

Инвестиционная идея по еврооблигациям NAVOIM 6.95'31

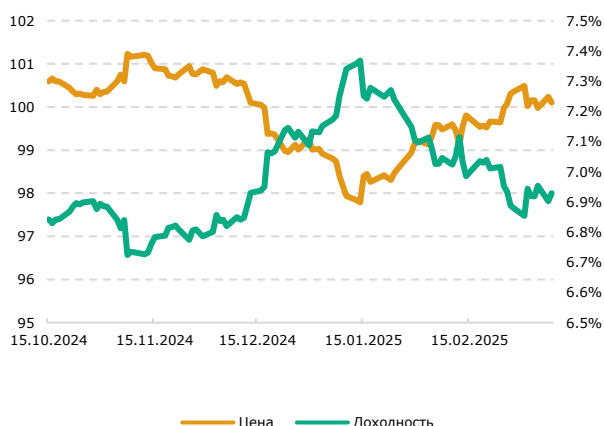
14 марта 2025 г.

Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	Навоийский горно-металлургический комбинат
Тикер еврооблигаций	NAVOIM
Страна риска	Узбекистан
Сектор	Золотодобывающая промышленность
Кредитные рейтинги (M/S/F)	NR / BB- St / BB- St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность за период держания (годовых)	8.2%
Выпуск	NAVOIM 6.95'31
ISIN	XS2911115645
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	6.95%
Доходность к погашению	6.94%
Доходность к худшему	6.94%
G-Spread	274 бп
Текущая цена	100.02%
Дата погашения	17.10.2031
Объем в обращении	\$500 млн
Минимальный лот	\$200 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	2кв2024 LTM
Выручка	5 095	5 708	6 296
EBITDA	3 151	3 328	3 694
маржа EBITDA, %	61.8%	58.3%	58.7%
Активы	9 050	8 570	8 909
Обязательства	4 085	3 854	4 196
Капитал	4 965	4 716	4 713
CFO	2 078	2 042	1 744
CFI	(656)	(679)	(653)
CCF	(1 334)	(1 358)	(1 620)

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



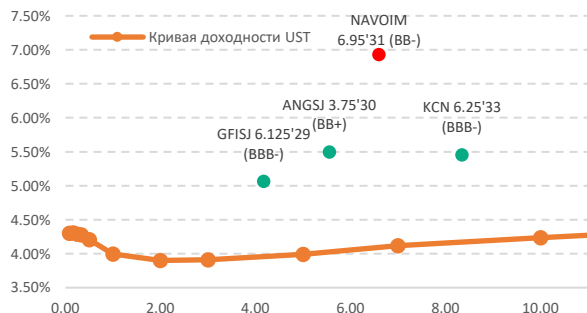
Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

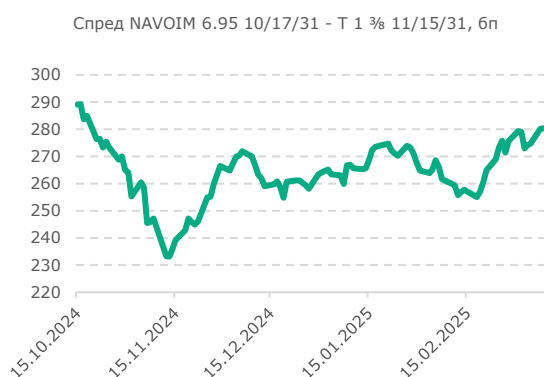
Представляем вашему вниманию еврооблигации одного из лидеров мировой золотодобывающей отрасли — Навоийского горно-металлургического комбината, с погашением в 2031 году. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 6.88%-7.01% годовых, что подразумевает премию в 144-153 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам золотодобывающих компаний (ANGJ 3.75'30). Выпуск не предлагает премии относительно кривой доходности узбекистанских корпоративных эмитентов, однако, имеет относительно высокое кредитное качество. НГМК входит в Топ-5 золотодобывающих компаний мира, управляет крупнейшим в мире золотым рудником Мурунтау-Мютенбай с ресурсной базой более 100 млн унций, и имеет один из самых низких показателей себестоимости производства золота (AISC) в мире, демонстрируя самую высокую рентабельность среди мировых золотодобывающих компаний с прибылью по EBITDA выше 50% в среднем. Низкий леверидж на уровне компаний инвестиционного уровня, устойчивая генерация денежных потоков ввиду низкой производственной себестоимости делают выпуск привлекательным для покупки. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску NAVOIM 6.95'31 с ожидаемой доходностью за период держания 8.2% годовых.**

О компании

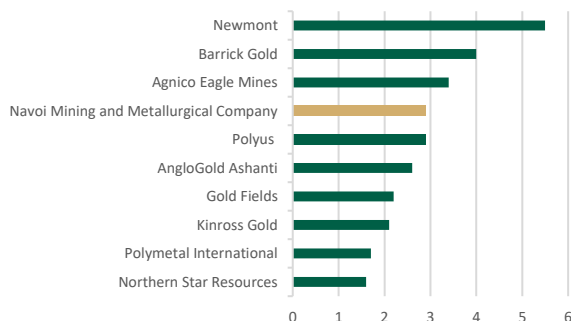
Навоийский горно-металлургический комбинат (далее «НГМК», «Компания») — компания с 55-летней историей, входит в топ-5 крупнейших золотодобывающих компаний мира, с объемом добычи около 2.9 млн унций золота в год (2023 г.). НГМК разрабатывает месторождение Мурунтау-Мютенбай — крупнейшее в мире золоторудное месторождение с ресурсной базой более 100 млн унций, обеспеченность запасами в среднем составляет более 30 лет. Вертикально интегрированная бизнес-модель компании охватывает всю цепочку создания стоимости — от разведки месторождений золоторудного сырья, добычи и переработки руды до производства и реализации аффинированного золота. Численность персонала компании насчитывает более 47 тыс. человек. НГМК является стратегически важным предприятием для экономики Узбекистана и крупнейшим налогоплательщиком в стране, обеспечивая около 16.7% доходов государственного бюджета и 6.3% ВВП (в 2023 г.). Государству принадлежат 100% акций компании через Министерство экономики и финансов РУ. Центральный банк

Рисунок 2. Карта доходности аналогичных еврооблигаций


Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 3. G-Spread облигации, бп


Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Топ-10 производителей золота в мире по результатам 2023 г., млн унций


Источник: Данные компании

Узбекистана (далее «ЦБУ») является ключевым покупателем золота НГМК, в соответствии с действующим узбекистанским законодательством, ЦБУ обладает преимущественным правом на покупку всех аффинированных драгоценных металлов для пополнения своих резервов. В первом полугодии 2024 г. компания продала 99% произведенного золота ЦБУ с гарантированным выкупом по рыночной цене, установленной на Лондонском рынке драгоценных металлов (LBMA).

Сегменты

Деятельность компании представляет собой единый отчетный сегмент. Основными видами деятельности компании являются добыча, переработка и продажа драгоценных металлов, преимущественно аффинированного золота, в Республике Узбекистан. Компания управляет 12 крупными месторождениями, 7 гидрометаллургическими заводами и 2 установками кучного выщелачивания. Крупнейший производственный кластер Мурунтау-Мютенбай обеспечивает около 70% общего производства и располагает аналогичной долей ресурсной базы (см. рис. 5). Общая ресурсная база НГМК по стандарту JORC¹: 96.8 млн унций (Indicated), 51.0 млн унций (Inferred), что делает компанию четвертым крупнейшим производителем золота в мире по размеру ресурсной базы. Объем производства – за шесть месяцев, завершившихся 30 июня 2024 г., НГМК произвел 1.5 млн унций золота (2.9 млн унций в 2023 г.), при этом объем переработанной руды составил 52.0 млн тонн (99.3 млн тонн в 2023 г.). Среднее содержание золота в руде составило 1.1 г/т; средний коэффициент извлечения – 84.5%. Рудники НГМК входят в первый квартал кривой себестоимости AISC (полные затраты на добычу золота) по данным CRU, благодаря низким операционным расходам, высокой доле затрат в нацвалюте и экономии на масштабе. По данным за 2023 г., НГМК имел вторую по величине низкую себестоимость производства среди мировых производителей золота, с показателем AISC на уровне 866 \$/oz (907 \$/oz за 1П2024 г.). К концу 2024 г. НГМК ожидал досрочного достижения целевого показателя увеличения добычи золота на 30% в рамках инвестиционной программы на 2017–2026 гг., опережая график на два года. НГМК планирует запустить новую инвестиционную программу на 2024–2030 гг. Ожидается, что большая часть капитальных затрат в рамках новой инвестиционной программы будет направлена на расширение производства с целью стать третьим по величине производителем золота в мире в ближайшие годы (до 3.5 млн унций к 2030 году).

Анализ сектора

Спрос и цены на золото достигли новых рекордов в 2024 г. Согласно данным World Gold Council (далее - «WGC»), средняя цена в 2024 г. достигла 2 386 \$/oz (+23% г/г) (см. рис. 7), спрос

¹ JORC ("Joint Ore Reserves Committee Code") - профессиональный кодекс практики, устанавливающий минимальные стандарты публичной отчетности о результатах геологоразведочных работ, минеральных ресурсах и рудных запасах. Кодекс JORC предусматривает обязательную систему классификации результатов геологоразведочных работ, минеральных ресурсов и рудных запасов в зависимости от уровня уверенности в геологических данных.

Рисунок 5. Разбивка по кластерам объемов производства золота по результатам 2023 г., %

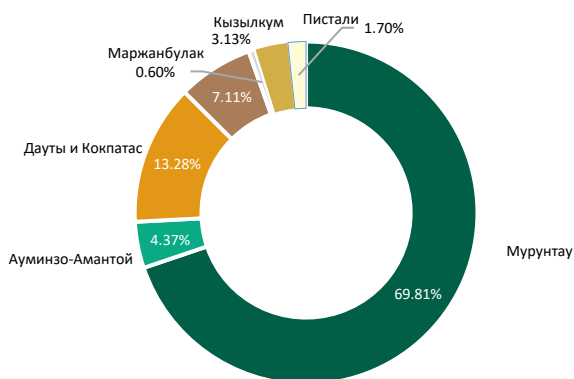
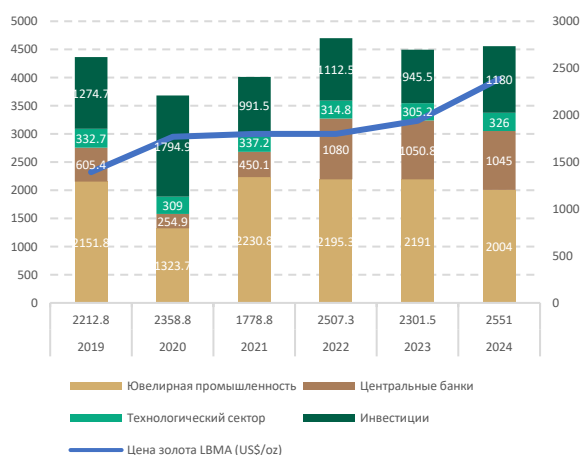
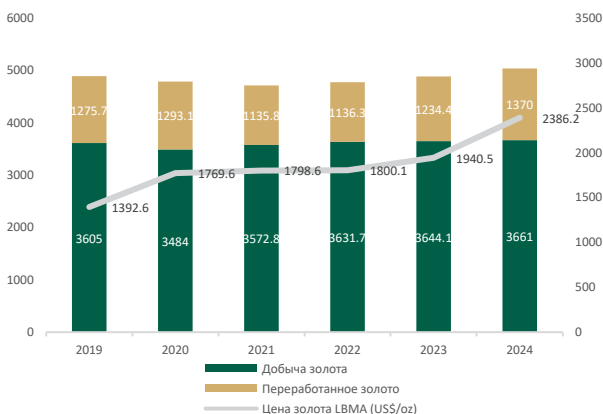


Рисунок 6. Глобальный спрос на золото, т



Источник: World Gold Council

Рисунок 7. Глобальное предложение золота, т



Источник: World Gold Council

на золото в 2024 г. увеличился на 1% г/г и составил рекордные 4 974 т (см. рис. 6). Общий спрос на золото в денежном выражении также достиг рекордного годового значения в \$382 млрд ввиду сочетания высоких цен и объемов. Центральные банки и инвесторы, а также спрос со стороны технологического сектора стали основными драйверами роста рынка в 2024 г.

