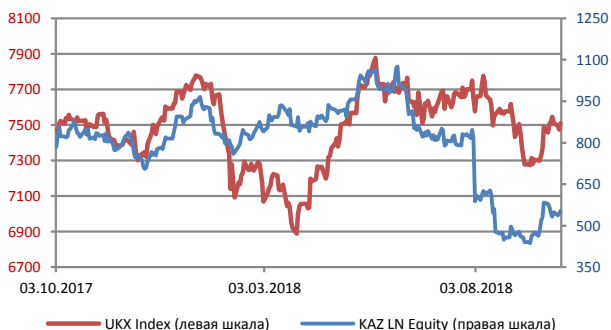


«Покупать»

Сектор:	Металлургия
Тикер (Bloomberg):	KAZ LN
Тикер (KASE)	GB_KZMS
Цена GB_KZMS (за 03.10.2018 г.):	(T) 2 711
Целевая цена:	(T) 3 144
Цена KAZ LN (за 03.10.2018 г.):	(GBp) 554
Целевая цена:	(GBp) 663
52 – недельный интервал:	
GB_KZMS	2 152 – 4 810
KAZ LN	422 – 1 102
Капитализация, млрд. тенге:	2 407
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
GB_KZMS	448,1
Website компании:	www.kazminerals.com

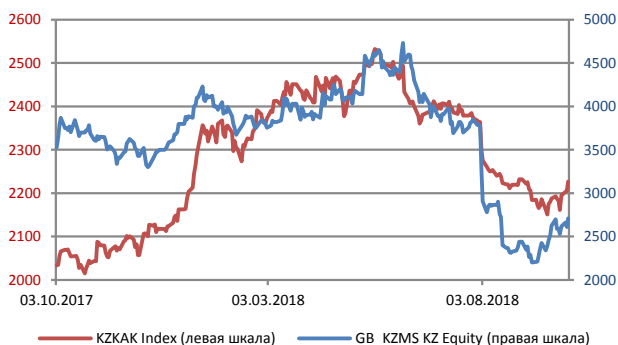
Источник: Bloomberg

Ценовой график: KAZ LN Equity и UKX Index



Источник: Bloomberg

Ценовой график: GB_KZMS и Kase



Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели:

млн.долл. США	2016Ф	2017Ф	2018П	2019П	2020П	2021П
Выручка	766	1 663	2 024	1 852	1 866	2 147
ЕБИТДА	259	1 213	1 010	988	999	1 134
PBT	220	580	625	552	567	724
Net income	212	456	409	431	442	565
Net Debt	2 669	2 056	2 324	2 315	2 259	1 921

Источник: Данные компании и расчеты CS

Коэффициенты

	2016Ф	2017Ф	2018П	2019П	2020П	2021П
P/E	22,4x	8,9x	8,1x	9,2x	9,0x	7,0x
EV/ЕБИТДА	32,3x	6,9x	8,3x	8,5x	8,4x	7,4x
EV/Sales	10,9x	5,0x	4,1x	4,5x	4,5x	3,9x
EPS	0,4x	1,0x	1,1x	0,9x	1,0x	1,2x
Debt/Equity	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x
ROE	41,3%	58,3%	39,2%	25,5%	21,0%	21,9%
ЕBIT margin	28,46%	62,60%	44,29%	46,67%	46,42%	46,50%
ЕБИТДА margin	33,81%	72,94%	49,92%	53,37%	53,55%	52,82%

Источник: Расчеты CS

Kaz Minerals PLC

Сообщение о покупке медного проекта Баимская оказало влияние на снижение целевой стоимости акций...

02 августа 2018 г. Группа объявила о приобретении одного из крупнейших в мире неосвоенных медных площадей, расположенного в Чукотском автономном округе Российской Федерации, за 900 млн. долл. США, после чего стоимость акций Kaz Minerals Plc на LSE опустилась около 30% и на KASE примерно на 15%, соответственно.

Полагаем, негативная реакция участников рынка связана с тем, что долгосрочные планы по масштабному расширению предполагают увеличение и так достаточно высокого уровня долговой нагрузки при дополнительных затратах (размер капитальных затрат по приобретенному активу составит 5,5 млрд. долл. США в 2018-2026 гг.) при том, что достижение проектных показателей осуществится только через 9 лет, ближе к 2027 г. В ходе телефонной конференции, посвященной сделке, компания сообщила о том, что располагает необходимыми компетенциями для реализации этого проекта, а объем капитальных затрат может быть пересмотрен в процессе подготовки технико-экономического обоснования (ТЭО). Тем не менее, Баимское месторождение представляет собой редкую возможность обеспечения роста добавленной стоимости, сочетая месторождение мирового уровня и доказанные способности KAZ Minerals по развитию крупных медных проектов в странах СНГ.

Со своей стороны мы пересмотрели нашу целевую цену на акции с учетом новых прогнозов по сырьевым котировкам (незначительное снижение), макроэкономическим данным и неопределенности по структурированию финансирования сделки по Баимскому месторождению. Ожидается, что в 1П2019 г. будут доступны предварительные данные по оценке российского месторождения, которые помогут уточнить объем капитальных инвестиций и позволят принять решение о структурировании финансирования сделки.

Месторождение Баимское (Российская Федерация)

В начале августа 2018 г. компания сообщила о приобретении медного месторождения Баимская, местоположение которого находится в Чукотском автономном округе Российской Федерации. Текущие ресурсы по кодексу JORC оцениваются в 9,5 млн. тонн меди при среднем содержании 0,43% и 16,5 млн. унций золота при среднем содержании 0,23 г/т. Среднегодовой объем производства в первые десять лет операционной деятельности ожидается на уровне 250 тыс. тонн меди и 400 тыс. унций золота, с примерным сроком жизни рудника 25 лет. Потенциал дальнейшей разведки в пределах лицензионной площади примерно 1 300 кв. км. Ввод в эксплуатацию запланирован на 2026 г.

Сумма приобретения российского объекта составляет 900 млн. долл. США денежными средствами и акциями. Первоначальное вознаграждение на сумму 675 млн. долл. США будет выплачено уже в 1П2019 г. после получения необходимых одобрений от регуляторов. Компания заплатит 436 млн. долл. США деньгами и 239 млн. долл. США дополнительным выпуском акций, по которым имеется запрет на реализацию сроком в 3 года. Оставшаяся сумма будет выплачена деньгами в случае не выполнения ряда условий по запуску проекта до конца 1 кв. 2029 г. Условия включают строительство транспортной и электрической инфраструктуры (со стороны Российской Федерации), получение налоговых преференций (осуществление выплаты налога на прибыль не предусмотрено в течение первых 5 лет с момента получения первой прибыли, в последующие 5 лет пониженная налоговая ставка) и осуществление круглогодичной транспортировки товара из порта Певек. Отметим, что решение Группы о приобретении

проекта Баимская совпадает с запланированным правительством Российской Федерации значительным развитием инфраструктуры Дальневосточного федерального округа России. Предполагается, что объём производства Группы с Баимским проектом составит примерно 500 тыс. тонн меди в год за период 2027-2036 гг. и российское месторождение станет основным активом, производящим золото (400 тыс. унций в год).

Финансовые результаты за 1П 2018 г.

В конце августа 2018 г. Компания опубликовала финансовые результаты за 1П2018 г., результаты которых оказались достаточно сильными. По итогам 1П2018 г. валовая прибыль повысилась на 49,9% до 565 млн. долл. США за счет роста доходов от реализации на 52,3% до 1 098 млн. долл. США, рост которого связан с получением дополнительных объемов в 26 тыс. тонн на Актогайской обогатительной фабрике по переработке сульфидной руды, которая работала на расчетной пропускной способности в течение продолжительного времени, а также повышением цен на сырьевые товары. В целом производство меди выросло на 18,7% до 140 тыс. тонн, что является основанием для достижения планового диапазона по производству меди в пределах 270-300 тыс. тонн. Доходы от реализации попутной продукции незначительно снизились за год за счет сокращения объемов продаж цинка и серебра, которые были частично компенсированы благоприятной ценой цинка. Объем производства по всем металлам также остается на пути к достижению запланированного объема на конец текущего года.

Себестоимость реализованной продукции повысилась на 54,9% до 522 млн. долл. США. При этом, согласно данным Группы, компании удалось сохранить свою позицию низкозатратного производителя, получив общую денежную себестоимость в размере 145 центов США/фунт, которая соответствует уровню 144 цента США/фунт, заявленному на 30 июня 2017 г.

Чистый долг Группы сократился на 16,0% до 2 052 млн. тенге по причине выплаты 250 млн. долл. США, относящихся к отложенному платежу компании NFC в размере 300 млн. долл. США, расходами на Актогайский проект по расширению производства и погашением задолженности Группы в размере 173 млн. долл. США. Это было частично нивелировано увеличением свободного денежного потока. Тем не менее, мы наблюдаем высокую долговую нагрузку и зависимость Компании от заемных средств, что может в будущем отразиться на платежеспособности компании.

Капитальные затраты на поддержание производства увеличились с 23 млн. долл. США до 39 млн. долл. США, преимущественно, в результате увеличения расходов на рудниках Босшаколь и Актогай (21 млн. долл. США), частично нивелированного снижением расходов Восточного региона и рудника Бозымчак. Капитальные затраты на развитие текущих и новых проектов в первой половине 2018 г. выросли в 3,8 раза до 325 млн. долл. США, в составе которого 250 млн. долл. США, выплаченных в январе 2018 г., относящихся к отложенному платежу компании «NFC» в размере 300 млн. долл. США, 62 млн. долл. США, инвестированных на Актогае, главным образом, в проект по расширению производства и 9 млн. долл. США на расширение рудника Артемьевский. По итогам 2018 г. общая сумма капитальных затрат (без учета приобретения Баимского месторождения) ожидается на уровне 745 млн. долл. США.

Пересмотр целевой цены

В связи с публикацией финансовых и промышленных данных за 1П2018 г. мы внесли изменения в расчеты (по факту), скорректировали прогнозы по стоимости сырьевых котировок и темпам роста ведущих мировых экономик, от которых напрямую зависит объем будущего спроса на медь. Мы позитивно оцениваем динамику цен на сырьевые товары в долгосрочной перспективе с учетом наличия дефицита на товарном рынке, но в ближайшей перспективе допускаем волатильность цен на сырьевые товары, в связи с ужесточением денежно-кредитной политики ведущих стран

мира. Кроме того, в расчетах учтено приобретение Баимского месторождения. Мы рассчитали показатель NPV месторождения Баимского и срок окупаемости данного проекта составил более 10 лет, что в целом ожидаемо в виду масштабности проекта. Капитальные расходы за период с 2018 г. по 2026 гг. рассчитаны в объеме 5,5 млрд. долл. США и распределены равномерно по указанному периоду. Объем капитальных затрат по Баимскому месторождению может быть изменен в зависимости от предоставления дополнительной информации после подготовки ТЭО, что с нашей стороны будет принято во внимание. В итоге наша целевая стоимость акций (с учетом Баимского проекта) снижена с 4 233 тенге/акцию до **3 144 тенге/акцию (GB_KZMS)** и с 941 GBp/акцию до **663 GBp/акцию (KAZ LN)**, рекомендация сохранена «Покупать».

Риски

- Увеличение процентных ставок по международным займам.
- Увеличение долговой нагрузки и капитальных затрат.
- Изменение законодательства недропользования и налогообложения в Казахстане, Российской Федерации.
- Изменение запасов и ресурсов полезных ископаемых действующих месторождений.
- Политический риск, связанный с приобретением российского месторождения.
- Зависимость от своевременного выполнения планов по строительству необходимой инфраструктуры властями Российской Федерации.

Контактная информация:

АО «Сентрас Секьюритиз»
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический департамент:

Директор
Меланич Маржан
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722
Email: mmelanich@centras.kz

Аналитик
Соколова Анна
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718
Email: asokolova@centras.kz

Младший аналитик
Юн Анастасия
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727
Email: ayun@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.