



KAZ MINERALS

Спекулятивная покупка

Постепенный рост стоимости металлов и значительный рост объема производства в ближайшие годы, положительно повлияет на доходность компании. Более того, на сегодняшний день компания торгуется дешевле аналогов, что делает ее привлекательным активом по нынешней цене.

По нашим прогнозам, цена на медь будет постепенно расти в ближайшие годы. Мы ожидаем, что средний рост составит 6-9% в год в 2016-18гг. и стабилизируется на уровне \$6 500/тонну. Мы также ожидаем, что средняя цена на золото и серебро в ближайшие пять лет будет выше текущего уровня на 8% и 16%, соответственно.

Производство катодной меди увеличится в 3 раза к 2018 году по сравнению с 2014 годом. Увеличение произойдет за счет запуска производства на месторождении Бозшаколь (1кв 2016) и Актогай (4кв 2015 год из окисленной руды и 2017 год из сульфидных руд). На сегодняшний день потенциальный объем подсчитанной и предполагаемой меди в руде составляет 3.3 млрд. тон.

Себестоимость производства меди на достаточно конкурентном уровне по сравнению с аналогичными компаниями, что является сильной стороной компании. Среди слабых сторон стоит отметить высокий уровень задолженности компании. Соотношение долга к капиталу составляет 1.5х.

В 1П2015 компания получила убыток в размере \$13 млн. В период с 2016-2020гг. мы ожидаем увеличение выручки и возвращение к прибыльности компании в результате роста объемов добычи, постепенного восстановления цен на основные металлы и уменьшения себестоимости производства в результате девальвации тенге. По нашим прогнозам в 2015 и 2016гг ROAE составит 4.1% и 9.5%, соответственно.

Почему девальвация положительно влияет на Kaz Minerals? Основная часть выручки Kaz Minerals номинирована в долларах, а значительная часть расходов в тенге. Соответственно, слабый тенге выгоден для компании.

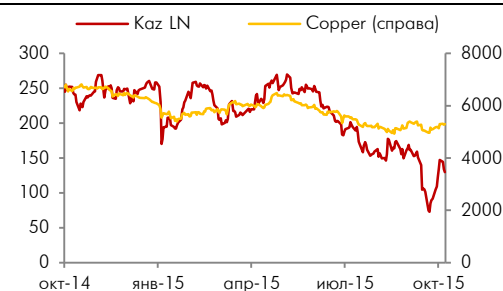
Kaz Minerals выглядит недооцененным по мультипликаторам EV/EBITDA в сравнении с похожими компаниями. Средний показатель EV/EBITDA аналогов на сегодняшний день составляет 6.65х, в то время, как у Kaz Minerals этот показатель равен 4.53х, что подразумевает дисконт в 32%.

Наша целевая цена по акциям Kaz Minerals составляет **£165p (695 тенге)**, что подразумевает рост стоимости на 27% (31%). Рекомендация по акциям **«ПОКУПАТЬ»**. Основным триггером для увеличения целевой стоимости акции может послужить рост цены на медь, так как акция сильно подвержена его колебаниям.

Нурлан Ашинов
nashinov@bcc-invest.kz

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

Тикеры	KAZ LN/GB_KZMS
Капитализация	£602 млн.
Последняя цена (ГДР)	£129.7p
Диапазон, 52 нед.	£65.1p - £282.5p
Ср. дневной объем (3 месяца)	£4.9 млн.
Целевая цена (ГДР/акций)	£165p/695 тенге
Потенциал роста ГДР/акций	+27% /+31%
Рекомендация (ГДР/прост.)	ПОКУПАТЬ
Медь 2016	5 510\$/тонну

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ И МЕДИ ЗА 12 МЕС.**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

В млн. \$	2014	2015	2016
Выручка	846	676	1 206
EBITDA	136	177	552
EBIT	94	138	333
EBT	-169	123	306
Чистая прибыль	-234	86	214
EV/EBITDA	n/a	14.1	4.53
P/E	n/a	10.6	4.3

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2014	2015	2016
Маржа EBITDA	16%	26%	46%
Маржа чистой прибыли	-28%	13%	18%
Лeverидж	1.5	1.5	1.6
ROAA	-3.3%	1,5%	3,5%
ROAE	-7.4%	4,1%	9,5%

Медь – текущая ситуация и наши прогнозы

Основным потребителем меди является Китай, который обеспечивает приблизительно 45% общемирового спроса. Учитывая тот факт, что Китай является одним из крупнейших потребителей металлов, кризис в Китае оказывает негативное влияние на стоимость металлов в целом.

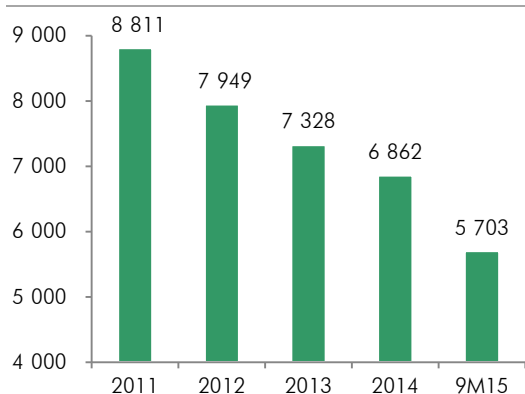
В 2011 году стоимость меди находилась на максимальных значениях, доходя до \$10 060 за тонну. Однако вскоре стоимость меди начала постепенно снижаться в среднем на 8% в год. Последние пять лет были неблагоприятными для рынка металлов. Основной причиной падения меди являются неутешительные прогнозы касательно замедления экономики Китая.

В конце августа 2015 года стоимость меди снизилась до рекордного минимума впервые с 2009 года, достигнув значения \$4 935 за тонну. С начала 2015 года падение составило 21%. Однако вскоре котировки меди немного восстановились до уровня \$5 240 за тонну.

За 9 месяцев 2015 года, средняя стоимость меди составила \$5 703 за тонну.

