

Welcome To The World Of BONDS!

09.02.2026



FIRST QUANTUM
MINERALS

Обзор компании First Quantum Minerals Ltd.

Отрасль	Металлургия и добывающая промышленность
Выпуск	FMCN/7,25/2034
ISIN	USC3535CAS73
Валюта	Доллар США
Объём в обращении/мин. лот	\$1 000 млн / \$200 000
Купонная ставка	7,25%
Доходность к погашению	6,40%
Дата погашения	15.02.2034
Кредитные рейтинги	Moody's: - S&P: B (Neg) Fitch: B (Stable)

Финансовые показатели,

млн \$ – Данные компании, CapitalIQ	2021	2022	2023	2024	9M2025
Выручка	7 212	7 626	6 456	4 802	3 762
EBITDA	3 549	3 282	2 255	1 624	1 218
EBITDA марж-ть	49,2%	43,0%	34,9%	33,8%	32,4%
Чистая прибыль	1 089	1 149	-1 243	-108	-170
Чистая марж-ть	15,1%	15,1%	-19,3%	-2,2%	-4,5%
ROE	10,1%	9,7%	-10,8%	-1,0%	0,2%
ROA	4,4%	4,6%	-5,1%	-0,5%	0,1%
Активы	25 270	25 080	23 758	24 107	24 827
Обязательства	13 776	12 843	12 980	12 205	13 223
Капитал	11 494	12 237	10 778	11 902	11 604
Валовой долг	7 921	7 355	7 597	6 386	5 735
Чистый долг	6 062	5 667	6 440	5 543	4 764
Чистый долг/LTM EBITDA	1,7	1,7	2,9	3,4	2,8

Мы в телеграмме <https://t.me/halykfinance>

Наш корпсайт <https://halykfinance.kz/research/?lang=ru>

ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

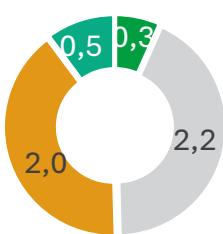
Описание компании

First Quantum Minerals Ltd. (далее «FQM») – канадская горнодобывающая компания, входящая в число крупнейших мировых производителей меди. Основные активы компании сосредоточены в Замбии. В них входит медно-золотой рудник Kansanshi и комплекс Trident, включающий медный рудник Sentinel и никелевый Enterprise. В 2025 году на Kansanshi был успешно завершён проект по расширению объёмов добычи S3. Также портфель компании включает активные рудники в Мавритании (Guelb Moghrein), Турции и Финляндии. FQM имеет ряд проектов на чистой площадке (greenfield) в Аргентине (Taca Taca) и Перу (La Granja в партнёрстве с Rio Tinto и Haquira) и занимается разведкой новых месторождений в Турции и Казахстане.

До конца 2023 года ключевым активом FQM являлось месторождение Cobre Panama в Панаме, на которое приходилось ~46% добычи меди и ~50% EBITDA компании. В ноябре того же года Верховный суд Панамы постановил, что концессия на добычу нарушила конституцию страны и добыча была остановлена. В настоящий момент месторождение находится в режиме «сохранения и безопасного управления», однако FQM активно взаимодействует с местными властями для получения разрешения на возобновление добычи. Решение может быть принято до конца июня 2026 года.

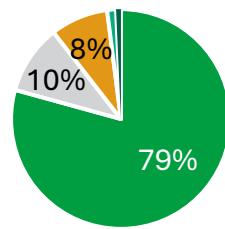
FQM имеет кредитные рейтинги на уровне B от Fitch/S&P со стабильным/негативным прогнозом. Агентства отмечают устойчивость операционных показателей, проактивное управление ликвидностью и снижающийся леверидж, однако рейтинги сдерживаются высокой концентрацией бизнеса в Замбии и неопределенностью вокруг Cobre Panama.

Структура LTM выручки, млрд \$



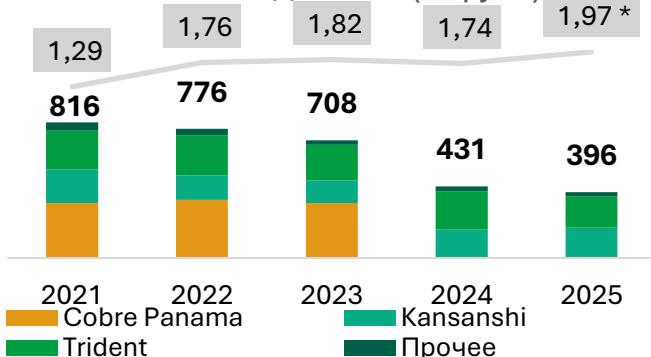
■ Cobre Panama
■ Trident
■ Kansanshi
■ Corporate & Other

География выручки за 2024г.

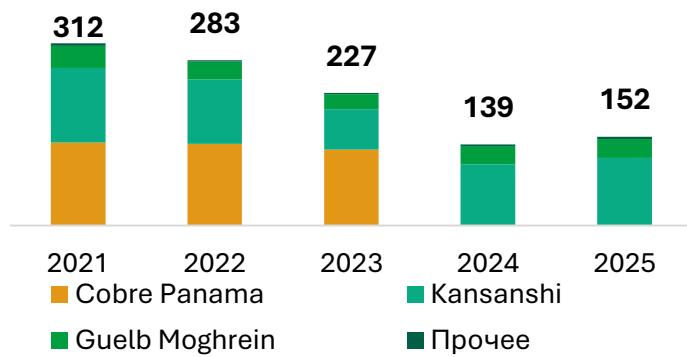


■ Азия и Океания
■ Африка
■ Прочее
■ Европа
■ Страны Америк

Медь: объём (тыс. тонн) и стоимость добычи (\$/фунт)



Золото: объём добычи, тыс. унц.



Источник: данные компании

*Денежные затраты в 2025 году на основе данных за 9 месяцев

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Отчет о прибылях и убытках, млн \$	2021	2022	2023	2024	9M2025	% ИЗМ 9M25/9M24
Выручка	7 212	7 626	6 456	4 802	3 762	6,1%
Себестоимость	-4 650	-5 426	-5 164	-3 452	-2 720	-4,6%
Валовая прибыль	2 562	2 200	1 292	1 350	1 042	10,3%
Операционные расходы	-165	-162	-197	-392	-338	-5,0%
Процентные расходы	-650	-584	-549	-556	-384	9,0%
Прочие доходы/(расходы)	154	15	-1032	-122	-168	26,6%
Прибыль до налогообложения	1 901	1 469	-486	280	152	-
Расходы по налогу на прибыль	-812	-320	-757	-388	-322	-19,3%
Чистая прибыль	1 089	1 149	-1 243	-108	-170	43,0%
EBITDA	3 549	3 282	2 255	1 624	1 218	9,3%

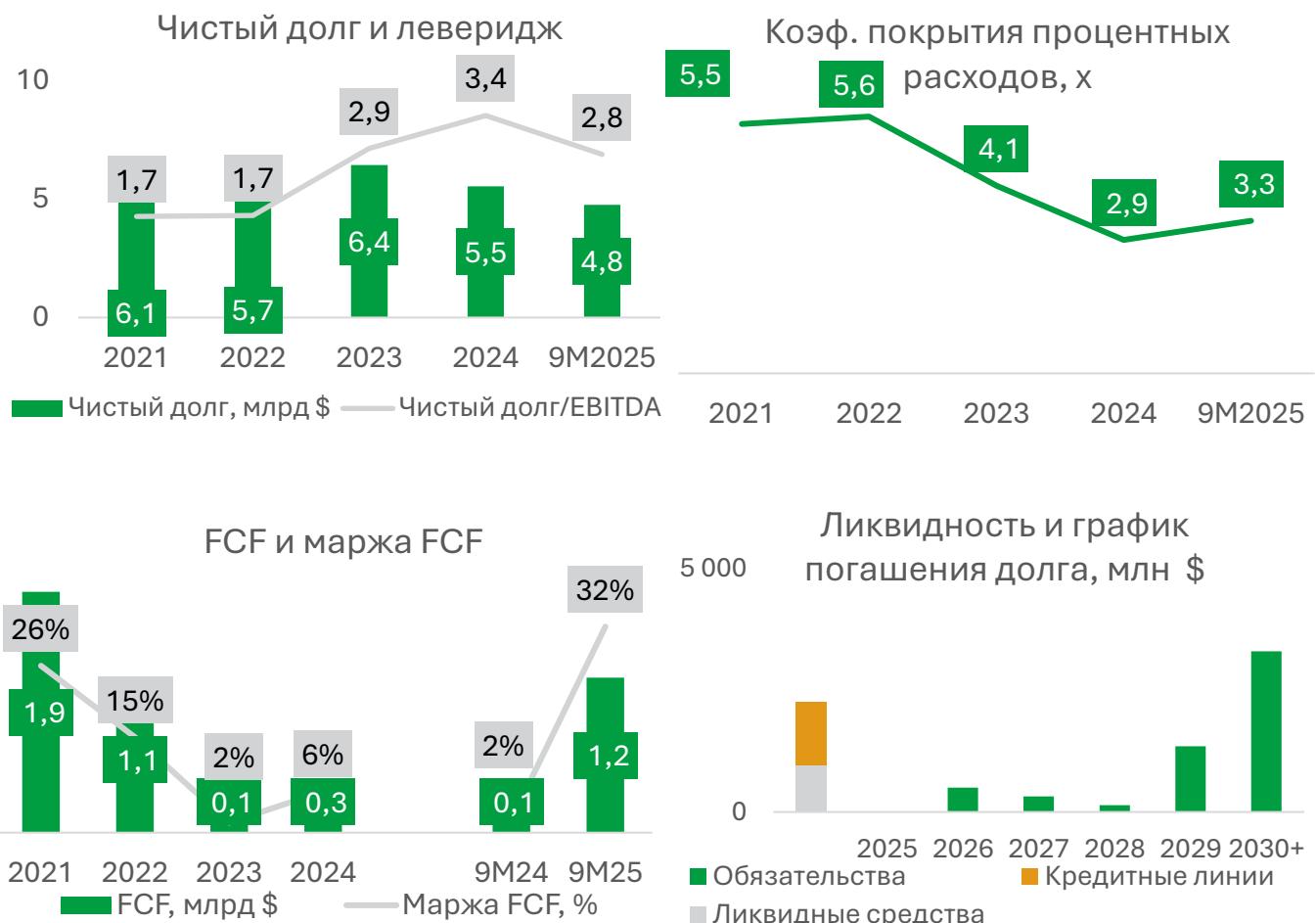
Балансовый отчет, млн \$	2021	2022	2023	2024	9M2025	% ИЗМ 9M25/24
Высоколиквидные средства	1 859	1 688	1 157	843	971	15,2%
Основные средства	19 283	19 053	18 583	19 193	19 596	2,1%
Прочие активы	4 128	4 339	4 018	4 071	4 260	4,6%
Активы	25 270	25 080	23 758	24 107	24 827	3,0%
Долговые обязательства	7 921	7 355	7 597	6 386	5 735	-10,2%
Прочие обязательства	5 855	5 488	5 383	5 819	7 488	28,7%
Обязательства	13 776	12 843	12 980	12 205	13 223	8,3%
Капитал	11 494	12 237	10 778	11 902	11 604	-2,5%
Чистый долг	6 062	5 667	6 440	5 543	4 764	-14,1%

Отчет о движении денег, млн \$	2021	2022	2023	2024	9M2025
Опер. денежный поток	2 885	2 332	1 427	1 651	2 118
Инвест. денежный поток	-1098	-1 170	-1 380	-1 294	-894
Фин. денежный поток	-841	-1 331	-776	-501	-1 076

Маржинальность	2021	2022	2023	2024	9M2025
Валовая марж-ть	35,5%	28,8%	20,0%	28,1%	27,7%
EBITDA марж-ть	49,2%	43,0%	34,9%	33,8%	32,4%
Чистая марж-ть	15,1%	15,1%	-19,3%	-2,2%	-4,5%

Пояснение к отчетности

За 9M2025 выручка выросла на 6% г/г, что на фоне простоя Cobre Panama подтверждает устойчивость бизнеса. EBITDA увеличилась на 9,3%, а маржинальность прибавила 1 п.п. г/г и достигла 32,4% благодаря высоким ценам на металлы и разовой продаже складских концентратов в Панаме (\$334 млн). Это было частично нивелировано ростом C1 Cash Cost в Замбии до \$1,95–2,00/фунт вследствие удорожания электроэнергии из-за засухи, роста логистических затрат и снижения содержания меди на Sentinel. Финансовый профиль был дополнительнодержан управлением ликвидностью. В августе FQM привлекла \$1 млрд через сделку по золотому стримингу с Royal Gold по Kansanshi, а в апреле получила \$500 млн предоплаты за медь от Jiangxi Copper (владеющей ~18% акций), что позволило погасить облигации 2027 года. В результате OCF за 9M2025 превысил \$2,1 млрд против \$1,1 млрд за 9M2024.



Анализ кредитного профиля эмитента

Кредитный профиль компании существенно укрепился в результате реализации комплексного плана рефинансирования в 2024 году. Ключевым элементом стала докапитализация на \$1,1 млрд за счёт дополнительного выпуска акций. Ликвидность также была усиlena приостановкой дивидендных выплат и точечной монетизацией активов: в декабре 2025 года FQM объявила о соглашении по продаже рудника Las Cruces в Испании примерно за \$190 млн, включая \$45 млн денежных поступлений.

Текущая динамика показателей указывает на постепенное снижение долговой нагрузки и улучшение качества баланса. После пика в 2024 году чистый долг сократился до ~\$4,8 млрд по состоянию на 9M2025, а чистый долг/EBITDA снизился до ~2,8x. Это значительно ниже уровней, установленных банковскими ковенантами по срочному кредиту и револьверу (лимит 4,25x на первую половину 2026 года). Коэффициент покрытия процентных расходов, несмотря на снижение в 2023–2024 гг., стабилизировался около 3x. Свободный денежный поток в 9M2025 достиг ~\$1,2 млрд, однако во многом это было обеспечено поступлениями от стриминга и предоплаты за медь. С учётом значительного объёма денежных средств и невыбранных кредитных линий компания располагает достаточным запасом ликвидности для обслуживания долга, финансирования CAPEX на \$0,8-1,1 млрд/год в 2026-2028 гг. и прохождения периода неопределённости вокруг Cobre Panama, особенно учитывая тот факт, что ей не предстоит значительных погашений долга до 2029 года.

Инвестиционные драйверы

Развязка в Панаме: потенциальное возобновление добычи на Cobre Panama как триггер для ралли FQM.

Возобновление работы рудника Cobre Panama остаётся ключевым катализатором укрепления кредитного профиля FQM, способным существенно ускорить снижение долговой нагрузки и улучшить метрики покрытия. Актив, обеспечивавший около 5% ВВП Панамы, занимает центральное место в повестке президента Хосе Рауля Мулино; конструктивный диалог уже привёл к отзыву и приостановке взаимных судебных исков в 1 квартале 2025 года. Завершение государственного аудита в начале 2026 года (финальные результаты – к

марту) является необходимым условием для окончательного решения властей, ожидаемого к концу июня 2026 года. В случае положительного исхода перезапуск займёт 6–9 месяцев, что позволит выйти примерно на 80% мощностей в 1 половине 2027.

При этом текущий рейтинг и прогноз Fitch не учитывают сценарий перезапуска, а рыночные оценки остаются сдержанными: несмотря на медианный консенсус по возобновлению добычи в 2027 году, ряд аналитиков (в т.ч. Goldman Sachs) не закладывают этот сценарий в базовые модели, а при его учёте применяется существенный дисконт к NAV (например, у Barclays). Это указывает на то, что вклад Панамы в значительной степени не отражён в текущих ценах, а любой прогресс в переговорах или формализация условий перезапуска может стать значимым катализатором переоценки FQM, формируя асимметричный апсайд.

Соглашение по золотому стримингу: укрепление краткосрочной ликвидности при сохранении апсайда цен на золото

Стриминговое соглашение с Royal Gold на \$1 млрд является ключевым квази-капитальным драйвером, укрепляющим баланс FQM без увеличения долговой нагрузки. Сделка предусматривает получение авансового платежа в обмен на поставки золота с рудника Kansanshi по прогрессивной шкале: 75 унций на миллион фунтов добываемой меди до

425 тыс. унций, далее – 55 унций до 225 тыс. унций и 45 унций до конца срока отработки месторождения. Такая структура обеспечивает высокую операционную гибкость, поскольку объём поставок привязан к фактической добыче, а не к фиксированному графику обязательств. Дополнительно компания получает текущие выплаты, рассчитываемые как 20% от спотовой цены золота за каждую поставленную унцию, с возможным увеличением до 35% при достижении рейтинга BB или снижении левериджа $\leq 2,25x$. При этом, FQM сохраняет ~83% экспозиции к росту рыночных цен на золото (по оценкам Goldman Sachs), а также опциональность на сокращение объёма стрима до 30% при дальнейшем улучшении кредитного профиля, что усиливает долгосрочный апсайд для денежных потоков.

РИСКИ

Ключевые риски

Концентрация бизнеса в Замбии	После приостановки добычи на Cobre Panama практически вся EBITDA компании сосредоточена в Замбии. Это повышает чувствительность к локальной политике. Однако текущая администрация поддерживает рост добычи меди и мирное урегулирование споров с недропользователями, а новые транспортные коридоры улучшают логистику.
Перебои с поставками электроэнергии в Замбии	Энергосистема Замбии сильно зависит от гидроэлектростанций, в связи с чем засухи могут приводить к дефициту мощности. Несмотря на улучшение уровня воды в озере Кариба, режим форс-мажора в энергосистеме страны сохраняется. Для обеспечения стабильности и запуска проекта S3 компания импортирует около 65% электроэнергии, что повышает C1 cash cost на 0,11 \$/фунт в 2025 году. Для долгосрочной защиты FQM планирует сохранять импортные контракты до 2027 года и участвует в развитии ветровой и солнечной генерации на 430 МВт.
Волатильность цен на сырьё	Финансовые результаты FQM зависят от мировых цен на медь, золото и никель. Для стабилизации денежного потока в период высоких капитальных затрат компания реализует программу хеджирования: часть (~35%-45%) ожидаемых поставок меди и золота защищены опционами до конца 1-го полугодия 2026 года.
Риск операционных сбоев и аварий	Деятельность FQM подвержена риску внеплановых остановок производства вследствие технических неисправностей, аварий на горнодобывающих и перерабатывающих объектах, а также неблагоприятных природно-климатических факторов. Реализация данного риска может привести к снижению объёмов добычи и переработки, росту операционных затрат, ухудшению показателей EBITDA и свободного денежного потока, а также к необходимости дополнительных капитальных и ремонтных расходов.

ОБЗОР ВЫПУСКА

Основные сведения о выпуске	
Рынок	Euro-Dollar
Тип выпуска	Sr Unsecured
Встроенные опционы	Да
Дата погашения	15.02.2034
Количество лет до погашения	8,02
Купон	7,25%
Периодичность купона	Раз в полгода
Дюрация	4,19
Доходность к погашению	6,40%
Доходность к худшему	6,02%
G-Spread	218,58
Текущая цена	105,282

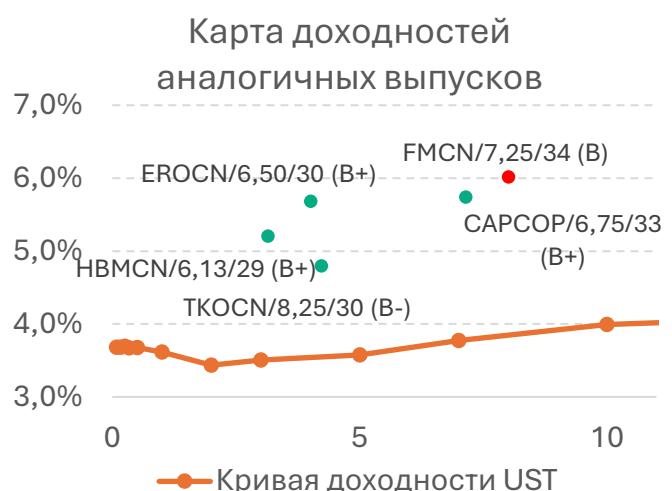
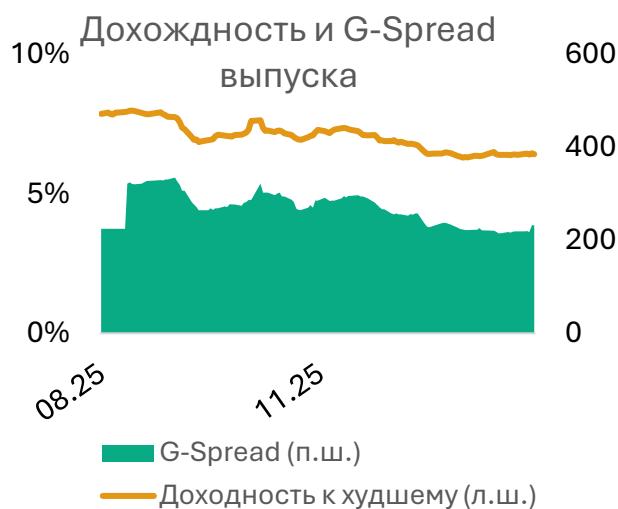


График досрочного погашения

Период	Цена от номинала
До 15.02.2029	make whole @ 50 бп
15.02.2029-14.02.2030	103,625
15.02.2030-14.02.2031	101,8125
15.02.2031-15.02.2034	100



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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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».