

Компромисс будет найден

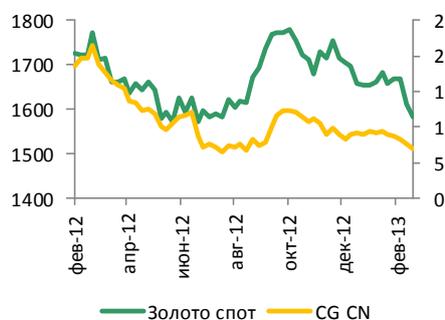
27 февраля 2013 г.

Мариям Жумадил
Mariyamzh1@halykbank.kz
+7(727)2446538

| Рекомендация | Держать |
|-----------------------------------|----------|
| 12M целевая цена (CAD) | 8.1 |
| Справедливая ст-ть сегодня (CAD) | 7.2 |
| Текущая цена (CAD) | 6.7 |
| Потенциал повышения | 7% |
| 12M потенциал роста | 21% |
| Тикер | CG CN |
| Капитализация (CAD) | 1.6 млрд |
| Доля акций в свободном обращении | 67% |
| Кол-во выпущ. акций | 236 млн |
| Диапазон цены за 52 нед. (CAD) | 6.2-21.3 |
| Общие резервы золота* | 11113 |
| Общие ресурсы золота* | 20314 |
| Объем пр-ва золота в 2012* | 387 |
| Прогноз пр-ва золота в 2013* | 605-660 |
| Прогноз ХФ цены золота (\$/унц.): | |
| 2013 | 1700 |
| Долгосрочная цена | 1300 |

Источники: данные компании, Блумберг, прогнозы ХФ

Рисунок 1. Динамика изменения цены акций по сравнению с ценой золота



Источник: Блумберг

Акции CG отставали от динамики акций схожих компаний в течение последних шести месяцев по мере обострения конфликта с правительством Кыргызстана. На прошлой неделе парламент поручил правительству пересмотреть инвестиционное соглашение по Кумтору в течение трех месяцев с целью увеличения налоговой нагрузки, выплат за загрязнение окружающей среды и привлечения местных кадров в структуру управления предприятия. Мы пересмотрели нашу оценку и снижаем целевую цену до 7,2CAD за акцию и рекомендуем Держать.

Конфликт с Кыргызстаном набирает обороты, экономический ущерб для CG пока неизвестен

Парламент требует повышения налоговой нагрузки компании примерно на 60% по сравнению с инвестиционным соглашением 2009 года, выплаты штрафов за загрязнение окружающей среды в \$0,5млрд, участия граждан Кыргызстана в руководстве компании и увеличения местного содержания в закупках.

Мы считаем, что правительство не захочет резать курицу, несущую золотые яйца: в конце концов у Кумтор крупнейшая доля отчислений в бюджет страны. В то же время CG также придется пойти на уступки, учитывая, что более 90% выручки компании приходится на Кумтор. Поэтому, мы думаем, что стороны придут к взаимовыгодному соглашению. Мы, однако, в своей оценке полагаемся на реализацию промежуточного сценария, который будет где-то между статусом-кво и списком желаний правительства.

Производство должно восстановиться в 2013 году

В 2013 году компания планирует увеличить производство на 63,4% г/г, и значительно восстановить низкий уровень добычи 2012 года. При исполнении своего производственного плана, выручка компании вырастет на 56,3% г/г до \$1032млн, и чистая прибыль достигнет \$350млн. Если в 2013 году план по производству будет достигнут, а затраты окажутся в рамках обозначенного прогноза, то свободные денежные потоки опять станут положительными (\$212млн – 2013П).

| | Выручка | Рост выручки | EBITDA | EBITDA маржа | Чистая прибыль | Чистый долг | Возврат на собственный капитал | Возврат на инвест. капитал | Прибыль на акцию |
|-------|----------|--------------|----------|--------------|----------------|-------------|--------------------------------|----------------------------|------------------|
| | (\$ млн) | (г/г, %) | (\$ млн) | (%) | (\$ млн) | (\$ млн) | (%) | (%) | (\$) |
| 2012Ф | 661 | (35,2) | 59 | 8,9 | (184) | (338) | (12,1) | (15,2) | (0,78) |
| 2013П | 1 033 | 56,3 | 662 | 64,1 | 347 | (472) | 18,9 | 27,4 | 1,47 |
| 2014П | 1 130 | 9,4 | 696 | 61,6 | 378 | (749) | 17,4 | 26,5 | 1,60 |
| 2015П | 1 192 | 5,5 | 721 | 60,5 | 387 | (1004) | 15,3 | 25,4 | 1,64 |

