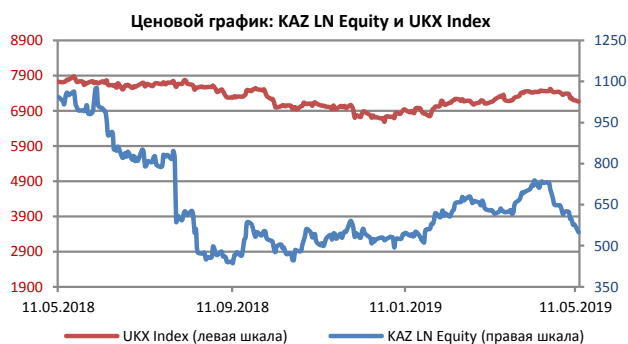


«Покупать»

Сектор:	Металлургия
Тикер (Bloomberg):	KAZ LN
Тикер (KASE)	GB_KZMS
Цена GB_KZMS (за 14.05.2019 г.):	(T) 2 899
Целевая цена:	(T) 3 307,4
Цена KAZ LN (за 14.05.2019 г.):	(GBp) 565
Целевая цена:	(GBp) 674,7
52 – недельный интервал:	
GB_KZMS	2 110 – 4 810
KAZ LN	422 – 1 103
Капитализация, млрд. тенге:	1 455,8
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	
GB_KZMS	471,3
Website компании:	www.kazminerals.com

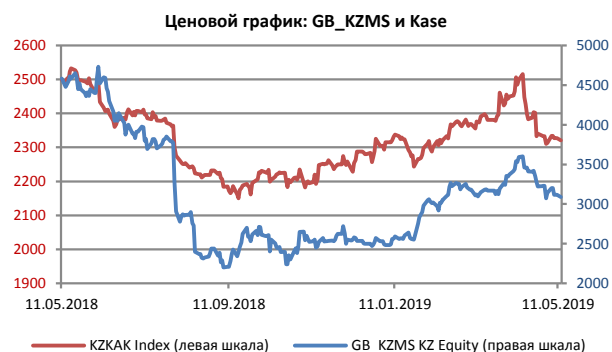
Источник: Bloomberg

Ценовой график: UKX Index и KAZ LN Equity



Источник: Bloomberg

Ценовой график: Kase и GB_KZMS



Источник: Bloomberg

Основные финансовые показатели:

млн.долл. США	2017Ф	2018Ф	2019П	2020П	2021П	2022П
Выручка	1 663	2 162	2 067	2 170	2 458	2 547
ЕБИТДА	1 213	1 738	1 123	1 157	1 317	1 372
PBT	580	642	649	683	862	918
Net income	456	83	395	410	537	576

Источник: Данные компании и расчеты CS

Козфициенты

	2017Ф	2018Ф	2019П	2020П	2021П	2022П
P/E	8,9x	7,8x	10,1x	9,7x	7,4x	6,9x
EV/ЕБИТДА	4,5x	3,1x	5,6x	5,4x	4,8x	4,5x
EV/Sales	3,3x	2,5x	2,6x	2,5x	2,2x	2,1x
EPS	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	1,2x	1,3x
Debt/Equity	0,8x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
ЕБИТ margin	62,60%	69,33%	40,47%	39,42%	40,31%	40,34%
ЕБИТДА margin	72,94%	80,39%	46,83%	46,05%	46,36%	47,12%

Источник: Расчеты CS

Kaz Minerals PLC

Пересмотр целевой стоимости акций...

С начала 2019 г. стоимость тенговых акций Kaz Minerals Plc (далее-Компания, Группа, Эмитент) повысилась свыше 20%, что непосредственно связано с сильными финансовыми и производственными результатами, а также в результате позитивной динамики сырьевых котировок.

Производственные данные Группы за 1 кв. 2019 г.

Согласно данным Компании за 1 кв. 2019 г. общий объем производства меди увеличился за год на 4% и составил 70 тыс. тонн меди. Увеличение производства меди, преимущественно, связано с достижением проектного уровня пропускной способности на Актогай и Бозшаколь.

До конца текущего года ожидается увеличение производства за счет более высокого содержания меди на Бозшаколе, а также увеличения объема переработки на Николаевской обогатительной фабрике (ОФ) и Бозшакольской ОФ по переработке каолинизированной руды. Планируемый общий объем производства меди по итогам 2019 г. ожидается на уровне 300 тыс. тонн, что на 1,8% выше показателя за 2018 г. (факт: 294,7 тыс. тонн). Таким образом, Компания планирует по итогам 2019 г. произвести медь на месторождение Бозшаколь в объеме 105-115 тыс. тонн, Актогай 130-140 тыс. тенге, Восточном регионе и Бозымчак около 55 тыс. тонн.

В тоже время, в годовом выражении Компания зафиксировала снижение производства золота на 13% до 43,4 тыс. унций, производства цинка на 56% до 6,2 тыс. тонн и производства серебра на 27% до 626 тыс. унций. Компания подтвердила целевые показатели производства на 2019 г. на уровне 170-185 тыс. унций золота и 3 000 тыс. унций серебра, в то время как производство цинка в концентрате ожидается ниже запланированных 50 тыс. тонн, поскольку производительность будет лишь частично восстановлена в оставшиеся девять месяцев 2019 г.

Чистый долг Компании увеличился с 1 986 млн. долл. США на конец 2018 г. до 2 487 млн.долл. США на 31 марта 2019 г., что в основном обусловлено выплатой денежного вознаграждения за приобретение медного месторождения Баймская в размере 436 млн. долл. США, а также капитальных затрат на расширение Актогая в размере 92 млн. долл. США.

Актогай

По итогам 1 кв. 2019 г. производство меди на Актогайском ГОКе составило рекордный уровень за последние три года 36,7 тыс. тонн (4 кв. 2018: 36 тыс. тонн). Производство меди из сульфидной руды за год повысилось на 47% до 31 тыс. тонн, производство катодной меди из оксидной руды выросло на 8% до 5,7 тыс. тонн. Объем добычи руды в 1 кв. 2019 г. составил 11 млн. тонн и вырос на 30% по сравнению с 1 кв. 2018 г., когда сульфидная ОФ была в процессе наращивания производства. Добыча сульфидной руды превысила количество, необходимое для переработки, поскольку подготовительные вскрышные работы продолжались с четвертого квартала 2018 г. для подготовки карьера к проекту расширения Актогайского ГОКа.

Бозшаколь

С начала года на Бозшакольском ГОКе зафиксировано снижение производства меди с 26,6 тыс. тонн (4 кв. 2018 г.) до 23,8 тыс. тонн (1 кв. 2019 г.), но в течение оставшихся девяти месяцев ожидается увеличение за счет более высокого содержания и возобновления

переработки каолинизированной руды (после приостановки каолинизированной ОФ для модернизации водо- и мелиоративных систем).

Объем производства золота за год снизился на 17% до 30 тыс. унций в основном из-за более высокого содержания золота, переработанного в 1 кв. 2018 г. Объем производства серебра составил 169 тыс. унций, что сопоставимо с предыдущим кварталом (4 кв. 2018 г.: 172 тыс. унций). До конца года на Бозшаколе планируется произвести 130-140 тыс. унций золота и 700 тыс. унций серебра. В годовом выражении добыча руды увеличилась на 9% до 8,9 млн. тонн благодаря большего количества каолинизированной руды, извлеченной и накопленной для получения доступа к сульфидной руде.

Восточный регион и Бозымчак

Объем добычи руды на предприятиях Востоцветмета и на Бозымчаке составил 947 тыс. тонн, соответствует сравнительному периоду предыдущего года (1 кв. 2018: 959 тыс. тонн). Объем переработки руды сократился с 982 тыс. тонн до 625 тыс. тонн, в основном вследствие запланированной приостановки Николаевской ОФ в течение квартала. Фабрика возобновила работу в начале апреля. Сокращение переработки на 36% повлекло снижение производства меди на 38% – до 9,5 тыс. тонн (4 кв. 2018: 15,3 тыс. тонн). Производство цинка в концентрате снизилось в результате уменьшения объема переработки и более низкого содержания в руде Орловской шахты (6,2 тыс. тонн по сравнению с 11,4 тыс. тонн кварталом ранее).

Производство золота сократилось на 11% до 12,5 тыс. унций (4 кв. 2018 г.: 14 тыс. унций) – вследствие более низких объемов переработки. Снижение компенсировано повышенным производством на Бозымчаке – 10,6 тыс. унций (4 кв. 2018 г.: 9,6 тыс. унций). Производство серебра в 1 кв. 2019 г. составило 314 тыс. унций (4 кв. 2018: 631 тыс. унций).

Запланированный диапазон производства меди, золота и серебра в течение года сохраняется на прежнем уровне, т.к. в оставшиеся три квартала ожидается увеличение объема производства. Так, по итогам 2019 г. общий объем производства меди в Восточном регионе и Бозымчак ожидается в объеме около 55 тыс. тонн, золото 40-45 тыс. унций и серебра около 1 800 тыс. унций.

Финансовые и производственные итоги за 2018 г.

Ранее Компания опубликовала аудированные финансовые результаты за 2018 г., которые оказались лучше наших ожиданий. Так, чистая прибыль за 2018 г. составила 510 млн. долл. США, что на 14,1% выше показателя годом ранее. Увеличение чистой прибыли, преимущественно, связано с ростом валового дохода на 19,5% до 1 085 млн. долл. США и операционной прибыли на 19,0% до 851 млн. долл. США. Доход от реализации составил 2 162 млн. долл. США, что на 30,0% выше показателя годом ранее, поскольку зафиксирован рост доходов от реализации проекта Актогай на 180,8% до 775 млн. долл. США и повышения доходов от реализации проекта Босшаколь на 8,3% до 756 млн. долл. США. Себестоимость реализованной продукции выросла на 42,6% до 1 077 млн. долл. США.

Производственные данные за 2018 г. демонстрируют успешные результаты, в части по достижению планового диапазона по производству меди, золота и серебра. Так, объем производства меди составил 295 тыс. тонн, приблизившись к верхней границе планового диапазона в 270-300 тыс. тонн. Объем производства золота составил 183 тыс. унций, превысив прогнозный уровень (прогноз 160 -175 тыс. унций), и объем производства серебра составил 3 511 тыс. унций (прогноз: около 3 000 тыс. унций).

Капитальные затраты на поддержание производства составили 85 млн. долл. США и оказались ниже планового уровня на 30 млн.

долл. США. При этом, в сравнении с предыдущим годом наблюдается рост капитальных затрат на поддержание по проекту Босшаколь в 2,47 раза до 24 млн. долл. США и проекту Актогай в 5,0 раз до 20 млн. долл. США, что непосредственно связано с капитальным ремонтом горного оборудования. Снижение капитальных затрат на поддержание производства зафиксировано в Восточном регионе и Бозымчак в 1,3 раза до 40 млн. долл. США.

Капитальные затраты на расширение производства также оказались ниже запланированного уровня на 100 млн. долл. США и составили 530 млн. долл. США. Отметим, что заметный рост капитальных затрат на расширение зафиксирован на руднике Актогай до 494 млн. долл. США, включающие затраты в размере 290 млн. долл. США по первоначальному проекту Актогай и 204 млн. долл. США на проект по расширению Актогайского ГОКа. Более скромное увеличение затрат на расширение отмечено в Восточном регионе и Бозымчак (+36,4% до 30 млн. долл. США), в основном, за счет расширения Артемьевского рудника, включая первоначальные работы по строительству вентиляционного штрека. В связи с завершением строительных работ на руднике Босшаколь, капитальные затраты на расширение производства были ограничены в размере 5 млн. долл. США.

Чистый долг на конец 2018 г. составил 1 986 млн. долл. США, что на 3% ниже показателя годом ранее при общем долге в 3 453 млн. долл. США. Общий долг Компании также продемонстрировал снижение на 10,9% за счет сокращения долгосрочных заимствований на 15,8% до 2 914 млн. долл. США. Снижение долгосрочных заимствований связано с погашением основной суммы кредита в размере 183 млн. долл. США по кредитной линии ГБРК для разработки проекта «Бозшаколь/Бозымчак», выплату 12 млн. долл. США по кредитной линии в юанях, предоставленной ГБРК на разработку проекта «Актогай», выплату 108 млн. долл. США, предоставленных по кредитной линии в долларах США ГБРК, для разработки проекта «Актогай», выплату 21 млн. долл. США, предоставленного ГБРК для разработки проекта «Актогай» и выплату 100 млн. долл. США за комиссионный сбор по ПФЛ.

Медный проект Баимская, РФ

В январе 2019 г. Компания осуществила выплату первоначального вознаграждения денежными средствами в размере 386 млн. долл. США в связи с приобретением Баимской лицензионной площади и завершила сделку по приобретению российского месторождения на сумму 436 млн. долл. США. В течение 2019 г. предполагаются дополнительные денежные выплаты на сумму 50 млн. долл. США, удержанной до выпуска гарантийного соглашения со стороны приобретаемого предприятия, являющегося законным владельцем Баимской лицензионной площади. Что касается капитальных затрат, то расходы на расширение в рамках проекта Баимская в основном будут связаны с завершением проекта банковского технико-экономического обоснования (ТЭО) и, по ожидаемым оценкам за 2019 г., составят 70 млн. долл. США. Первоначальные затраты на инфраструктуру объекта могут быть рассмотрены в этом году позднее. Объем капитальных затрат Баимской будет представлен вместе с другими проектными показателями после завершения проекта банковского ТЭО в первой половине 2020 г.

Рекомендации

В связи с достижением в начале мая целевой стоимости акций Kaz Minerals Plc мы пересмотрели нашу целевую стоимость по долевым финансовым инструментам медедобывающей компании.

Мы положительно оцениваем производственные результаты Kaz Minerals Plc за 1 кв. 2019 г. и ожидаем достижения прогнозного уровня по производству меди и других металлов по итогам текущего

года. Мы пересмотрели прогнозы по стоимости меди, ожидая средний рост цен на медь не более 3% на период 2019-2023 гг., скорректировали прогнозные данные по капитальным затратам в сторону повышения по проектам Актогай, Баимское, и обновили данные по производству металлов в рамках ожиданий Компаний. Кроме того, в долгосрочной перспективе положительно оцениваем запуск Баимского проекта, ориентируясь на практический опыт Компании в реализации крупномасштабных и низкозатратных проектов. По нашим расчетам целевая стоимость акций KAZ Minerals Plc составляет **3 307,4 тенге/акцию (GB_KZMS)** и **674,7 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

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

Младший аналитик
Марат Шайгуль
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 727
Email: SMarat@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 абсолютные 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.