Исторически ювелирная промышленность была крупнейшим потребителем золота (около 40% мирового спроса). Согласно данным WGC, в 2024 г. спрос со стороны ювелирного производства снизился на 9% г/г на фоне рекордных цен на золото и составил 2 004 т. Китай зафиксировал самое значительное снижение спроса из-за ослабления внутренней экономики и высоких цен на золото.

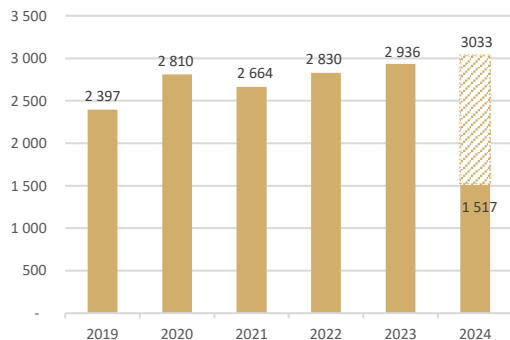
В свою очередь центральные банки продолжили активно скупать золото (21% от мирового спроса): объем покупок превысил 1 000 т третий год подряд с 2022 г., резко ускорившись в 4кв2024 г. до 333 т, и составив 1045 т за 2024 г. (-1% г/г). Хотя объемы покупок металла в 2024 году были немногим меньше высокой базы предыдущего года, они всё же продолжают существенно превышать объемы приобретения металла прошлых лет.

Годовой объем инвестиций в золотые слитки и монеты, ETF и др. (24% от мирового спроса), также достиг четырехлетнего максимума в 1 180 т (+25% г/г). Существенное влияние оказали ETF: 2024 год стал первым с 2020 года, когда их чистые активы не изменились после значительных оттоков в предыдущие три года. Спрос на золотые слитки и монеты остался на уровне 2023 г. – 1 186 т.

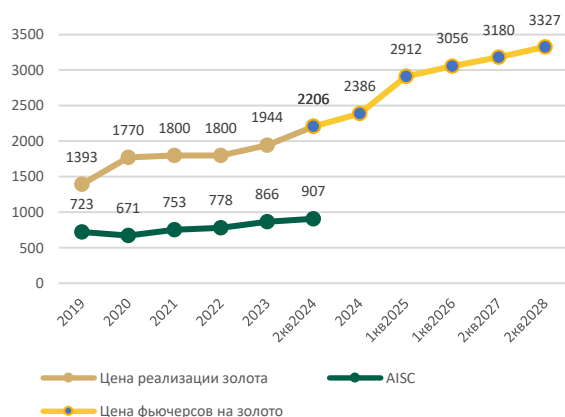
Спрос со стороны технологического сектора (7% от мирового спроса) также внес вклад в рост общего показателя: он вырос на 21 т (+7% г/г) в 2024 г. до 326 т. Рост объясняется увеличением спроса на микрочипы, используемые в таких областях, как искусственный интеллект (AI) и высокопроизводительные вычисления (HPC).

Добыча золота остается основным источником поставок, обеспечив 74% мирового предложения (см. рис. 7). Общий объем добычи золота составил 3 661 т (+1% г/г). Объем переработанного золота достиг 1 370 т (+11% г/г), что является самым высоким показателем с 2012 г.

В 2025 г. центральные банки и инвесторы в ETF, вероятно, продолжат определять спрос, в то время как экономическая неопределенность поддержит роль золота как защитного актива. Медианный консенсус-прогноз инвестдомов на 2025 г. составляет 2 730 \$/oz, а в 2026–2028 гг. аналитики видят потенциал снижения стоимости металла до 2 625 \$/oz и 2 062 \$/oz соответственно при текущих уровнях 2 912 \$/oz, при этом стоит отметить, что фьючерсы на золото с поставкой в 2025–2028 гг. торгуются на существенно более высоких уровнях (см. рис. 9).

Рисунок 8. Объемы производства золота, млн унций


Источник: Данные компании

Рисунок 9. Цены на золото и затраты в денежном выражении за тройскую унцию (AISC), \$/oz


Источник: Данные компании, Bloomberg

О выпуске

Выпуск NAVOIM 6.95'31 является старшим необеспеченным долговым обязательством НГМК. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: в любое время до 17 июля 2031 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной большему из: (1) 100% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, используя конвенцию подсчёта дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить выпуск по цене сильно выше от номинала. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 17 июля 2031 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

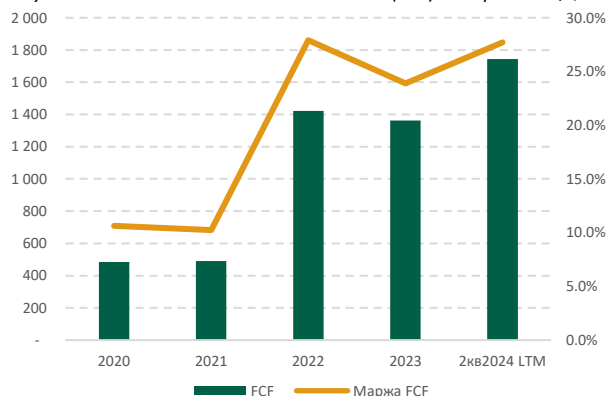
Сильные финансовые и операционные результаты в первые шесть месяцев 2024 г. на фоне благоприятной ситуации на рынке золота

Выручка компании за первые 6 месяцев 2024 г. выросла на 21.3% г/г и составила \$3.3 млрд. EBITDA составила \$2.0 млрд, на 22.2% выше, чем в аналогичном периоде прошлого года, а маржа EBITDA оказалась на уровне 60.3% (59.9% за 6мес2023 г.). Рост выручки и EBITDA вызван ростом цен на золото, так, за первые шесть месяцев 2024 г., средняя цена реализации золота составила 2 206 \$/oz, что на 13.9% выше средней цены 1 936 \$/oz за аналогичный период 2023 г. Большой рост выручки и EBITDA был обусловлен также увеличением производства на 6.5%. НГМК реализует произведенное золото ЦБУ и другим покупателям по спотовой рыночной цене LBMA и не использует хедж для фиксации цен на золото. Чистая прибыль компании за 6 месяцев 2024 г. составила \$882 млн (против \$774 млн за 6мес2023 г., +14.0% г/г). Операционный денежный поток (OCF) за отчетный период составил \$1.4 млрд (против \$1.1 млрд за 6мес2023 г., +32.4% г/г), а свободный денежный поток (FCF) составил \$1.2 млрд (\$0.8 млрд за 6мес2023 г., +49.5% г/г). Рост FCF за 6мес2024 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года объясняется ростом EBITDA и снижением CAPEX.

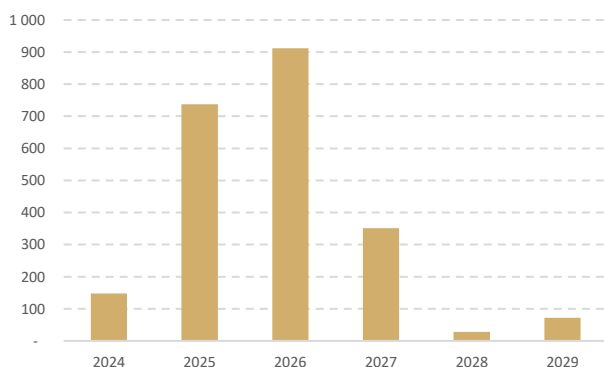
Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, цены на золото останутся на высоких уровнях в 2025-2028 гг., так за 2025 г. средняя цена по прогнозам составит 2 730 \$/oz, 2026 г. - 2 625 \$/oz, 2027 г. - 2 300 \$/oz, 2028 г. - 2 062 \$/oz.

Относительно слабая ликвидность компенсируется низким уровнем долговой нагрузки, сопоставимым с компаниями инвестиционного уровня

На конец 2кв2024 г. объем валового долга составил \$2.2 млрд, чистый долг находился на таком же уровне \$2.2 млрд. Ликвидность насчитывала около \$3 млн при краткосрочном

Рисунок 10. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF, \$ млн


Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 11. График погашения, \$ млн


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

долге в \$425 млн, что указывает на ограниченную ликвидность. Денежные средства и эквиваленты без ограничений к использованию на конец 2кв2024 г. составляли \$3 млн, открытые кредитные линии на конец 2кв2024 г. у компании отсутствовали. В июле – сентябре 2024 г. компания привлекла кредит в размере \$180 млн от международных банков с сроками погашения в 2025–2027 гг. Мы ожидаем, что компания привлечет краткосрочное финансирование для погашения части среднесрочных обязательств, учитывая доступ к локальному банковскому рынку. Долг компании на 93% выражен в долларах США, а остальная часть, 7%, — в евро. Продажи золота непосредственно привязаны к доллару США, при этом выручка поступает в узбекских сумах по курсу ЦБУ, действующему на дату поставки. Как было отмечено ранее, ЦБУ является ключевым покупателем золота НГМК и обладает преимущественным правом на покупку золота для пополнения своих резервов. В первом полугодии 2024 г. компания продала 99% произведенного золота ЦБУ с гарантированным выкупом по рыночной цене, установленной на LBMA. Значительное обесценивание UZS по отношению к доллару США или евро может негативно сказаться на финансовом положении НГМК и его способности погашать задолженность, номинированную в инвалюте. С другой стороны, ослабление UZS по отношению к доллару США положительно повлияет на конкурентоспособность НГМК, поскольку основная часть операционных расходов, в частности затраты на материалы и оплату труда, номинирована в UZS. Прогноз от S&P по паре UZS/USD на 2025-2027 гг. находится на уровне 13 650 и 15 000 за \$1 соответственно, то есть ожидается лишь умеренное ослабление курса узбекского сума к USD на 5.2% к концу 2025 г. и на 5.0% в среднем в год к концу 2027 г. Долговая нагрузка, выраженная как соотношение чистого долга к EBITDA, составляет 0.61x (против 0.70x на конец 2023 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA – 15.59x (против 15.70x на конец 2023 г.), то есть леверидж компании находится на низком уровне, сопоставимом с компаниями инвестиционного уровня. Погашение примерно 80% всего долга, т. е. \$1.8 млрд, приходится на период 2024-2026 гг., эта часть долга была частично рефинансирована в рамках выпуска еврооблигаций NAVOIM 6.95'31 и NAVOIM 6.7'28 объемом \$1 млрд в октябре 2024 г. Таким образом, структура погашения долговых обязательств компании улучшилась по сравнению с показателями на последний отчетный период. С учетом консервативной долговой нагрузки, ожидаемого положительного FCF, несмотря на относительно слабую ликвидность, мы не ожидаем проблем с обслуживанием долга в обозримом будущем.

Рейтинговые агентства об НГМК

Fitch

Рейтинг BB- (прогноз: «стабильный»). Рейтинг эмитента (IDR) НГМК ограничен рейтингом его единственного акционера — правительства Узбекистана (BB-/St). Индивидуальный кредитный профиль компании (SCP) - «bb+». Fitch отмечает крупные масштабы компании как четвертого по величине

производителя золота в мире, а также как одного из производителей с самыми низкими затратами, длительным сроком эксплуатации месторождений, высокой рентабельностью и очень низким уровнем долговой нагрузки. Fitch ожидает, что показатели валового и чистого левериджа сохранятся на уровне ниже 1.0х. Учитывая размер компании - НГМК является крупнейшим налогоплательщиком и одним из крупнейших работодателей в Узбекистане, а также объем ее международных заимствований (71% долга), дефолт НГМК мог бы негативно сказаться на способности Узбекистана и других госпредприятий привлекать средства на международных рынках, поэтому компания может рассчитывать на сильную господдержку. Тем не менее, агентство отмечает, что за последние 10 лет НГМК не получала капитальных вливаний от государства.

S&P Global

Рейтинг BB- (прогноз: «стабильный»). S&P отмечает преимущества низкой себестоимости производства и значительных запасов компании, а также консервативные показатели левериджа. Рейтинг ограничен относительно низкой диверсификацией бизнеса, поскольку 100% ее операций сосредоточено в Узбекистане, а основная часть производства приходится на одно месторождение — Мурунтау-Мютенбай. Рейтинг НГМК ограничен суверенным рейтингом Узбекистана 'BB-', поскольку, по мнению агентства, отсутствуют достаточные защитные механизмы, которые могли бы предотвратить негативное государственное вмешательство, если государству потребуется дополнительная ликвидность (например, в условиях финансового стресса). Самостоятельный кредитный профиль (SACP) НГМК - на уровне «bb+». S&P ожидает, что НГМК сохранит консервативные кредитные показатели, с коэффициентом FFO к долгу выше 60% в ближайшие годы, хотя, по мнению агентства, эволюционирующая финансовая и дивидендная политика компании представляет риск роста долговой нагрузки.

Риски:

- ухудшение ситуации на рынке золота;
- ухудшение показателей долговой нагрузки ввиду высоких дивидендов в пользу государства может привести к ослаблению кредитного качества.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	6мес2023	6мес2024
Выручка	4 558	4 795	5 095	5 708	2 758	3 346
Рост выручки (г/г)	33.8%	5.2%	6.3%	12.0%	5.4%	21.3%
Валовая прибыль	2 525	2 828	2 932	3 054	1 536	1 821
Валовая маржа%	55.4%	59.0%	57.5%	53.5%	55.7%	54.4%
EBITDA	2 713	3 040	3 151	3 328	1 651	2 017
Рост EBITDA (г/г)	79.8%	12.1%	3.7%	5.6%	-4.3%	22.2%
EBITDA маржа%	59.5%	63.4%	61.8%	58.3%	59.9%	60.3%
Процентные доходы (расходы), нетто	(65)	(69)	(132)	(212)	(95)	(120)
Опер. денежный поток	1 340	1 348	2 078	2 042	1 094	1 449
Капитальные расходы	(855)	(857)	(656)	(679)	(324)	(298)
Своб. денежный поток	485	491	1 422	1 363	770	1 151
Дивиденды и обратный выкуп акций	(755)	(982)	(1 389)	(1 202)	(326)	(484)
Чистая прибыль	819	1 265	1 008	1 478	774	882
Рост чистой прибыли (г/г)	253.6%	54.5%	-20.3%	46.6%	-8.0%	14.0%
Валовый долг	1 232	1 784	2 181	2 333	2 167	2 245
Денежные ср-ва и эквиваленты	198	16	5	2	2	3
Чистый долг	1 034	1 768	2 176	2 331	2 165	2 242
Рост чистого долга (г/г)	34.6%	71.0%	23.1%	7.1%	18.7%	3.6%
Собственный капитал	5 282	5 774	4 965	4 716	5 272	4 713

Показатели долговой нагрузки

OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	20.62	19.54	15.74	9.63	11.52	10.11
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	41.74	44.06	23.87	15.70	17.38	15.59
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	0.45	0.59	0.69	0.70	0.66	0.61
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	0.38	0.58	0.69	0.70	0.66	0.61

курс UZS USD

Среднее значение	10 055.18	10 613.93	11 045.60	11 732.70	11 385.77	12 564.37
На конец периода	10 465.87	10 818.09	11 229.40	12 346.34	11 490.33	12 565.29

График погашения долга и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Погашение долга, \$млн	148	737	912	351	28	72
Запас ликвидности на конец 2кв2024, \$млн	3					
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	3					
Кредитные линии, \$млн	-					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

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».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@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