

### Повышение целевой цены

5 Октября 2016 г.

Диас Кабылтаев

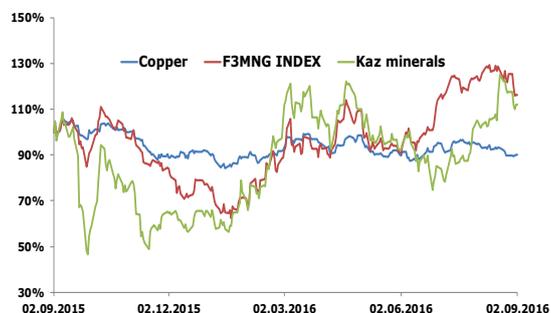
d.kabyltayev@halykfinance.kz  
+7(727)2446538

Тикер	KAZ LN
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена GBr/акцию (02.09.2016)	232
Целевая цена (12-мес), GBr/акцию	285
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>22,9%</b>
Тикер	GB_KZMS
Рекомендация	<b>Покупать</b>
Текущая цена T/акцию (02.09.2016)	960
Целевая цена (12-мес), T/акцию	1 210
<b>Ожидаемый потенциал роста</b>	<b>26,0%</b>
Кол-во акций, млн	446
Средний ежедневный объем торгов за 3 мес. (\$ млн.)	1,2
Доля акций в свободном обращении	55%
Рыночная капитализация (\$ млн)	778
Основные акционеры:	
Владимир Ким	37,2%
Олег Новачук	7,8%

Финансовые показатели, \$ млн.	2015Ф	2016П	2017П
Выручка	665	791	1 115
ЕБИТДА	196	216	367
Чистая прибыль	(12)	(20)	18
EPS	(0,03)	(0,05)	0,04
Собственный капитал	322	290	308
Чистый долг	2 253	2 975	3 492
Оценка	2015Ф	2016П	2017П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	11,5	14,8	12,0
Долг/капитал	10,9	13,2	13,0
EV/Sales	4,6	4,7	3,8
EV/ЕБИТДА	15,5	18,6	14,6
P/E (x)	-	(38,4)	43,2
P/B (x)	2,4	2,7	2,5
RoE	-3,7%	-7,0%	5,8%
Динамика изменения цены акций	KAZ LN абс.	Отн. FTSE 100	FTSE 350 mining
1М	27%	25%	3%
3М	90%	82%	8%
12М	58%	48%	10%
Максимум за 52 недели	238		13 221
Минимум за 52 недели	75		5 865

Источники: Халык Финанс, Bloomberg

Доходность акций Kaz Minerals, FTSE 350 Mining и цена на медь, индекс на 02.09.2015=100%



Источник: Блумберг

С момента выпуска нашего последнего отчета 22 августа текущего года, акции Kaz Minerals выросли на 33%. По нашему мнению, основными причинами значительного роста акций Компании является улучшение экономической ситуации Китая и рынка промышленных металлов в целом, которые подогревают интерес инвесторов к горнорудным компаниям. Увеличение нашего прогноза цен на медь более чем на 8% в 2020 г. и заметная активизация рынка позволяет повысить нашу 12М ЦЦ по акциям KAZ Minerals Plc. до GBr 285/акцию, сохраняя нашу рекомендацию Покупать.

**Рынок промышленных металлов вновь вступил в "бычью" фазу.** После значительного спада рынка промышленных металлов, индикаторы снова указывают на «бычью» тенденцию. Так, согласно Блумберг, индекс LMEХ увеличился почти на 20% с начала года. Поддержку росту цен, по нашему мнению, способствовало улучшение экономической ситуации Китая - крупнейшего потребителя ряда промышленных металлов. В частности, индекс деловой активности (PMI) в июле, впервые с февраля 2015 года, превысил психологическую отметку в 50п., составив 50,6п. Таким образом, промышленный PMI Китая третий месяц подряд выходит из негативной зоны, что указывает на признаки стабилизации экономической ситуации у крупнейшего потребителя меди.

**Изменение прогноза на медь.** Согласно данным консенсус прогноза Блумберг за сентябрь, а также на фоне позитивной тенденции рынка промышленных металлов, прогноз XF был откорректирован в пользу увеличения. Так, по мнению ряда аналитиков, цена на медь в 2020 г. окажется выше наших ожиданий на 8,1%. Учитывая высокую чувствительность показателей эффективности Компании к изменению цены на медь, данное обстоятельство значительно повлияло на моделирование целевой цены.

**Привлекательность проектов роста.** Значительный рост акций Компании с начала первого полугодия текущего года, почти в 2 раза, по нашему мнению, указывает на активизацию институциональных инвесторов в связи с ростом их аппетита к риску. На данный момент, по нашему мнению, инвесторы ищут инструменты более рискованные, но при этом обладающие значительным потенциалом роста. К таким Компаниям можно отнести и Kaz Minerals, учитывая видимую стабилизацию на рынке меди, перспективные проекты и сравнительно дешевую себестоимость производства. Также стоит отметить, что темпы падения акций Kaz Minerals в течение 2015 г. оказались значительно выше компаний-аналогов, потеряв почти 86% против 55%.

**Повышение 12М ЦЦ до GBr 285/акцию, сохранение рекомендации «Покупать».** Увеличение прогноза на медь в 2020 г., достижение перспективных целевых показателей по добычи и себестоимости в 2016-2022 гг., при условии своевременного ввода в эксплуатацию проектов роста в течение 2016-2018 гг. позволяет повысить нашу 12М ЦЦ до GBr 285/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 22,9% от текущей цены.

**Метод дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) - повышение 12М ЦЦ до 285 GBp, рекомендация «Покупать».**

В расчетах DCF мы скорректировали допущения данные нами ранее. Прежде всего, мы скорректировали прогнозную цену на медь, увеличив ее на 8,1% в 2020 г., чтобы привести ее в соответствие с консенсус прогнозом аналитиков.

Рис. 1. Прогноз цены на медь 2016-2020 г., \$/тонна

Цены на медь	2017П	2018П	2019П	2020П
Консенсус Bloomberg, прогноз ХФ	4997	5274	5412	6122
Прогноз ХФ от 22.08.2016	4926	5250	5408	5624
Изменение прогноза ХФ	1,4%	0,5%	0,1%	8,1%

Источник: Данные Компании, Bloomberg

В итоге, основываясь на присутствии обоснованного оптимизма относительно прогнозируемых цен на медь в 2016-2022 гг., перспективных целевых показателей по добычи и себестоимости в 2016-2022 гг., при условии своевременного ввода в эксплуатацию проектов роста в течение 2016-2018 гг., мы повышаем нашу 12М ЦЦ до GBp 285/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 22,9% от текущей цены.

Рис. 2. Расчет 12М целевой цены Kaz Minerals, \$ млн.

	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
<b>Цена на медь</b>	<b>4900</b>	<b>4997</b>	<b>5274</b>	<b>5412</b>	<b>6122</b>	<b>6122</b>	<b>6122</b>
Выручка	791	1 115	1 545	1 697	1 961	1 850	1 803
ЕВИТ	91	149	287	307	471	394	341
" + Амортизация "	53	67	80	90	90	90	91
" -налог на прибыль "	18	30	57	61	94	79	68
" -Капитальные инвестиции "	635	479	378	91	92	85	83
" -Оборотный капитал "	19	(35)	(27)	(18)	9	(4)	(7)
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>(528,9)</b>	<b>(257,3)</b>	<b>(41,2)</b>	<b>262</b>	<b>366</b>	<b>325</b>	<b>288</b>
WACC	8,43%						
Свободные денежные потоки (PV)		(237)	(35)	206	265	217	177
Терминальная стоимость (PV)	3 909						
" -прогноз чистого долга "	(2 253)						
Стоимость капитала	1 656						
Количество акций	447						
<b>Целевая цена 12М цена (GBp)</b>	<b>285</b>						

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ.

Рис. 3. Анализ чувствительности

Изменение цены на медь	Целевая цена 12М цена (GBp)	%
-10%	58	-121%
-7%	44	-85%
-5%	113	-60%
0%	285	0%
5%	457	60%
7%	526	85%
10%	628	121%

Источник: Данные Компании

**Риски.** На сегодняшний день одним из главных факторов сдерживающих стоимость акций Компании является высокая чувствительность Компании к цене на медь, однако экономические реформы в КНР, проводимые с целью повышения ее эффективности, по ожиданию экспертов должно позитивно повлиять на спрос на медную продукцию. По прогнозам, спрос превысит предложение в период между 2018 и 2020 годами в связи с сокращением добычи на существующих рудниках и отсутствием утвержденных проектов новых разработок. В связи с этим, учитывая относительно низкую себестоимость производства, считаем, что риски, связанные с ценами на реализуемые металлы, остаются допустимыми в пределах наших прогнозов.

Наращивание производства на проектах Бозшаколь и Актогай, на фоне замедления производства на рудниках Восточного региона

и Бозымчака, стабильность и своевременный ввод в эксплуатацию проектов снижает производственные риски. Однако данные риски, учитывая человеческий фактор и форс мажорные обстоятельства, оцениваются нами как умеренные.

По нашим прогнозам, на конец 2019 г. размер чистого долга Компании возрастет до \$3,5 млрд. (увеличение коэффициента чистый долг/рыночная капитализация с 3,81x на конец 2016 г. до 4,5x на конец 2019 г.). Вследствие этого, кредитные риски, как и ранее, оцениваются нами как высокие.

По данным Компании, существует высокая вероятность нарушения финансовых ковенантов по предэкспортной кредитной линии в размере \$289 млн. на конец 2016 г. В частности, показатель отношения чистого долга/ЕБИТДА уже находится в пределах критических показателей. Риск нарушения ковенантов до конца года остается крайне высоким. Компания предпринимает активные действия в целях смягчения условий кредитования и ведет предварительные переговоры с Банками. По нашему мнению, дать адекватную оценку возникшей ситуации можно только по результатам переговоров и заключения дополнительных соглашений с Банками-кредиторами.

Приложение 1. Прогноз финансовой отчетности Компании KAZ Minerals, млн \$, кроме данных за акцию

**Финансовые показатели Kaz Minerals Plc.**

<i>В \$ млн.</i>	<b>2015Ф</b>	<b>2016П</b>	<b>2017П</b>	<b>2018П</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>
<b>Отчет о прибыли и убытках</b>								
Выручка	665	791	1115	1545	1697	1961	1850	1803
Себестоимость	429	525	772	1041	1162	1245	1209	1211
Валовая прибыль	236	266	343	504	535	716	641	593
Расходы по реализации	27	32	45	63	69	80	75	73
Административные расходы	126	131	136	142	147	153	159	166
Прочие операционные доходы	22	12	12	12	12	12	12	13
Убытки от обесценения	15	0	0	0	0	0	0	0
Операционный доход	90	115	173	311	331	496	419	366
Финансовые расходы	270	147	158	161	164	170	169	161
Финансовые доходы	192	8	8	8	8	8	8	8
<b>Доход (убыток) до налогообложения</b>	<b>12</b>	<b>(25)</b>	<b>23</b>	<b>158</b>	<b>174</b>	<b>333</b>	<b>258</b>	<b>212</b>
Расходы по подоходному налогу	24	(5)	5	32	35	67	52	42
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(12)</b>	<b>(20)</b>	<b>18</b>	<b>126</b>	<b>139</b>	<b>266</b>	<b>206</b>	<b>170</b>
Количество акций, млн.	447	447	447	447	447	447	447	447
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>(0,05)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,28</b>	<b>0,31</b>	<b>0,60</b>	<b>0,46</b>	<b>0,38</b>

**Балансовый отчет**

Денежные средства	851	452	102	255	467	552	579	327
Краткосрочные инвестиции	400	400	400	400	400	400	400	400
Дебиторская задолженность	23	68	96	133	146	169	160	156
Запасы	113	202	297	401	447	479	465	466
Авансы	55	73	103	142	156	180	170	166
Прочие текущие активы	1	1	1	1	1	1	1	1
Итого оборотные активы	1443	1196	999	1332	1618	1782	1775	1516
Основные средства	2393	3059	3629	4095	4099	4113	4131	4142
Гудвилл и нематериальные активы	7	11	11	11	11	11	11	11
Прочие вне оборотные активы	256	256	256	256	256	256	256	256
Отложенные налоговые активы	59	59	59	59	59	59	59	59
<b>Итого активы</b>	<b>4158</b>	<b>4581</b>	<b>4954</b>	<b>5754</b>	<b>6043</b>	<b>6222</b>	<b>6232</b>	<b>5984</b>
Краткосрочные займы	303	303	303	303	183	183	183	183
Кредиторская задолженность	254	367	540	728	813	871	846	847
Прочие краткосрочные обязательства	4	15	21	29	32	37	35	34
Текущие налоги к уплате	12	21	29	40	44	51	48	47
Итого краткосрочные обязательства	573	706	893	1101	1072	1142	1112	1111
Долгосрочные займы	3201	3524	3691	4157	4336	4178	4013	3595
Отложенные налоговые обязательства	31	31	31	31	31	31	31	31
Прочие долгосрочные обязательства	31	31	31	31	31	31	31	31
<b>Итого обязательства</b>	<b>3836</b>	<b>4292</b>	<b>4646</b>	<b>5320</b>	<b>5470</b>	<b>5382</b>	<b>5186</b>	<b>4768</b>
Акционерный капитал	171	171	171	171	171	171	171	171
Премия по акциям	2650	2650	2650	2650	2650	2650	2650	2650
Резервный капитал	(2072)	(2072)	(2072)	(2072)	(2072)	(2072)	(2072)	(2072)
Нераспределенная прибыль	(430)	(462)	(444)	(318)	(179)	88	294	463
Доля миноритариев	3	3	3	3	3	3	3	3
Итого собственный капитал	322	290	308	434	573	840	1046	1215
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>4158</b>	<b>4581</b>	<b>4954</b>	<b>5754</b>	<b>6043</b>	<b>6222</b>	<b>6232</b>	<b>5984</b>

**Отчет о движении денежных средств**

Денежные средства от опер. дятель-ти	(182)	(87)	(38)	565	625	585	527	248
Денежные средства от инвест. дятель-ти	(1106)	(635)	(479)	(378)	(91)	(92)	(85)	(83)
Денежные средства от фин. дятель-ти	409	323	167	(34)	(321)	(408)	(415)	(417)
<b>Чистый прирост денежных средств</b>	<b>(879)</b>	<b>(399)</b>	<b>(350)</b>	<b>153</b>	<b>213</b>	<b>85</b>	<b>27</b>	<b>(252)</b>

Источник: Данные компании, прогноз Халык Финанс

Приложение 2. Краткое описание Компании

Группа KAZ Minerals (бывший Казахмыс) – медедобывающая компания (также производит попутные металлы - цинк, золото, серебро), имеющая рудники в Казахстане и Киргизстане. В 2015 году общий объем производства катодной меди в Восточном регионе и на руднике Бозымчак составил 81 тыс. тонн, производство попутной продукции составило: 94 тыс. тонн цинка в концентрате, 3,14 млн унций серебра и 35 тыс. унций золота в слитках.

Действующие рудники в Восточном регионе Казахстана - Орловский, Артемьевский, Иртышский, Юбилейно-Снегирихинский, в Киргизстане – Бозымчак, и новые проекты роста –Бозшаколь, Актогай и Коксай. Производство меди в катодном эквиваленте в 2015 г. составило 81,1 тыс. тонн, и с полным запуском проектов роста Бозшаколь и Актогай – Компания планирует увеличить производство меди свыше 300 тыс тонн в год к 2019 г. Проект Коксай находится на стадии предварительного технико-экономического обоснования.

В феврале 2016 года Группа ввела в эксплуатацию Бозшакольский ГОК – крупномасштабный рудник открытого типа, расположенный в Павлодарской области. Продолжается строительство обогатительной фабрики по переработке сульфидной руды на втором проекте роста компании – Актогае, расположенном в Восточном Казахстане. Эти проекты обеспечат один из самых динамичных показателей увеличения объемов производства в отрасли и преобразуют KAZ Minerals в компанию, в ресурсном профиле которой преобладают рудники открытого типа мирового класса.

Полная проектная мощность обогатительных фабрик Бозшакольского ГОКа составит 30 млн тонн руды в год. Срок эксплуатации рудника – более 40 лет, с содержанием меди в руде 0,36%. По операционным затратам Бозшаколь входит в первую четверть среди международных медедобывающих проектов. Объем производства в первые 10 лет составит 100 тыс. тонн меди в катодном эквиваленте, 120 тыс. унций золота в концентрате в год.

На Актогае производство катодной меди из окисленной руды началось в декабре 2015 года, производство медного концентрата из сульфидной руды начнется в первой половине 2017 года. Годовая мощность переработки сульфидной руды составит 25 млн тонн. Срок эксплуатации рудника – более 50 лет, с содержанием меди в руде 0,33% (сульфидная руда) и 0,37% (окисленная руда). Операционные затраты месторождения Актогай являются конкурентными среди международных медедобывающих проектов. Объем производства в первые 10 лет составит 90 тыс. тонн меди в катодном эквиваленте в год с участка сульфидной руды и 15 тыс. тонн катодной меди в год с участка окисленной руды.

Компания вышла на IPO в 2005 г. Акции KAZ Minerals PLC котируются на Лондонской, Казахстанской и Гонконгской фондовых биржах. В KAZ Minerals работают около 12 000 человек.

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».

© 2016, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент исследований

Мурат Темирханов  
Курманбеков Асан  
Эльмира Арнабекова  
Станислав Чуев  
Салтанат Мадиева  
Алтынай Ибраимова  
Диас Кабылтаев

##### Управление

Директор  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты  
Долевые инструменты

##### E-mail

[m.temirkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[e.arnabekova@halykfinance.kz](mailto:e.arnabekova@halykfinance.kz)  
[s.chuev@halykfinance.kz](mailto:s.chuev@halykfinance.kz)  
[s.madiyeva@halykfinance.kz](mailto:s.madiyeva@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[d.kabyltayev@halykfinance.kz](mailto:d.kabyltayev@halykfinance.kz)

##### Департамент продаж

Мария Пан  
Динара Асамбаева  
Айжана Туралиева  
Дарья Манеева  
Сабина Муканова

##### Инвесторы

Директор  
Институциональные  
Институциональные  
Розничные  
Розничные

##### E-mail

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[d.maneeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneeva@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

HLFN

#### Thomson Reuters

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance