

## Разделение активов может повысить стоимость компании, но дьявол кроется в деталях

11 марта 2014 г.

Мариям Жумадил  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

Рекомендация	Держать
12м целевая цена, GBp	291
Последняя цена (11/03/14), GBp	286
Потенциал роста	2%
Капитализация	\$2,1 млрд
Доля акций в своб.обращ.	57%
Кол-во выпущ. акций (млн)	447
Максимум за 52 недели	557 GBp
Минимум за 52 недели	170 GBp
Тикер	KAZ LN

Источники: Блумберг, прогнозы ХФ

В прошлом месяце Казахмыс, наконец, объявил о долгожданном плане реструктуризации активов, который при успешной реализации, может способствовать увеличению стоимости компании. План предусматривает разделение Казахмыс на две компании. Зрелые активы в Жезказгане и Центральном регионе будут переведены в отдельную частную компанию, которая далее может быть передана Владимиру Киму, крупному акционеру Казахмыс. Публичная компания после реструктуризации будет владеть семью месторождениями (четыре рудника на Востоке, золотой рудник Бозымчак в Кыргызстане и два проекта роста - Актогай и Бозшаколь).

Хотя предлагаемый план реструктуризации выглядит многообещающим и позволит Казахмысу стать более экономически эффективным, менее трудоемким и генерировать больше денежных потоков, условия разделения активов еще подлежат дальнейшему согласованию сторон. Казахмыс по-видимому не получит денег за активы, выделяемые в отдельную структуру, но разделение предполагает, что после реструктуризации обе компании смогут существовать самостоятельно. По нашей оценке Казахмыс может произвести разовый платеж в размере \$200млн для пополнения оборотного капитала отдельно выделяемой компании. Детали реструктуризации активов будут раскрыты предположительно во время публикации финансовых результатов за 1П2014, которое запланировано на август.

Мы пересмотрели нашу методологию оценки и теперь оцениваем Казахмыс на основе двух сценариев с равной вероятностью исполнения. В первом сценарии мы предполагаем, что компания продолжает работать при текущей структуре без изменений, во втором сценарии мы предполагаем, что Казахмыс осуществит реструктуризацию в течение 2014 года. Основываясь на нашей 10-летней модели дисконтированных денежных потоков (DCF) при средневзвешенной стоимости капитала в 11,2%, наша оценка справедливой стоимости акций Казахмыс составляет 258GBp за акцию, что на 9,8% ниже текущей цены акций. Соответственно, наша 12-месячная целевая цена составляет 291GBp и мы рекомендуем - Держать акции. Мы считаем, что потенциальные риски связаны с возможным сопротивлением рабочих Жезказганского и Центрального регионов смене собственников. Поддержка государства на всех этапах реструктуризации активов будет критична для успешного завершения разделения активов.

### Выделение зрелых активов в отдельную компанию позволит повысить эффективность публичной компании

Казахмыс объявил условия долгожданного плана реструктуризации активов. План предусматривает разделение Казахмыс на две компании. Зрелые активы в Жезказгане и Центральном регионе будут переведены в отдельную частную компанию, которая далее может быть передана Владимиру Киму, крупному акционеру Казахмыс. Публичная компания после реструктуризации будет владеть семью месторождениями (четыре рудника на Востоке, золотой рудник Бозымчак в Кыргызстане и два проекта роста - Актогай и Бозшаколь). Предлагаемая реструктуризация активов позволит Казахмыс сконцентрироваться на рудниках Восточного региона с более высоким содержанием меди, стать более экономически эффективным и увеличить свободные денежные потоки.

К 2018 году компания намерена увеличить объем производства меди до более чем 350 тыс. т, из которых 85 тыс. т будет приходиться на месторождения Восточного региона и примерно 220-240 тыс. т на Актогай и Бозшаколь. Казахмыс прогнозирует увеличение объема производства на 32% с 2013 по 2018 год, что соответствует объему производства в 388 тыс. т меди.

Рисунок 1. План реструктуризации



Источник: данные компании

Рисунок 2. Расчет ежегодного оттока денежных средств со зрелых активов

Объем пр-ва зрелых активов, тыс. т	215
Выручка, \$млн	1559
Операционные расходы, \$млн	1348
Операционная прибыль, \$млн	211
Капиталовложения поддержания, \$млн	400
Ежегодные денежные потоки, \$млн	(189)

Источники: прогнозы Хплык Финанс

Мы считаем, что предлагаемая реструктуризация активов, которая скорее всего получила предварительное одобрение правительства, является наиболее подходящим способом для выхода компании из убыточного Жезказганского региона, где компания является основным работодателем.

Активы в Жезказгане и Центральном регионах производят примерно 210 тыс. т меди (70% от общего пр-ва Группы Казахмыс) и предоставляют работу 44 000 людям (примерно 80% от общего количества работников Группы Казахмыс). Ежегодные капитальные инвестиции поддержания производства по данным активам составляют примерно \$400 млн, или 82% от общих затрат поддержания Группы Казахмыс. По нашей предварительной оценке ежегодно данные активы генерируют отрицательные денежные потоки в размере \$190 млн.

Во время конференц-звонка генеральный директор Казахмыс сообщил, что скорее всего компания не получит денег за активы, выделяемые в отдельную структуру, и что разделение активов будет произведено таким образом, чтобы после реструктуризации обе компании смогли существовать самостоятельно. Мы считаем, что Казахмысу скорее всего придется выплатить определенную сумму выделяемой компании для финансирования оборотного капитала в

следующие несколько лет. Правительство Казахстана, скорее всего также окажет финансовую или иную поддержку выделяемым активам посредством снижения налогов или прямых вливаний в компанию, и тем самым разделит социальную нагрузку г-на Кима.

Ранее в этом году правительство сообщило, что [\\$2,3млрд будет выделено на развитие Жезказганского региона](#). В утвержденный план правительства входят 88 проектов, включая проект модернизации производственных предприятий Казахмыс. Мы считаем, что значительная часть данных средств будет направлена на активы, выделяемые Казахмысом в отдельную структуру.

Детали плана реструктуризации будут раскрыты после публикации финансовых результатов за 1П2014, запланированного на август. Тем временем, мы включили в нашу модель оценки сценарий разделения активов с 50%-ой вероятностью реализации и заложили выплату по финансированию оборотного капитала в размере \$200млн. (детали оценки доступны ниже в секции Оценка).

**Рисунок 3. Предлагаемый план реструктуризации активов**

Казахмыс сейчас (2013Ф)	
Объем производства	
- медь, тыс.т	294
- цинк, тыс.т	134
- золото, тыс.унц.	108
- серебро, тыс.унц.	14,348
Коэф-т содержания меди, %	0,99
Чистая денежн.себес-ть, \$/т	4894
Капитальные инвестиции поддержания, \$млн	487
Кол-во рудников	19
Кол-во обогат.фабрик	8
Кол-во рабочих	56000

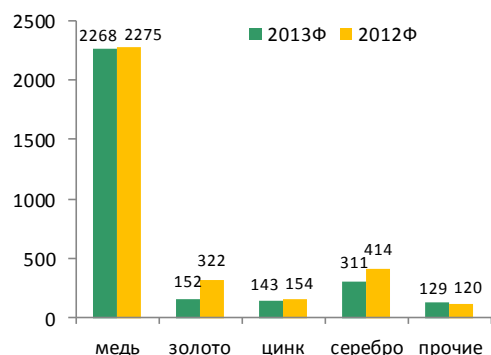
  

Казахмыс после реструктуризации	
Объем производства	
- медь, тыс.т	85
- цинк, тыс.т	120
- золото, тыс.унц.	60
- серебро, тыс.унц.	4,600
Коэф-т содержания меди, %	2.41
Чистая денежн.себес-ть, \$/т	130-150
Капитальные инвестиции поддержания, \$млн	80-100
Кол-во рудников	5
Кол-во обогат.фабрик	4
Кол-во рабочих	12000

Частная компания	
Объем производства	
- медь, тыс.т	209
- цинк, тыс.т	14
- золото, тыс.унц.	48
- серебро, тыс.унц.	9,748
Коэф-т содержания меди, %	0.81
Чистая денежн.себес-ть, \$/т	280
Капитальные инвестиции поддержания, \$млн	387-407
Кол-во рудников	14
Кол-во обогат.фабрик	4
Кол-во рабочих	44000

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

**Результаты за 2013 год в целом соответствуют ожиданиям**
**Рисунок 4. Динамика выручки (в млн \$)**


Источник: данные компании

На прошлой неделе Казахмыс опубликовал нейтральные финансовые результаты за 2013 год и, что более важно объявил о плане реструктуризации активов, который предполагает выделение в отдельную компанию активов Жезказганского и Центрального регионов. В день публикации новости цена акций выросла на 39%.

В 2013 году выручка компании снизилась на 7,9%/г до \$3099млн (на 3% выше прогноза ХФ), в основном из-за снижения цен на металлы и более низкого объема добычи попутных металлов. EBITDA снизилась на 40% в основном из-за роста расходов по компенсации рабочих, выплат по нетрудоспособности и общей инфляции затрат. Валовая денежная себестоимость выросла на 2% г/г до \$3,28/фунт, что оказалось ниже собственного прогноза компании. Меры по повышению эффективности во 2П2013 позволили снизить операционные расходы на \$120млн. Чистый убыток от продолжающейся деятельности составил \$119млн по сравнению с прибылью в \$65млн в 2012 года. Снижение было в основном обусловлено ростом операционных расходов, что было частично компенсировано снижением административных расходов. Капитальные инвестиции составили \$1 267млн, что ниже нашего прогноза из-за более низких инвестиций по Актогаю и снижением расходов поддержания. Чистый долг компании вырос до \$771млн на конец года, что ниже нашей оценки из-за более низких капиталовложений и оптимизации затрат.

**Рисунок 5. Обзор финансовых результатов 2013 года**

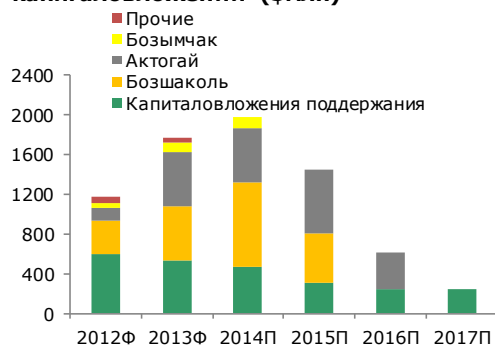
в \$млн, кроме значений за акцию	2013Ф	2012Ф	г/г, %	ХФ 2013П	% выше/ниже ХФ
Выручка	3099	3353	(7,6)	2 966	4,5%
Скорр. EBITDA	375	502	-	278	34,9%
Маржа EBITDA, %	12,1	15,0	-	9,4%	-
Скорр.прибыль с продолж.дея-ти	(119)	65	-	28	-
Скорр. прибыль на акцию (EPS)	(3,0)	(4,3)	(30,3)	0,1	-

Источники: прогнозы Халык Финанс, Блумберг

В 2014 году Казахмыс ожидает, что добыча останется на прежнем уровне 285-295тыс.т меди. Денежные расходы прогнозируются компанией на уровне \$3,15-\$3,30/фунт, практически без изменений г/г, благодаря девальвации тенге. Однако положительное влияние девальвации на затраты в долларовом выражении скорее всего будет кратковременным за счет ускорения инфляции до двухзначных значений в следующие пару лет, по нашему мнению. (наша заметка по девальвации тенге 'Утром после' доступна [здесь](#)).

**Проекты роста идут по плану, объявлено о приобретении месторождения Коксай**

Начало добычи на Бозшаколе запланировано на 2П2015, в то время как добыча с сульфидного участка проекта Актогай была перенесена с 2016 на 2017 год. Общая стоимость проекта Бозшаколь выросла на 18% до \$2,2млрд, что компания объясняет ускорением строительных работ с целью завершения проекта в обозначенные сроки. Стоимость строительства проекта Актогай скорее всего также вырастет на аналогичную сумму, по словам компании. Соответственно, теперь общая стоимость двух проектов составляет примерно \$4,5млрд, или вдвое больше текущей рыночной капитализации компании.

**Рисунок 6. Прогноз капиталовложений (\$млн)**


Источники: данные компании, прогнозы ХФ

Казахмыс также объявил о приобретении медного месторождения Коксай в Южном Казахстане за \$265млн, из которых \$65млн будут выплачены позднее после выполнения определенных условий соглашения. Продавцом выступает ранее неизвестная компания Kazakh International Group. Общие прогнозные ресурсы месторождения оцениваются на уровне 3,4млн.т меди при среднем коэффициенте содержания меди в руде в 0,48%. Данных ресурсов достаточно для осуществления добычи в течение более чем 20 летнего периода при среднегодовом объеме добычи в 90тыс.т. По сравнению с Актогаем и Бозшаколем (0,34-0,35% Cu), среднее содержание меди в руде на Коксае заметно выше (0,48%Cu), что может указывать на более высокую рентабельность проекта.

Компания планирует инвестировать \$10млн в проект Коксай в этом году, основные инвестиции в данный проект запланированы после запуска Бозшаколь в 2015 году. Казахмыс пока не обозначил примерную стоимость реализации данного проекта. Мы считаем, что экономика проекта Коксай может быть намного лучше, чем у текущих проектов роста, так как Коксай является оксидным полиметаллическим месторождением с более высоким содержанием меди в руде. Наличие попутных металлов (серебро, золото и молибден) также способствует повышению рентабельности проекта.

Мы включили Коксай в нашу модель оценки, и пока в отсутствии плана развития месторождения предположили, что проект будет иметь нейтральное влияние на стоимость акций. Мы обновим нашу модель после того как компания сообщит более точные параметры реализации проекта.

### Обновление оценки

Мы пересмотрели нашу методологию оценки компании, включив сценарий реструктуризации активов. Мы теперь оцениваем стоимость Казахмыс на основе двух сценариев с равнозначной вероятностью реализации. В первом сценарии мы предполагаем, что компания продолжит работать при текущей структуре, во втором сценарии мы предполагаем, что Казахмыс завершит реструктуризацию активов до конца 2014 года. Согласно нашей 10-летней модели дисконтированных денежных потоков при средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в 11.2%, справедливая стоимость акций Казахмыс составляет 258GBp, что на 9,8% ниже текущей стоимости акций. Мы устанавливаем нашу 12-месячную целевую цену на уровне 291GBp за акцию.

Хотя предлагаемый план реструктуризации выглядит многообещающим и позволит Казахмысу стать экономически эффективным, менее трудоемким и генерировать больше денежных потоков, условия разделения активов еще должны быть согласованы. Мы сохраняем рекомендацию Держать по акциям. Мы считаем, что потенциальные риски связаны с возможным сопротивлением рабочих Жезказганского и Центрального регионов смене собственников. Поддержка государства на всех этапах реструктуризации активов будет критична для успешного завершения разделения активов.

### Сценарий I

В данном сценарии мы предполагаем, что Казахмыс не будет осуществлять реструктуризацию. Мы прогнозируем, что добыча в

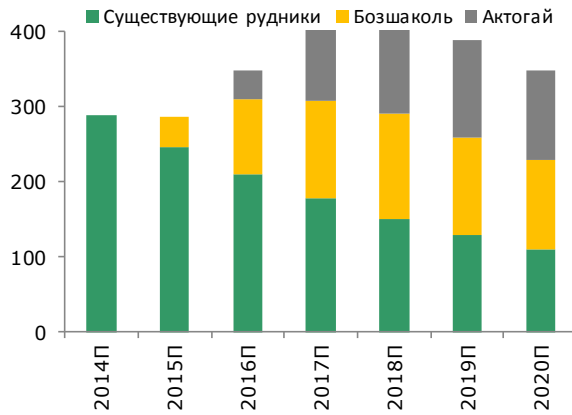
**Рисунок 7. Обзор оценки**

	Вероятность	Стоимость (GBp/акцию)
Сценарий I (как есть)	50%	105
Сценарий II (новый KAZ)	50%	411
Средневзвешенная целевая цена		258
12М целевая цена		291
Последняя цена		286
Потенциал роста		2%

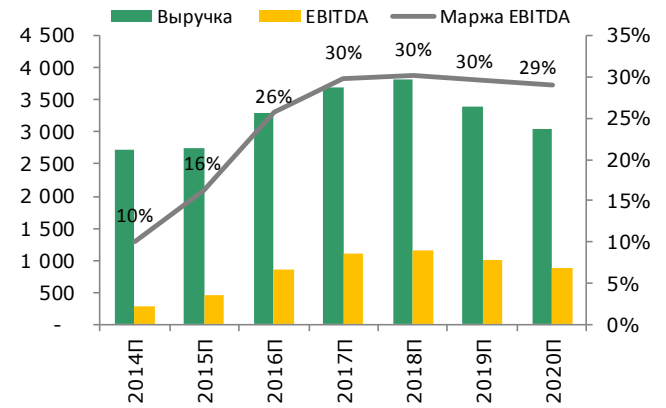
Источники: прогнозы Халык Финанс

существующих рудниках будет снижаться по 15% ежегодно после 2014 года и учитываем объемы добычи проектов Бозшаколь и Актогай со 2П2015 и 2П2016, соответственно. Мы прогнозируем, что объемы добычи меди Казахмыс вырастут на 21,2% в 2013-2020 до 356тыс.т в 2020 году.

**Рисунок 8. Прогноз добычи меди (тыс.т)**



**Рисунок 9. Прогноз выручки, EBITDA и маржи (\$млн)**

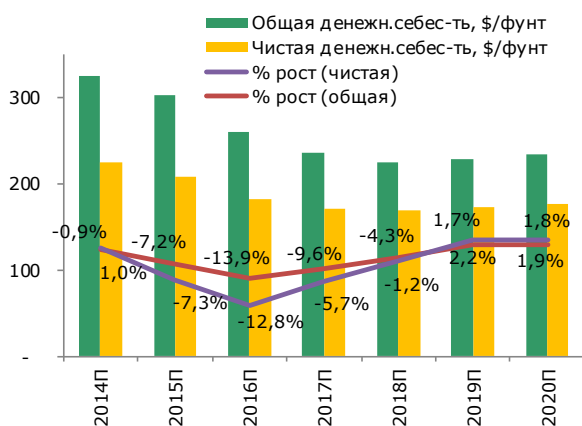


Источники: прогнозы Халык Финанс

Мы прогнозируем, что цены на медь останутся практически без изменений на уровне \$7000 за тонну в 2014-2019 году и ожидаем, что цена на медь в долгосрочном горизонте составит \$6700 за тонну. Цены на медь снижались в 2013 году, потеряв 10%. Мы ожидаем, что цена на медь продолжит стагнировать, так как дисбаланс спроса и предложения сохранится из-за продолжающегося снижения спроса в Китае.

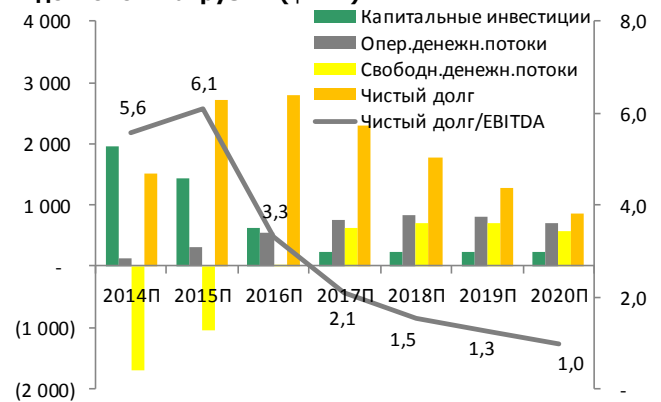
На 2014 год в нашей модели мы используем среднее значение собственного прогноза компании по валовой денежной себестоимости (325 US\$/фунт) и далее предполагаем, что темпы роста себестоимости составят 4% ежегодно. В 2015 и 2016 году мы ожидаем, что чистая денежная себестоимость снизится на 7,3% и 12,8% г/г благодаря запуску проектов Бозшаколь и Актогай и снижению добычи с нерентабельных зрелых рудников. Мы ожидаем, что долгосрочная маржа EBITDA составит 29% после 2019 года.

**Рисунок 10. Динамика денежных затрат**



Источники: прогнозы Халык Финанс

**Рисунок 11. Прогноз денежных потоков и долговой нагрузки (\$млн)**



Согласно собственному прогнозу компании капитальные инвестиции поддержания в 2014 году будут в диапазоне \$410-\$530млн, в то время как инвестиции роста прогнозируются на уровне \$1,300-\$1

700млн. В период высокого роста в 2014-2016 годах мы прогнозируем, что суммарные капиталовложения составят \$4,0млрд, из которых \$3,0млрд придется на проекты роста. Наши пересмотренные прогнозы по капитальным инвестициям почти на 30% выше предыдущих из-за более высоких планируемых затрат по проектам роста.

В данном сценарии, мы прогнозируем, что свободные денежные потоки Казахмыса в 2014-2015 годах будут отрицательными, в то время как чистый долг достигнет \$2,7млрд на конец 2015 года и чистый долг /EBITDA достигнет 6.1x. В течение следующих трех лет долговая нагрузка компании продолжит оставаться высокой и снижение долговой нагрузки будет возможным только после 2016 года, когда оба проекта роста будут запущены. В наших прогнозах капитальных инвестиций мы пока не учитываем проект Коксай, инвестиции по которому начнутся только после 2015 года и скорее всего приведут к увеличению долговой нагрузки компании.

**Рисунок 12. Прогноз свободных денежных потоков (\$млн)**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Выручка	2 710	2 738	3 291	3 699	3 817	3 399	3 037
Операционные расходы	2 718	2 483	2 678	2 863	2 902	2 658	2 431
ЕВИТ	(8)	255	614	836	914	741	606
ЕВИТ (1-t)	(6)	204	491	669	731	593	485
+ Амортизация	280	192	232	266	236	267	274
- Капитальные инвестиции	1 970	1 450	620	240	240	240	240
- Изменения оборот.капитала	15	(4)	83	57	9	(79)	(67)
Свободные денежн.потоки (СДП)	(1 711)	(1 050)	21	637	718	699	586
Привед. значение СДП	(1 539)	(850)	15	417	423	371	280
Сумма СДП	(1 162)						
Темпы роста после 2020	2,5%						
Терминальная ст-ть	6 773						
Привед. значение терм.ст-ти	3 231						
Стоимость компании	2 069						
Чистый долг	1 515						
Привед. значение Коксай	228						
Оценка справедливой ст-ти акционерного капитала	782						
Кол-во акций в обращении	446						
Оценка справедливой ст-ти акций (\$)	1,75						
Оценка справедливой ст-ти акций (GBp)	105						

Источник: прогнозы Халык Финанс

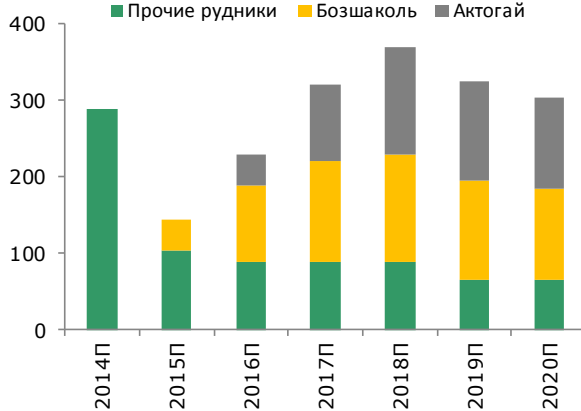
Согласно нашей 10-летней модели дисконтированных денежных потоков при средневзвешенной стоимости капитала в 11,2% (WACC) и при темпе роста в 2,5% после терминального года, мы оцениваем справедливую стоимость акций в данном сценарии на уровне 105GBp на акцию. На нашу оценку стоимости компании положительно могут повлиять повышение цен на металлы, снижение капитальных инвестиций на поддержание производства и снижение операционных затрат.

#### Сценарий II

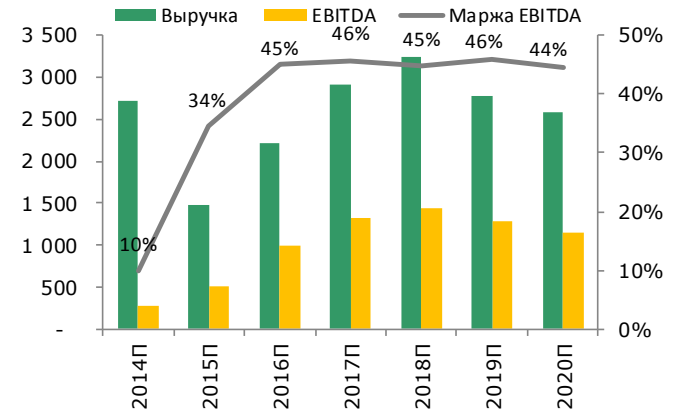
В данном сценарии мы предполагаем, что Казахмыс передаст зрелые активы в частную компанию до конца 2014 года. Мы прогнозируем, что добыча с существующих рудников сократится с 290тыс.т в 2014 до 104тыс.т в 2015 году и, что объем добычи меди вырастет на 25,8% в 2013-2018 годах до 370тыс.т. Это несколько ниже собственного

прогноза компании, который предполагает повышение объема добычи на 32,0% в 2013-2018 годах. Вклад Бозшаколя и Актогая в общую добычу не меняется в обоих сценариях.

**Рисунок 13. Прогноз добычи меди (тыс.т)**



**Рисунок 14. Прогноз выручки, EBITDA и маржи (\$млн)**

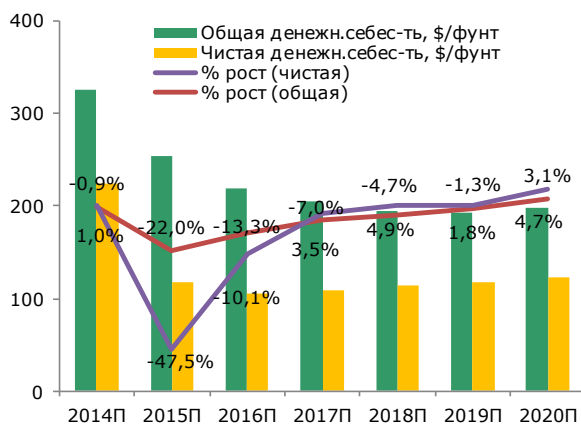


Источники: прогнозы Халык Финанс

Наши предположения по валовой денежной себестоимости в 2014 году и темпу роста затрат в дальнейшем одинаковы в обоих сценариях. В 2015 году мы ожидаем, что чистая денежная себестоимость снизится на 47,5% г/г благодаря выводу зрелых активов. После реструктуризации в 2015-2020 гг. мы прогнозируем, что долгосрочная маржа EBITDA стабилизируется на уровне 44%.

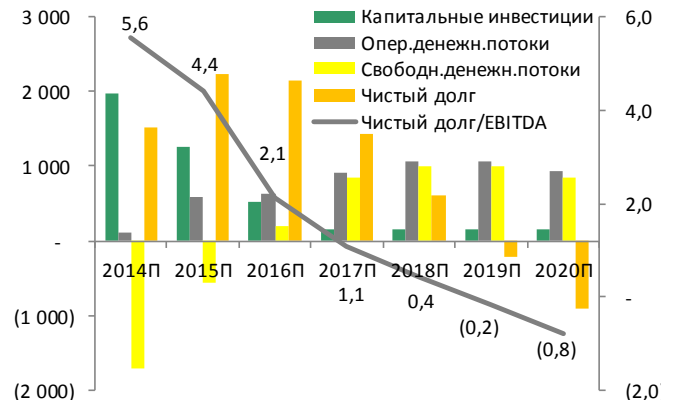
Предположения по капитальным инвестициям роста одинаковы в обоих сценариях, в то время как капитальные инвестиции поддержания, снизятся до \$150млн, начиная с 2015 года.

**Рисунок 15. Динамика денежных затрат**



Источники: прогнозы Халык Финанс

**Рисунок 16. Прогноз денежных потоков и долговой нагрузки (\$млн)**



В обоих сценариях согласно нашей оценке чистый долг компании на конец 2014 года составит \$1,5млрд, с учетом средств от продажи доли в Экибастузской ГРЭС-1 и покупки месторождения Коксай. После реструктуризации Казахмыс продолжит генерировать отрицательные денежные потоки в 2015 году, и станет генерировать положительные денежные потоки с 2016 года. Чистый долг достигнет максимального значения в \$2,2млрд в конце 2015 года с соотношением чистого долга к EBITDA в 4,4х. В данном сценарии компания начнет снижать свою долговую нагрузку после 2015 года,



когда убыточные зрелые активы будут выведены в отдельную структуру и проекты роста будут запущены. Мы предполагаем, что приобретение Коксай будет влиять нейтрально на стоимость акционерного капитала компании. В данном сценарии мы закладываем разовую выплату в размере \$200млн в пользу частной компании.

**Рисунок 17. Прогноз свободных денежных потоков (\$млн)**

	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Выручка	2 710	1 470	2 223	2 913	3 240	2 783	2 587
Операционные расходы	2 718	1 151	1 442	1 833	2 012	1 755	1 690
ЕВИТ	(8)	319	781	1 080	1 228	1 028	897
ЕВИТ (1-t)	(6)	255	625	864	982	823	718
+ Амортизация	280	187	221	250	221	249	253
- Капитальные инвестиции	1 970	1 250	530	150	150	150	150
- Изменения оборот.капитала	15	(239)	124	110	47	(84)	(38)
Свободные денежн.потоки (СДП)	(1 711)	(569)	192	854	1 006	1 006	858
Привед. значение СДП	(1 539)	(460)	140	559	593	533	409
Сумма СДП		(174)					
Темпы роста после 2020		2,5%					
Терминальная ст-ть	9 921						
Привед. значение терм.ст-ти	4 733						
Стоимость компании	4 559						
Чистый долг	1 515						
Привед. значение Коксай	228						
Разовая выплата частной компании	200						
Оценка справедливой ст-ти акционерного капитала	3 072						
Кол-во акций в обращении	446						
Оценка справедливой ст-ти акций (\$)	6,89						
Оценка справедливой ст-ти акций (GBp)	411						

Источник: прогнозы Халык Финанс

Согласно нашей 10-летней модели дисконтированных денежных потоков при средневзвешенной стоимости капитала в 11,2% (WACC) и при темпе роста в 2,5% после терминального года, мы оцениваем справедливую стоимость акций в данном сценарии на уровне 411GBp на акцию. На нашу оценку стоимости компании могут отрицательно повлиять дальнейшее снижение цен на металлы, повышение капитальных инвестиций роста, более высокая инфляция затрат и большая выплата в пользу частной компании.

**Приложение А. Операционные прогнозы**

	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<i>Средняя цена реализации</i>					
- Медь (\$/т)	7 000	7 000	7 000	6 900	6 900
- Цинк (\$/т)	2 100	2 150	2 250	2 200	2 200
- Серебро (\$/тр.унц.)	21	21	22	22	22
- Золото (\$/тр.унц.)	1 350	1 350	1 370	1 400	1 300
<b>Сценарий I (как есть)</b>					
<i>Объем производства</i>					
Медь (тыс.т)	290	294	357	415	438
Цинк в концентрате (тыс.т)	120	120	104	104	104
Серебро (тыс.унц.)	11 000	11 000	9 350	7 948	6 755
Золото (тыс.унц.)	125	161	274	271	271
<i>Валовая денежная себестоимость пр-ва меди</i>					
- амер.центры /фунт	325	302	260	235	225
- \$/тонну	7 165	6 649	5 725	5 176	4 954
<i>Чистая денежная себестоимость пр-ва меди</i>					
- амер.центры /фунт	224	208	181	171	169
- \$/тонну	4 943	4 582	3 995	3 769	3 724
<b>Сценарий II (новый KAZ)</b>					
<i>Объем производства</i>					
Медь (тыс.т)	290	144	230	320	370
Цинк в концентрате (тыс.т)	120	120	104	104	104
Серебро (тыс.унц.)	11 000	4 600	3 994	3 994	3 994
Золото (тыс.унц.)	125	119	239	249	244
<i>Валовая денежная себестоимость пр-ва меди</i>					
- амер.центры /фунт	325	254	220	204	195
- \$/тонну	7 165	5 589	4 845	4 507	4 295
<i>Чистая денежная себестоимость пр-ва меди</i>					
- амер.центры /фунт	224	118	106	110	115
- \$/тонну	4 943	2 595	2 332	2 414	2 533

Источник: прогнозы Халык Финанс

**Приложение В. Сравнительная таблица**

Компания	Тикер	Рын.кап-ция (\$млн)	Доход-ть с начала года (%)	EV/EBITDA			P/E			Чистый долг 2013 (\$млн)	WACC (%)
				2013	2014	2015	2013	2014	2015		
<i>Диверсифицированные компании</i>											
BHP Billiton	BHP AU	167 718	-3,8	7,1	6,2	6,0	13,2	12,0	11,8	29 070	10,3
Rio Tinto	RIO LN	98 122	-5,6	6,1	5,5	5,2	10,1	9,0	8,4	20 862	11,9
Vale SA-SP	VALE US	65 314	-16,0	4,2	4,5	4,5	5,9	6,0	6,3	25 230	13,8
Anglo American	AAL LN	33 383	9,2	5,4	5,4	5,0	12,7	11,7	10,3	10 809	9,2
<i>Максимум</i>		<i>167 718</i>	<i>9,2</i>	<i>7,1</i>	<i>6,2</i>	<i>6,0</i>	<i>13,2</i>	<i>12,0</i>	<i>11,8</i>	<i>29 070</i>	<i>13,8</i>
<i>Минимум</i>		<i>33 383</i>	<i>-16,0</i>	<i>4,2</i>	<i>4,5</i>	<i>4,5</i>	<i>5,9</i>	<i>6,0</i>	<i>6,3</i>	<i>10 809</i>	<i>9,2</i>
<i>Среднее</i>		<i>91 134</i>	<i>-4,0</i>	<i>5,7</i>	<i>5,4</i>	<i>5,2</i>	<i>10,5</i>	<i>9,7</i>	<i>9,2</i>	<i>21 493</i>	<i>11,3</i>
<i>Медиана</i>		<i>81 718</i>	<i>-4,7</i>	<i>5,8</i>	<i>5,4</i>	<i>5,1</i>	<i>11,4</i>	<i>10,3</i>	<i>9,3</i>	<i>23 046</i>	<i>11,1</i>
<i>Схожие компании</i>											
Freeport-McMoRan	FCX US	32 577	-16,1	6,9	5,6	5,0	12,0	11,0	9,7	18 443	9,5
First Quantum Minerals	FM CN	10 406	2,3	11,0	8,8	5,7	19,0	16,9	10,0	2 806	13,4
Antofagasta	ANTO LN	13 955	3,5	5,3	5,6	5,6	15,9	16,1	16,2	-1 514	12,0
Hindalco Industries	HNDL IN	3 975	-4,2	9,4	8,9	7,1	8,7	10,2	8,8	7 443	10,1
Southern Copper	SCCO US	23 323	-2,2	8,7	8,7	7,3	14,8	15,4	12,9	2 115	10,1
Jiangxi Copper	358 HK	6 240	-13,3	7,5	6,7	6,7	11,0	10,7	10,7	177	9,9
Boliden	BOL SS	4 072	-3,5	7,3	6,1	4,9	17,2	14,1	9,3	1 173	9,5
Norilsk Nickel	MNOD LI	26 672	13,7	7,7	7,5	6,8	17,9	12,7	11,1	5 147	11,9
Vedanta Resources	VED LN	3 756	-9,2	5,3	5,5	4,7	10,5	28,2	15,0	9 373	11,4
<i>Максимум</i>		<i>32 577</i>	<i>13,7</i>	<i>11,0</i>	<i>8,9</i>	<i>7,3</i>	<i>19,0</i>	<i>28,2</i>	<i>16,2</i>	<i>18 443</i>	<i>13,4</i>
<i>Минимум</i>		<i>3 756</i>	<i>-16,1</i>	<i>5,3</i>	<i>5,5</i>	<i>4,7</i>	<i>8,7</i>	<i>10,2</i>	<i>8,8</i>	<i>-1 514</i>	<i>9,5</i>
<i>Среднее</i>		<i>13 886</i>	<i>-3,2</i>	<i>7,7</i>	<i>7,0</i>	<i>6,0</i>	<i>14,1</i>	<i>15,1</i>	<i>11,5</i>	<i>5 018</i>	<i>10,9</i>
<i>Медиана</i>		<i>10 406</i>	<i>-3,5</i>	<i>7,5</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>	<i>14,8</i>	<i>14,1</i>	<i>10,7</i>	<i>2 806</i>	<i>10,1</i>
Казахмыс	KAZ LN	2 100	29,5	5,8	6,5	5,2	28,6	71,5	31,8	771	8,7

\* значения представлены на 10 марта

\*\*Для корректности, для всех компаний в данной таблице мы использовали значения консенсус оценки аналитиков, предоставляющих свои прогнозы агентству Блумберг. Наша оценка WACC составляет 11,2%.

Источник: Блумберг

**Приложение С. Про форма финансовая отчетность (Сценарий I)**

в млн. \$, кроме значений за акцию	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>						
Выручка	3 099	2 710	2 738	3 291	3 699	3 817
Себестоимость	1 881	1 866	1 812	1 869	1 950	1 998
Валовая прибыль	1 218	844	926	1 422	1 749	1 818
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	833	585	493	592	666	687
Прочие операционные (доходы) / расходы	10	-13	-14	-16	-18	-19
Списания и переоценка	689	0	0	0	0	0
ЕВИТДА	-314	272	447	846	1 102	1 150
Износ и амортизация	288	280	192	232	266	236
ЕВИТ	-602	-8	255	614	836	914
Финансовые расходы	124	130	138	135	148	169
Финансовые (доходы)	-45	-28	-27	-16	-6	-6
Прибыль до уплаты налога на прибыль	-681	172	145	495	694	751
Налог на прибыль	242	199	204	246	274	284
Чистая прибыль	127	34	29	99	139	150
Чистая прибыль	-808	137	116	396	555	601
Миноритарные доли участия	2	0	0	0	0	0
Прибыль относимая акционерам группы	-810	137	116	396	555	601
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>-1,54</b>	<b>0,26</b>	<b>0,22</b>	<b>0,76</b>	<b>1,06</b>	<b>1,15</b>
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	1 715	931	941	1 131	1 272	1 312
Краткосрочные инвестиции	625	55	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	235	211	205	238	257	255
Запасы	610	731	705	711	735	752
Авансы	325	244	246	296	333	344
Прочие текущие активы	59	59	59	59	59	59
Итого оборотные активы	3 569	2 230	2 157	2 436	2 655	2 721
Недвижимость, производственные	3 312	5 197	6 520	6 908	6 882	6 886
Гудвилл и нематериальные активы	52	52	52	52	52	52
Прочие внеоборотные активы	647	647	647	647	647	647
Отложенные налоговые активы	21	21	21	21	21	21
Активы классифицированные к продаже	1 018	0	0	0	0	0
<b>Итого активы</b>	<b>8 619</b>	<b>8 147</b>	<b>9 397</b>	<b>10 063</b>	<b>10 257</b>	<b>10 327</b>
Краткосрочные займы	503	0	1 356	1 913	1 917	1 773
Кредиторская задолженность	631	639	617	623	643	658
Прочие краткосрочные обязательства	58	50	48	49	50	51
Текущие налоги к уплате	9	9	9	9	9	9
Итого краткосрочные обязательства	1 201	698	2 030	2 593	2 619	2 491
Долгосрочные займы	2 608	2 501	2 304	2 011	1 664	1 315
Отложенные налоговые обязательства	14	14	14	14	14	14
Прочие долгосрочные обязательства	575	575	575	575	575	575
Итого обязательства	4 398	3 788	4 923	5 193	4 872	4 395
Доля миноритарных акционеров	4	4	4	4	4	4
Акционерный капитал	2 280	2 280	2 280	2 280	2 280	2 280
Резервы	1 937	2 074	2 190	2 586	3 101	3 647
Итого собственный капитал	4 221	4 358	4 474	4 870	5 385	5 931
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>8 619</b>	<b>8 147</b>	<b>9 397</b>	<b>10 063</b>	<b>10 257</b>	<b>10 327</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>						
Операционная деятельность						
Чистая прибыль		137	116	396	555	601
Износ и амортизация		280	192	232	266	236
Изменения в оборотном капитале		-15	4	-83	-57	-9
Изменения в прочих обязат-вах и активах		-282	0	0	0	0
Денежные средства от опер. деятель-ти		121	312	546	763	828
Инвестиционная деятельность						
Инвестиции в недвижимость, производств.		-1 970	-1 450	-620	-240	-240
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		570	55	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		-295	-1 460	-620	-240	-240
Финансовая деятельность						
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		-503	1 356	557	3	-143
(Погашение) долгосрочных займов		-107	-197	-293	-347	-349
(Дивиденды) акционерам группы		0	0	0	-40	-56
Денежные средства от фин. деятель-ти		-610	1 159	264	-383	-548
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>-784</b>	<b>10</b>	<b>190</b>	<b>140</b>	<b>40</b>

Источники: данные компании, прогнозы Халык Финанс

**Приложение D. Про форма финансовая отчетность (Сценарий II)**

<i>в млн. \$, кроме значений за акцию</i>	2013Ф	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Отчёт о прибылях и убытках</b>						
Выручка	3 099	2 710	1 470	2 223	2 913	3 240
Себестоимость	1 881	1 866	667	952	1 256	1 428
Валовая прибыль	1 218	844	803	1 271	1 656	1 811
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	833	585	304	280	341	379
Прочие операционные (доходы) / расходы	10	-13	-7	-11	-14	-16
Списания и переоценка	689	0	0	0	0	0
ЕВИТДА	-314	272	506	1 002	1 330	1 448
Износ и амортизация	288	280	187	221	250	221
ЕВИТ	-602	-8	319	781	1 080	1 228
Финансовые расходы	124	130	138	135	126	125
Финансовые (доходы)	-45	-28	-27	-16	-3	-4
Прибыль до уплаты налога на прибыль	-681	172	209	662	957	1 107
Налог на прибыль	242	199	109	165	214	240
Чистая прибыль	127	34	42	132	191	221
Чистая прибыль	-808	137	167	530	766	886
Миноритарные доли участия	2	0	0	0	0	0
Прибыль относимая акционерам группы	-810	137	167	530	766	886
<b>Прибыль на акцию (EPS)</b>	<b>-1,54</b>	<b>0,26</b>	<b>0,32</b>	<b>1,01</b>	<b>1,46</b>	<b>1,69</b>
<b>Балансовый отчет</b>						
Денежные средства	1 715	931	505	764	1 001	1 114
Краткосрочные инвестиции	625	55	0	0	0	0
Дебиторская задолженность	235	211	110	160	202	216
Запасы	610	731	245	345	457	521
Авансы	325	244	132	200	262	292
Прочие текущие активы	59	59	59	59	59	59
Итого оборотные активы	3 569	2 230	1 052	1 528	1 981	2 201
Недвижимость, производственные	3 312	5 197	6 325	6 634	6 534	6 463
Гудвилл и нематериальные активы	52	52	52	52	52	52
Прочие внеоборотные активы	647	647	647	647	647	647
Отложенные налоговые активы	21	21	21	21	21	21
Активы классифицированные к продаже	1 018	0	0	0	0	0
<b>Итого активы</b>	<b>8 619</b>	<b>8 147</b>	<b>8 097</b>	<b>8 883</b>	<b>9 235</b>	<b>9 384</b>
Краткосрочные займы	503	0	438	893	775	403
Кредиторская задолженность	631	639	214	302	400	456
Прочие краткосрочные обязательства	58	50	17	24	31	36
Текущие налоги к уплате	9	9	9	9	9	9
Итого краткосрочные обязательства	1 201	698	678	1 228	1 215	904
Долгосрочные займы	2 608	2 501	2 304	2 011	1 664	1 315
Отложенные налоговые обязательства	14	14	14	14	14	14
Прочие долгосрочные обязательства	575	575	575	575	575	575
Итого обязательства	4 398	3 788	3 571	3 828	3 468	2 808
Доля миноритарных акционеров	4	4	4	4	4	4
Акционерный капитал	2 280	2 280	2 280	2 280	2 280	2 280
Резервы	1 937	2 074	2 241	2 771	3 484	4 293
Итого собственный капитал	4 221	4 358	4 525	5 055	5 768	6 577
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>8 619</b>	<b>8 147</b>	<b>8 097</b>	<b>8 883</b>	<b>9 235</b>	<b>9 384</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>						
Операционная деятельность						
Чистая прибыль		137	167	530	766	886
Износ и амортизация		280	187	221	250	221
Изменения в оборотном капитале		-15	239	-124	-110	-47
Изменения в прочих обязат-вах и активах		-282	0	0	0	0
Денежные средства от опер. деятель-ти		121	593	627	906	1 059
Инвестиционная деятельность						
Инвестиции в недвижимость, производств.		-1 970	-1 250	-530	-150	-150
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		570	55	0	0	0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		-295	-1 260	-530	-150	-150
Финансовая деятельность						
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов		-503	438	455	-119	-371
(Погашение) долгосрочных займов		-107	-197	-293	-347	-349
(Дивиденды) акционерам группы		0	0	0	-53	-77
Денежные средства от фин. деятель-ти		-610	241	162	-519	-797
<b>Чистый прирост денежных средств</b>		<b>-784</b>	<b>-426</b>	<b>259</b>	<b>237</b>	<b>112</b>

Источники: данные компании, 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».

© 2014, все права защищены.

#### Контакты в Halyk Finance:

##### Департамент Продаж

Директор департамента

**Ардак Нурахаева**, +7 (727) 244 69 91

[a.nurakhayeva@halykfinance.kz](mailto:a.nurakhayeva@halykfinance.kz)

Для институциональных инвесторов:

**Анель Акиянова**, +7 (727) 259-6202

[a.akyanova@halykfinance.kz](mailto:a.akyanova@halykfinance.kz)

**Асель Исатаева**, +7 (727) 244-6545

[a.isatayeva@halykfinance.kz](mailto:a.isatayeva@halykfinance.kz)

Для розничных инвесторов:

**Дарья Манеева**, +7 (727) 244-6980

[d.maneyeva@halykfinance.kz](mailto:d.maneyeva@halykfinance.kz)

**Сабина Муканова**, +7 (727) 259-6203

[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto:s.mukanova@halykfinance.kz)

##### Департамент Исследований

Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541

[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157

[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

Долговые инструменты

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153

[b.madybaev@halykfinance.kz](mailto:b.madybaev@halykfinance.kz)

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986

[y.mustafin@halykfinance.kz](mailto:y.mustafin@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 244-6968

[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@halykfinance.kz)

Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538

[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

**Еркин Абдрахманов**, +7 (727) 244-6538

[y.abdrakhmanov@halykfinance.kz](mailto:y.abdrakhmanov@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance

пр.Аль-Фараби,19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б

050013, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 (727) 244 6540

Факс. +7 (727) 259 0593

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

**Bloomberg**

HLFN

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance