

Повышение целевой цены

23 Ноября 2016 г.

Диас Кабылтаев

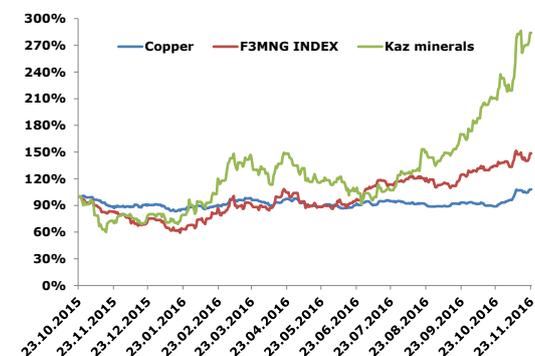
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Тикер	KAZ LN
Рекомендация	Покупать
Текущая цена GBp/акцию (22.11.2016)	360
Целевая цена (12-мес), GBp/акцию	436
Ожидаемый потенциал роста	20,9%
Тикер	GB_KZMS
Рекомендация	Покупать
Текущая цена T/акцию (22.11.2016)	1 508
Целевая цена (12-мес), T/акцию	1 814
Ожидаемый потенциал роста	20,3%
Кол-во акций, млн	447
Средний ежедневный объем торгов за 3 мес. (\$ млн.)	1,8
Доля акций в свободном обращении	55%
Рыночная капитализация (\$ тыс.)	2 036
Основные акционеры:	
Владимир Ким	37,2%
Олег Новачук	7,8%

Финансовые показатели, \$ млн.	2015Ф	2016П	2017П
Выручка	665	775	1 142
ЕБИТДА	196	241	364
Чистая прибыль	(12)	(32)	38
EPS	(0,03)	(0,07)	0,08
Собственный капитал	322	278	316
Чистый долг	2 253	2 985	3 487
Оценка	2015Ф	2016П	2017П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	11,5	16,1	11,0
Долг/капитал	10,9	13,8	12,6
EV/Sales	4,6	4,9	3,7
EV/ЕБИТДА	15,5	20,2	13,4
P/E (x)	НД	НД	20,7
P/B (x)	2,4	2,8	2,5
RoE	-3,7%	-11,5%	11,9%
Динамика изменения цены акций	KAZ LN абс.	FTSE 350 mining	
1М	36%	11%	
3М	98%	28%	
12М	262%	87%	
Максимум за 52 недели	379	15 595	
Минимум за 52 недели	84	5 865	

Источники: Халык Финанс, Bloomberg

Доходность акций Kaz Minerals, FTSE 350 Mining и цена на медь, индекс на 23.11.2015=100%



Источники: Блумберг

С момента выпуска нашего последнего отчета 5 октября текущего года, акции Kaz Minerals выросли еще на 26%. Так, с начала 2П2016 г. акции Компании продемонстрировали впечатляющий рост в 210%. По нашему мнению, основной причиной продолжившегося увеличения стоимости акций Компании является резкий рост цены на медь с начала ноября в размере 14%. Вслед за консенсус-прогнозом, мы повышаем наш прогноз цен на медь в среднем более чем на 4% в 2017-20 гг. и увеличиваем нашу 12М ЦЦ по акциям KAZ Minerals Plc. до GBp 436/акцию, сохраняя рекомендацию Покупать.

Рынок промышленных металлов вновь вступил в "бычью" фазу. После значительного спада рынка промышленных металлов в 2015 г., индикаторы снова указывают на «бычью» тенденцию. Так, согласно Блумберг, индекс LMEХ увеличился почти на 21,5% с начала года. Цены на медь с начала ноября резко подскочили на 14%, пробив годовой максимум и составив \$5597 за тонну.

Поддержку росту цен, по нашему мнению, оказало улучшение экономической ситуации в КНР – крупнейшем потребителе ряда промышленных металлов. Согласно исследованию Masquarie, большинство китайских игроков ожидает рост спроса на медь в следующем году от 3% до 5% благодаря устойчивой политике правительства по стимулированию экономики. Также влияние на стоимость меди оказало сокращение запасов на LMEХ на 30% за последний месяц.

Изменение прогноза цен на медь. Согласно обновленным данным консенсус-прогноза Блумберг за 3 кв. текущего года, а также на фоне позитивной тенденции рынка промышленных металлов, наш прогноз был откорректирован в пользу увеличения в среднем на 4% на период 2017-2020гг. Учитывая высокую чувствительность показателей эффективности Компании к изменению цены на медь, данное обстоятельство значительно повлияло на моделирование целевой цены.

Привлекательность проектов роста. Очевидная стабилизация на рынке меди, перспективные проекты роста, сравнительно дешевая себестоимость производства, по нашему мнению, продолжают оказывать положительное влияние на спрос на акции KAZ Minerals со стороны институциональных инвесторов. Также стоит отметить тот факт, что темпы падения акций Kaz Minerals в течение 2015 г. оказались значительно выше компаний-аналогов, составив почти 86% против 55%.

Повышение 12М ЦЦ до GBp 436/акцию, сохранение рекомендации «Покупать». Увеличение прогноза цен на медь, 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 GBp 436/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 20,9% от текущей цены.

Метод дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) – повышение 12М ЦЦ до 436 GBp, рекомендация «Покупать».

В расчетах DCF мы скорректировали допущения данные нами ранее. Прежде всего, мы скорректировали прогнозную цену на медь, увеличив в среднем на 4% в течение 2017-2020 гг., чтобы привести ее в соответствие с консенсус прогнозом аналитиков.

Рис. 1. Прогноз цены на медь 2017-2022 г., \$/тонна

Цены на медь	2017П	2018П	2019П	2020П	2020П	2020П
Консенсус Bloomberg, прогноз ХФ	5148	5261	5630	6550	6419	6419
Прогноз ХФ от 05.10.2016	4997	5274	5412	6122	6122	6122
Изменение прогноза ХФ	2,9%	-0,2%	3,9%	6,5%	4,6%	4,6%

Источник: Данные Компании, Bloomberg

В итоге, основываясь на присутствии обоснованного оптимизма относительно прогнозируемых цен на медь, 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 436/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 20,9% от текущей цены.

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

	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Цена на медь	4779	5148	5261	5630	6550	6419	6419
Выручка	775	1 142	1 542	1 755	2 080	1 928	1 880
ЕВИТ	77	174	284	359	579	465	410
"+ Амортизация"	53	67	80	90	90	90	91
"-налог на прибыль"	15	35	57	72	116	93	82
"-Капитальные инвестиции"	635	479	378	91	92	85	83
"-Оборотный капитал"	18	(30)	(31)	(11)	16	(8)	(7)
Свободные денежные потоки	(538,7)	(242,7)	(40,0)	297	445	386	343
WACC	8,43%						
Свободные денежные потоки (PV)		(224)	(34)	233	322	258	211
Терминальная стоимость (PV)	4 667						
"-прогноз чистого долга"	(2 253)						
Стоимость капитала	2 414						
Количество акций, млн.	447						
Целевая цена 12М цена (GBp)	436						

Источник: Данные Компании, расчеты ХФ.

Рис. 3. Анализ чувствительности

Изменение цены на медь, 2016-2022 гг.	Целевая цена 12М цена (GBp)	%
-10%	89	-121%
-7%	67	-85%
-5%	173	-60%
0%	436	0%
5%	699	60%
7%	805	85%
10%	961	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 \$3,6 млрд. (увеличение коэффициента чистый долг/рыночная капитализация с 1,47x на конец 2016 г. до 1,77x 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/ЕВITDA 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. Так согласно последним данным, стороны пришли к договорённостям в частности смягчения показателя отношения чистого долга/ЕВITDA был скорректированы в сторону Компании.

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

Финансовые показатели Kaz Minerals Plc.

<i>В \$ млн.</i>	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Отчет о прибыли и убытках								
Выручка	665	775	1142	1542	1755	2080	1928	1880
Себестоимость	429	524	774	1041	1165	1252	1213	1215
Валовая прибыль	236	251	368	501	590	829	715	665
Расходы по реализации	27	31	46	63	71	84	78	76
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	100	198	308	383	603	490	435
Финансовые расходы	270	147	158	161	164	170	169	161
Финансовые доходы	192	8	8	8	8	8	8	8
Доход (убыток) до налогообложения	12	(40)	47	155	226	440	329	282
Расходы по подоходному налогу	24	(8)	9	31	45	88	66	56
Чистая прибыль	(12)	(32)	38	124	181	352	263	225
Количество акций, млн.	447	447	447	447	447	447	447	447
Прибыль на акцию (EPS)	(0,03)	(0,07)	0,08	0,28	0,41	0,79	0,59	0,50

Балансовый отчет

Денежные средства	851	442	107	261	508	672	761	564
Краткосрочные инвестиции	400	400	400	400	400	400	400	400
Дебиторская задолженность	23	67	99	133	151	180	166	162
Запасы	113	202	298	401	449	482	467	468
Авансы	55	71	105	142	161	191	177	173
Прочие текущие активы	1	1	1	1	1	1	1	1
Итого оборотные активы	1443	1183	1010	1338	1670	1926	1972	1768
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
Итого активы	4158	4568	4965	5759	6095	6366	6429	6236
Краткосрочные займы	303	303	303	303	183	183	183	183
Кредиторская задолженность	254	366	541	728	815	876	849	850
Прочие краткосрочные обязательства	4	15	22	29	33	40	37	36
Текущие налоги к уплате	12	20	30	40	46	54	50	49
Итого краткосрочные обязательства	573	704	896	1101	1077	1152	1118	1118
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
Итого обязательства	3836	4290	4648	5320	5475	5392	5193	4775
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)	(474)	(436)	(312)	(131)	221	484	709
Доля миноритариев	3	3	3	3	3	3	3	3
Итого собственный капитал	322	278	316	440	621	973	1236	1461
Итого обязат-ва и собственный капитал	4158	4568	4964	5759	6095	6365	6429	6236

Отчет о движении денежных средств

Денежные средства от опер. дятель-ти	(182)	(101)	(13)	559	674	678	579	303
Денежные средства от инвест. дятель-ти	(1106)	(635)	(479)	(378)	(91)	(92)	(85)	(83)
Денежные средства от фин. дятель-ти	409	327	157	(27)	(336)	(421)	(406)	(417)
Чистый прирост денежных средств	(879)	(409)	(335)	154	247	165	88	(197)

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
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuev@halykfinance.kz
a.talgatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
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
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
d.maneeva@halykfinance.kz
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

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance