручка	221	212	210
EBITDA	132	112	102
Чистая прибыль	34	67	60
EPS, \$/акцию	0.38	0.34	0.30
Ден. средства и экв.	60	71	92
Собственный капитал	368	388	406
Оценка			
	2022	2023П	2024П
EV/Sales (x)	2.2	2.3	2.4
EV/EBITDA (x)	3.8	4.4	4.9
P/E (x)	6.4	7.2	8.0
Динамика акций			
	CAML LN	FTSE 100	
1M	10%	4%	
3M	14%	2%	
12M	-8%	9%	
12M максимум	293	8 014	
12M минимум	176	6 826	



Источник: расчеты Halyk Finance, Bloomberg

Значительное снижение цен на медь наряду с сокращением производственных показателей компании выступили основными причинами ухудшения финансовых результатов Central Asia Metals в январе-июне 2023 года. Однако при этом компания сохранила намеченные производственные планы на 2023 год и погасила все свои долговые обязательства. На сегодняшний день компания не имеет долгов, а объем денежных средств превышает \$50.3 млн.

Реакция инвесторов на ухудшение финансовых результатов оказалась нейтральной с учетом наблюдаемой коррекции цен на глобальных рынках. Мы скорректировали нашу целевую цену по акциям компании главным образом за счет пересмотра прогнозных цен на металлы в сторону снижения, при этом размер ставки дисконтирования (WACC) уменьшился только на 0.5 п.п. до 10.9%, что отчасти компенсировало снижение справедливой стоимости акций компании. Исходя из этого, **мы пересмотрели нашу 12M целевую цену с 242 GBp/акция до 223 GBp/акция, изменив рекомендацию с Покупать на Держать акции Central Asia Metals.**

Текущая ситуация на рынке металлов

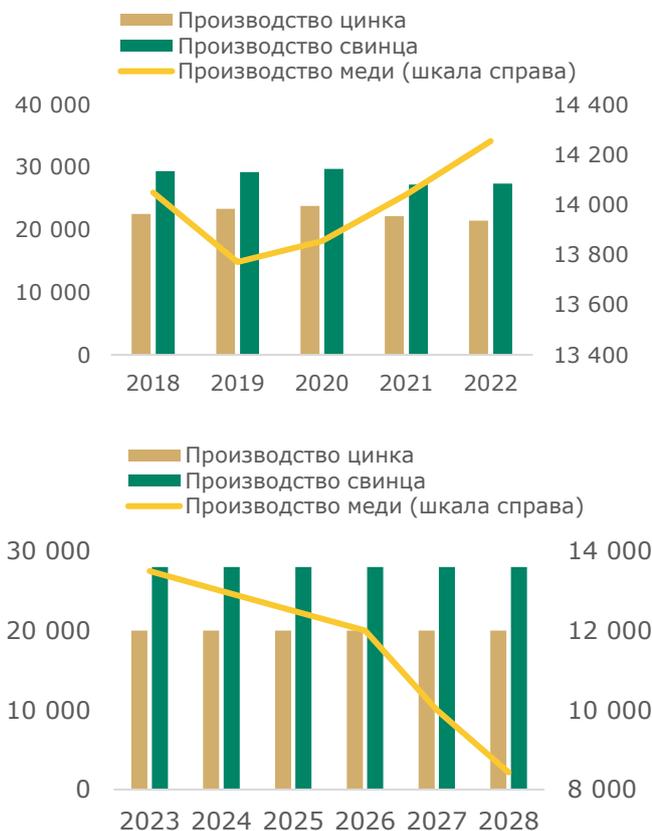
Цены на медь скорректировались до \$8 200 за тонну и торгуются вблизи минимумов 2023 года (\$7 902 за тонну) на фоне сохраняющихся проблем в экономике Китая и замедления темпов роста экономики развитых стран. В этих условиях перспективы возвращения цен на медь к максимумам 2023 года (\$9 356 за тонну) выглядят маловероятными, о чем свидетельствуют прогнозные оценки аналитиков, опрошенных Bloomberg. Так, если прошлый медианный прогноз цен на медь составлял \$8 800 за тонну в 2023 году и \$9 000-9 100 за тонну в 2024-2025 годах, то сейчас аналитики снизили свои ожидания по ценам на медь до \$8 600 за тонну в 2023 году и до \$8 800-9 000 за тонну в следующие два года. При этом прогнозные цены все же ожидаются выше текущего уровня котировок на медь.

По данным Central Asia Metals, средняя стоимость реализации меди в первом полугодии 2023 года составила \$8 668 за тонну, что на 9% меньше, чем в аналогичном периоде прошлого года. В настоящий момент цены на медь скорректировались до пятидневных минимумов до \$8 200 за тонну и в случае, если объемы продаж меди в оставшейся половине года пройдут по нижней границе планируемого компанией производственного плана в 13-14 тыс. тонн, то результаты второго полугодия могут оказаться умеренно негативными. Финансовые

Рис 1. Себестоимость производства меди и цинка, \$/тонна



Рис 2. Фактические и прогнозные операционные показатели, тонн



результаты компании напрямую зависят от изменения конъюнктуры цен на медь и другие промышленные на глобальном рынке. Напомним, что продажи меди формируют 53% от всего объема выручки Central Asia Metals. Оставшийся объем доходов приходится на реализацию свинца (24%) и цинка (22%). Серебро формирует лишь 1% всей выручки компании.

Китайский фактор

Рост экономики КНР после отмены политики «нулевой терпимости» к COVID-19 в последней четверти прошлого года оказался не таким уверенным, как прогнозировали аналитики.

Давление на котировки меди оказывает кризис китайских застройщиков, которые несмотря на стимулы от правительства продолжают испытывать серьезные проблемы. Под особый удар попали крупнейшие игроки рынка, которые в нынешних условиях не могут отвечать по своим долговым обязательствам. Так, в конце сентября рыночная капитализация крупнейшего застройщика Evergrande только за один день торгов обвалилась сразу на 22% и с абсолютных исторических максимумов снизилась более чем на 90%.

Однако, последний блок экономических данных отражает определенные успехи правительства в стимулировании экономического роста. Накануне стало известно, что розничные продажи в августе неожиданно выросли на 4.6% г/г и превысили прогнозную оценку роста в 3.0 г/г и июльский результат в 2.5% г/г. Темпы роста промышленного производства ускорились в августе с 3.7% г/г до 4.5% г/г и также оказались выше прогноза в 3.9% г/г.

Коррекция цен на глобальных рынках отразилась на финансовых результатах и показателях маржинальности

Падение цен на промышленные металлы наряду с сокращением операционных показателей компании выступили главными причинами ухудшения финансовых результатов Central Asia Metals в январе-июне 2023 года. Выручка компании в первом полугодии текущего года уменьшилась на 17.7% до \$93.6 млн в сравнении с \$113.8 млн в аналогичном периоде прошлого года.

Себестоимость увеличилась на 9.7% до \$44.6 млн главным образом за счет роста фонда оплаты труда, вызванного инфляционным давлением. В результате разнонаправленной динамики между выручкой и себестоимостью, валовая прибыль компании сократилась на треть до \$49.0 млн. Маржа валовой прибыли снизилась до многолетних минимумов и составила 52.4% по сравнению с 64.3% в аналогичном периоде прошлого года.

Расходы по реализации увеличились сразу на 41% и превысили \$1.4 млн. Общие и административные расходы сложились на уровне \$12.4 млн (+10.3%). Операционная прибыль снизилась до \$35.2 млн. Маржа операционной прибыли уменьшилась до

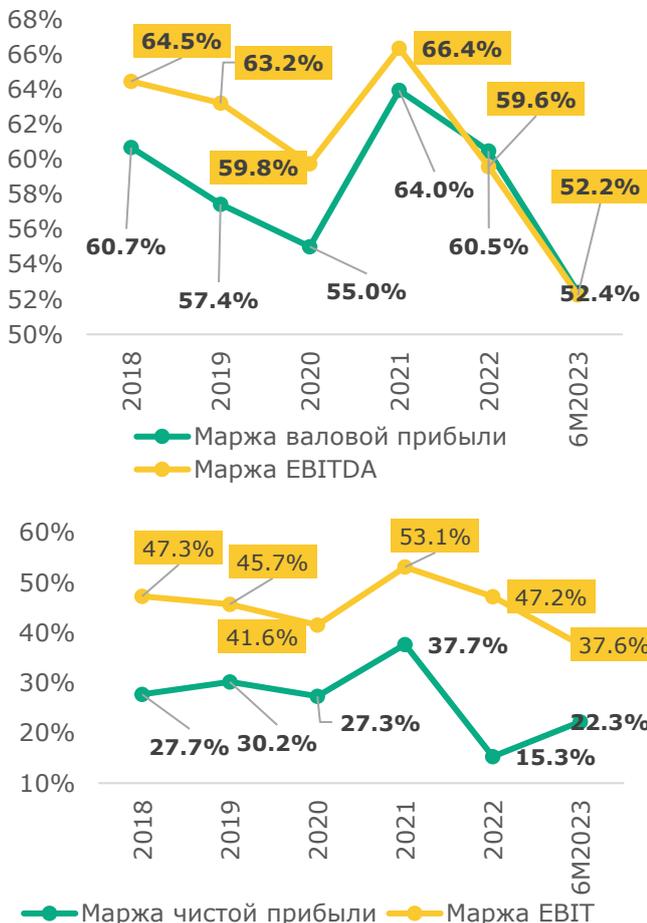
Рис 3. Структура валовых доходов



Рис 4. Финансовые показатели, \$млн



Рис 5. Показатели маржинальности



исторического минимума и сложилась на уровне 37.6% по сравнению с 53.5% в январе-июне 2022 года.

В результате укрепления курса тенге и македонского денара к доллару США в первом полугодии 2023 года, убыток от курсовой разницы в отчетном периоде составил \$2.5 млн по сравнению с прибылью в \$7.0 млн годом ранее. Финансовые расходы уменьшились на 20.4% до \$0.9 млн. Финансовые доходы выросли до \$1.0 млн.

Чистая прибыль в январе-июне 2023 года сложилась на уровне \$20.8 млн, что на 61% меньше результата прибыли первого полугодия прошлого года. Маржа чистой прибыли за период уменьшилась до 22.3%, что более чем в два раза меньше результата в 46.9% в 1П2023 г.

Снижение производства меди в прогнозный период

Добыча катодной меди осуществляется на Коныратском месторождении в Казахстане (Карагандинская область). Лицензия на добычу природных ископаемых на месторождении Конырат истекает в 2034 году.

Накануне менеджмент компании подтвердил целевые показатели по производству катодной меди на уровне 13-14 тыс тонн в 2023 году, что меньше объема производства прошлого года в 14 254 тонн. В мае текущего года отмечалось, что оставшийся объем извлекаемых медных ресурсов на месторождении составляет 111 600 тонн, что в условиях ожидаемого истощения месторождения предполагает заметное снижение уровня добычи металла в прогнозный период. С апреля 2012 года компания добыла порядка 145 111 тонн меди, что соответствует 58% всего прогнозируемого извлекаемого тоннажа на месторождении Конырат.

Компания не предоставляет прогнозы, каким сложится уровень добычи в период после 2023 года, однако в своей оценке мы закладываем ежегодное падение производства меди на 500 тонн вплоть до 2027 года. Данное снижение немногим меньше прогнозируемого уровня сокращения производства меди в 2023 году (13 500 тонн), что соответствует нашей цели при построении консервативного варианта оценки.

Высокая дивидендная доходность

В сентябре 2023 года компания объявила о промежуточной дивиденде на уровне 9 GBr, который будет выплачен в октябре текущего года. Таким образом, принимая во внимание размер прошлого дивиденда в размере 10 GBr, который был выплачен в мае текущего года, годовая дивидендная доходность по акциям Central Asia Metals составляет 9.7%, что ощутимо выше дивидендной доходности, которые могут предложить популярные медные компаний.

При этом почти двузначная дивидендная доходность по акциям компании сложилась не за счет резкого

Рис 6. Отсутствие долга, млн \$

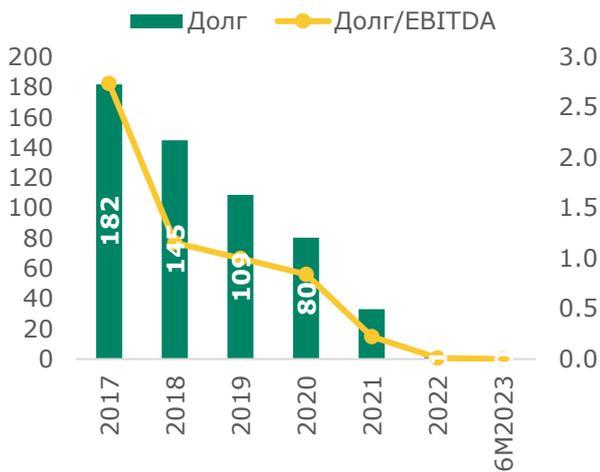


Рис 7. Дивиденды и дивидендная доходность, GBp



наращивания уровня дивидендов (промежуточный дивиденд, напротив, был снижен на 1 GBp), а по причине заметного падения котировок Central Asia Metals, которые хоть и частично восстановились с уровня годовых минимумов, но которые по-прежнему торгуются немногим в районе уровня 200 GBp за акцию.

Дивидендной политикой Central Asia Metals предусмотрена выплата акционерам дивидендных выплат дважды в год, в размере не менее 30% и не более 50% от свободного денежного потока (FCF) компании. Свободный денежный поток компании определяет как разницу между чистым денежным потоком от операционной деятельности за вычетом капитальных расходов.

Компания отмечает, что по итогам 2022 года направила 47% от FCF на дивиденды. За всю историю дивидендных выплат Central Asia Metals в общей сложности выплатила акционерам \$299 млн дивидендов или \$152 GBp в расчете на акцию (20 GBp в 2022 году).

В связи с планируемым увеличением уровня капитальных расходов в 2023 году сразу с \$17.4 млн до \$28-30 млн, а также ввиду вероятного снижения чистого денежного потока от операционной деятельности мы не исключаем, что возможно компания сократит размер дивидендов.

Несмотря на рост себестоимости добычи меди, Central Asia Metals остается одной из самых эффективных компаний в отрасли

Низкая себестоимость добычи меди в Казахстане определяется тем, что отвалы руды образовались на месторождении Коунрад за больше, чем 100 лет его разработки и необходимости в добыче руды другими более затратными методами у компании на текущий момент нет.

Это во многом и определяет низкую себестоимость производства меди. Однако себестоимость производства все же продолжает расти и увеличилась в первом полугодии на 3% до \$1 477 за тонну по сравнению с ростом на 14% в 2022 году.

Основной рост в прошлом году на три четверти был связан с увеличением расходов на заработную плату и на возросшие издержки на транспортировку медной продукции конечным покупателям. Компания объясняет рост расходов на реализацию меди российско-украинским конфликтом и увеличившимися расходами транспортировки меди через Каспийский маршрут, востребованность которого значительно возросла в 2022 году.

Себестоимость производства свинца/цинка на месторождении Sasa в Северной Македонии в январе-июне 2023 года, напротив, снизилась до \$1 587 за тонну в сравнении с \$1 720 за тонну в 2022 году.

Отсутствие долговой нагрузки

В 2023 году компания погасила все долговые обязательства. В отчетном периоде Central Asia Metals осуществила выплаты по займу и кредитам overdraft в размере \$1.4 млн. Таким образом, при объеме денежных средств в \$50.4 млн на балансе компании нет долга.

Корректировка целевой цены

Мы скорректировали целевую цену по акциям компании главным образом за счет пересмотра в сторону снижения цен на металлы (медь, цинк, свинец и серебро) в прогнозном периоде. При этом размер ставки дисконтирования (WACC) уменьшился на 0.5 п.п. до 10.9%, что несколько компенсировало снижение справедливой стоимости акций компании. Исходя из этого, **мы пересмотрели нашу 12M целевую цену с 242 GBp/акция до 223 GBp/акция, изменив рекомендацию с «покупать» на «держать» акции Central Asia Metals.**

Рис. 8. Расчет 12M целевой цены

млн \$	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
EBIT	89.1	78.6	70.2	59.6	34.4
Амортизация	22.8	23.2	22.7	22.2	21.8
EBITDA	112	102	93	82	56
Расходы по подоходному налогу	22.4	20.1	18.0	15.3	9.0
Капитальные расходы	29.0	14.9	16.0	16.9	16.9
Изменение в рабочем капитале	-2.1	-1.1	-0.3	-0.5	-1.1
Свободные денежные потоки	63	68	59	50	31
WACC	10.8%				
Период дисконтирования	0.3	1.3	2.3	3.3	4.3
Коэффициент дисконтирования	0.97	0.88	0.79	0.72	0.65
Дисконтированные денежные потоки	15	60	47	36	20
Потоки в стадии роста (PV)	178				
Терминальная стоимость	414				
Терминальная стоимость (PV)	268				
Стоимость Компании	446				
Чистый долг	-50				
Неконтролирующая доля владения	-1				
Акционерная стоимость Компании	495				
Кол-во акций в обращении (млн)	182				
Справедливая стоимость, \$/акция	2.72				
Справедливая стоимость, GBp/акция	223				
Текущая цена, GBp/акция	199				
Потенциал роста/(снижения)	12%				
Рекомендация	Держать				

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рис. 9. Основные рыночные мультипликаторы, показатели маржинальности, рентабельности, ликвидности и платежеспособности

	2019	2020	2021	2022	6M2023/TTM
Маржинальность и рентабельность					
Маржа валовой прибыли	57.4%	55.0%	64.0%	60.5%	52.4%
Маржа EBIT	45.7%	41.6%	53.1%	47.2%	37.6%
Маржа EBITDA	63.2%	59.8%	66.4%	59.6%	52.2%
Маржа чистой прибыли	30.2%	27.3%	37.7%	15.3%	22.3%
ROAE	15.7%	12.0%	21.0%	8.7%	0.4%
ROAA	9.7%	8.3%	15.8%	7.0%	0.3%
Изменение основных фундаментальных показателей					
Выручка	-11.6%	-6.8%	39.5%	-1.1%	-17.7%
Операционная прибыль	-14.6%	-15.2%	78.4%	-12.1%	-42.2%
EBITDA	-13.3%	-11.9%	54.9%	-11.2%	-34.7%
Чистая прибыль	-3.7%	-15.7%	92.4%	-59.8%	-60.4%
Показатели ликвидности и платежеспособности					
Коэффициент текущей ликвидности	0.9	1.0	1.5	4.2	5.0
Коэффициент денежной ликвидности	0.5	0.7	1.1	3.0	3.2
Обязательства/Собственный Капитал	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
Обязательства/Активы	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Показатели активности					
Оборачиваемость запасов, дней	37	38	41	49	55
Собираемость дебиторской задолженности, дней	17	17	12	12	19
Оборачиваемость кредиторской задолженности, дней	83	63	64	66	55
Операционный цикл, дней	54	56	54	62	74
Финансовый цикл, дней	-29	-8	-10	-5	19
Оборачиваемость активов	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4
Основные рыночные мультипликаторы					
P/E	5.8	14.0	6.5	15.5	-
P/B	1.1	1.8	1.5	1.5	1.3
P/S	1.8	3.8	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	2.5	5.9	3.3	3.5	3.7
EV/Sales	1.6	3.5	2.2	2.1	1.9

Источник: расчеты Halyk Finance, мультипликаторы рассчитаны исходя цены акции и курса GBP/USD на дату выхода годовой отчетности

Приложение 1. Прогноз основных финансовых показателей, \$млн

	2023	2024	2025	2026	2027
АКТИВЫ					
Запасы	10.5	11.2	11.8	12.3	13.0
Дебиторская задолженность	8.6	8.5	8.5	8.3	7.6
Денежные средства ограниченные в использовании	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Денежные средства	71.0	92.3	110.8	125.4	133.4
	93.8	115.7	134.7	149.7	157.6
Активы для продажи	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Итого краткосрочные активы	93.8	115.7	134.8	149.8	157.7
Основные средства	328.4	320.1	313.4	308.1	303.3
Нематериальные активы	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6
Прочие компоненты долгосрочных активов	12.7	18.9	23.9	28.9	35.4
Итого долгосрочные активы	367.6	365.6	363.8	363.6	365.3
Итого активы	461.5	481.3	498.6	513.5	522.9
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА					
Договор на поставку серебра	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Кредиторская задолженность	16.0	17.7	18.5	19.4	20.4
Прочие компоненты краткосрочных обязательств	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Итого краткосрочные обязательства	17.7	19.4	20.2	21.1	22.1
Договор на поставку серебра	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
Обязательство по отложенному налогу на прибыль	16.1	15.0	13.9	12.9	12.0
Прочие компоненты долгосрочных обязательств	21.1	22.3	23.6	24.7	26.0
Итого долгосрочные обязательства	55.4	55.5	55.7	55.9	56.2
Итого обязательства	73.1	74.9	76.0	77.0	78.3
КАПИТАЛ					
Акционерный капитал	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Дополнительно оплаченный капитал	205.4	205.4	205.4	205.4	205.4
Выкупленные акции	-15.8	-15.8	-15.8	-15.8	-15.8
Резервы	-134.1	-134.1	-134.1	-134.1	-134.1
Нераспределенная прибыль	332.3	350.4	366.6	380.4	388.6
Капитал мажоритарным владельцам	389.6	407.8	424.0	437.8	445.9
Неконтролирующая доля владения	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
Итого собственный капитал	388.3	406.4	422.6	436.5	444.6
Итого собственный капитал и обязательства	461.5	481.3	498.6	513.5	522.9
	2023	2024	2025	2026	2027
Выручка	211.9	209.5	207.9	204.2	186.0
Себестоимость	92.7	98.7	103.4	108.5	113.9
Валовая прибыль	119.2	110.9	104.5	95.7	72.1
Расходы по реализации	2.4	2.6	2.8	3.0	3.1
Общие и административные расходы	27.7	29.6	31.4	33.1	34.6
Операционная прибыль	89.1	78.6	70.2	59.6	34.4
Прочие расходы и убытки	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Прочий доход	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Финансовые расходы	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовый доход	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Прибыль до налогообложения	89.5	80.3	71.9	61.2	36.0
Налоги	22.4	20.1	18.0	15.3	9.0
КПН	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	67.1	60.3	53.9	45.9	27.0
	2023	2024	2025	2026	2027
Денежные потоки от					
Операционной деятельности	88.0	79.8	73.7	65.1	45.2
Инвестиционной деятельности	-28.5	-14.4	-15.5	-16.4	-16.4
Финансовой деятельности	-48.9	-44.1	-39.6	-34.1	-20.8
Чистое изменение денежных средств	10.6	21.3	18.6	14.6	8.0
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	60.4	71.0	92.3	110.8	125.4
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	71.0	92.3	110.8	125.4	133.4

Источник: Расчеты Halyk Finance

АО «HalykFinance» (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 «HalykFinance».

© 2023 г., все права защищены.

Департамент исследований**E-mail**

research@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance