

## Рискованная ставка на медь со спекулятивным потенциалом роста

17 марта 2015 г.

## Металлы и добыча Kaz minerals

Еркин Абдрахманов  
y.abdrakhmanov@halykfinance.kz  
+7 727 244 6538

Рекомендация	Держать
Целевая цена (GBp)	236
Потенциал роста	15,0%
Тикер	KAZ.LN
Reuters код	KAZ.L
Цена (GBp)	205
Акции/ГДР	н/п

### Данные по акциям

Кол-во простых акций (млн)	446
Кол-во прив. акций (млн)	н/п
Дневной объем торгов (\$млн)	3,5
Рыночная капитализация (\$млн)	1 360

Фин. показатели (\$млн)	2013Ф	2014Ф	2015П
Выручка	3 099	846	813
ЕВITDA	(314)	136	141
Чистая прибыль	(790)	(97)	(45)
EPS	(2)	0	0
Собственный капитал	4 221	2 104	2 059
Чистый долг	771	962	2 808

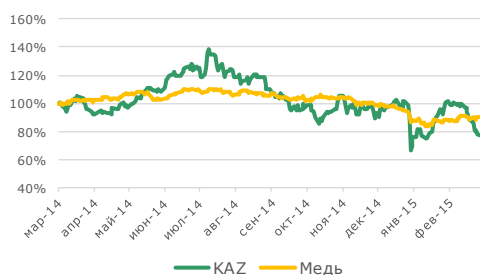
Оценка	2013Ф	2014Ф	2015П
P/E (x)	(1,7)	(14,0)	(30,3)
P/B (x)	0,32	0,65	0,66
EV/ЕВITDA (x)	(7,4)	17,07	16,42
Див. доход-сть	0%	0%	0%
RoE	(12,6%)	(5,5%)	(2,1%)

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн.
1М	(23,8%)	(26,0%)
3М	(16,8%)	(8,0%)
12М	(22,6%)	(13,1%)
Максимум за 52 недели	170	5 433
Минимум за 52 недели	354	7 186

\* по отношению к FTSE 250

Источники: Bloomberg, прогнозы XФ

### Динамика Казахмыс по отношению к цене на медь



Источник: Bloomberg

Kaz Minerals опубликовал в целом нейтральные финансовые результаты за 2014 год. Операционные расходы приятно удивили за счет девальвации, а выручка соответствовала производственным показателям, опубликованным ранее. Однако прогноз на 2015 год оказался несколько разочарывающим – производство меди останется на прежнем уровне, добыча попутных металлов существенно снизится, а расходы резко возрастут. На данный момент акции Kaz Minerals предоставляют возможность сделать краткосрочную ставку на девальвацию. Наша модель оценки включает в себя 25%-ное ослабление курса тенге в середине 2015 года, что добавляет ~ 68 пенсов к целевой цене. Мы ставим нашу 12-месячную целевую цену на уровне 236 пенсов и рекомендуем ДЕРЖАТЬ. Мы по-прежнему считаем, что акции Kaz Minerals – это рискованная ставка на медь с высоким леввереджом и значительными проектными рисками.

### Выручка соответствует прогнозам, маржа улучшилась, но прогнозы разочаровали

В 2014 году Kaz Minerals произвела 83,5 тыс. т катодной меди, а выручка составила \$846млн (-9% г/г) с валовой прибылью в 50% благодаря снижению затрат в 2П2014. Компания планирует произвести 80-85 тыс.т (без изменений г/г) катодной меди в 2015 году при уровне валовых денежных затрат на уровне \$2,8-3,0/фунт (+8,9%-16,7% г/г), что выше, чем ожидалось, главным образом из-за ускорения ожидаемой инфляции. Производство попутных металлов было смешанным в минувшем году и в 2015 году ожидается дальнейшее снижение объемов в связи с временным переходом на участки с более низким содержанием металлов.

### Риски по проекту Бозшаколь значительно снизились, но неопределенность по другим проектам роста сохраняется

По мере того как проект Бозшаколь близится к завершению, риски идут на спад. Месторождение должно начать производство в начале 2016 года, на год позже первоначального плана. Среди активов компании, Бозшаколь имеет наиболее привлекательную экономику с ожидаемыми чистыми денежными затратами в \$0,8-1,0/фунт и NPV в \$0,8млрд (оценка XФ). Сульфидные руды месторождения Актогай, в отличие от оксидных руд Бозшаколя, потребуют больших операционных затрат (чистые денежные затраты - \$1,1- \$1,3/фунт). Мы считаем, что Актогай несет больше рисков, связанных с превышением бюджета капзатрат, увеличением операционных расходов, особенно учитывая, что NPV проекта уже едва положительна при текущих условиях. Коксай остается "темной лошадкой" для рынка. Отметим, что NPV проекта чрезвычайно чувствительна к предположениям по капитальным и операционным затратам и инвестиции в данный проект увеличат и без того значительную долговую нагрузку компании.

### Благоприятная макроэкономическая среда

Kaz Minerals – спекулятивная ставка на ожидаемую корректировку курса тенге (наша команда по макроэкономике ожидает 25% ослабление в 2015 году). Мы ожидаем, что ослабление тенге снизит операционные расходы компании, 55% из которых деноминированы в тенге. По нашим расчетам это добавит около 68 пенсов к целевой цене, принимая во внимание компенсирующий эффект постдевальвационного ускорения инфляции. Уровень капитальных вложений компании не изменится вследствие девальвации, так как практически все капитальные инвестиции деноминированы в долларах США. Даже если Национальный банк решит придерживаться политики фиксированного курса, наши предположения по-прежнему сохранятся, так как переоцененный тенге неизбежно снизит уровень реального дохода и уменьшит совокупный спрос, что приведет к снижению цен в стране.

### Оценка

Мы пересмотрели взгляд на цены на медь и ожидаем восстановления цен после 2016 года. Мы повысили стоимость капитала ввиду роста страновых рисков, отраженных в ставках 10-летних CDS Казахстана. Наши производственные прогнозы изменились незначительно, после переноса срока запуска добычи на Бозшаколь со 2П2015 до начала 2016 года. Мы также обновили наши предположения по затратам, включив сценарий девальвации. В результате, мы устанавливаем нашу 12-месячную целевую цену на уровне 236 пенсов и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

## Результаты за 2014 год в целом соответствовали ожиданиям, но прогнозы компании по себестоимости разочаровали

Kaz Minerals добыла 83,5 тыс.т меди в 2014 году, +9% по сравнению с 2013 годом (только Восточные рудники) благодаря повышению коэффициента извлечения на Николаевском руднике. Результаты добычи попутных металлов оказались смешанными: добыча серебра разочаровала, а золото и цинк превысили наши ожидания.

**Рисунок 1. Производственные результаты**

	Единица	2014Ф	2013Ф	г/г	ХФ 2014	выше/(ниже) ХФ 2014
Медь	тыс. т	83,5	76,8	8,7%	82,4	1,3%
Цинк	тыс. т	121,4	133,8	(9,3%)	115,0	5,6%
Серебро	тыс. унций	3 435,0	4 685,0	(26,7%)	4 600,0	(25,3%)
Золото	тыс. унций	34,6	48,6	(28,8%)	30,4	13,8%

Источник: данные компании и расчеты ХФ

Выручка в целом соответствовала нашему прогнозу на уровне \$846млн, на 9% ниже г/г, за счет более низких объемов добычи. Себестоимость реализованной продукции снизилась на 17% г/г, благодаря девальвации тенге в феврале 2014 года. Компания также зафиксировала убыток в размере \$137млн от обесценения, в основном из-за истощения рудников. Чистые финансовые расходы увеличились более чем в пять раз до \$263млн в основном из-за нетто убытков от курсовой разницы и увеличения расходов по обязательствам по вознаграждениям работникам. Мы ожидаем, что компания продолжит признавать обесценение шахт восточных регионов в ближайшие 5-7 лет в связи с их естественным истощением.

Компания потратила \$0,5млрд на проект Бозшаколь в 2014 году и планирует инвестировать \$0,9млрд в 2015 году. Kaz Minerals заверила, что заявленный график освоения капитальных инвестиций не подразумевает задержку и, что проект будет сдан в эксплуатацию в 4кв2015 с "ограниченным уровнем производства в этом году". Данная формулировка скорее всего означает отсутствие добычи в этом году, что косвенно подтверждается собственным прогнозом производства компании на 2015 год, который предполагает отсутствие роста г/г. Руководство компании по сути перенесло дату завершения проекта со 2П2015 на 4кв2015/начало 2016 года, что стало неприятным сюрпризом для нас, так как мы закладывали в нашу оценку ~ 40 тыс. т меди в 2015 году.

Реализация проекта Актогай идет по плану - \$400млн было освоено в 2014 году, и еще \$500 - \$700млн запланировано на 2015 год. Экономические параметры проекта не изменились. Работы по реализации проекта Коксай пока не ведутся – в 2014 году было инвестировано лишь \$4млн и в 2015 году компания планирует инвестировать еще \$15млн. При этом продавцу Коксай были выплачены \$30млн, из отложенного платежа в \$65млн и компания намерена выплатить остаток в этом году. В нашей оценке Коксай пока имеет нейтральный NPV. Мы планируем уточнить нашу оценку

по мере публикации компанией плана развития проекта и его основных экономических показателей.

### **Прогноз руководства на 2015 год неутешителен**

Kaz Minerals планирует добыть 80-85 тыс. т (без изменений г/г) в 2015 году, что предполагает отсутствие добычи на Бозшаколь. Это значительно меньше, чем мы ожидали (122 тыс. т), так как реализация проекта Бозшаколь идет более медленными темпами. Прогноз руководства по валовой денежной себестоимости также оказался выше – на уровне \$2,8-3,0/фунт по сравнению с нашей оценкой в \$2,65/фунт в основном за счет ожидания руководством более ускоренного темпа инфляции затрат.

### **Касательно ослабления тенге**

Во время последнего конференц-звонка, руководство компании отказалось комментировать возможность девальвации тенге. 11 февраля 2015 года, на расширенном заседании правительства с участием президента обсуждалась экономическая повестка, денежно-кредитная политика и другие вопросы. После президент Назарбаев и глава Центрального банка подтвердили свое намерение не допустить резких колебаний обменного курса.

Наша команда по макроэкономике считает, что Национальный банк может ослабить валюту либо одномоментно, либо плавно на 25% в 2015 году (для ознакомления с более подробным видением по экономике Казахстана, пожалуйста, нажмите [здесь](#)), что отражено в нашей модели. В долгосрочной перспективе, мы моделируем ежегодное ослабление тенге примерно на 4,4%, рассчитываемое исходя из соотношения долгосрочной инфляции в Казахстане к долгосрочной инфляции в США<sup>1</sup>.

### **Оценка**

Мы обновили наши предположения по ценам на медь, операционным затратам, стоимости капитала и производственные прогнозы.

#### *Стоимость капитала*

Мы повысили наши предположения по WACC на 0,6 процентных пункта до 10,4%, отразив увеличение премии за страновой риск до 3,4% (+1,2 процентных пункта) вследствие роста ставок CDS, что было частично компенсировано снижением доходности 10-летних гособлигаций США. Рост CDS был в основном обусловлен снижением цен на нефть, что повысило вероятность дефолта стран-экспортеров нефти.

#### *Цены на медь*

Краткосрочный взгляд на медь, в основном негативный, а среднесрочный и долгосрочный консенсус по рынку положительный. Консенсус рынка сводится к тому, что текущие

---

<sup>1</sup>  $(1 + \text{д-срочная инфляция КЗ}) / (1 + \text{д-срочная инфляция США}) - 1$  где д-срочная инфляция КЗ = 7% and д-срочная инфляция США = 2%

низкие цены должны привести к значительному сокращению предложения в ближайшие несколько лет. Кроме того, спрос на медь будет расти в долгосрочной перспективе из-за продолжающейся урбанизации в развивающихся странах (Китай, Индия), в то время как рост предложения будет сдерживать снижение добычи со зрелых месторождений по всему миру. Таким образом, для покрытия дефицита в долгосрочной перспективе рыночные цены должны будут в конечном итоге вырасти до уровня маржинальной себестоимости. Краткосрочный взгляд более пессимистичен, так как складские запасы металла растут, китайская экономика замедляется, и излишек сохраняется. В нашей модели, мы предполагаем, что цены на медь будут в пределах прогнозов аналитиков и текущей фьючерсной кривой и берем среднее значение в базовом сценарии.

**Рисунок 2. Предположения по ценам на медь (\$/тонну)**

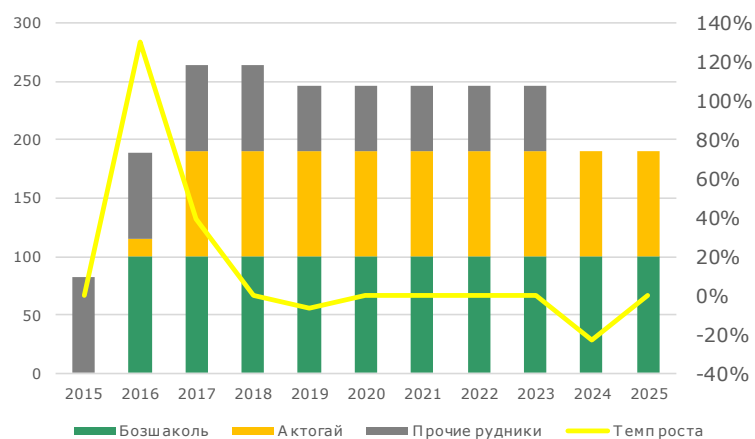
	2015П	2016П	2017П	2018П	Долгосрочная
Фьючерсы на медь	5 778	5 762	5 748	5 735	5 735
Прогнозы аналитиков	6 486	6 824	7 394	7 917	7 917
Новая цена	6 132	6 293	6 571	6 826	6 826
Старая цена	6 132	6 252	6 264	6 265	6 265
Изменение	0%	1%	5%	9%	9%

Источник: данные компании

### Производство

Мы скорректировали наши производственные прогнозы с учетом задержки на Бозшаколе. Мы ожидаем, что добыча Kaz Minerals достигнет пика в 2017 и 2018 годах на уровне 264 тыс.т, а затем будет постепенно снижаться и стабилизируется на уровне 190 тыс.т (только Бозшаколь и Актогай). Наш прогноз по добыче попутных металлов на 2015 год соответствует прогнозам руководства, а в дальнейшем зависит от объема добычи меди.

**Рисунок 3. Прогноз добычи меди в разрезе проектов (тыс. т)**



Источник: Расчеты ХФ

### Операционные расходы

В 2015 году компания прогнозирует увеличение валовых денежных расходов до \$2,8-3,0/фунт (+9-16% г/г) на Восточных рудниках за счет ускорения инфляции. Данный прогноз не отражает ожидания

ослабления тенге. Компания не стала комментировать возможность ослабления тенге. Однако мы больше не можем игнорировать этот фактор в нашей оценке.

Мы прогнозируем ослабление тенге на 25% в 2015 году, что приведет к снижению операционных затрат, деноминированных в тенге в долларовом выражении (в настоящее время 55% от общих операционных расходов), но также приведет к ускорению инфляции операционных затрат в последующем. В этом сценарии мы ожидаем ускорения инфляции расходов компании на 16,0% в 2015 и 12,5% в 2016 году. Несмотря на компенсирующий эффект, это добавляет ~ 68 пенсов к нашей 12-месячной целевой цене. В долгосрочной перспективе, мы моделируем рост «долларовых» расходов на 4% ежегодно, а тенговых на 9% ежегодно и закладываем ежегодное ослабление тенге на 4,4%.

Отметим, что даже если Национальный банк решит продолжать политику фиксированного обменного курса наши предположения, скорее всего, останутся верны. Переоцененный тенге сделает казахстанские компании неконкурентоспособными и по мере их закрытия будет расти безработица и последует общее снижение зарплат. Прочие операционные расходы компаний снизятся, так как падение реальных доходов сократит совокупный спрос и окажет давление на цены.

## Приложение А. Финансовая отчетность

в млн. \$, кроме значений за акцию

	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>					
Выручка	846	813	1 673	2 404	2 454
Себестоимость	422	526	911	1 226	1 233
Валовая прибыль	424	287	762	1 179	1 221
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	156	150	211	281	287
Прочие операционные (доходы) / расходы	(5)	(5)	(10)	(14)	(14)
Списания и переоценка	137	-	358	-	571
ЕВИТДА	136	141	203	911	378
Износ и амортизация	42	87	96	120	138
ЕВИТ	94	54	107	792	240
Финансовые расходы	38	138	149	149	149
Финансовые (доходы)	(136)	(27)	(136)	(8)	(2)
Курсовая разница	361	-	-	-	-
Прибыль до уплаты налога на прибыль	(169)	(56)	94	651	93
НДПИ	86	61	126	178	182
Налог на прибыль	65	(11)	90	130	133
Чистая прибыль	(234)	(45)	4	521	(40)
<b>Балансовый отчет</b>					
Денежные средства	1 730	300	418	481	368
Краткосрочные инвестиции	400	-	-	-	38
Дебиторская задолженность	168	61	121	167	164
Запасы	147	204	344	459	460
Авансы	49	73	151	216	221
Прочие текущие активы	2	2	2	2	2
Итого оборотные активы	2 496	640	1 036	1 325	1 253
Недвижимость, производственные	2 740	4 323	4 338	4 797	4 187
Гудвилл и нематериальные активы	11	11	11	11	11
Прочие внеоборотные активы	429	429	429	429	429
Отложенные налоговые активы	42	42	42	42	42
<b>Итого активы</b>	<b>5 718</b>	<b>5 445</b>	<b>5 856</b>	<b>6 604</b>	<b>5 922</b>
Краткосрочные займы	181	197	483	592	-
Кредиторская задолженность	435	178	301	402	403
Прочие краткосрочные обязательства	2	14	24	31	32
Текущие налоги к уплате	20	20	9	20	20
Итого краткосрочные обязательства	638	410	817	1 045	454
Долгосрочные займы	2 911	2 911	2 911	2 911	2 911
Отложенные налоговые обязательства	17	17	17	17	17
Прочие долгосрочные обязательства	48	48	48	48	48
Итого обязательства	3 614	3 386	3 793	4 021	3 430
Доля миноритарных акционеров	3	3	3	3	3
Акционерный капитал	2 522	2 522	2 522	2 522	2 522
Резервы	(421)	(466)	(462)	59	(33)
Итого собственный капитал	2 104	2 059	2 063	2 584	2 492
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>5 718</b>	<b>5 445</b>	<b>5 856</b>	<b>6 604</b>	<b>5 922</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>					
Операционная деятельность					
Чистая прибыль		(45)	4	521	(40)
Износ и амортизация		87	96	120	138
Изменения в оборотном капитале		(219)	(156)	(108)	(1)
Денежные средства от опер. деятель-ти		(176)	301	533	668
Инвестиционная деятельность					
Инвестиции в недвижимость, производств.		(1 605)	(469)	(579)	(99)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		400	-	-	(38)
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(1 270)	(469)	(579)	(137)
Финансовая деятельность					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		16	286	108	(592)
(Дивиденды) акционерам группы		-	-	-	(52)
Денежные средства от фин. деятель-ти		16	286	108	(644)
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>(1 430)</b>	<b>118</b>	<b>63</b>	<b>(113)</b>

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Приложение Б. Ключевые финансовые показатели

	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Рост и маржа</b>					
Выручка	\$846	\$813	\$1 673	\$2 404	\$2 454
% рост	(72,7%)	(4,0%)	105,9%	43,7%	2,1%
Валовая маржа	\$424	\$287	\$762	\$1 179	\$1 221
% маржа	50,2%	35,3%	45,5%	49,0%	49,8%
ЕБИТДА	\$136	\$141	\$203	\$911	\$378
% маржа	16,1%	17,4%	12,1%	37,9%	15,4%
% рост	(143,3%)	3,9%	43,6%	349,0%	(58,6%)
ЕБИТ	\$94	\$54	\$107	\$792	\$240
% маржа	11,1%	6,7%	6,4%	32,9%	9,8%
% рост	(116,1%)	(42,1%)	96,4%	641,1%	(69,7%)
НОРАТ	\$94	\$54	\$107	\$792	\$240
% рост	(116,1%)	(42,1%)	96,4%	641,1%	(69,7%)
Чистая прибыль	(\$234)	(\$45)	\$4	\$521	(\$40)
% маржа	(27,7%)	(5,5%)	0,2%	21,7%	(1,6%)
% рост	(70,4%)	(80,8%)	(108,0%)	14 365,9%	(107,7%)
<b>Доходность на капитал</b>					
Возврат на собственный капитал (ROE)	(5,5%)	(2,1%)	0,2%	25,3%	(1,5%)
Возврат на инвест.капитал после налогов	1,9%	1,8%	2,2%	15,7%	4,3%
<b>Коэффициенты кредитоспособности</b>					
ЕБИТДА / Финансовые расходы	3,6x	1,0x	1,4x	6,1x	2,5x
ЕБИТ / Финансовые расходы	2,5	0,4	0,7	5,3	1,6
[ЕБИТДА - Капвложения] / Финансовые расходы	(24,2)	(10,6)	(1,8)	2,2	1,9

Источники: прогнозы Халык Финанс, данные компании

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».

© 2015, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

**Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541**  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157**  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

#### **Долговые инструменты**

**Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986**  
[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153**  
[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

#### **Долевые инструменты**

**Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538**  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов, +7 (727) 330-6538**  
[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

**Диас Саканов, +7 (727) 330-0153**  
[d.sakanov@halykfinance.kz](mailto:d.sakanov@halykfinance.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

Bloomberg  
HLFN <Go>  
Factset  
Halyk Finance  
Thomson Reuters  
Halyk Finance  
Capital IQ  
HLFN