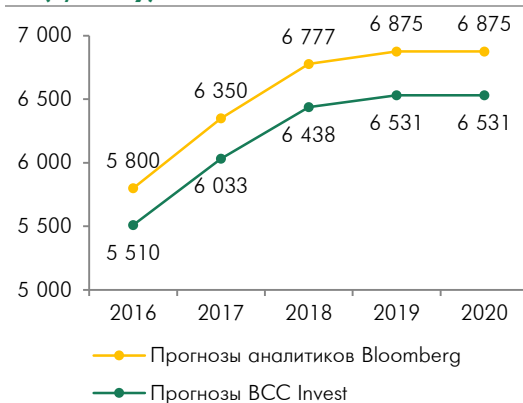
В качестве прогнозных данных по стоимости меди за 2016-20 годы, мы отталкивались от прогнозного консенсуса более чем 30-и международных аналитиков из Bloomberg. Однако, нам данный прогноз показался более оптимистичным, поэтому мы решили применить дисконт в размере 5% от консенсус прогноза аналитиков.

Рис 1 Исторические цены на медь



Источник: данные компании

Рис 2 Прогноз цены на медь (\$/тонну)



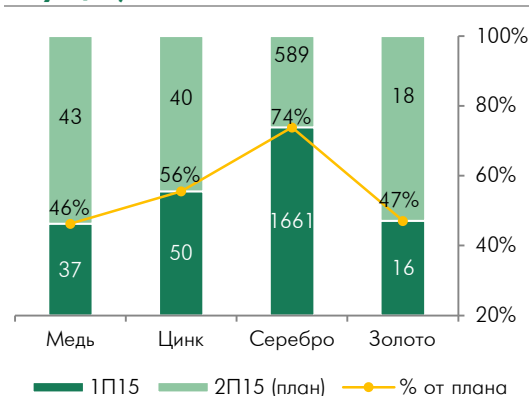
Источник: данные компании

По нашим прогнозам, медь в 2016-18 годах будет расти в среднем на 6-9% в год. Мы ожидаем, что в 2016 году средняя стоимость меди будет находиться на уровне \$5 510 за тонну, в 2017 году ожидаем небольшой рост (+9%) до \$6 033 за тонну, а к 2018 году ожидаем рост в размере 7% до \$6 438 за тонну.

Производственные результаты

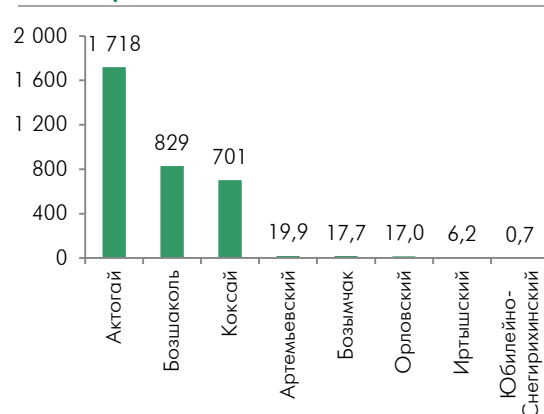
Основная деятельность Kaz Minerals сосредоточена в Восточном регионе и на горно-обогатительном комплексе Бозымчак, который находится в Кыргызстане. Восточный регион включает 4 рудника (Артемьевский, Иртышский, Орловский, Юбилейно-Снегирихинский) со средним содержанием меди в руде в размере 2.38%. Однако, уже в 2016 году количество рудников сократится до 3-х, что объясняется истощением ресурсов на Юбилейно-Снегирихинском руднике.

Рис 3 Производство (тыс. тонн, тыс. унций)



Источник: данные компании

Рис 4 Минеральные ресурсы (млн. тонн)



Источник: данные компании

Производство меди в концентрате во 2 квартале 2015 года увеличилось на 1.4% по сравнению с 1 кварталом 2015 года. Однако производство катодной меди в этом же периоде упало на 7,9%. Как следствие доля производства катодной меди из медного концентрата уменьшилась с 89% до 81% во 2 квартале 2015 года. Данное падение связано с плановым профилактическим ремонтом одной из печей медеплавильного завода, временно снизившей мощность переработки. Переработка сырья из незавершенного производства ожидается в течение второго полугодия 2015 года. В результате, по итогам 1 полугодия 2015 года общее производство катодной меди по Восточному региону и Бозымчаку составило 36.7 тыс. тонн.

Помимо этого стоит отметить снижение содержания меди в руде по Восточному региону и Бозымчаку с 2.47% в 1 полугодии 2014 года до 2.24% в 1 полугодии 2015 года.

Производство цинка в концентрате в 1 полугодии 2015 года составило 50 тыс. тонн, что на 19% меньше показателя за 1 полугодие 2014 года. Снижение производства цинка связано с переходом на участки с более низким содержанием металла в руде.

Производство серебра в гранулах в 1 полугодии 2015 года составило 1 660 тыс. унций (-0.4%). Содержание серебра в руде на Артемьевском и Иртышском оказалось выше ожиданий Kaz Minerals, однако во 2 полугодии 2015 года ожидается уменьшение производства серебра в гранулах.

Производство золота в слитках в 1 полугодии 2015 года составило 16 тыс. унций. Доля производства золота с месторождения Бозымчак составила 31.7% или 5.1 тыс. унций.

Руководство компании ожидает, что по итогам 2015 года производство меди в катодном эквиваленте по Восточному региону и Бозымчаку составит 80-85

тыс. тонн (-4%/+2%), цинка в концентрате 90-95 тыс. тонн (-26%/-22%), серебра в гранулах составит 2 250 – 2 500 тыс. унций (-34%/-27%), а золота в слитках составит 34 - 38 тыс. унций (-2%/+10%).

Проекты роста

На текущий момент Kaz Minerals разрабатывает 2 крупных медных месторождений – Актогай и Бозшаколь. Также, в 2014 году было куплено третье крупное месторождение (Коксай за \$260 млн.), которое на сегодняшний день находится на стадии концептуальной проработки.

Бозшаколь

Бозшаколь является крупнейшим медным месторождением открытого типа. Разработка месторождения компанией Kaz Minerals началось в середине 2011 года, а ввод проекта запланирован на 1 квартал 2016 года. Стоит отметить, что данный проект позволит увеличить производство меди от текущих уровней более чем в 2 раза. Срок эксплуатации рудника Бозшаколь и обогатительной фабрики составит свыше 40 лет. Помимо меди месторождение содержит попутную продукцию – 5 200 тыс. унций золота и 57 тыс. тонн молибдена.

Актогай

Актогай, как и месторождение Бозшаколь, является одним из крупнейших медных месторождений открытого типа. Разработка месторождения началась в первой половине 2013 года. Первое производство катодной меди из окисленных руд намечено на IV квартал 2015 года, а производство медного концентрата из сульфидных руд ожидается в 2017 году.

Коксай

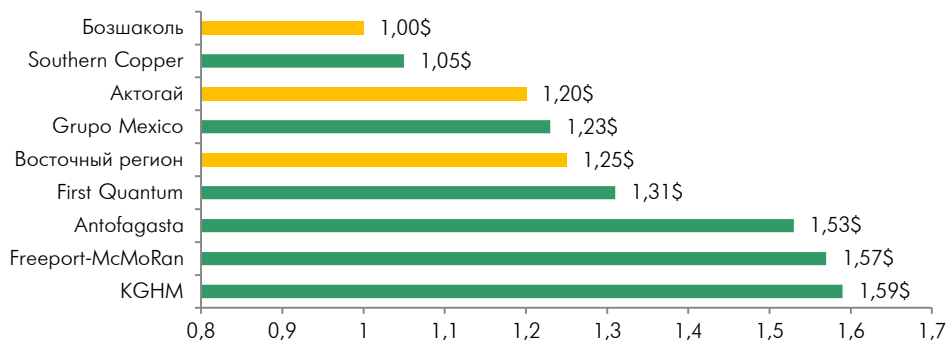
Проект находится на стадии предварительного технико-экономического обоснования. По прогнозным оценкам срок жизни рудника – более 20 лет со средним годовым объемом производства около 80 тыс. тонн меди в катодном эквиваленте, 60 тыс. унций золота, 400 тыс. унций серебра и 1 тыс. тонн молибдена в концентрате. Запасы месторождения оцениваются в 3,4 млн. тонн меди при среднем содержании 0.48%.

Чистая денежная себестоимость по новым проектам составляет 0.8-1.3\$/фунт.

Отличительной чертой проектов роста является то, что данные месторождения открытого типа. В связи с этим чистая денежная себестоимость на данных проектах гораздо ниже, чем на месторождениях закрытого типа.

Согласно данным компании, чистая денежная себестоимость на проектах роста в сравнении с аналогами гораздо ниже. Так, по проекту Бозшаколь чистая денежная себестоимость составляет \$0.8 - \$1.0/фунт, по проекту Актогай \$1.1 - \$1.3/фунт, а по Восточному региону \$1.25/фунт.

Рис 5 Сравнение себестоимости месторождений Актогай и Бозшаколь с аналогами (доллар/фунт)



Источник: данные компании

* Должны отметить, что прошедшая девальвация в августе 2015 года положительно повлияет на показатель себестоимости по основным проектам, так как приблизительно 60% расходов компании являются тенговыми.

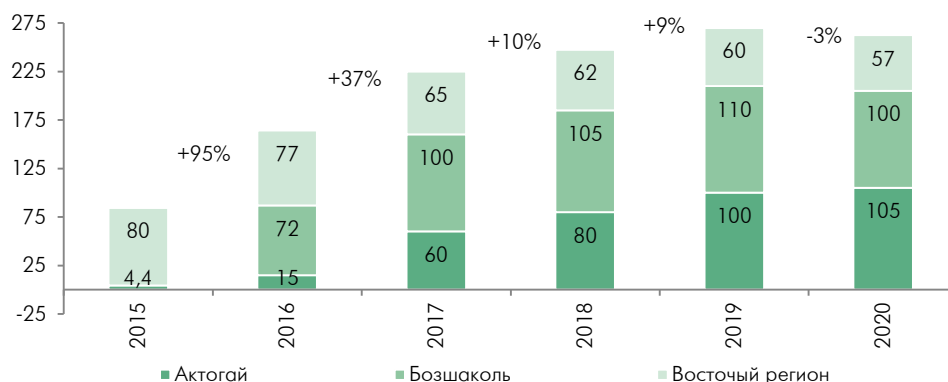
Добыча меди увеличится более чем в 3 раза к 2018 году.

Ожидается, что на месторождение Бозшаколь производство меди в катодном эквиваленте составит в среднем 100 тыс. тонн, а производство золота в концентрате составит 120 тыс. унций за первые 10 лет после запуска проекта.

На месторождении Актогай планируется добывать в среднем около 5 тыс. тонн меди в катодном эквиваленте в год из окисленной руды и 90 тыс. тонн меди в год в катодном эквиваленте из сульфидной руды.

В первом полугодии 2015 года добыча меди в катодном эквиваленте составила 37 тыс. тонн, а по итогам 2015 года ожидается произвести приблизительно 80-85 тыс. тонн меди. Запуск месторождения Актогай планируется в 2017 году, а запуск месторождения Бозшаколь планируется в 1 квартале 2016 года. Мы ожидаем, что Бозшаколь выйдет на полную мощность в 2017 году, а Актогай в 2018 году. По нашим прогнозам, производство меди в катодном эквиваленте в 2017 году составит 225 тыс. тонн, в 2018 году составит 247 тыс. тонн, в 2019 году составит 270 тыс. тонн. Мы ожидаем увеличения производства меди в катодном эквиваленте более чем в 3 раза по сравнению с текущим годом, начиная с 2018 года.

Рис 6 Объемы производства после запуска проектов роста



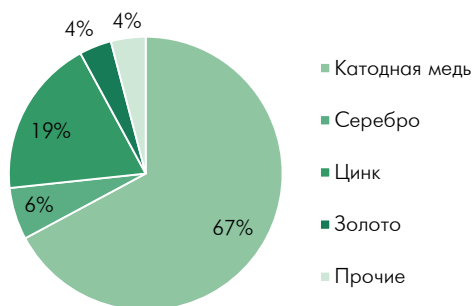
Источник: данные компании

Финансовые результаты

Наибольшую выручку Kaz Minerals получает от реализации медной продукции, приблизительно доля составляет 67%. Доля реализации цинка составляет 18.8% в общей выручки, доля серебра составляет 6.2%, а доля золота составляет 3.8%. Стоит отметить, что после запуска основных проектов роста, структура выручки поменяется, но медь по-прежнему останется как основной источник выручки.

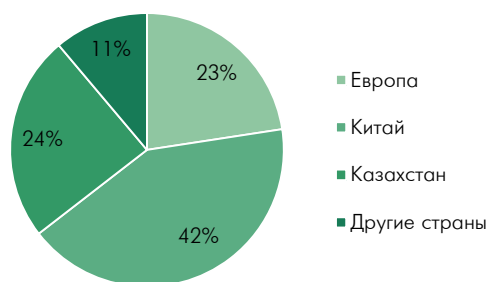
По направлениям реализации наиболее крупным покупателем продукции является Китай (42%). Также, часть продукции идет на реализацию в Европу (23%) и на местный рынок (24%).

Рис 7 Структура выручки (1П 2015)



Источник: данные компании

Рис 8 Основные направления реализации продукции в физическом



Источник: данные компании

Финансовые результаты компании находятся под давлением в связи с продолжительным падением цен на ключевые металлы и значительными расходами связанными разработкой новых медных месторождений.

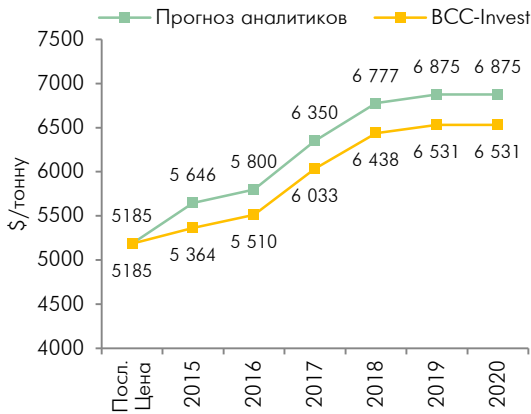
В 1 полугодии 2015 года компания заработала чистый убыток в размере \$13 млн. Снижение выручки на фоне увеличения основных расходов негативно отразилось на конечной прибыли.

В период с 2016-2020гг. мы ожидаем увеличения выручки и операционной прибыли в результате роста объемов добычи и постепенного восстановления цен на основные металлы.

Мы ожидаем, что средняя цена на медь будет расти в среднем на 4% в год с 2015 по 2020 год, и поднимется до \$6 500 за тонну, что на 25% выше сегодняшнего уровня. Наши прогнозы на медь в периоде с 2015 по 2020 годы на 5% ниже среднего прогнозов аналитиков.

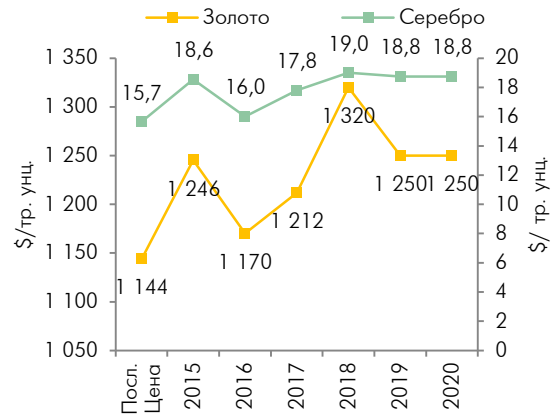
В качестве прогнозов по золоту и серебру мы использовали средние прогнозные данные аналитиков из Блумберга.

Рис 9 Прогнозы по цене на медь



Источник: Bloomberg, BCC-Invest

Рис 10 Прогнозы по цене на золото



Источник: Bloomberg

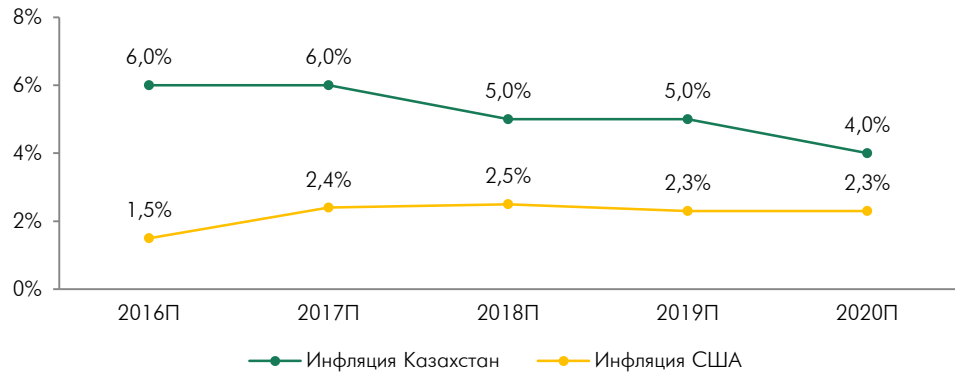
Стоит отметить, что основную выручку Kaz Minerals получает от продажи металлов, цены на которые устанавливаются в долларах. В связи с этим ослабление тенге не влияет на долларовый эквивалент выручки, но на операционные расходы ослабление тенге имеет положительный эффект, так как приблизительно 60% расходов являются тенговыми.

С середины августа НацБанк отпустил обменный курс тенге в свободное плавание. В связи с чем, тенге упал на треть, со 188 тенге/доллар до 270-275 тенге/доллар. Основные ориентиры для курса национальной валюты на сегодняшний день являются курс рубля и цена на нефть.

Мы ожидаем, что стоимость нефти будет постепенно расти в ближайшие 4-5 лет, что при прочих равных условиях положительно влияет на курс тенге. Более того возможное увеличение производства нефти в Казахстане в связи с запуском проекта Кашаган, так же имеет положительный эффект на курс валюты. К тому же, увеличение производства и цены на нефть увеличит поток инвестиции в страну, что тоже положительно скажется на курс. Мы полагаем, что эти 3 фактора будут иметь сдерживающий эффект для обменного курса в будущем, не позволяя тенге сильно девальвировать по отношению к сегодняшнему курсу валюты. Однако мы понимаем, что курс все же будет ослабевать по отношению к доллару хотя бы на разницу в уровнях инфляции. В связи с чем, мы решили применить разницу между инфляцией в РК и США для прогнозирования обменного курса тенге и доллара. По нашим прогнозам средний обменный курс в 2016 году составит 270 тенге за один доллар, а в период с 2018-2020гг. тенге будет ослабевать приблизительно на разницу между инфляцией в РК и США.

Стоит отметить, что Национальный банк РК в рамках дедолларизации национальной экономики планирует разработать мероприятия, которые будут способствовать поэтапному сокращению уровня годовой инфляции в стране. К 2020 году инфляция должна быть уменьшена до 3-4%.

Рис 11 Прогноз темпов роста инфляции в Казахстане и США

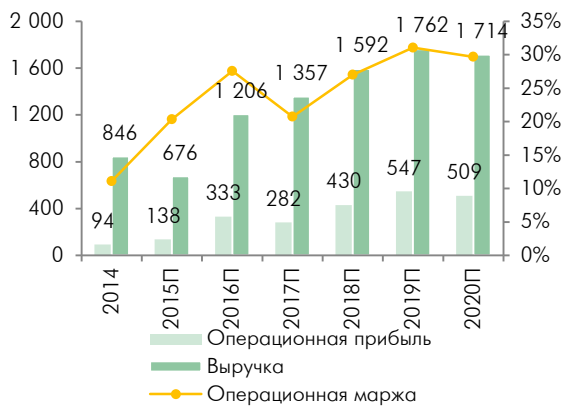


Источник: прогнозы IMF, прогнозы BCC Invest

Для прогноза основных статей расходов мы отталкивались от данных, предоставленных руководством компании, таких как чистая денежная себестоимость меди. Однако мы скорректировали эти данные, учитывая девальвацию тенге (снижение затрат), а также корректировку на рост операционных расходов в прогнозный период.

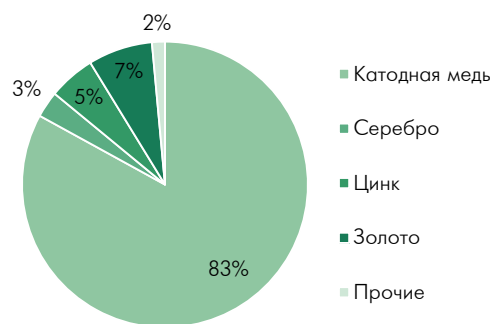
Основываясь на наших прогнозах, структура выручки к 2018 году изменится. Мы ожидаем увеличения доли выручки от реализации меди до 83%, а доля золота в выручке увеличится до 7%.

Рис 12 Выручка, Операционная Прибыль и Операционная маржа



Источник: данные компании, BCC-Invest

Рис 13 Структура выручки в 2018 году



Источник: BCC-Invest

Рост долговой нагрузки в связи с финансированием проектов роста

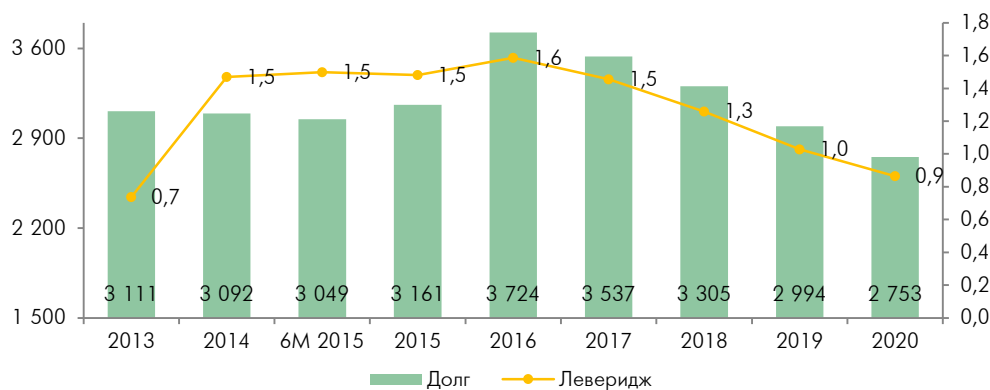
По состоянию на 30 июня 2015 года долговые обязательства Kaz Minerals находились на уровне \$3 049 млн. Стоит отметить, что большая часть займов является долгосрочной со сроком погашения в 2025-2029гг. Процентная ставка по займам варьируется от 3.18% до 4.98%, а основная сумма долга представлена в долларах или китайских юанях. Влияние девальвации на сумму займов в долларовом эквиваленте является нейтральным, в то время как его эквивалент в тенге вырастет.

Наиболее крупные капитальные затраты у компании ожидаются в 2015 году. В связи с наличием достаточной суммы денежных средств и инвестиций на балансе мы ожидаем, что долговая нагрузка в 2015 сильно не изменится, однако в 2016 году ожидаем увеличения займов в целях финансирования

инвестиционной программы. По состоянию на 30 июня 2015 года у Kaz Minerals в рамках кредитной линии есть доступная сумма в размере \$750 млн.

Показатель левориджа или отношение долговых обязательств компании к капиталу на 30 июня 2015 года находится на уровне 1.5. Мы ожидаем снижения долга по отношению к капиталу в прогнозный период в результате роста капитала и снижения долга по причине запуска основных проектов роста и снижения инвестиционной программы.

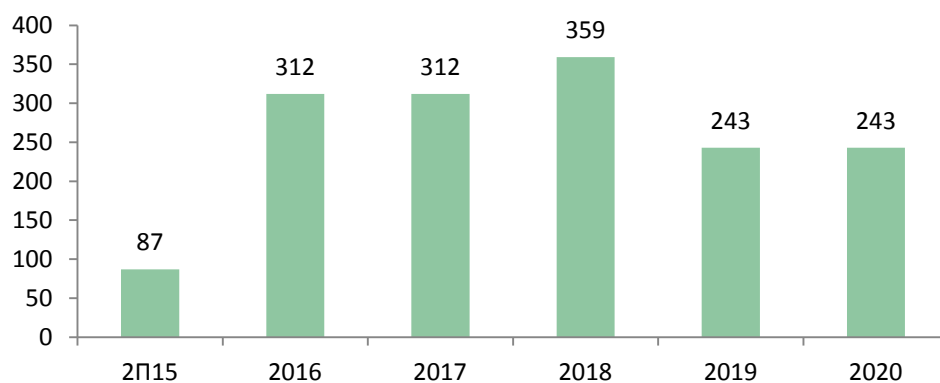
Рис 14 Динамика изменения долговых обязательств и показатель левориджа



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

Kaz Minerals планирует погашать сумму основного долга ежегодно. Во второй половине 2015 года на погашение займа планируется выделить \$87 млн., в 2016-2017гг. по \$312 млн., в 2018 году \$359 млн. После погашения предэкспортной кредитной линии в 2018 году платежи снизятся до \$243 млн.

Рис 15 График погашения (\$ млн)



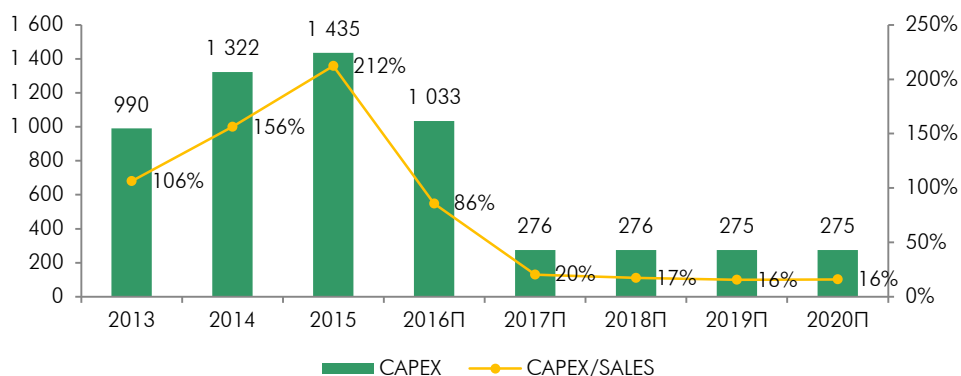
Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

В основном инвестиционная программа Kaz Minerals направлена на разработку новых проектов роста. Наиболее крупные капитальные расходы приходятся на 2014 и 2015 года, по мере приближения запуска проектов.

По нашим прогнозам, капитальные расходы на поддержание производства в период с 2017г. по 2020г. составят приблизительно 5% от основных активов, что составляет \$275 млн. Мы ожидаем, что показатель Capex/Sales стабилизируется на уровне 16%.

Стоит отметить, что в нашей модели мы не учитывали капитальные затраты по проекту Коксай, так как проект находится на стадии предварительного технико-экономического обоснования.

Рис 16 Инвестиционная программа Kaz Minerals

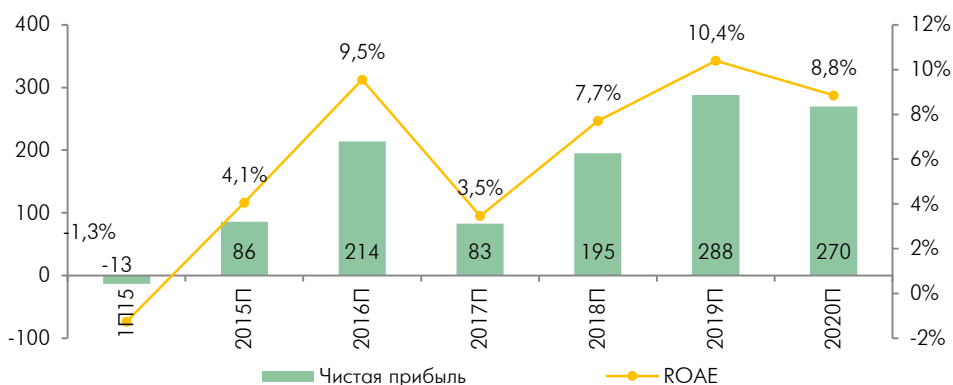


Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

В результате увеличения объемов производства и роста цен на основные металлы, а так же в связи с девальвацией тенге, мы ожидаем увеличения доходности компании. По нашим прогнозам, в 2016 чистая прибыль составит \$214 млн., что эквивалентно 9.5% ROAE.

Значительное сокращение доходности в 2017 году связано с запуском проекта Актогай. Согласно МСФО, финансовые расходы по проекту (процентные выплаты по займам), до запуска самого проекта капитализируются в основных средствах, а после запуска отражаются в отчете о прибылях и убытках. В 2018-2020 годах, ROAE компании составит 8-10%.

Рис 17 Чистая прибыль и ROAE



Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

Оценка акций

Для оценки стоимости акций мы решили применить модель дисконтированных денежных потоков (DCF).

Наша оценка компании состоит из суммы 2-х составляющих:

1. Дисконтированный поток свободных денежных средств поступающих в будущем.
2. Чистая задолженность (рыночная стоимость задолженности за минусом ликвидные активы).

По нашим расчетам, оценочная стоимость всех свободных денежных потоков компании, приведенная на конец 2016 года составит 2 411 млн. долларов США.

Рыночная стоимость долга компании перед кредиторами составляет 1 709 млн. долларов, в то время как сумма денежных средств и инвестиции составляет 458 млн. долларов. Итого чистый долг компании на конец 2016 года равен 1 250 млн. долларов.

Целевая стоимость и рекомендации

Наша целевая цена по акциям на конец 2016 года составляет £165p (695 тенге), что при нынешней цене предполагает рост в размере 27% в Лондоне и 31% на Казахстанской фондовой бирже. Рейтинг ПОКУПАТЬ.

Млн. \$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ЕВИТ	138	333	282	430	547	509
ЕВИТ*(1-tax rate)	96	233	197	301	383	356
D&A	40	219	260	260	261	261
Инвестиции в оборотный капитал	943	343	0	17	29	31
Операционные денежные потоки	-807	109	457	545	615	587
Капитальные затраты	1 435	1 033	276	276	275	275
Свободные денежные потоки	-2 242	-924	181	269	340	312
<i>Фактор дисконтирования</i>			1,14	1,29	1,47	1,67
Дисконтированные св-е денежные потоки			159	208	231	187
Куммулятивный DFCF			159	367	598	785
Терминальная стоимость						2 720
Дисконт-я терминальная стоимость						1 626
Стоимость предприятия (EV), млн. \$						2 411
Денежные средства и инвестиции						458
Долговые обязательства						1 709
Чистый долг						-1 250
Расчетная капитализация						1 161
Количество акций (млн. шт.)						458
Целевая цена, £p/акция						165
Целевая цена, тенге/акция						695

По EV/EBITDA Kaz Minerals выглядит привлекательным

Мы выбрали компании, работающие в сфере добычи меди и прочих цветных металлов в качестве аналогов Kaz Minerals для сравнения мультипликаторов. В итоге у нас вышел список из 16 компаний. В качестве мультипликатора мы выбрали показатели текущего EV к EBITDA 2016-го года.

Средний показатель EV/EBITDA аналогов на сегодняшний день составляет 6,65x, в то время как по нашим прогнозам у Kaz Minerals этот показатель равен 4,53. То есть по данному показателю Kaz Minerals выглядит более привлекательным по отношению к похожим компаниям, торгуясь с дисконтом на 32%.

Название	Тикер	EV/EBITDA	Капитализация (млн. \$)
Freeport-McMoRan	FCX US	5,18	13 440
Antofagasta	ANTO LN	5,42	8 069
First Quantum Minerals	FM CN	7,37	3 963
Southern Copper	SCCO US	10,17	22 858
Vedanta Resources	VED LN	7,79	1 201
Glencore	GLEN LN	7,36	25 860
Rio Tinto	RIO LN	7,01	48 941
MMC Norilsk Nickel	GMKN RM	5,00	23 337
Parapanema SA	PMAM3 BZ	4,62	184
Minsur SA-Inversiones	MINSUR1 PE	4,63	501
Teck Resources	TCK/B CN	5,54	3388,7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	6,31	19 951
Copper Mountain Mining Corp	CUM CN	6,5	51
Imperial Metals Corp	III CN	6,53	455
Sumitomo Metal Mining Co LTD	5713 JP	7,81	7 389
Jiangxi Copper Co LTD	358 HK	9,19	1 873
Kaz Minerals (BCC-Invest)	KAZ LN	4,53*	912
Средний показатель		6,65	11 341
Максимальный показатель		10,17	48 941
Минимальный показатель		4,62	51

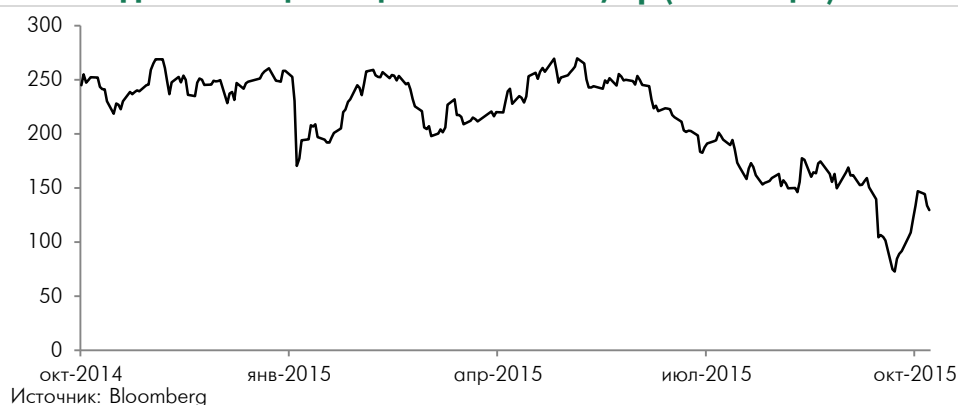
Источник: Bloomberg, расчеты BCC-Invest

*EV рассчитан исходя из балансовой стоимости займов Kaz Minerals, в соответствии с расчетами, предоставленными в Bloomberg по аналогам.

Динамика цены акции Kaz Minerals

Стоимость акций Kaz Minerals показала негативную динамику за последние 12 месяцев, упав на 40%. Стабильное снижение цены было зафиксировано с середины мая 2015 года (£270р) до середины августа (£146р), когда цена упала на 46% за 3 месяца, достигнув исторического минимума. Затем произошла девальвация тенге. В дни девальвации (19-20 августа) цена акций выросла на 21%, и снова продолжила падение. Наибольшее падение пришлось на конец сентября, когда цена акций за 7 торговых сессий упала на 52%, достигнув дна в £73р. После чего, последовал не менее агрессивный рост. За пол месяца цена выросла в 2 раза, вернувшись к до девальвационному минимуму (£145р).

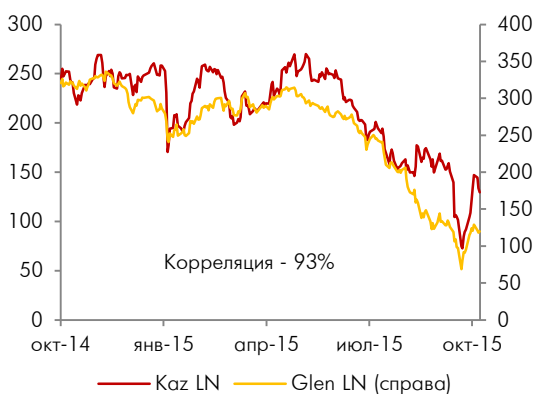
Рис 18 Динамика цен акций Kaz Minerals, £р (12 месяцев)



Столь значительное падение после девальвации было связано с падением рынка металлов и рынков в целом, а не конкретными проблемами в компании. Данный факт подтверждает и тот факт, что при дальнейшем ослаблении курса тенге после первоначальной девальвации, цена акций Kaz Minerals продолжала падать, хотя девальвация положительно влияет на компанию (60% расходов компании в тенге, а выручка в долларах).

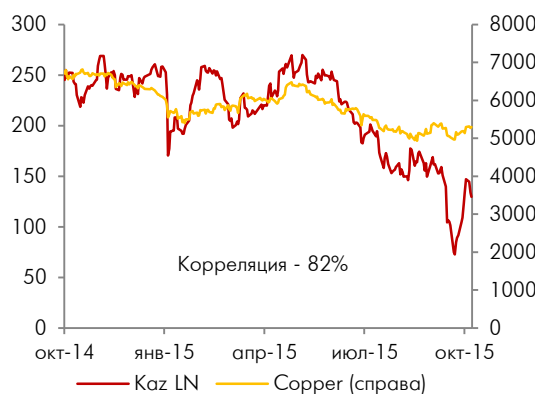
Тот факт, что динамика цен Kaz Minerals за последние 12 месяцев менялась вместе с рынком, нежели вследствие изменения курса тенге или финансовых показателей компании, демонстрирует тот факт, что корреляция между стоимостью акций Kaz Minerals и Glencore составляет 93%, а корреляция с медью составляет 82%.

Рис 19 Стоимость акций Kaz Minerals и Glencore, £р



Источники: данные компании

Рис 20 Стоимость акций Kaz Minerals (£р) и меди (\$)



Источники: данные компании

Чувствительность к стоимости меди

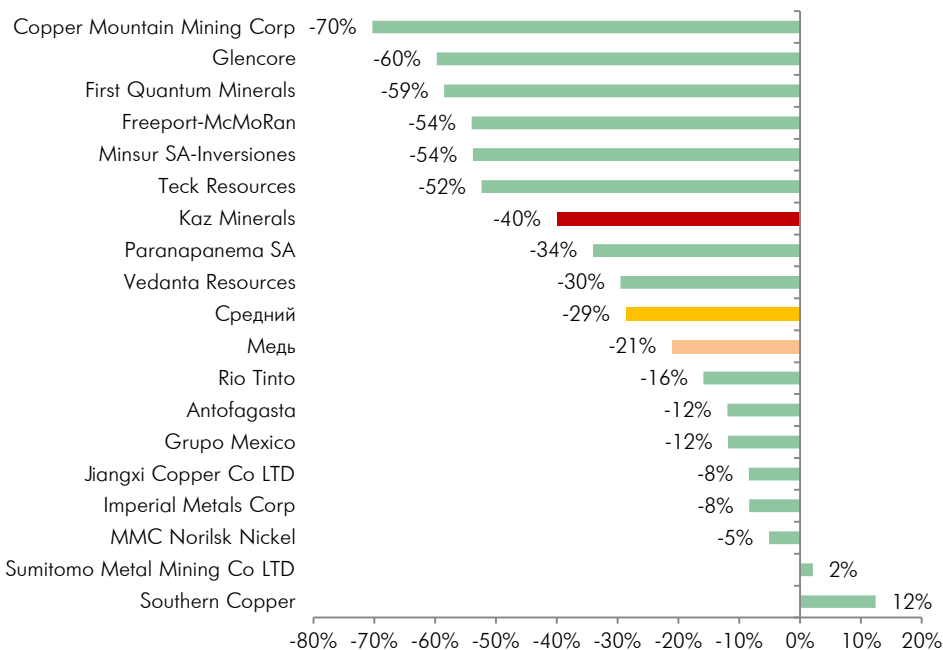
	2016	2017	2018	2019	2020	Целевая цена (£р)	Целевая цена (тенге)
-10%	4 959	5 429	5 794	5 878	5 878	54	228
-5%	5 235	5 731	6 116	6 205	6 205	110	463
Базовый сценарий цены на медь (\$/т)	5 510	6 033	6 438	6 531	6 531	165	695
+5%	5 786	6 334	6 760	6 858	6 858	220	925
+10%	6 061	6 636	7 082	7 184	7 184	275	1157

Как мы видим из таблицы выше, справедливая стоимость акций компании очень чувствительна к изменениям цены на медь. 5% отклонение цены на медь от нашего базового сценария в 2016-2020гг. приведет к 33% изменению целевой цены акций. А изменения стоимости меди в 10% от базового сценария, приведет к уменьшению или увеличению справедливой цены акций на 67%.

Несмотря на девальвацию акции Kaz Minerals упали больше, чем большинство аналогов и медь

Акции Kaz Minerals упали на 40% за последние 12 месяцев, значительно выше, чем средний уровень падения у выбранных аналогов (-29%) и цены на медь (-21%). И это несмотря на 30% девальвацию тенге в августе 2015 года.

Рис 21 Изменение цен акции аналогов, Kaz Minerals и меди за 12 месяцев*



Источник: Bloomberg

*Изменения цен по всем акциям в Британских фунтах стерлингах, для исключения эффекта изменения курса

Приложения

Сжатый отчет о прибылях и убытках

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Выручка	846	676	1 206	1 357	1 592	1 762	1 714
ЕБИТДА	136	177	552	541	690	808	770
Амортизация	-42	-40	-219	-260	-260	-261	-261
ЕБИТ	94	138	333	282	430	547	509
Финансовые расходы	-263	-15	-27	-163	-152	-136	-124
ЕВТ	-169	123	306	118	279	411	385
Налог	-65	-37	-92	-36	-84	-123	-116
Чистая прибыль/убыток	-234	86	214	83	195	288	270

Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Сжатый балансовый отчет

	1Н15	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Активы							
Основные средства	3 300	4 143	4 957	4 974	4 989	5 003	5 017
Денежные средства и инвестиции	1 460	568	459	453	462	460	464
Прочие активы	768	953	1 140	1 144	1 147	1 151	1 154
Общие активы	5 528	5 664	6 557	6 571	6 598	6 614	6 635
Обязательства							
Займы	3 049	3 161	3 724	3 537	3 305	2 994	2 753
Прочие обязательства	444	369	484	603	667	706	698
Итого обязательства	3 493	3 530	4 208	4 140	3 972	3 700	3 451
Капитал	2 035	2 134	2 348	2 431	2 626	2 914	3 184

Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Основные коэффициенты

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Маржа ЕБИТДА	16,1%	26,2%	45,7%	39,9%	43,4%	45,9%	44,9%
Маржа ЕБИТ	11,1%	20,4%	27,6%	20,8%	27,0%	31,1%	29,7%
Маржа ЕВТ	-20,0%	18,2%	25,3%	8,7%	17,5%	23,3%	22,5%
Маржа чистой прибыли	-27,7%	12,7%	17,7%	6,1%	12,2%	16,3%	15,7%
ROAE		4,1%	9,5%	3,5%	7,7%	10,4%	8,8%
ROAA		1,5%	3,5%	1,3%	3,0%	4,4%	4,1%
Рост активов (%)		-0,9%	15,8%	0,2%	0,4%	0,2%	0,3%
Рост обязательств (%)		-2,3%	19,2%	-1,6%	-4,1%	-6,8%	-6,7%
Рост капитала (%)		1,4%	10,0%	3,5%	8,0%	11,0%	9,3%
Рост чистой прибыли (%)		-136,8%	148,6%	-61,3%	135,2%	47,7%	-6,4%

Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz

Айдана Надирова
Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)
anadirova@bcc-invest.kz

Асель Сулейменова
Начальник управления маркетинга и продаж
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 97)
asuleimenova@bcc-invest.kz

Наина Романова
Ведущий аналитик
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)
nromanova@bcc-invest.kz

Нурлан Ашинов
Начальник управления аналитики
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 46)
nashinov@bcc-invest.kz

*** Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «BCC Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «BCC Invest», 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 в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2015