

8 октября, 2010

Мариям Жумадил  
 +7(727) 244-6538  
 MariyamZh1@halykbank.kz

## CENTERRA GOLD

### Отрываясь от фундаментальных показателей

#### Продавать

Целевая цена	CAD 12,15
Последняя цена (от 7 окт.)	CAD 16,99
Потенциал понижения	29%
Тикер	CG CN
Рыночная капитализация	3,99 млрд
Доля акции в свободном обращении	67%
Кол-во выпущенных акции	234,85 млн
52-нед диапазон	6.95-17.39
Бета	0.40
Общие резервы золота*	>7,200
Общие ресурсы золота*	>10,200
2010 прогноз производства*	640-700

\* ТЫС. УНЦИИ

Источник: Данные компании, Блумберг, прогнозы Халык Финанс



- Мы начинаем покрытие Centerra Gold с рекомендацией ПРОДАВАТЬ и целевой ценой в 12,15 CAD.
- Centerra Gold - Канадская золотодобывающая компания с общими доказанными и вероятными резервами в 7 321 тыс. унции золота. Ключевые производственные активы компании - рудник Кумтор в Кыргызстане и рудник Бору в Монголии находятся в странах с повышенными политическими и регуляторными рисками.
- За последние 12 месяцев акции Centerra повысились на 130%, что в разы превысило доходность индекса S&P и доходность по акциям схожих компании за аналогичный период. Впечатляющий рост был обусловлен увеличением цены на золото на 27%, что также способствовало переходу части ресурсов в категорию резервов. В кратковременном горизонте, затянувшаяся неопределенность в темпах восстановления мировой экономики и ослабевающий доллар могут способствовать дальнейшему увеличению цены на золото, что приведет к росту акции Centerra.
- Несмотря на это, мы считаем, что фундаментальные показатели компании не оправдывают текущую цену за акцию. Каждый из двух рудников Centerra Gold имеет достаточные запасы на менее чем 10 лет, и возможности компании по их замене ограничены. Более того, согласно нашей модели текущая рыночная цена за акцию обоснована при цене на золото в \$ 1 440/унцию в течение последующих девяти лет.
- Компания объявила, что в 2011 г. она планирует добиться роста путем приобретения активов и готова привлечь \$2,9 млрд для этих целей. Мы обеспокоены тем, что компания может заплатить сверх высокую премию при приобретении активов, и поэтому предпочли бы видеть органичный рост вследствие успешной разведки месторождений, а не иначе. Другой альтернативой является возврат капитала акционерам путем выплаты дивидендов или же путем обратной покупки акции.

	Рост	Маржа	Чистая	Возврат на	ROIC	Прибыль	EV/					
	Выручка	выручки	ЕБИТДА	ЕБИТДА	прибыль	собственный	после	на акцию	P/FCF	P/BV	P/E	ЕБИТДА
	(\$ млн)	(YoY %)	(\$ млн)	(%)	(\$ млн)	(%)	(%)	(\$)				
2009	685	7.8	243	35.4	60	6.3	17.5	0.26	10.0X	1.6X	26.6X	9.0X
2010П	809	18.0	428	52.9	219	18.9	27.7	0.93	33.1X	2.4X	12.9X	5.8X
2011П	939	16.1	487	51.9	249	19.3	30.6	1.06	12.8X	2.2X	11.3X	5.5X
2012П	902	(3.9)	463	51.3	234	16.5	28.2	0.99	12.7X	2.0X	12.1X	4.8X

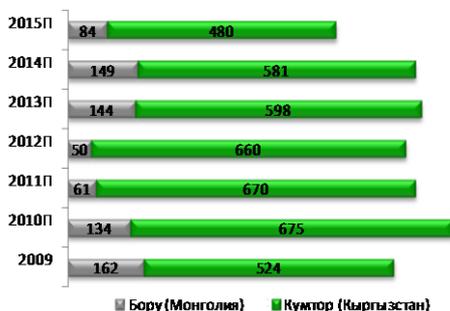
Источник: Данные компании, Блумберг, прогнозы Халык Финанс

## Содержание

Обзор Компании	3
- Золоторудное месторождение Кумтор	5
- Золоторудное месторождение Бору	7
- Рудник Гатсурт	9
- Разведывательные проекты	9
Политические, регуляторные и трудовые риски	10
Ключевые факторы, влияющие на доходность:	
Фактор удачи и цена на золото	12
Политика по дивидендам и росту	13
Оценка стоимости компании	15
- DCF оценка производственных активов	15
- Оценка реальных опционов минеральных ресурсов и СП соглашения	16
- Сравнение со схожими компаниями	17
Приложения:	
1. Финансовая отчетность	18
2. Рост, маржа и уровни возврата	21
3. Показатели по схожим компаниям	22

## Обзор Компании

Рисунок 1. Производство по рудникам



Источник: Данные компании

Centerra Gold - канадская компания, которая разведывает, разрабатывает и осваивает золоторудные месторождения в странах бывшего Советского Союза, Турции и Монголии. В настоящее время, компания единолично владеет и оперирует двумя золоторудными месторождениями: Кумтор в Кыргызстане - крупнейшее месторождение в Центральной Азии под управлением Западной компанией и Бору в Монголии. Помимо этих активов, компания владеет 100% долей на месторождении Гатсурут в Монголии и имеет интересы в ряде других объектов, которые находятся в процессе разведки и разработки.

Рисунок 2 . Месторасположение ключевых активов



Источник: Google Earth

Таблица 1. Исторические данные по резервам

Дата	Резервы (в тыс. унц.)	Цена усечения
2009	7,321	\$825
2008	5,810	\$675
2007	7,000	\$550

Источник: Данные компании

В конце 2009-начале 2010 г. Centerra пересмотрела план по добыче на руднике Кумтор в сторону увеличения периода добычи на 2 года до 2019 г. Компания объяснила, что рост резервов произошел вследствие увеличения ожидаемой цены на золото в 2011-2019 г., что сделало часть ресурсов экономически выгодными для извлечения. Данные ресурсы были перекалифицированы в резервы. При цене усечения на золото в \$825\* за унцию, доказанные и вероятные запасы Centerra равняются 7,3 млн. унции золота.

Измеренные и предполагаемые ресурсы составляют почти 3 млн. унции золота на текущий момент. (см. Таблица 2)

\*"\$" в долларах США, если не указано иное

**Таблица 2. Прогнозы ресурсов и резервов ( на 31/12/2009)**

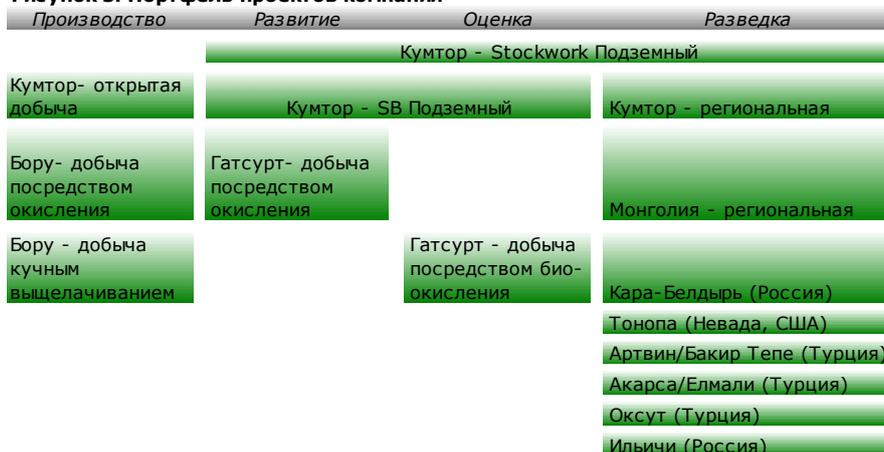
	Содержание		
	Тонн	золота в руде (г/т)	Кол-во золота ( в тыс. унц.)
<b>Доказанные и вероятные резервы</b>			
Кумтор	55,860	3.0	5,474
Бору	15,451	1.1	567
Гатсурт	13,850	2.9	1,280
<i>Всего</i>	<i>85,161</i>		<i>7,321</i>
<b>Измеренные и предполагаемые ресурсы</b>			
Кумтор	28,852	2.4	2,201
Бору	4,916	1.5	242
Гатсурт	5,751	2.6	480
<i>Всего</i>	<i>39,519</i>		<i>2,923</i>
<b>Перспективные ресурсы</b>			
Кумтор	3,793	2.5	309
Кумтор Stockwork Подземный	1,700	11.4	621
Кумтор SB Подземный	3,203	17.0	1,751
Бору	7,323	1.0	233
Гатсурт	2,260	2.4	177
<i>Всего</i>	<i>18,279</i>		<i>3,091</i>

Источник: Данные компании

В настоящее время, золото, добытое на руднике Кумтор, закупается государственной компанией, ОАО "Кыргызалтын", для его переработки на Аффинажном заводе в Кыргызстане, в то время как золото, добываемое на шахте Бору, экспортируется и реализуется в рамках существующего соглашения с Британской химической компанией, "Джонсон Матью Лимитед".

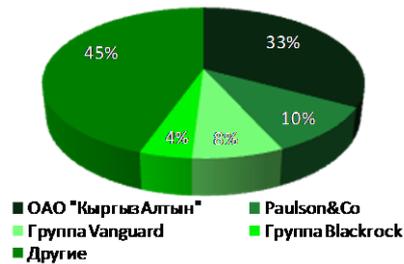
Кроме существующих производственных рудников Кумтор и Бору, Centerra участвует в нескольких проектах на различных этапах разработки находящихся в Центральной Азии, России, Турции и США. (см. Рисунок 3)

**Рисунок 3. Портфель проектов компании**



Источник: Данные компании

**Рисунок 4. Структура акционеров**



Источник: Данные компании

Centerra отделилась от Cameco Corporation в 2004 году. Пять лет спустя, в декабре 2009 года, Cameco реализовала оставшийся контрольный пакет акции в 48,5%, получив при этом \$875 млн (\$10,25 за акцию).

Государственная компания ОАО "КыргызАлтын" является крупнейшим акционером Centerra с долей участия в 33%. Остальными акциями владеют крупные институциональные инвесторы, в основном успешные хедж фонды. (см Рисунок 4)

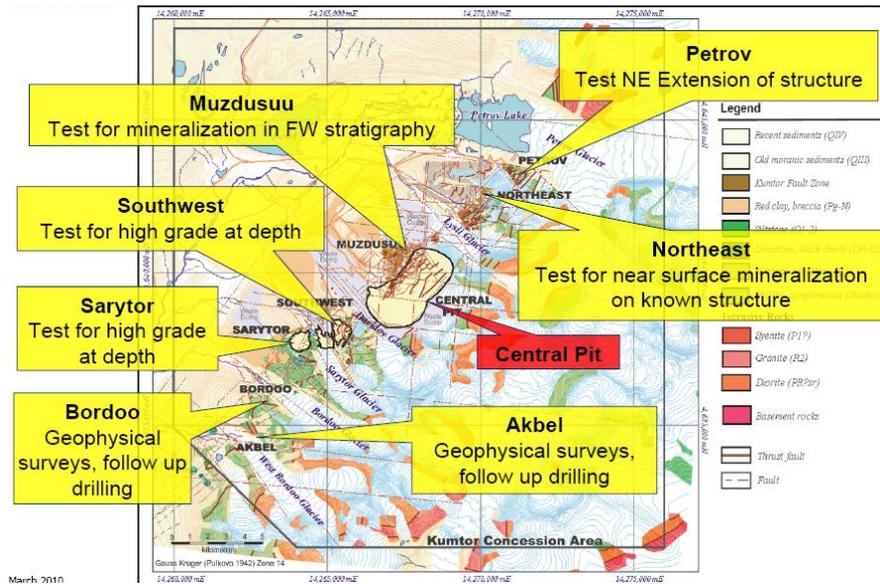
### **Золоторудное месторождение - Кумтор**

Золоторудное месторождение Кумтор, является крупнейшим в Центральной Азии под управлением Западной компании и на данный момент является основным активом Centerra. Рудник расположен в 350 км к юго-востоку от столицы Кыргызстана, Бишкек, на высоте 4 000 метров над уровнем моря. Кумтор состоит из Центральной Шахты (с подземными Stockwork и SB Zones с высоким содержанием золота в тонне руды) и из двух спутниковых месторождений - Sarytor и Southwest. За последние тринадцать лет на руднике было добыто около 7 млн унций золота со средней наличной стоимостью в \$268 за унцию.

По состоянию на 31 декабря 2009 года, предполагаемые доказанные и вероятные запасы составляют 56 млн тонн руды, содержащей около 5,5 млн унции золота со средним содержанием золота в руде в 3,0 г/т. В 2009 году 2,1 млн унции золота были добавлены в доказанные и вероятные запасы на Кумторе как результат успешного разведочного бурения на Центральной Шахте, а также повышения цены усечения золота до \$825, что способствовало переходу части ресурсов в резервы. В результате, ожидаемая дата закрытия рудника сдвинулась с 2017 на 2019 г.

Centerra владеет эксклюзивными правами на все полезные ископаемые на площади в 26 000 га. , сосредоточенные вокруг месторождения золота Кумтор со сроком действия до декабря 2042 года. Centerra продолжает программы разведочного бурения на Центральной Шахте Кумтор, с областями концессии на Муздусу, Северо-Восточном, Петрове и Юго-Западном депозитах. (см Рисунок 5)

**Рисунок 5. Программы бурения на Кумторе**



Источник: Данные компании

Поисково-разведочное бурение в 2009 году в юго-западных районах SB Zones и на Stockwork Zone на Центральной Шахте привело к реклассификации 733 000 унций измеренных и предполагаемых ресурсов в доказанные и вероятные резервы, а также к реклассификации 302 000 унций перспективных ресурсов в измеренные и предполагаемые ресурсы. В соответствии с разведочными планами компании на 2010 год, Centerra планирует сосредоточиться на дальнейшем бурении подземных участков SB Zone и начать заполнение сверла зоны Stockwork. По состоянию на 2-й квартал 2010 года подземное бурение SB Zone продвинулось в общей сложности на 724 метра, в то время как бурение на Stockwork Zone продвинулось на 312 метров. По нашему мнению, активная деятельность компании по разведке и бурению на территории, прилегающей к Кумтор, является оправданной и критична для поддержания в ближайшем будущем текущих уровней добычи золота.

В 1P2010 производство на руднике Кумтор обеспечило значительные доходы компании. Добыча выросла до 270 612 унции золота, увеличившись на 87,29 % по сравнению с 1-ой половиной 2009 года. Общая наличность себестоимость уменьшилась на 51,57% до \$416 за унцию. Увеличение производства было результатом более высокого содержания золота в руде (3,83 г/т в 1P2010 пр. 2,27 г/т в 1P2009) и

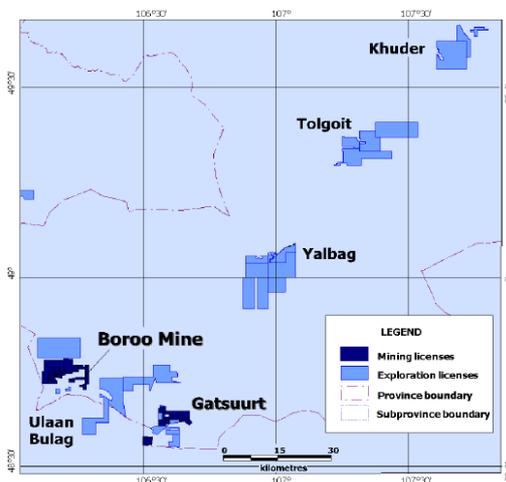
повышенным восстановлением содержимого (77% в 1П2010 пр. 68% в 1П2009). В соответствии с производственными планами компании, во 2-ой половине 2010 года мы ожидаем слабые результаты по сравнению с 1-ой половиной 2010 года, с ожиданиями по производству в 248 000 унции золота и с общей наличной себестоимостью в \$459 за унцию.

В 2010 году Centerra планирует выделить \$197 млн. на капитальные затраты на Кумторе, из которых \$153 млн. будут потрачены на проект «North Wall Expansion», а остальные капиталовложения являются расходами по поддержанию существующих мощностей. Проект «North Wall Expansion» имеет важное долгосрочное значение для производства на Кумторе, так как увеличение парка горнодобывающего оборудования приведет к избытку производственных мощностей в последние годы добычи на Центральной Шахте. В дальнейшем Centerra планирует использовать данные мощности для добычи руды со спутниковых месторождений.

### **Золоторудное месторождение Бору**

Бору является проектом открытой добычи золота, расположенный в 110 км от Улан-Батор, столицы Монголии, и в пределах 20 км от важной Транс-Монгольской железной дороги, соединяющей Иркутск, Россию и Пекин, Китай. Шахта Бору была в коммерческом производстве в течение шести лет. В течение этого периода были извлечены более 1,36 млн. унции золота со средним содержанием золота 3,6 г / т при общей наличной себестоимости в \$272 за унцию. Согласно планам компании, на Бору будет произведено 438 000 унции золота до конца 2015 года при средней наличной себестоимости в \$433 за унцию золота.

**Рисунок 6. Карта лицензии на Гатсурте и Бору**



Boroo Gold Company Limited (BGC), дочерней компании Centerra Gold, были предоставлены эксклюзивные права на все твердые полезные ископаемые и залежи в районе рудника Бору. BGC владеет 9 лицензиями, которые охватывают площадь в 6354 га, с сроками действия с 2025 по 2036 г.

В 1-ой половине 2010 г. производство на Бору достигло 61 155 унций золота, что на 10,15% меньше, чем в 1П2009. Уменьшение производства результат меньшего содержания золота в тонне руды (1,98 г/т в 1П2010 пр. 2,40 г/т в 1П2009), что было

Источник: Данные компании

частично компенсировано улучшением % восстановления золота из руды (73,9% в 1П2010 пр. 66,9% в 1П2009). Общая наличная себестоимость выросла на 11,8% до \$550 за унцию в 1П2010, из-за увеличения цены на электричество, топливо, и расходов на добычу и переработку руды. По мере приближения даты закрытия рудника Бору, содержание золота в руде и % восстановления золота из руды будут неизменно понижаться, что приведет к увеличению общей наличной стоимости за унцию.

Сейчас руда с высоким содержанием золота перемалывается на сооружении мощностью в 6 900 т/день, в то время как руда с низким содержанием золота (0,8 г/т) перемалывается на сооружении по кучному выщелачиванию, построенному в 2008 году за \$26 млн. Данное сооружение произведет 297 000 унции золота с 2008 по 2013 год. Мы ожидаем, что с минимальными дополнительными капиталовложениями, сооружение по кучному выщелачиванию может быть использовано в будущем для обработки руды с близлежащих разведывательных участков, в частности с Гатсурта.

В 2011-2012г. производство на руднике Бору будет неуклонно снижаться с объемов 2009-2010 г., поскольку Centerra планирует сохранять добытую руду для переработки через сооружение BIOX. Строительство сооружения BIOX приведет к лучшему восстановлению золота и к продлению срока службы рудника до 2015 года. Если огнеупорная руда не обрабатывается через процесс BIOX, то существующая сульфидная руда будет обработана с помощью существующих сооружений с низким процентом восстановления из руды и операции на Бору могут закончиться уже в 2011 году. Первоначально Centerra планировала завершить строительство в 4-м квартале 2011 года, но в 1-м квартале 2010 года планируемое строительство сооружения по био-окислению было отложено, так как необходимые разрешения от монгольского правительства не были получены. По нашему мнению, в конечном итоге Centerra удастся получить необходимые разрешения, но если сроки будут существенно сдвигаться, то компания должна будет пересмотреть свои оценки по производству, и возможно завершение строительства будет отложено до 2014 года.

### ***Рудник Гатсурт***

Рудник Гатсурт, расположенный в 35 км от Бору, единственный проект Centerra, находящийся в стадии разработки. Доказанные и вероятные запасы на Гатсурте составили 1 280 млн. унции золота. Centerra ожидает, что продолжительность производства на Гатсурте составит 8 лет, и будет извлечено 13,9 млн. тонн руды со средним содержанием золота 2,9 г/т. Руда будет переработана на сооружении BIOX. Близость двух рудников будет способствовать эффективному использованию существующих сооружений на Бору и существенно уменьшит капиталовложения по Гатсурту.

Дата начала производства на Гатсурте еще не определена, так как переговоры по инвестиционному соглашению еще не завершены. Закон по Водным Ресурсам и Лесам от 2009 года, запрещает "разведку недр и добычу в водных бассейнах и в лесных массивах", но предусматривает исключения для объектов, имеющих стратегическое значение. В отличие от Гатсурта, Бору подпадает под определение стратегического объекта. В связи с этим, мы ожидаем, что проекту Гатсурт не удастся получить такую же налоговую нагрузку и обязательства, как в случае с Бору.

### ***Разведывательные проекты***

Так как запасов на Кумторе, Бору и Гатсурт хватит на ближайшие десять лет, уже сейчас Centerra ищет пути для замещения своих производственных активов в будущем. В 2008-2009 г. компания стала партнером в нескольких СП на территории Турции, Российской Федерации, США и Монголии. В каждом соглашении прописаны условия, где у Centerra есть право либо продолжать инвестировать в проект или же выйти из него в любое время.

В Турции компания является партнером в пяти таких СП – это проекты Акарса, Елмали и Самли (совместно с Eurasian Minerals), Бакир Тепе (совместно с KEFI Minerals) и Оксут (совместно со Stratex International). Согласно пресс-релизу компании Stratex International в Июле 2010 г., ресурсы на Оксуге предположительно составляют 147 814 унции со средним содержанием золота в 1,21 г/т. Разведывательные работы на

остальных проектах еще не обнаружили экономически значимых золотых запасов, но программы по бурению продолжаются.

Centerra также заключила СП соглашения по проекту Кара Белдырь (совместно с Central Asia Gold), и по проекту Ильичи (совместно с Amur Gold). Кара Белдырь находится в регионе Тува, в одной из провинции Российской Федерации граничащей с Монголией, в то время как Ильичи находится на Дальнем Востоке. Нам не удалось найти общедоступную информацию по ходу бурильных работ на этих объектах. Также по объекту Загдаль в Монголии (совместно с AltairGold), какие либо данные по прогрессу бурения на данном участке отсутствуют.

В США Centerra заключила соглашение с Tonogold Resources Inc. по объекту Tonopah Divide и с Redstar Gold Corp по объекту Oasis. В прошлом было несколько попыток по разведке месторождения вокруг и около Tonopah Divide, но ни одна из попыток не была частью комплексной разведывательной программы. Объект Oasis, принадлежащий Redstar Gold, имеет значительный потенциал по разведке, так как он находится к юго-западу от хорошо известного района добычи Goldfield, где было в прошлом добыто 4 млн. унции золота. До 1993 г. некоторые разведывательные работы велись на Oasis, но их результаты неполные и не могут быть подтверждены.

## **Политические, регуляторные и трудовые риски**

Вдобавок к производственным рискам присущим металлургии, Centerra также сталкивается с существенными политическими, регуляторными и трудовыми рисками в Монголии и в Кыргызстане.

Политический режим в Кыргызстане был в особенности нестабилен. Два президента страны были свержены народными массами в марте 2005 г. и в апреле 2010 г. Кроме этого, в середине июня 2010 г., в южном Оше и в Джалал-Абадской провинции страны произошли кровопролития на межэтнической почве. В конце лета, в стране была принята новая Конституция, которая переложила власть с Президента на Парламент и Премьер Министра. До выборов в Парламент (позднее в этом месяце), страной будет править промежуточное правительство под

руководством Президента Розы Отунбаевой. Производство на Кумторе не было затронуто политическими перестановками, и явно политические группировки в Кыргызстане имеют общее мнение о значимости золоторудного месторождения в экономике страны. Мы считаем, что государственное участие в Centerra, помогает объединит интересы правительства и страны воедино.

В апреле 2009г., Правительство Кыргызстана и Centerra подписали Соглашение о Новых Условиях (АНТ), в результате которого доля государства в компании увеличилась с 16% до 33% и налоговая нагрузка существенно возросла. Только в прошлом году, компания заплатила в бюджет страны \$94 млн, сумма которая равна общим поступлениям в бюджет от Centerra за последние 17 лет. На данный момент, налоги и другие обязательные платежи в бюджет от компании составляют примерно 2,5% от ВВП страны. В компании работают 2 500 граждан Кыргызстана с заработной платой десятикратной средней оплате труда по стране и несколько тысяч людей задействованы в смежных отраслях.

В отличие от Кыргызстана, Монголия более политически стабильна. В последней двухпартийная политическая система и в прошлом переход власти между политическими группировками осуществлялся мирно. Однако отношения Centerra с регулирующими органами Монголии были и остаются довольно натянутыми. К примеру, после забастовки рабочих во 2-м квартале 2009 г. из-за разногласии по выплате компенсации сокращенному персоналу, Агентство Минеральных Ресурсов Монголии отозвало у компании лицензию на добычу на 6 недель. Хотя производство на Бору возобновилось, вопрос с выплатой компенсации не был разрешен до конца. Также после того как временное разрешение на применение кучного выщелачивания истекло в апреле 2009 г., компании пришлось закрыть сооружение по кучному выщелачиванию до получения окончательного разрешения. Также, в нарушение Соглашения о Стабильности Бору, подписанного в 1998 г., начиная с сентября 2009 г., в Монголии прекратили возмещение НДС для Centerra.

В обеих странах Centerra столкнулась с обвинениями в несправедливой оплате труда. Местные рабочие на Кумторе и Бору считают, что они получают низкую заработную плату по сравнению со своими иностранными коллегами, в то время как компания утверждает, что чтобы привлечь квалифицированных иностранных рабочих ей приходится платить по международным

стандартам оплаты труда. Чтобы добиться увеличения заработной платы профсоюзные рабочие на Кумторе 1 октября 2010 г. начали бессрочную забастовку. Профсоюз требует увеличения оплаты труда на 100%, и отказывается от предложенного увеличения в 25%.\*

Хотя забастовка на Кумторе скорее всего будет краткосрочной, мы считаем, что Centerra потеряет около 10 000 унции золота (или 1,8% от планируемого производства на 2010 г.) и возможно произведет объем золота по нижней границе запланированного производства в 530 000-570 000 унции. По нашим оценкам, потерянное производство будет равноценно уменьшению выручки на \$13 млн. и уменьшению EBITDA на \$6,7 млн. за одну неделю простоя Кумтор. В выражении за акцию, каждая неделя забастовки ведет к уменьшению 2010EPS на \$0,04. Мы ожидаем, что после прекращения забастовки операционные расходы компании на Кумторе увеличатся минимум на 25%.

## **Ключевые факторы, влияющие на доходность: Удача и цена на золото**

Объем выручки Centerra определяется объемом производства и ценой на золото. Общая наличная себестоимость за унцию была довольно волатильной в прошлом. За последние четыре года этот показатель составил в среднем \$427,5 за унцию, колеблясь в пределах 10% в год. Компания не может существенно контролировать свои операционные расходы, так как они продиктованы процентом восстановления руды, содержанием золота в руде, тоннажем и другими металлургическими характеристиками добываемой руды. По мере сокращения срока службы существующих рудников, мы ожидаем повышение операционных расходов.

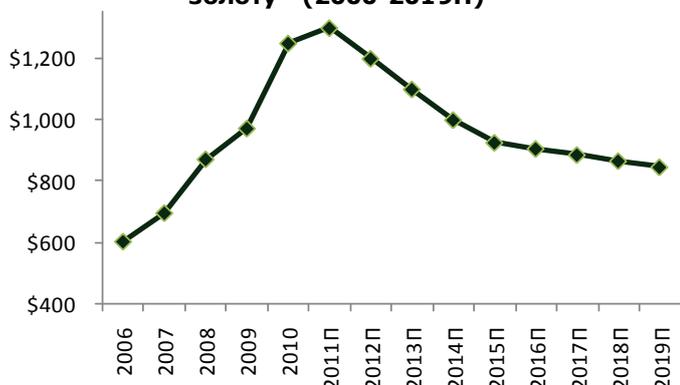
В 2006-2009 г. ежегодный усредненный прирост в стоимости золота составил 20%, что позволило Centerra добиться показателя в 47,2% CAGR в EBITDA. Подогреваемое среднесрочной обеспокоенностью инвесторов о темпах выхода из мирового экономического кризиса, боязнью инфляции и слабеющим долларом, золото продолжало расти в 2010 г. В первые девять месяцев 2010 года, драгоценный металл увеличился в стоимости

\*К моменту публикации данного отчета, забастовка на Кумторе завершена, оплата труда будет увеличена на 50%, компания оставила прогноз по производству на 2010 г. на прежнем уровне.

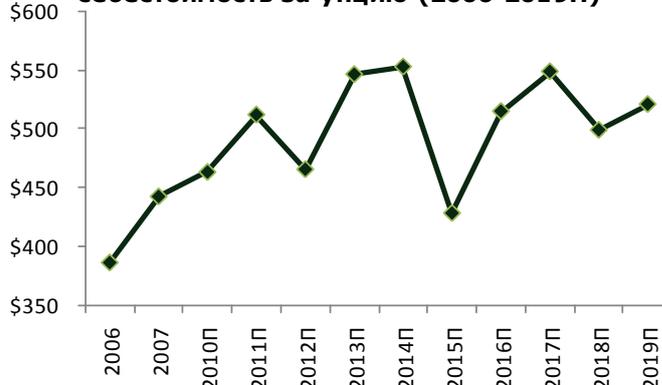
на 21,6% и в начале октября перешагнул исторический максимум (в номинальном выражении) в \$1 300/ унцию.

В следующие месяцы тренд на повышение продолжится, так как доходность по государственным облигациям будет неуклонно снижаться и доллар будет оставаться под давлением. Мы считаем, что у золота нет значительного потенциала роста выше отметки в \$1 500/унцию. Основываясь на текущей динамике цен на золото и на наших ожиданиях по восстановлению экономики, мы прогнозируем рост цены на золото до \$1 300/унцию в конце 2010-2011 г. и далее постепенное снижение до \$846 за унцию к 2019 г.

**Рисунок 7. Лондонский фиксинг по золоту (2000-2019П)**



**Рисунок 8. Общая наличная себестоимость за унцию (2006-2019П)**



**Таблица 3. % изменение в себестоимости золота пр. % изменения в средней продажной цене золота**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
Средняя себестоимость (\$/унц)	292	339	317	364	390	368	468	445	315	208	317	329	295
% изменение в себестоимости	(25%)	16%	(6%)	15%	7%	(6%)	27%	(5%)	(29%)	(34%)	52%	4%	(10%)
Средняя цена продажи (\$/унц)	691	853	1013	1250	1300	1200	1100	1000	926	906	886	866	846
% изменение в сред. прод. цене	16%	23%	19%	23%	4%	(8%)	(8%)	(9%)	(7%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)
Маржа EBITDA (%)	27%	33%	35%	53%	52%	51%	39%	37%	48%	59%	46%	44%	47%

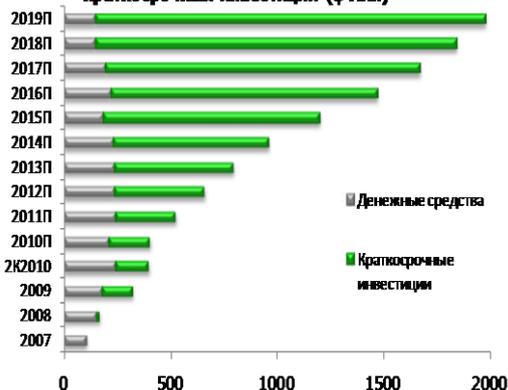
Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Политика по дивидендам и росту

Ввиду высоких операционных рисков и возможности финансировать разведывательные работы самостоятельно, Centerra предпочитает не нести долговой нагрузки. Вследствие благоприятных цен на золото, компания накапливала наличные средства, начиная с 2008 г. и на июнь 2010 г. имела на балансе денежные средства в размере \$400 млн.

Мы прогнозируем, что если Centerra продолжит накапливать денежные средства на балансе, то к концу 2015 г. их баланс составит \$1,2 млрд.

**Рисунок 9. Баланс денежных средств и краткосрочных инвестиций (\$ млн)**



Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

Однако прошлым летом руководство компании сделало заявление, что такое отношение к управлению наличностью будет скоро изменено. В конце июля 2010 г. Centerra объявила о выплате специальных дивидендов \$0,06 на акцию, что эквивалентно 46% от ее чистой прибыли во 2-м квартале 2010 г. (\$0,13 на акцию). По-нашему мнению, данное решение свидетельствует о том, что у компании нет привлекательных инвестиционных проектов способствующих увеличению стоимости компании, а также руководство компании осознало, что огромный баланс наличности начал негативно отражаться на показателе ROE.

Беря текущий процент выплаты дивидендов от чистой прибыли, составляющий 46%, как вероятный сценарии для прогноза денежный средств, мы ожидаем, что у Centerra будет \$796 млн. денежных средств и краткосрочных инвестиции к концу 2013 г. В данном сценарии, ROE, прогнозируемый на 2013 г., упадет ниже требуемой доходности в 12,3%. Если к этому периоду Centerra не идентифицирует проекты с позитивным NPV, то будет целесообразно увеличить выплату дивидендов выше уровня 100% по отношению к чистой прибыли, чтобы добиться ROE выше требуемой доходности в 12,3%.

**Таблица 4. Прогноз ROE под разными сценариями выплаты дивидендов (2010П-2019П)**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
<b>Сценарии I. Оптимальный</b>													
% выплаты дивидендов от чистой прибыли	(3%)	55%	5%	46%	46%	210%	350%	260%	150%	80%	90%	95%	200%
Денежные средства	105	150	177	209	243	233	237	230	184	218	194	144	144
Краткосрочные инвестиции	0	18	146	196	282	54	0	0	0	0	22	152	124
Возврат собственного капитала (ROE)	(12%)	18%	6%	19%	19%	21%	16%	20%	33%	57%	33%	18%	16%
<b>Сценарии II. Вероятный</b>													
% выплаты дивидендов от чистой прибыли				46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
Денежные средства				209	243	233	237	230	184	218	194	144	144
Краткосрочные инвестиции				196	282	427	559	731	1017	1254	1478	1699	1835
Возврат собственного капитала (ROE)				19%	19%	16%	10%	9%	12%	20%	13%	8%	7%

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

Учитывая сильную позицию компании по наличным средствам и сокращение срока службы рудников, Centerra скорее всего будет приобретать активы в 2011-2012 г. В своем интервью в июне 2010 г., Стефен Ланг, руководитель Centerra, сделал заявление, что компания готова потратить \$2,9 млрд. на приобретение активов на стадии поздней разработки или же рудники уже находящиеся в производстве. Если эти планы компании материализуются, то нас беспокоит сможет ли руководство компании сбалансировать премию за покупку активов и цель увеличения стоимости компании для акционеров.

С ценой на золотой достигшей своего долгосрочного максимума, золоторудные компании на данный момент оцениваются в 36X от прибыли и в целом похоже индустрия переоценена. По-нашему мнению, сейчас не самое лучшее время для преследования амбициозной стратегии поглощения активов, так как возможное резкое падение цены на золото может привести к уничтожению значительной части стоимости компании. Нам более близка стратегия органического роста, посредством увеличения разведывательных работ (см стр.9), так как это будет способствовать более эффективному использованию текущей наличности и позволит не подвергать акционерный капитал излишнему риску.

## Оценка стоимости компании

**Таблица 5. Обзор оценки стоимости**

**Параметры модели**

Соотношение долга к капиталу	0.0%
Безрисковая ставка	2.7%
Премия инвестиции в акции	5.0%
Страновая премия	7.5%
Бета	0.42
Ставка налога	14.0%
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	12.3%

Мы рассматриваем Centerra, как портфель различных проектов, и использовали метод оценки DCF за определенный период для рудников Кумтор, Бору и Гатсурт, и метод оценки реальных опционов для ресурсов компании и для существующих СП соглашения. Наша оценка дает прогнозную цену в 12,15 CAD за акцию, или на 28,5% ниже текущей цены за акцию 16,99 CAD (на закрытие 7 Октября).

**Модель DCF и оценка реального опциона**

<b>Оценка по DCF</b>	
Чистая приведенная стоимость свободных денежных потоков (2010П-2019П)	\$1,142
Чистый долг	(\$323)
Стоимость акционерного капитала	\$1,465
Кол-во акции (млн)	234.9
DCF стоимость за акцию	\$ 6.24

### Оценка DCF для производственных активов

Стоимость капитала Centerra в 12,3% была рассчитана, используя текущее значение годовой процентной ставки на десятилетние облигации Казначейства США, премию за риск инвестиций в акции в размере 5,0%\* и страновую премию, равную 7,5%. Бета компании (0,4) была определена путем регрессии еженедельной доходности по акции в 2006-2010 г. относительно доходности по индексу S&P500. Мы также предположили налоговую ставку в 14% и отсутствие кредиторской задолженности. (прим. При отсутствии долга, средневзвешенная стоимость капитала равна стоимости акционерного капитала.)

Стоимость реального опциона на акцию	\$ 5.21
Стоимость опционов в СП	\$ 0.58
Стоимость обыкновенной акции	\$ 12.03
Стоимость обыкновенной акции	12.15 CAD

Данная модель предполагает, что добыча на Кумторе и Бору продолжится до 2019 и 2015 г. соответственно, а производство на Гатсурте начнется в 2011 г. Измеренные, предполагаемые и перспективные ресурсы были исключены из наших расчетов, так как их экономическая обоснованность еще не подтверждена.

*Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс*

\* Спрогнозировано Профессором Дамодараном, Школа Бизнеса Стерн, Нью Йоркский Университет.

В прогнозах отчета по доходности, норма операционной прибыли после налогов в среднем составляет 31,6% с 2010-2019 г. В связи с предполагаемым уменьшением добычи, потребности Centerra в реинвестировании капитала в существующие производства будут неуклонно снижаться.

Дисконтируя прогнозируемые свободные денежные потоки по ставке 12,3%, мы рассчитали NPV активов Кумтор, Бору и Гатсурт на уровне \$6,23 за акцию (6,30 CAD)

**Таблица 6. Прогноз свободных денежных потоков (2009-2019П)**

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
Выручка	685	809	939	902	919	890	712	843	750	471	325
Операционные расходы	546	487	573	562	672	655	454	413	458	307	206
ЕВИТ	139	322	366	340	247	235	259	430	293	164	119
ЕВИТ (1-t)	110	209	234	214	118	110	159	312	188	98	73
+ Амортизация	104	106	122	123	115	98	83	67	54	43	34
- Капиталовложения	90	241	121	133	39	33	14	6	2	2	2
- Изменение в оборотном капитале	(31)	(12)	14	(20)	19	(22)	(61)	(11)	(11)	(35)	(17)
<b>Свободные денежные средства (\$ млн)</b>	<b>155</b>	<b>85</b>	<b>220</b>	<b>223</b>	<b>175</b>	<b>198</b>	<b>289</b>	<b>384</b>	<b>251</b>	<b>174</b>	<b>123</b>

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

### **Оценка реальных опционов минеральных ресурсов и СП соглашения**

**Таблица 7. Оценка реальных опционов**

Измеренные ресурсы (90%)	1,450,000
Предполагаемые ресурсы (50%)	1,473,000
Перспективные ресурсы (10%)	3,091,000
<b>Прогнозируемые резервы</b>	<b>2,350,600</b>

**Параметры модели Black-Scholes**

Цена	\$ 1.8 млрд
Страйк	\$ 271 млн
Период	10
Безрисковая ставка	2.71%
Дисперсия	3.63%
Возврат по дивидендам (в год.выр)	2.42%

**Стоимость реального опциона**

Стоимость опциона	\$ 1.2 млрд
Кол-во выпущенных акции	235 млн
Стоимость за акцию	\$5.21

Источник: Прогнозы Халык Финанс

Мы определили стоимость золоторудных ресурсов компании, применив формулу Black-Scholes для оценки опционов. Мы предположили, что вероятность перехода измеренных, предполагаемых и перспективных ресурсов в резервы составляет 90%, 50% и 10% соответственно. По нашим расчетам, прогнозируемые средние ежегодные денежные потоки после налогов составят \$46,7 млн в течение 10 лет. Мы считаем, что нынешняя структура затрат сохранится в будущем, и приведенное значение затрат на дальнейшую разработку ресурсов составит \$270,9 млн. Стандартное отклонение по золоту составляет 19,05%, полученное нами из еженедельной доходности золота с 2005-2010 г. Себестоимость добычи одной единицы полезных ископаемых в течение 10 лет была взята как средняя наличная себестоимость добычи, при нынешней цене на золото в \$1 350 и с предполагаемыми ресурсами в 2,35 млн. унции золота. Далее приведенное значение было дисконтировано на предполагаемый период задержки производства в 3 года, до 2014 г. Стоимость опциона на минеральные ресурсы, которым владеет Centerra Gold, была определена в \$1,2 млрд., что дает \$5,21 (5,27 CAD) на акцию.

Для определения стоимости СП, мы использовали условия СП соглашения, напоминающие опцион по своим условиям, и смоделировали биномиальное дерево решения. Каждое СП соглашение дает Centerra право, но не обязательство, получить участие от 50%-75% во время всего периода разведывательных работ. Мы использовали историческую волатильность акции горнодобывающих компании (103%), спрогнозировали 10 лет производства в случае обнаружения резервов и посчитали, что потребуется 5 лет для начала производства после обнаружения резервов. Ценой страйк является приведенная стоимость инвестиции в зависимости от результатов разведывательных работ, в то время как денежные вливания сегодня являются по сути стоимостью купленного опциона. Основываясь на формуле Black-Scholes, мы оцениваем стоимость существующих СП в \$0,58 (0,59 CAD) на акцию.

### **Сравнение со схожими компаниями**

В сравнении с другими золотодобывающими компаниями со средней рыночной капитализацией, имеющих производства в развивающихся странах, показатели компании EBITDA и EBIT находятся в рамках средних показателей по схожим компаниям. Аналогично отношение рыночной капитализации компании к предполагаемым доказанным и вероятным ресурсам соответствует средним показателям по схожим компаниям, и отношение рыночной цены к акционерному капиталу в балансовой отчетности (3.0x P/BV) находится на среднем уровне со схожими компаниям (2.6x P/BV).

В то же самое время, по мультипликатору P/E, стоимость Centerra недооценена. Мультипликатор P/E 20,3x намного ниже среднего значения по индустрии (37,6x) и медианы (31,6x). Мультипликатор EV/EBITDA (5.1x) компании составляет меньше половины среднего значения по схожим компаниям (16,1x). Мы считаем, что рынок дисконтирует стоимость Centerra, учитывая ограниченный потенциал роста и операционные расходы, которые будут неуклонно расти в будущем. По-нашему мнению, возможный успех в разведывательных программах может послужить катализатором для улучшения мультипликаторов P/E и EV/EBITDA в будущем.

## Приложение 1

### Балансовый отчет Centerra Gold (CG)

\$ США в млн, кроме показателей за акцию

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
Денежные средства	\$105.5	\$149.6	\$176.9	\$209.1	\$242.7	\$233.3	\$237.5	\$230.1	\$184.1	\$218.1	\$194.0	\$144.0	\$144.0
Краткосрочные инвестиции	0.0	17.8	146.0	195.9	282.5	427.3	558.6	731.2	1,016.6	1,253.7	1,478.3	1,699.2	1,834.6
Дебиторская задолженность	24.7	36.2	50.8	53.0	61.5	59.1	60.2	58.3	46.7	55.3	49.2	30.9	21.3
Запасы	124.2	188.2	174.9	136.2	147.7	130.0	162.0	142.5	74.0	48.6	52.4	25.2	9.7
Проплаченные расходы	21.2	18.0	11.7	11.0	13.2	13.0	18.3	18.6	11.4	9.1	12.6	8.4	5.3
<b>Итого текущих активов</b>	<b>275.5</b>	<b>409.7</b>	<b>560.4</b>	<b>605.2</b>	<b>747.6</b>	<b>862.7</b>	<b>1,036.7</b>	<b>1,180.7</b>	<b>1,332.8</b>	<b>1,584.7</b>	<b>1,786.5</b>	<b>1,907.6</b>	<b>2,014.9</b>
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	373.8	394.9	381.0	516.4	516.2	526.5	450.2	384.7	316.1	254.6	202.5	161.4	128.9
Отложенные налоговые активы	16.5	6.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Гудвилл	148.5	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7	129.7
<b>Итого активы</b>	<b>\$814.4</b>	<b>\$940.8</b>	<b>\$1,074.0</b>	<b>\$1,254.2</b>	<b>\$1,396.5</b>	<b>\$1,521.8</b>	<b>\$1,619.5</b>	<b>\$1,698.1</b>	<b>\$1,781.5</b>	<b>\$1,972.0</b>	<b>\$2,121.7</b>	<b>\$2,201.7</b>	<b>\$2,276.5</b>
Краткосрочные займы	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Кредиторская задолженность	42.5	35.6	49.2	32.2	38.5	37.9	53.4	54.2	33.2	26.5	36.7	24.5	15.5
Прочие краткосрочные обязательства	0.0	3.5	15.8	7.5	9.0	8.8	12.5	12.7	7.8	6.2	8.6	5.7	3.6
Отложенная выручка	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Итого текущих обязательств</b>	<b>52.5</b>	<b>39.1</b>	<b>65.0</b>	<b>39.7</b>	<b>47.5</b>	<b>46.7</b>	<b>65.9</b>	<b>66.8</b>	<b>40.9</b>	<b>32.7</b>	<b>45.3</b>	<b>30.2</b>	<b>19.1</b>
Долгосрочные займы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Отложенные налоговые обязательства	0.0	15.6	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1	35.1
Прочие долгосрочные обязательства	20.9	118.4	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
<b>Итого обязательств</b>	<b>73.4</b>	<b>173.1</b>	<b>121.6</b>	<b>96.3</b>	<b>104.1</b>	<b>103.3</b>	<b>122.5</b>	<b>123.4</b>	<b>97.5</b>	<b>89.3</b>	<b>101.9</b>	<b>86.8</b>	<b>75.7</b>
Акционерный капитал	680.7	556.0	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4	680.4
Резервы	60.4	211.7	272.0	477.6	611.9	738.1	816.6	894.4	1,003.7	1,202.3	1,339.5	1,434.5	1,520.5
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>741.0</b>	<b>767.7</b>	<b>952.4</b>	<b>1,157.9</b>	<b>1,292.3</b>	<b>1,418.5</b>	<b>1,497.0</b>	<b>1,574.7</b>	<b>1,684.0</b>	<b>1,882.7</b>	<b>2,019.8</b>	<b>2,114.9</b>	<b>2,200.8</b>
<b>Итого обязательства и собственный капитал</b>	<b>\$814.4</b>	<b>\$940.8</b>	<b>\$1,074.0</b>	<b>\$1,254.2</b>	<b>\$1,396.5</b>	<b>\$1,521.8</b>	<b>\$1,619.5</b>	<b>\$1,698.1</b>	<b>\$1,781.5</b>	<b>\$1,972.0</b>	<b>\$2,121.7</b>	<b>\$2,201.7</b>	<b>\$2,276.5</b>

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Приложение 1 (продолжение)

### Отчет о доходах и убытках Centerra Gold (CG)

\$ США в млн. кроме значения за акцию

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	\$373.5	\$636.0	\$685.5	\$808.7	\$938.6	\$902.4	\$918.5	\$890.0	\$712.1	\$843.5	\$750.4	\$471.1
Себестоимость	207.4	332.0	295.9	235.2	281.8	276.9	390.9	396.1	242.5	194.1	268.5	179.1
Валовая прибыль	166.1	303.9	389.5	573.5	656.8	625.5	527.6	493.9	469.5	649.4	482.0	292.0
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	66.4	95.1	146.6	145.9	169.3	162.7	165.7	160.5	128.4	152.1	135.3	85.0
Прочие операционные доходы/расходы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ЕБИТДА	99.7	208.9	242.9	427.6	487.5	462.8	362.0	333.4	341.1	497.3	346.6	207.0
Амортизация	44.2	78.3	103.7	105.7	121.6	122.8	115.1	98.4	82.6	67.2	53.9	42.9
ЕВИТ	55.6	130.6	139.2	321.9	365.9	339.9	246.9	235.0	258.6	430.0	292.8	164.1
Финансовые расходы	0.6	1.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Финансовые доходы	(6.7)	(2.0)	0.2	(10.6)	(14.4)	(20.1)	(27.0)	(34.5)	(45.5)	(58.9)	(70.2)	(80.9)
Прочие неоперационные доходы/расходы	131.6	(37.7)	49.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	3.0
Прибыль до налогов	(70.0)	168.9	89.5	332.5	380.2	360.0	273.9	268.5	302.1	486.0	359.0	242.0
Налог с продаж	19.3	34.1	29.2	113.2	131.4	126.3	128.6	124.6	99.7	118.1	105.1	66.0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(89.3)</b>	<b>134.8</b>	<b>60.3</b>	<b>219.3</b>	<b>248.8</b>	<b>233.7</b>	<b>145.4</b>	<b>143.9</b>	<b>202.4</b>	<b>367.9</b>	<b>254.0</b>	<b>176.0</b>
Средневзвешенное кол-во акции (в млн.)	216.3	216.3	234.9	234.9	234.9	234.9	234.9	234.9	236.9	239.9	243.9	243.9
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>(\$0.43)</b>	<b>\$0.62</b>	<b>\$0.26</b>	<b>\$0.93</b>	<b>\$1.06</b>	<b>\$0.99</b>	<b>\$0.62</b>	<b>\$0.61</b>	<b>\$0.85</b>	<b>\$1.53</b>	<b>\$1.04</b>	<b>\$0.72</b>

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Приложение 1 (продолжение)

### Отчет о движении денежных средств Centerra Gold (CG)

\$ США в млн. кроме значений за акцию

	<u>2010П</u>	<u>2011П</u>	<u>2012П</u>	<u>2013П</u>	<u>2014П</u>	<u>2015П</u>	<u>2016П</u>	<u>2017П</u>	<u>2018П</u>	<u>2019П</u>
<u>Операционная деятельность</u>										
Чистая прибыль	\$219.3	\$248.8	\$233.7	\$145.4	\$143.9	\$202.4	\$367.9	\$254.0	\$176.0	\$159.2
Амортизация	105.7	121.6	122.8	115.1	98.4	82.6	67.2	53.9	42.9	34.2
Изменение в оборотном капитале	12.0	(14.4)	19.5	(19.3)	22.0	61.5	10.9	11.3	34.7	17.0
Денежные средства от опер. деятельности:	337.0	356.1	376.0	241.2	264.3	346.5	446.0	319.1	253.6	210.4
<u>Инвестиционная деятельность</u>										
Капиталовложения	(241.1)	(121.4)	(133.1)	(38.8)	(32.9)	(13.9)	(5.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
Краткосрочные инвестиции	(49.9)	(86.6)	(144.8)	(131.4)	(172.6)	(285.4)	(237.1)	(224.6)	(220.9)	(135.4)
Денежные средства от инвест. деятельности	(291.0)	(208.1)	(277.9)	(170.1)	(205.5)	(299.4)	(242.8)	(226.3)	(222.7)	(137.2)
<u>Финансовая деятельность</u>										
Выплата дивидендов	(13.8)	(114.5)	(107.5)	(66.9)	(66.2)	(93.1)	(169.2)	(116.8)	(81.0)	(73.2)
Денежные средства от финанс. деятельности	(13.8)	(114.5)	(107.5)	(66.9)	(66.2)	(93.1)	(169.2)	(116.8)	(81.0)	(73.2)
<b>Нетто изменение в денежных средствах</b>	<b>\$32.2</b>	<b>\$33.6</b>	<b>(\$9.4)</b>	<b>\$4.2</b>	<b>(\$7.4)</b>	<b>(\$46.0)</b>	<b>\$34.0</b>	<b>(\$24.1)</b>	<b>(\$50.1)</b>	<b>\$0.0</b>

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Приложение 2

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Рост и маржа</b>												
Выручка	T 373.5	T 636.0	T 685.5	T 808.7	T 938.6	T 902.4	T 918.5	T 890.0	T 712.1	T 843.5	T 750.4	T 471.1
<i>рост, %</i>		70.3%	7.8%	18.0%	16.1%	(3.9%)	1.8%	(3.1%)	(20.0%)	18.5%	(11.0%)	(37.2%)
Валовая прибыль	T 166.1	T 303.9	T 389.5	T 573.5	T 656.8	T 625.5	T 527.6	T 493.9	T 469.5	T 649.4	T 482.0	T 292.0
<i>маржа, %</i>	44.5%	47.8%	56.8%	70.9%	70.0%	69.3%	57.4%	55.5%	65.9%	77.0%	64.2%	62.0%
Прибыль до амортизации, процентов и налога на прибыль (ЕБИТДА)	T 99.7	T 208.9	T 242.9	T 427.6	T 487.5	T 462.8	T 362.0	T 333.4	T 341.1	T 497.3	T 346.6	T 207.0
<i>маржа, %</i>	26.7%	32.8%	35.4%	52.9%	51.9%	51.3%	39.4%	37.5%	47.9%	59.0%	46.2%	43.9%
<i>рост, %</i>		109.4%	16.3%	76.0%	14.0%	(5.1%)	(21.8%)	(7.9%)	2.3%	45.8%	(30.3%)	(40.3%)
Прибыль до процентов и налога на прибыль (ЕБИТ)	T 55.6	T 130.6	T 139.2	T 321.9	T 365.9	T 339.9	T 246.9	T 235.0	T 258.6	T 430.0	T 292.8	T 164.1
<i>маржа, %</i>	14.9%	20.5%	20.3%	39.8%	39.0%	37.7%	26.9%	26.4%	36.3%	51.0%	39.0%	34.8%
<i>рост, %</i>		134.9%	6.6%	131.3%	13.7%	(7.1%)	(27.4%)	(4.8%)	10.0%	66.3%	(31.9%)	(43.9%)
Операционная прибыль после уплаты налогов (НОРАТ)	T 36.3	T 96.5	T 110.0	T 208.7	T 234.5	T 213.6	T 118.3	T 110.4	T 158.9	T 311.9	T 187.7	T 98.2
<i>рост, %</i>		166.1%	14.0%	89.7%	12.3%	(8.9%)	(44.6%)	(6.7%)	43.9%	96.4%	(39.8%)	(47.7%)
Чистая прибыль	(T 89.3)	T 134.8	T 60.3	T 219.3	T 248.8	T 233.7	T 145.4	T 143.9	T 202.4	T 367.9	T 254.0	T 176.0
<i>маржа, %</i>	(23.9%)	21.2%	8.8%	27.1%	26.5%	25.9%	15.8%	16.2%	28.4%	43.6%	33.8%	37.4%
<i>рост, %</i>		(250.9%)	(55.2%)	263.7%	13.5%	(6.1%)	(37.8%)	(1.0%)	40.6%	81.8%	(31.0%)	(30.7%)
<b>Уровни возврата</b>												
Возврат на собственный капитал (ROE)	(12.1%)	17.6%	6.3%	18.9%	19.3%	16.5%	9.7%	9.1%	12.0%	19.5%	12.6%	8.3%
Возврат на вложенный капитал после уплаты налогов (After-tax ROIC)	5.6%	16.1%	17.5%	27.7%	30.6%	28.2%	16.9%	18.0%	32.9%	75.9%	54.0%	36.1%

Источник: Данные компании, прогнозы Халык Финанс

## Приложение 3

Схожие компании: мультипликаторы, маржа и основные показатели

Название компании	Тикер Блумберг	Рын. Кап.	Текущая ст-т (EV)	WACC	P/E	P/CF LF	ROE	Доход по		Рын.кап./ Резервы	Маржа		EV/EBITDA	EV/FCF	EV/BV	EV/Выручка
								див-д	тек.мом.		EBITDA	EBIT				
BARRICK GOLD CORP	ABX CN	\$ 47,815	\$ 52,662	8.5%	18.6x	0.0x	-21.9%	104.6%	17.9%	\$ 0.07	49.3%	37.1%	10.6x	0.0x	3.0x	5.2x
GOLDCORP INC	G CN	\$ 32,732	\$ 33,272	10.9%	40.4x	22.9x	6.1%	41.1%	7.9%	\$ 0.06	52.0%	34.3%	20.6x	258.1x	2.0x	10.7x
NEWMONT MINING CORP	NEM US	\$ 31,566	\$ 34,001	9.2%	16.7x	8.6x	18.0%	95.2%	34.1%	\$ 0.11	53.9%	43.9%	6.8x	16.2x	2.9x	3.7x
TECK RESOURCES LTD-CLS B	TCK/B CN	\$ 25,882	\$ 30,903	23.1%	22.4x	7.3x	16.1%	91.1%	19.9%	\$ 0.02	43.2%	30.9%	6.6x	12.6x	1.5x	2.8x
KINROSS GOLD CORP	K CN	\$ 21,769	\$ 21,968	9.5%	41.1x	13.6x	7.5%	54.9%	0.0%	\$ 0.24	46.7%	29.0%	10.0x	33.6x	2.1x	4.7x
AGNICO-EAGLE MINES LTD	AEM	\$ 12,159	\$ 11,842	12.7%	73.5x	34.6x	5.5%	25.4%	28.0%	\$ 0.02	36.8%	24.3%	28.8x	0.0x	3.4x	10.6x
ELDORADO GOLD CORP	ELD	\$ 10,215	\$ 10,091	12.7%	49.5x	30.3x	9.7%	26.8%	25.4%	\$ 0.03	53.7%	40.6%	29.1x	96.7x	3.5x	15.6x
GOLD FIELDS LTD	GFI SJ	\$ 11,048	\$ 82,695	18.6%	23.7x	7.6x	8.8%	112.7%	10.0%	\$ 0.06	36.1%	20.7%	7.1x	43.5x	1.9x	2.6x
RANDGOLD RESOURCES LTD	RRS	\$ 9,351	\$ 5,505	12.1%	91.6x	110.3x	7.9%	17.3%	27.9%	\$ 0.02	32.6%	25.9%	54.1x	0.0x	4.8x	17.7x
YAMANA GOLD INC	YRI	\$ 8,640	\$ 8,935	14.4%	27.3x	12.8x	3.9%	70.8%	-2.4%	\$ 0.18	49.2%	30.4%	11.2x	57.2x	1.1x	5.5x
IAMGOLD CORP	IMG	\$ 6,597	\$ 6,531	13.2%	31.6x	22.8x	4.6%	35.8%	7.3%	\$ 0.04	41.0%	25.9%	16.6x	0.0x	2.6x	6.8x
PAN AMERICAN SILVER CORP	PAA CN	\$ 3,186	\$ 2,951	15.4%	34.0x	13.7x	7.4%	17.4%	19.1%	\$ 0.02	40.8%	24.7%	10.9x	18.4x	1.7x	4.5x
ALAMOS GOLD INC	AGI CN	\$ 1,913	\$ 1,734	15.9%	31.2x	16.7x	17.5%	43.1%	31.8%	\$ 0.03	57.1%	45.0%	14.9x	31.5x	3.9x	8.5x
HECLA MINING CO	HL US	\$ 1,669	\$ 1,449	16.2%	22.9x	7.5x	9.5%	0.0%	3.7%	\$ 0.01	46.5%	28.4%	7.0x	8.9x	1.2x	3.2x
GOLDEN STAR RESOURCES LTD	GSC CN	\$ 1,306	\$ 1,291	13.5%	39.4x	8.8x	6.4%	0.0%	55.2%	\$ 0.04	37.7%	11.8%	6.7x	17.8x	2.3x	2.5x

Макс.	\$ 47,815	\$ 82,695	23.1%	91.6x	110.3x	18.0%	112.7%	55.2%	\$ 0.24	57.1%	45.0%	54.1x	258.1x	4.8x	17.7x
Мин.	\$ 1,306	\$ 1,291	8.5%	16.7x	0.0x	-21.9%	0.0%	-2.4%	\$ 0.01	32.6%	11.8%	6.6x	0.0x	1.1x	2.5x
Среднее	\$ 15,057	\$ 20,389	13.7%	37.6x	21.2x	7.1%	49.1%	19.1%	\$ 0.06	45.1%	30.2%	16.1x	39.6x	2.5x	7.0x
Медиана	\$ 10,215	\$ 10,091	13.2%	31.6x	13.6x	7.5%	41.1%	19.1%	\$ 0.04	46.5%	29.0%	10.9x	17.8x	2.3x	5.2x

CENTERRA GOLD INC	CG CN	\$ 3,570	\$ 3,236	14.7%	20.3x	6.3x	32.9%	39.53%	41.2%	\$ 38.04	48.55%	37.92%	5.1x	7.8x	3.0x	3.7x
-------------------	-------	----------	----------	-------	-------	------	-------	--------	-------	----------	--------	--------	------	------	------	------

Источник: Блумберг

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.

© 2009, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

Сабит Хакиджанов, 7 (727) 244-6541  
[sabitkh@halykbank.kz](mailto:sabitkh@halykbank.kz)

Мадина Курмангалиева, 7 (727) 330-0157  
[madinaku@halykbank.kz](mailto:madinaku@halykbank.kz)

#### **Финансовый Сектор, долговые инструменты**

Роман Асильбеков, 7 (727) 330-0160  
[romanas@halykbank.kz](mailto:romanas@halykbank.kz)

Бакытжан Хощанов, 7 (727) 244-6984  
[bakytzhanh@halykbank.kz](mailto:bakytzhanh@halykbank.kz)

Сабина Амангельды, 7 (727) 244-6986  
[sabinaa@halykbank.kz](mailto:sabinaa@halykbank.kz)

#### **Долевые инструменты**

Тимур Омоев, 7 (727) 244-6538  
[timuro@halykbank.kz](mailto:timuro@halykbank.kz)

Мариям Жумадил, 7 (727) 244-6538  
[mariyamzh1@halykbank.kz](mailto:mariyamzh1@halykbank.kz)

Маулен Бурашев, 7 (727) 244-6538  
[maulenb@halykbank.kz](mailto:maulenb@halykbank.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 259 0467  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfin.kz](http://www.halykfin.kz)

#### **Bloomberg**

HLFN <Go>