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Кыргызстан выдвинул ультиматум

Вчера парламент Кыргызской Республики принял постановление, которое поручает правительству провести переговоры с Centerra Gold в течение трех месяцев для пересмотра инвестиционного соглашения по проекту Кумтор, принятого в 2009 году. В тот же день, дочерняя компания Centerra Gold в Кыргызстане получила претензии от государственного агентства по охране окружающей среды и лесному хозяйству на сумму \$315млн, вдобавок к \$152млн штрафу выставленному ранее. Постановление рекомендует пересмотреть соглашение по проекту Кумтор на условия, которые были действительны до 2003 года и регулировать деятельность компании согласно действующему законодательству Кыргызской Республики.

Если стороны не придут к соглашению в течение трех месяцев, то парламент поручает правительству:

- признать недействительным инвестиционное соглашение проекта Кумтор
- признать недействительными поправки в налоговом кодексе Кыргызской Республики, которые предусматривали специальный налоговый режим для Кумтор
- конфисковать земельные участки
- принять меры по выплате штрафов и других платежей компанией

В указе также содержится поручение генеральной прокуратуре и комитету национальной безопасности расследовать заявления о том, что компания занизила оценку запасов Кумтора.

Несмотря на то, что компания считает обвинения "преувеличенными и необоснованными", принятие указа спустя неделю после визита генерального директора Centerra, говорит о решительности парламентариев в вопросе пересмотра инвестиционного соглашения по проекту Кумтор. Парламент требует больших налоговых отчислений, выплат за вред, нанесенный окружающей среде, участия граждан Кыргызстана в управлении компании и увеличения местного содержания в закупках. Согласно местному новостному агентству, Кыргызстан рассчитывает увеличить налоговые выплаты на \$105млн в год, получать ежегодный сбор в \$10млн за загрязнение окружающей среды и получить \$467млн в счет погашения штрафа.

Компромисс, скорее всего, будет достигнут

Мы далее представляем три возможных сценария развития событий - плохой, хороший и устраивающий обе стороны.

Сценарий, который устроит обе стороны, являются самым вероятным. В данном случае, компания принимает некоторые условия правительства в обмен на гарантии о стабильности контракта в будущем. Сейчас налоговая нагрузка компании составляет 14% от выручки, в то время как согласно действующему налоговому кодексу страны, к компании применимы данные налоги: корпоративный подоходный налог - 10%, налог с дивидендов - 10%, роялти - 5%, инфраструктурный налог - 2%, налог на сверхприбыль - 11%, налог с выручки - 2%. Министерство экономики Кыргызской Республики в феврале 2013 года опубликовало сравнительную таблицу по налоговой нагрузке Кумтора на примере 2011 года, сравнив фактические выплаты с потенциальными выплатами при обычном налоговом режиме. Согласно расчетам Министерства, абсолютный размер выплат в бюджет был бы на 60% выше в 2011 году и составил бы \$277млн, если к Кумтору применить текущие налоговые ставки для недропользователей. Мы считаем, что Правительство не сможет согласовать с компанией данный уровень повышения, и стороны придут к компромиссу и договорятся о более приемлемом уровне повышения. Мы оцениваем вероятность того, что компания согласится полностью выплатить штрафы общим размером в \$0,5млрд, также как и, что Правительство их аннулирует, на низком уровне.

По нашему мнению, сценарий национализации Кумтора является наименее вероятным. Правительство хорошо понимает роль компании в экономике Кыргызстана и, что осуществление добычи на Кумторе требует как высокой технической экспертизы так и финансовых ресурсов. В 2011 году на Кумторе работало более 3000 сотрудников, вклад компании в ВВП составил 11,7%, в промышленное производство - 26,1%, в экспорт - 51,1%, в то время как общие платежи компании в бюджет страны, согласно данным Национального Агентства Статистики, составили \$383млн. Поэтому, даже кратковременная остановка производства приведет к мгновенному ухудшению экономических индикаторов. Например, в 1П2012 снижение производства на Кумторе на 62% г/г привело к снижению ВВП на 5,6% г/г. В целом, экономику Кыргызстана может охарактеризовать как хрупкую и подверженную постоянному дефициту текущего счета, неразвитого местного производства и высокого уровня внешнего долга (примерно \$5,5млрд, из которых 50% суверенный долг). Поэтому, национализация рудника будет крайне негативной для инвестиционного климата страны, и повысит премию за страновой риск для инвесторов и снизит

привлекательность страны для будущих иностранных инвестиций.

Если стороны не договорятся, то CG может инициировать международный арбитраж, согласно условиям Инвестиционного соглашения. Данные сценарий является отрицательным для цены акций, так как разбирательства могут длиться годами и операционная деятельность компании может также страдать от этого. Однако, мы считаем, что обе стороны не заинтересованы в таком разрешении конфликта.

Результаты за 2013 год нейтральные, за исключением однократных статей

Выручка компании за 2012 год снизилась на 35% г/г до \$661млн из-за снижения объемов производства золота на Кумторе. Объемы производства золота упали на 40% г/г до 387тыс.унций, что было частично компенсировано возобновлением кучного выщелачивания на Бору в октябре 2012 года. Общие денежные расходы (за искл. налоговых выплат) выросли с \$929/унцию в 2011 году до \$1882/унцию в 2012 году из-за снижения объемов добычи на Кумторе вследствие ухудшения коэффициента содержания металла в руде и снижения коэффициента восстановления. Чистый убыток компании за 2012 год составил \$184млн из-за списания в размере \$180,7млн по подземному участку Кумтора. Компания списала активы подземного участка в 4кв2012, так как большая часть инфраструктуры подземного участка теперь будет использована для расширения открытого участка рудника. Общие капитальные инвестиции в 2012 году составили \$411млн, из которых \$367млн пришлось на инвестиции роста. Чистая денежная позиция компании сократилась на \$260,7млн до \$307,5млн. Несмотря на убыток, Совет Директоров компании сохранил квартальный дивиденд на уровне CAD\$0,04 за акцию (к выплате акционерам на дату 7 марта).

Рисунок 2. Обзор финансовых результатов за 2012 г.

| | 4кв2012 | 4кв2011 | г/г % | 2012 | 2011 | г/г % |
|----------------------------------------|---------|---------|--------|--------|-------|--------|
| Выручка, \$млн | 368 | 248 | 49% | 661 | 1 020 | (35%) |
| ЕВИТДА, \$млн | 30 | 143 | (79%) | 59 | 612 | (90%) |
| ЕВИТ, \$млн | (62) | 113 | (155%) | (94) | 513 | (118%) |
| Чистая прибыль, \$млн | (68) | 79 | (186%) | (184) | 371 | (150%) |
| Прибыль на акцию (EPS) | (0,29) | 0,34 | (186%) | (0,78) | 1,57 | (150%) |
| Средняя цена реализации, \$/унц. | 1711 | 1 690 | 1% | 1 692 | 1 569 | 8% |
| Денежные операционные расходы, \$/унц. | 360 | 603 | (40%) | 663 | 502 | 32% |
| Общие денежные расходы, \$/унц | 839 | 934 | (10%) | 1 882 | 929 | 103% |
| Объем производства золота тыс.унц. | 219 | 152 | 45% | 387 | 642 | (40%) |
| Объем реализации золота, тыс.унц. | 215 | 147 | 47% | 391 | 650 | (40%) |
| Капвложения, \$млн | 85 | 30 | 183% | 411 | 188 | 119% |

Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Общие резервы CG выросли на 38% в 2012

В 2012 году компании удалось полностью восполнить запасы, добытые в течение года, и успешная разведка на участке Оксут позволила ей повысить прогнозные ресурсы.

Доказанные и вероятные резервы выросли на 38% до 11,1млн унций золота, благодаря разведке на центральном участке Кумтора и увеличению предположения по цене отсечения золота (\$1350/унций в 2012 по сравнению с \$1200/унцию в 2011). Общие измеренные и предполагаемые ресурсы снизились на 22,8% в результате перехода части ресурсов в резервы, что было частично сглажено за счет увеличения ресурсов по проекту Оксут на 682тыс. унций. Прогнозные перспективные ресурсы практически не изменились г/г.

Рисунок 3. Обзор оценки резервов и ресурсов на конец 2012 года

| в тыс. унций | Переработка | | Рост | |
|--------------------------------------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| | дек.11 | в 2012 | (снижение) | дек.12 |
| | | | в 2012 | |
| <i>Доказанные и вероятные резервы</i> | | | | |
| - Кумтор | 6278 | 417 | 3605 | 9466 |
| - Бору | 298 | 112 | -8 | 178 |
| - Гатсурт | 1489 | 0 | 0 | 1489 |
| Итого | 8065 | 529 | 3597 | 11133 |
| <i>Измеренные и предполагаемые ресурсы</i> | | | | |
| - Кумтор | 4799 | 0 | -2149 | 2650 |
| - Бору | 242 | 0 | 0 | 242 |
| - Гатсурт | 426 | 0 | 0 | 426 |
| - Улан Булаг | 73 | 0 | 0 | 73 |
| - АТО | 824 | 0 | -53 | 771 |
| - Кара Белдыр | 289 | 0 | 0 | 289 |
| - Оксут | 0 | 0 | 682 | 682 |
| Итого | 6653 | 0 | -1520 | 5133 |
| <i>Перспективные ресурсы</i> | | | | |
| - открытый участок Кумтор | 694 | 0 | 18 | 712 |
| - подземный уч-к Кумтор | 1760 | 0 | -1055 | 705 |
| - подземный уч-к Кумтор SB | 629 | 0 | 600 | 1229 |
| - Бору | 235 | 0 | 0 | 235 |
| - Гатсурт | 491 | 0 | 0 | 491 |
| - Улан Булаг | 13 | 0 | 0 | 13 |
| - АТО | 26 | 0 | -18 | 8 |
| - Кара Белдыр | 211 | 0 | 0 | 211 |
| - Оксут | 0 | 0 | 477 | 477 |
| Итого | 4059 | 0 | 22 | 4081 |

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Прогноз на 2013 год

В 2013 году компания намерена увеличить объемы производства на 63,4% г/г, и значительно восстановить низкий уровень производства 2012 года, благодаря добыче с участка SB с высоким содержанием золота в руде. В этом году половина запланированного годового объема производства на Кумторе придется на четвертый квартал, а начиная с 2014 года, благодаря складированным запасам, компания сможет поддерживать более равномерный объем производства по кварталам. Прогноз производства на Бору предполагает лишь переработку руды со складированных запасов. CG планирует

потратить \$45млн на разведку в 2013 году, из которых \$13,5млн придется на Кумтор, \$7млн на АТО в Монголии, \$8млн на Оксут в Турции и \$6млн на объекты компании в России. Общий прогноз капвложений на этот год составляет \$107млн, без учета капитализированных расходов вскрыши в \$212млн.

Рисунок 4. Прогнозы компании на 2013 год

| | Производство, тыс. унц. | Опер. денежная себестоимость, \$/унц. | Общая денежная себестоимость, \$/унц. | Капвложения роста, \$млн | Капвложения поддержания, \$млн |
|-----------------------|-------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| Кумтор | 550 - 600 | 342-373 | 853-931 | 31 | 64 |
| Бору | 55-60 | 1055-1151 | 1225-1336 | 1 | 10 |
| Корпоративные расходы | | | | - | 1 |
| Итого | 605-660 | 406-443 | 1067-1164 | 32 | 75 |

Источник: данные компании

В наших операционных прогнозах, мы закладываем объем производства в 608 тыс. унций, и операционные денежные расходы в рамках прогнозного диапазона компании в \$428 за унцию. При исполнении своего производственного плана в 2013 году, по нашей оценке, выручка компании вырастет на 56,3% г/г до \$1032млн, и чистая прибыль составит \$350млн. Мы считаем, что если в 2013 году план по производству будет достигнут, а затраты окажутся в рамках обозначенного прогноза,, это послужит положительным катализатором для цены акций, так как CG вновь будет генерировать положительные свободные денежные потоки (\$212млн в 2013 году).

Рисунок 5. Операционные данные (2008-2013П)

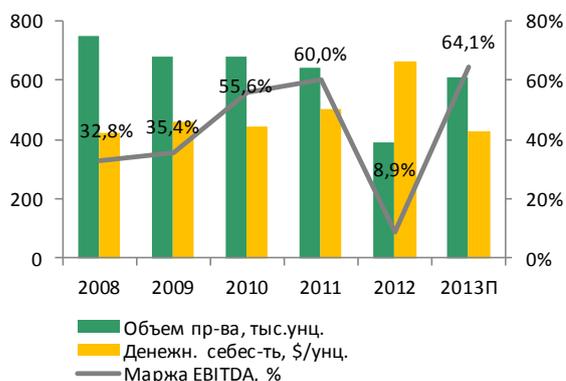


Рисунок 6. Капвложения (2008-2013П)



Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Оценка

Мы пересмотрели наш метод оценки компании и рассчитали справедливую стоимость акций как ожидаемое значение с учетом вероятностей реализации четырех сценариев. Первый сценарий является наиболее благоприятным для компании, в котором инвестиционное соглашение 2009 года не пересматривается. В данном сценарии справедливая стоимость акций самая высокая, но является наименее вероятным. Четвертый сценарий является наиболее

желаемым для Правительства (компания соглашается на новый налоговый режим и полностью выплачивает штраф за загрязнение окружающей среды), но данный вариант не будет принят компанией. Оба, второй и третий сценарии, предполагают, что компании придется согласиться на частичное увеличение налогов (здесь мы применили приблизительные значения, которые включают роялти, налог с выручки, удержания с дивидендных выплат, налог на сверхприбыль и корпоративный подоходный налог), и что компания либо платит, либо не платит лишь половину штрафа. С данными предположениями, по нашей оценке справедливая стоимость компании сейчас составляет 7,2CAD за акцию, и мы сохраняем нашу рекомендацию Держать.

Рисунок 7. Сценарный анализ

| | Сценарий I | Сценарий II | Сценарий III | Сценарий IV |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Событие | Инвест. соглашение не пересматривается, налог остается на уровне 14% от выручки | Инвест.соглашение пересматривается, налог становится 10% от выручки и 20% от прибыли до налогов, штраф в \$467млн компания не платит, \$10млн ежегодные | Инвест.соглашение пересматривается, налог становится 10% от выручки и 20% от прибыли до налогов, компания выплачивает штраф в \$234млн, \$10млн ежегодные | Инвест.соглашение пересматривается, налог становится 10% от выручки и 20% от прибыли до налогов, компания выплачивает штраф в \$437млн, \$10млн ежегодные |
| Справедливая стоимость, CAD/акцию | 8,8 | 7,65 | 6,63 | 5,63 |
| Вероятность | 10% | 40% | 40% | 10% |
| Ожидаемое значение | | | 7,2 | |

Источники: прогнозы ХФ

Дисконт по мультипликаторам оправдан

Акции CG сейчас недооценены по сравнению к акциям схожих горнодобывающих компаний. Акции сейчас торгуются по мультипликаторам 2013 и 2014 EV/EBITDA в 1.5x и 1.7x, по сравнению со значениями для схожих компаний СНГ в 4.2x и 4.1x, соответственно. Компания также недооценена по мультипликаторам 2013 и 2014 P/E, и торгуется с дисконтом в 67% и 46%, соответственно, к схожим компаниям СНГ. Компания торгуется по мультипликатору EV/Резервы в 116x и EV/Ресурсы в 64x, или с 50% дисконтом к схожим компаниям. (см Приложение С). Несмотря на то, что компания торгуется дешево по мультипликаторам, мы считаем, что текущий дисконт оправдан, учитывая неопределенность по размеру предстоящих расходов связанных с урегулированием конфликта в Кыргызстане.

Приложение А. Финансовая отчетность

| в млн. доллары США, кроме значений за акцию | 2012Ф | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
|----------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Отчет о прибылях и убытках | | | | | | |
| Выручка | 661 | 1033 | 1130 | 1192 | 1056 | 1056 |
| Себестоимость | 300 | 226 | 276 | 304 | 224 | 231 |
| Валовая прибыль | 361 | 807 | 854 | 888 | 832 | 825 |
| Административные расходы | 48 | 83 | 90 | 95 | 84 | 84 |
| Прочая опер. (доходы)/расходы | 253 | 62 | 68 | 72 | 63 | 63 |
| ЕБИТДА | 59 | 662 | 696 | 721 | 684 | 677 |
| Амортизация | 153 | 144 | 160 | 169 | 180 | 190 |
| ЕБИТ | -94 | 518 | 536 | 552 | 503 | 487 |
| Финансовые расходы | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Финансовые (доходы) | 0 | -1 | -1 | -2 | -3 | -5 |
| Прочие неоперационные (доходы)/расходы | 0 | 28 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прибыль до налогов | -98 | 491 | 537 | 554 | 507 | 492 |
| Налоги | 86 | 145 | 158 | 167 | 148 | 148 |
| Чистая прибыль | -184 | 347 | 378 | 387 | 359 | 344 |
| Кол-во акций в обращ. | 236 | 236 | 236 | 236 | 236 | 236 |
| Прибыль на акцию | -0,78 | 1,47 | 1,60 | 1,64 | 1,52 | 1,46 |
| Эффективная налоговая ставка | 13% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| Балансовый отчет | | | | | | |
| Денежные средства | 200 | 301 | 330 | 348 | 308 | 308 |
| Краткосрочные инвестиции | 138 | 171 | 420 | 657 | 979 | 1223 |
| Дебиторская задолженность | 75 | 117 | 125 | 129 | 111 | 108 |
| Запасы | 204 | 149 | 179 | 193 | 139 | 140 |
| Предоплата | 26 | 20 | 24 | 27 | 20 | 21 |
| Прочие текущие активы | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Итого оборотные активы | 644 | 759 | 1079 | 1354 | 1559 | 1801 |
| Основные средства | 872 | 1047 | 1087 | 1168 | 1238 | 1298 |
| Прочие долгосрочные активы | 37 | 44 | 52 | 60 | 66 | 73 |
| Гудвилл и нематериальные активы | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| Итого активы | 1683 | 1980 | 2347 | 2712 | 2992 | 3301 |
| Краткосрочные займы | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Кредиторская задолженность | 71 | 54 | 67 | 74 | 55 | 58 |
| Прочие краткосрочные обязательства | 11 | 8 | 10 | 11 | 8 | 8 |
| Текущие налоги к уплате | 21 | 33 | 37 | 39 | 34 | 34 |
| Итого краткосрочные обязательства | 103 | 95 | 113 | 124 | 98 | 100 |
| Долгосрочные займы | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Отложенные налоговые обязательства | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Прочие долгосрочные обязательства | 54 | 50 | 59 | 65 | 51 | 53 |
| Итого обязательства | 159 | 148 | 174 | 190 | 151 | 155 |
| Акционерный капитал | 694 | 694 | 694 | 694 | 694 | 694 |
| Резервы | 830 | 1138 | 1479 | 1827 | 2147 | 2453 |
| Итого собственный капитал | 1524 | 1833 | 2173 | 2521 | 2841 | 3147 |
| Итого обязат-ва и собственный капитал | 1683 | 1980 | 2347 | 2712 | 2992 | 3301 |
| Отчет о движении денежных средств | | | | | | |
| Операционная деятельность | | | | | | |
| Чистая прибыль | -184 | 347 | 378 | 387 | 359 | 344 |
| Износ и амортизация | 110 | 144 | 160 | 169 | 180 | 190 |
| Изменения в оборотном капитале | 73 | 11 | -24 | -10 | 52 | 3 |
| Изменения в прочих обязат-вах и активах | 0 | -10 | 1 | -3 | -20 | -5 |
| Денежные средства от опер. деятель-ти | -1 | 491 | 515 | 544 | 572 | 532 |
| Инвестиционная деятельность | | | | | | |
| Инвестиции в недвижимость, производств. | -392 | -319 | -200 | -250 | -250 | -250 |
| Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты | 234 | -33 | -249 | -237 | -323 | -243 |
| Денежные средства от инвест. деятель-ти | -158 | -352 | -449 | -487 | -573 | -493 |
| Финансовая деятельность | | | | | | |
| Выпуск / (погашение) краткосрочных займов | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Выпуск долгосрочных займов | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (Погашение) долгосрочных займов | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (Дивиденды) миноритарным акционерам | 0 | -38 | -38 | -39 | -39 | -39 |
| Денежные средства от фин. деятель-ти | 0 | -38 | -38 | -39 | -39 | -39 |
| Чистый прирост денежных средств | -158 | 101 | 28 | 18 | -40 | 0 |

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Приложение В. Рост, маржа и доходность

| | 2012Ф | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
|----------------------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Рост и маржа | | | | | | |
| Выручка | 661 | 1033 | 1130 | 1192 | 1056 | 1056 |
| % рост | (35%) | 56% | 9% | 5% | (11%) | 0% |
| Валовая прибыль | 361 | 807 | 854 | 888 | 832 | 825 |
| % маржа | 55% | 78% | 76% | 74% | 79% | 78% |
| ЕБИТДА | 59 | 662 | 696 | 721 | 684 | 677 |
| % маржа | 9% | 64% | 62% | 60% | 65% | 64% |
| % рост | (90%) | 1 020% | 5% | 4% | (5%) | (1%) |
| ЕБИТ | -94 | 518 | 536 | 552 | 503 | 487 |
| % маржа | (14%) | 50% | 47% | 46% | 48% | 46% |
| % рост | (118%) | (652%) | 3% | 3% | (9%) | (3%) |
| НОРАТ | -180 | 373 | 377 | 385 | 356 | 339 |
| % рост | (148%) | (307%) | 1% | 2% | (8%) | (5%) |
| Чистая прибыль | -184 | 347 | 378 | 387 | 359 | 344 |
| % маржа | (28%) | 34% | 33% | 32% | 34% | 33% |
| % рост | (150%) | (288%) | 9% | 2% | (7%) | (4%) |
| Показатели доходности | | | | | | |
| Возврат на собственный капитал (ROE) | (12%) | 19% | 17% | 15% | 13% | 11% |
| Возврат на инвест. капитал (ROIC) после налогов | (15%) | 27% | 27% | 25% | 23% | 21% |

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

Приложение С. Мультипликаторы схожих компаний

| Компания | Тикер | Страна | Рын. кап-ция (\$млн) | Текущая ст-ть (\$млн) | EV/EBITDA | | | | P/E | | | | EV/ Резервы | EV/ Ресурсы | WACC * | ROE * | Долг/собст. капитал * |
|-------------------------------|---------|----------------|-------------------------|--------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|--------|-------|-----------------------|
| | | | | | 2011Ф | 2012П | 2013П | 2014П | 2011Ф | 2012П | 2013П | 2014П | | | | | |
| <i>Международные компании</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Barrick Gold | ABX CN | Канада | 30 430 | 44 943 | 5,1 | 4,7 | 4,5 | 4,9 | 6,7 | 6,0 | 6,1 | - | 321 | 208 | 9,6 | -2,9 | 36,3 |
| Goldcorp | G CN | Канада | 26 332 | 26 410 | 7,8 | 5,7 | 5,2 | 5,5 | 15,4 | 10,8 | 10,4 | - | 440 | 308 | 13,0 | 8,0 | 3,3 |
| Newmont Mining | NEM US | США | 20 334 | 28 160 | 6,5 | 5,7 | 4,7 | 5,3 | 11,4 | 9,0 | 7,3 | - | 301 | 237 | 6,7 | 0,8 | 27,0 |
| Newcrest Mining | NCM AU | Австралия | 17 126 | 20 503 | 10,0 | 6,8 | 6,3 | 6,9 | 18,9 | 11,8 | 10,8 | 12,1 | 434 | 246 | 9,1 | 5,2 | 17,4 |
| Zijin Mining | 2899 HK | Китай | 11 382 | 14 385 | 8,8 | 7,5 | 7,3 | - | 13,9 | 12,0 | 12,1 | - | - | - | 12,8 | 20,4 | 37,6 |
| Yamana Gold | YRI CN | Канада | 11 227 | 11 639 | 8,9 | 6,4 | 5,4 | 4,9 | 16,9 | 11,9 | 10,0 | 10,1 | 526 | 318 | 12,2 | 4,8 | 9,0 |
| Anglogold Ashanti | ANG SJ | Южная Африка | 9 799 | 12 512 | 5,0 | 3,5 | 3,2 | 3,2 | 8,2 | 5,3 | 5,3 | 4,9 | 176 | 56 | 8,9 | 27,2 | 37,3 |
| Kinross Gold | K CN | Канада | 8 708 | 9 434 | 4,2 | 3,6 | 4,2 | 3,8 | 8,9 | 7,8 | 10,8 | 9,1 | 151 | 118 | 10,4 | -22,5 | 21,0 |
| Randgold Resources | RRS LN | Джерси | 7 636 | 7 429 | 8,1 | 5,9 | 5,9 | 6,5 | 13,7 | 10,3 | 11,3 | - | 453 | 341 | 6,8 | 18,0 | 0,6 |
| Eldorado Goldcorp | ELD CN | Канада | 6 838 | 6 896 | 11,4 | 8,6 | 6,9 | 4,2 | 21,9 | 16,2 | 13,4 | 10,6 | 369 | 302 | 15,3 | 6,2 | 1,5 |
| Agnico-Eagle Mines | AEM CN | Канада | 6 901 | 7 412 | 8,2 | 6,8 | 6,6 | 5,8 | 18,2 | 14,8 | 15,2 | 24,2 | 348 | 267 | 10,9 | 9,4 | 19,8 |
| Gold fields | GFI SJ | Южная Африка | 6 444 | 7 933 | 3,0 | 2,8 | 3,4 | - | 6,3 | 5,6 | 5,8 | - | 103 | 30 | 9,0 | 11,5 | 23,2 |
| Iamgold | IMG CN | Канада | 2 755 | 2 566 | 3,5 | 3,2 | 2,8 | 2,8 | 8,7 | 8,1 | 6,5 | 7,1 | 156 | 120 | 14,1 | 10,8 | 14,5 |
| Harmony Gold Mining | HAR SJ | Южная Африка | 2 853 | 2 837 | 5,0 | 3,3 | 3,4 | 2,7 | 10,5 | 6,6 | 7,1 | 5,2 | 59 | 15 | 9,8 | 6,8 | 6,3 |
| African Barrick Gold | ABG LN | Великобритания | 1 676 | 1 298 | 3,2 | 2,5 | 2,6 | 2,2 | 9,4 | 6,7 | 8,2 | 3,1 | 77 | 59 | 10,1 | 2,2 | 0,0 |
| Northgate Minerals | NTG LN | Великобритания | 671 | 1 252 | 3,2 | 3,1 | 2,9 | - | 11,4 | 10,9 | 9,8 | - | 352 | 176 | 6,6 | 10,7 | 51,5 |
| Semafo | SMF CN | Канада | 747 | 614 | 3,9 | 3,2 | 3,0 | - | 11,7 | 8,3 | 7,1 | 6,3 | 219 | 102 | 19,1 | 8,6 | 0,0 |
| <i>Среднее</i> | | | | | 6,2 | 4,9 | 4,6 | 4,5 | 12,5 | 9,5 | 9,2 | 9,3 | 280 | 181 | 10,9 | 7,4 | 18,0 |
| <i>Медиана</i> | | | | | 5,1 | 4,7 | 4,5 | 4,9 | 11,4 | 9,0 | 9,8 | 8,1 | 311 | 192 | 10,1 | 8,0 | 17,4 |
| Polyus Gold | PGIL LN | Великобритания | 9 985 | 9 698 | 8,9 | 7,1 | 6,2 | 5,2 | 20,8 | 12,2 | 10,6 | 9,2 | 106 | 82 | 7,4 | 21,5 | 8,4 |
| Polymetal | POLY LN | Россия | 5 779 | 6 792 | 7,6 | 6,0 | 5,3 | 5,3 | 11,3 | 8,1 | 7,2 | 7,1 | 483 | 350 | 8,1 | 19,1 | 35,6 |
| Petropavlovsk | POG LN | Великобритания | 880 | 2 280 | 4,6 | 3,9 | 3,5 | 3,4 | 6,5 | 4,2 | 3,6 | 3,6 | 225 | 160 | 7,4 | 8,9 | 41,0 |
| Highland Gold Mining | HGM LN | Джерси | 523 | 374 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 4,8 | 4,2 | 3,9 | 4,7 | 144 | 35 | 9,3 | 11,1 | 0,0 |
| <i>Среднее</i> | | | | | 5,6 | 4,5 | 4,2 | 4,1 | 11,9 | 9,0 | 8,6 | 8,2 | 239 | 157 | 10,3 | 10,7 | 15,9 |
| <i>Медиана</i> | | | | | 5,0 | 3,9 | 3,5 | 4,4 | 11,4 | 8,3 | 8,2 | 7,1 | 184 | 121 | 9,8 | 9,4 | 14,5 |
| Centerra Gold | CG CN | Канада | 1 600 | 1 293 | 7,6 | 1,8 | 1,5 | 1,7 | 4,3 | 3,7 | 2,9 | 4,5 | 116 | 64 | 14,4 | -2,6 | 5,1 |

* в данном анализе мы используем данный на момент последней отчетности

Источники: Блумберг, данные компаний, прогнозы Халык Финанс

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2013, все права защищены.

Макроэкономика

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541
Sabitkh@halykbank.kz

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 330-0157
MadinaK2@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 244-6968
SabinaA@halykbank.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б
050013, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 (727) 244 6540
Факс. +7 (727) 259 0593

www.halykfinance.kz

Долевые инструменты

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

Мирамгуль Маралова, +7 (727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg
HLFN <Go>