

Февраль 10, 2016

Колосс на глинистых ногах

Рекомендация	Продавать	
Целевая цена	GBp	90
	KZT	470
Цена 09.02.2016 (GBp)		114,0
Потенциал роста (GBp)		-20,9%

Данные по акции	
Тикер	KAZ.LN/GB_KZMS
Кол-во простых акций (млн)	446
Дневной объем торгов (\$млн)	2,9
Доля акций в свободном обращении (%)	52%
Рыночная капитализация (\$млн)	736

#### Основные акционеры:

Владимир Ким	33,4%
Олег Новачук	7,8%
Credit Suisse Group AG	7,5%
Ким Владислав	7,0%
LGT Bank in Liechtenstein AG	5,4%

Фин. показатели (\$млн)	2014Ф	2015П	2016П
Выручка	846	660	881
EBITDA скорр.	270	121	186
Чистая прибыль	-234	-9	77
EPS (\$/акцию)	-0,5	0,0	0,2
Собственный капитал	2 104	2 095	2 172
Чистый долг	962	2 487	3 146

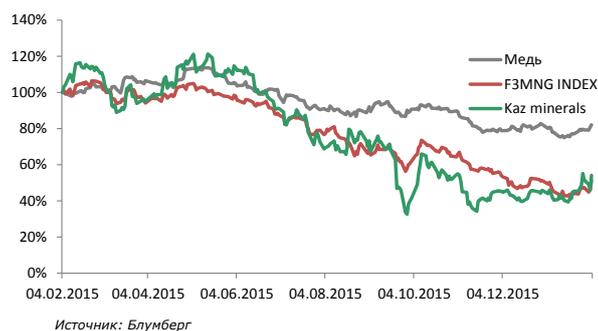
Оценка	2014Ф	2015П	2016П
P/E (x)	Н/Д	Н/Д	9,6
P/B (x)	0,3	0,4	0,3
EV/EBITDA (x)	10,4	21,4	13,9
Net Debt/EBITDA (x)	3,6	20,6	16,9
RoE	-11%	0%	4%

Динамика ст-ти акций	Абс.	Отн. *
1М	16,9%	21,6%
3М	4,5%	12,6%
12М	-55,5%	-40,7%
Максимум за 52 недели	269,9	
Минимум за 52 недели	72,7	

\* по отношению к FTSE 100

Источники: Bloomberg, прогнозы XФ

Рис. 1. Доходность акций Kaz Minerals, FTSE 350 Mining и цена на медь, индекс на 04.02.2015-100%



Производственные результаты группы Kaz Minerals за 2015 год произвели двойственный эффект, немного порадовав значительным увеличением добычи руды и огорчив снижением добычи катодной меди по Восточным рудникам и малыми объемами меди с Актогая. Это подразумевает, что проектные риски все еще остаются, и в совокупности с огромными капитальными затратами и волатильными ценами на медь, увеличивают риски по компании в целом.

**Оценка:** Мы снижаем нашу целевую 12М цену до 90 GBp/акцию, и снижаем рекомендацию до Продавать. Мы ожидаем снижения рыночной цены акций Kaz Minerals ввиду увеличения чистого долга группы до \$3,1 млрд, и соответственно, увеличения кредитных рисков. В нашей фундаментальной модели, мы основываемся на планах компании по запуску проектов – Бозшаколь в 2016 году и Актогай (сульфидная руда) к концу 2017 года, и ожидаем увеличения объема производства до 142-262 тыс. тонн в 2016-2020 гг. Мы придерживаемся фьючерсной цены на медь -\$4 614/тонну в 2016-1П2017 гг. и консенсус цены -\$5 250-5 452/тонну в 2017-2019 гг.

**Риски:** Мы также полагаем, что проектные риски все еще сохраняются и в наибольшей степени по Актогаю, так как значительная долговая нагрузка компании может затруднить привлечение дополнительных инвестиций для завершения проекта (на конец 1П2015 г. компания потратила около 50% от стоимости проекта в \$2,3 млрд), т.е. финансирование и сроки запуска проекта Актогай могут сдвинуться на год и более до установления более высоких цен на медь, и соответственно, увеличения привлекательности группы Kaz Minerals для инвесторов. На ближайшее время запуск проекта Коксай маловероятен, и более того, экономика проекта все еще не определена (\$195 млн выплачено за лицензию на конец 1П2015 г.).

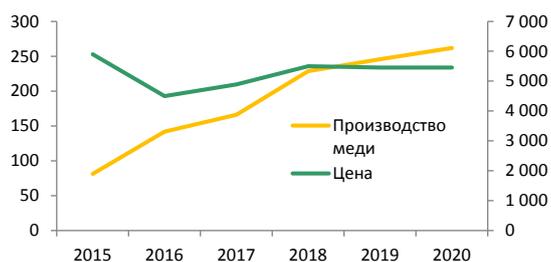
Акции Kaz Minerals достаточно чувствительны к изменениям цены на медь (рост цены на медь на 1% ведет к увеличению цены Kaz Minerals на 3,13%). Хотя в модели в долгосрочной перспективе мы придерживаемся более высокой цены на медь - \$5 250/тонну, цена на медь может оказаться ниже консенсус прогноза. Так, согласно Bloomberg intelligence (BI), в ближайшие годы рынок будет переживать период переизбытка поставок меди и в 2016 году поставки меди от основных поставщиков увеличатся на 9%, что в совокупности со снижением спроса на медь в Китае (снижение спроса на 2-4% г/г в 2015 году) будет оказывать давление на цену меди.

**Ослабление тенге и снижение себестоимости:** Мы полагаем, что ослабление Тенге на 48,5% 1П2015/2П2015, и 55% доли расходов деноминированных в тенге благоприятны для компании в ближайшие годы.

Мы ожидаем снижения средней чистой денежной себестоимости к 2016 г. на 17% г/г до \$96 центов/фунт с дальнейшим средним годовым ростом (CAGR) - 4% г/г.

Однако, мы полагаем, что убытки по списанию стоимости активов могут продолжаться и в будущем (в 2014 г. убытки по обесценению активов и девальвации составили \$313 млн, убытки от продажи ENRC \$2 066 млн; в 1П2015 года – убытки по списанию - \$12 млн).

Рис 2. Прогноз производства меди, тыс тонн и цена в \$/тонну



Источник: Прогноз Халык Финанс

### Наши прогнозы по производству катодной меди и попутных металлов

Группа Kaz Minerals в 2015 году произвела добычу преимущественно глинистой руды на проектах Бозшаколь и Актогай, и производство катодной меди с рудника Актогай составило всего 0,4 тыс. тонн. Потенциально возможное производство меди из глинистых руд составит не более 15 тыс тонн с рудника в год (Бозшаколь и Актогай). По Восточным рудникам и Бозымчак – производство катодной меди составило 80,7 тыс. тонн, что соответствует изначальному прогнозу компании.

#### Прогноз производства катодной меди и попутных металлов на 2016-2020 гг.

Производство меди из сульфидных руд в 90 тыс тонн/год мы ожидаем только к 2017 году по Бозшаколь (54% от общего нормативного плана в 2016 г.), и в лучшем случае к 2019 году по Актогаю (53% от нормативного плана в 2018 г.). Мы ожидаем увеличения производства катодной меди по группе до 142 тыс. тонн в 2016 году с дальнейшим увеличением производства до 262 тыс. тонн к 2020 году (вместе с запуском проекта Актогай). Наш прогноз по производству меди довольно оптимистичный, ввиду более высокого содержания меди на новых рудниках в первые пять лет. Однако производство меди с Восточных рудников будет постепенно снижаться ввиду снижения концентрации меди и зрелости месторождений (прогноз на 2016 год 73 тыс тонн, снижение на 10% г/г), и к 2028 году мы ожидаем полного прекращения добычи на Востоке.

Мы ожидаем снижения производства цинка на 5,3% г/г до 89 тыс. тонн за счет снижения концентрации цинка на рудниках Орловском и Артемьевском, и закрытия Юбилейно-Снегирихинского рудника. В будущем, мы ожидаем увеличения производства золота и молибдена за счет увеличения добычи с рудников Бозшаколь и Актогай.

Рис 3. Прогноз производства попутных металлов

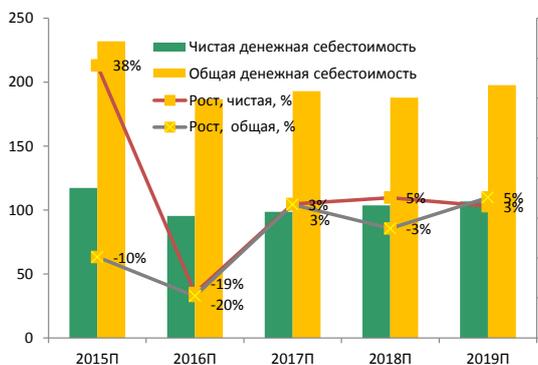
	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П
Цинк, тыс. тонн	94	89	82	76	70
Серебро, тыс. унций	3135	2542	2239	2095	1930
Золото, тыс. унций	35	75	98	113	171
Молибден, тыс. тонн	0,0	0,6	1,1	2,1	2,7

Источник: прогноз Халык Финанс

### Прогноз денежной себестоимости производства меди

За 1П2015 года, чистая денежная себестоимость группы по Восточным рудникам - \$125 центов/фунт, и общая денежная себестоимость - \$270 центов/фунт. Согласно данным компании, по новым проектам Бозшаколь и Актогай чистая денежная себестоимость -\$100 и \$130 центов/фунт (рассчитана из цены на золото \$1300/унцию и молибден \$20 000/тонну). Наша расчетная чистая денежная себестоимость по Бозшаколь и Актогай -\$115 и \$136 центов/фунт (с учетом текущей цены на золото-\$1 127/унцию и молибден-\$12 015/тонну). Мы прогнозируем снижение средней чистой денежной себестоимости к 2016 году на 17% г/г до \$96 центов/фунт с дальнейшим средним годовым ростом около 4% г/г., в основном за счет ослабления Тенге на 48,5% 1П2015/2П2015, и 55% доли расходов деноминированных в тенге. Мы ожидаем инфляцию в 11% в 2016 году, 6% в 2017 году, с дальнейшим снижением до целевого значения в 4%.

Рис 4. Динамика денежных затрат, в центах/фунт, изменение в %, 2015-2020 гг.



Источник: прогноз Халык Финанс

## Наша оценка акций группы Kaz Minerals

Рис. 5 Цена на медь, \$/тонну

	2016П	2017П	2018П	2019П
Консенсус прогноз	4 850	5 250	5 500	5 452
Фьючерс	4 614	4 614	4 612	4 619
ХФ (модель)	4 614	4 886	5 500	5 452

Источник: Блумберг

В нашей фундаментальной модели, с учетом объема производства катодной меди в 142-262 тыс. тонн в 2016-2020 гг, консенсус цены на медь в \$5 250-5 452/тонну в 2017-2019 гг. (на 2016 г. и 1П2017 г. мы придерживаемся фьючерсной цены, далее консенсус прогноза), увеличения чистого долга на \$1,3 млрд до \$3,1 млрд (\$1,85 млрд на конец 3кв2015 г.), мы снижаем нашу целевую 12М цену до 90 GBp/акцию, и снижаем рекомендацию до Продавать. Мы ожидаем снижения рыночной цены акций Kaz Minerals ввиду увеличения чистого долга группы (увеличения кредитных рисков) и сохранения проектных рисков.

Стоимость акций Kaz Minerals также весьма чувствительна к курсу Тенге/\$, и дальнейшее укрепление Тенге в связи с увеличением цены на нефть, может оказать отрицательное давление на цену акций.

Как уже отмечалось, основным катализатором роста акций является цена на медь. Согласно прогнозам Bloomberg intelligence, в ближайшие годы рынок будет переживать период переизбытка поставок меди. В 2016 году поставки меди от основных поставщиков увеличатся на 9%, что в совокупности со снижением спроса на медь в Китае (снижение спроса на 2-4% г/г в 2015 году, доля Китая - 46% согласно Международному бюро по статистике металлов) будет оказывать давление на цену меди.

### Кредитные риски

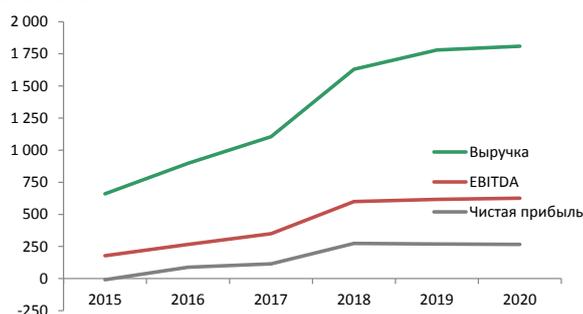
Для завершения проектов (в большей мере по Актогаю) необходимость дополнительного фондирования составит около \$1,0 млрд в 2016-2017 гг. (без учета запланированных компаний \$0,8 млрд в 4кв2015). По нашим расчетам, прогноз чистого долга группы составит \$3,1 млрд на конец 2016 года, и коэффициент левереджа (соотношение чистый долг/капитал) увеличится до 5,4x на конец 2016 года (3,2x на конец 3кв2015 года), что значительно повышает кредитные риски группы, и соответственно, риск дефолта.

Рис. 6. Расчет 12М целевой цены Kaz Minerals, \$ млн

	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
Выручка	881	1 093	1 586	1 726	1 787	1 741
ЕБИТ (с учетом НДС)	131	176	374	365	369	336
Амортизация	54	84	92	104	115	130
ЕБИТДА (с учетом НДС)	186	260	466	469	483	466
- Налог на прибыль	19	26	64	63	64	57
- Капитальные инвестиции	660	706	143	128	118	118
-оборотный капитал	2	1	3	7	8	11
Свободные денежные потоки		-473	256	271	294	280
WACC	9,5%					
Свободные денежные потоки (PV)	370	-432	213	207	204	178
+ оборотный капитал	19					
+ Терминальная стоимость (PV)	3 339					
- Прогноз чистого долга	-3 146					
Стоимость Капитала	583					
Количество акций	447					
Целевая 12М цена (GBp)	90					

Источник: прогноз Халык Финанс

Рис. 7. Прогноз выручки, EBITDA, чистой прибыли, \$ млн, 2015-2020 гг.



Источник: прогноз Халык Финанс

### Прогнозы доходности

Согласно финансовой отчетности за 1П2015, EBITDA группы составила \$88 млн, в то время как чистая прибыль составила -\$13 млн, в основном за счет списания убытков по обесценению и выбытию активов на сумму \$14 млн и выплаты процентов по обслуживанию долга на сумму \$13 млн (около 80% процентов по обслуживанию долга капитализируются). В случае запуска всех проектов согласно выставленным срокам, мы ожидаем средний годовой рост (CAGR) EBITDA в 34,4% на 2016-2019 гг. от прогнозного EBITDA (скорр., до выплаты НДС) в \$178 млн в 2015 году, в основном за счет увеличения производства меди и более высоких прогнозных цен (консенсус рынка) относительно текущих цен на медь. Наша прогнозная EV/EBITDA на конец 2016 г. с учетом текущей цены акций группы -13,9x, и EV/EBITDA на конец 2016 г с учетом целевой цены - 19,7x.

### Прогноз чистой прибыли и выплаты дивидендов

Наш прогноз прибыли без учета убытков по переоценке активов и девальвации тенге (в 2014 году убытки по обесценению активов и девальвации составили \$313 млн, убытки от продажи ENRC \$2 066 млн; в 1П2015 года - убытки по списанию - \$12 млн) - около \$77 млн в 2016 году с дальнейшим средним годовым ростом (CAGR) в 35% к 2020 году.

Мы полагаем, что убытки по списанию компания признает и в 2П2015-2016 гг. Во 2П2015 года мы ожидаем убытки от девальвации Тенге (вследствие девальвации Тенге на 19% в 2014 году компания признала убытки в \$181 млн), а также убытки по списанию активов, так как чистая стоимость активов снижается из-за более низких цен на медь.

Мы не ожидаем дивидендов в будущем до 2020 года, так как чистые денежные потоки группы отрицательные (до 2018 г.), и в случае успешной реализации проектов Актогай и Бозшаколь, компании необходимо будет привлечь дополнительное финансирование для запуска и проекта Коксай (на данный момент маловероятно и не рассматривается в нашей модели).

### Сравнительная оценка группы Kaz Minerals

По показателям EV/EBITDA 2016, EV/EBITDA 2017 года акции Kaz Minerals торгуются с премией (показатель выше среднего значения), причем премия выше относительно EV/EBITDA 2016 года. Это означает, что акции Kaz Minerals торгуются дороже аналогичных компаний. Прогноз ХФ по EV/EBITDA 2016-13,9x (консенсус-15x). Так, за год цена на медь снизилась на 19%, и акции Kaz Minerals упали на 46,3% (индекс FTSE 350 Mining снизился также на 48,4%). За последний месяц акции Kaz Minerals опережают доходность индекса FTSE 350 Mining, в основном за счет опубликованных данных о производстве первой катодной меди с проекта Актогай.

Рис 8. Сравнительная оценка Kaz Minerals

Тикер	Название	EV/T12M EBITDA	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2016
	<b>Среднее</b>	<b>8,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,4</b>
<b>KAZ LN Equity</b>	<b>KAZ MINERALS PLC</b>	<b>25,6</b>	<b>10,3</b>	<b>15,0</b>
BHP AU Equity	BHP BILLITON LIMITED	5,2	6,7	7,5
FCX US Equity	FREEMPORT-MCMORAN INC	H/Д	5,0	6,3
RIO LN Equity	RIO TINTO PLC	5,1	7,4	5,7
FM CN Equity	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	15,0	9,2	13,0
ANTO LN Equity	ANTOFAGASTA PLC	4,5	6,4	7,0
HNDL IN Equity	HINDALCO INDUSTRIES LTD	8,2	6,9	8,5
SCCO US Equity	SOUTHERN COPPER CORP	11,2	12,5	12,1
358 HK Equity	JIANGXI COPPER CO LTD-H	H/Д	10,1	9,0
TRQ CN Equity	TURQUOISE HILL RESOURCES LTD	3,0	24,3	3,1
BOL SS Equity	BOLIDEN AB	4,9	5,1	5,2
AAL LN Equity	ANGLO AMERICAN PLC	H/Д	6,8	5,1
601958 CH Equity	JINDUICHENG MOLYBDENUM CO -A	H/Д	41,4	62,3
GMKN RM Equity	MMC NORILSK NICKEL PJSC	3,7	5,5	4,6
VED LN Equity	VEDANTA RESOURCES PLC	H/Д	6,6	8,2
GMKN RM Equity	MMC Norilsk Nickel PJSC	3,7	5,5	4,6
BOL SS Equity	Boliden AB	4,9	5,1	5,2
CS CN Equity	Capstone Mining Corp	H/Д	4,0	6,0
GMEXICOB MM Equity	Grupo Mexico SAB de CV	5,2	5,9	6,2
HBM CN Equity	HudBay Minerals Inc	18,1	5,7	7,5
TKO CN Equity	Taseko Mines Ltd	8,9	25,6	8,2
TCK/B CN Equity	Teck Resources Ltd	H/Д	7,2	5,9
VALE3 BZ Equity	Vale SA	6,7	6,5	5,5
KGHM PW Equity	KGHM Polska Miedz SA	3,5	4,4	3,6

Источник: Блумберг

### Катализаторы роста стоимости акций

#### Внешние факторы:

Как мы уже отмечали ранее, акции Kaz Minerals представляют собой спекулятивную ставку на медь и незначительное повышение цены на медь увеличивает стоимость акций на рынке. Дополнительный катализатор роста акций - это ослабление Тенге в текущей и долгосрочной перспективе.

Внутренние катализаторы роста стоимости акций - снижение операционных (увеличение производства меди, снижение себестоимости производства меди) и кредитных (снижение долговой нагрузки) рисков компании.

Приложение А. Финансовая отчетность Kaz Minerals в млн \$, кроме значений за акцию

	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
<b>Отчет о прибыли и убытках</b>					
Выручка	846,0	659,8	880,7	1 093,3	1 586,0
Себестоимость	328,0	321,1	492,9	611,0	858,0
Валовая прибыль	518,0	338,7	387,8	482,3	727,9
Административные расходы и по реализации	164,0	160,4	137,2	142,5	146,7
Налог на добычу	86,0	57,0	64,4	79,7	115,5
ЕВИТДА	268,0	121,3	186,2	260,0	465,7
Убытки от обесценения	137,0	15,0	0,0	0,0	0,0
Прочие расходы (доходы)	(5,0)	(2,0)	0,0	0,0	0,0
Амортизация	42,0	65,4	54,4	84,2	91,6
Операционная прибыль	94,0	42,9	131,8	175,8	374,1
Финансовые расходы	38,0	36,7	36,1	44,0	52,2
Финансовые доходы	(10,0)	(4,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Расходы (доходы) от девальвации	235,0	15,0	0,0	0,0	0,0
Другие неоперац. расходы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прибыль до выплаты налогов	(169,0)	(4,8)	96,2	132,3	322,5
Налог на прибыль	65,0	18,8	19,2	26,5	64,5
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(234,0)</b>	<b>(23,6)</b>	<b>77,0</b>	<b>105,8</b>	<b>258,0</b>
Количество акций	523,7	446,7	446,7	446,7	446,7
<b>Доходность на акцию</b>	<b>(\$0,4)</b>	<b>(\$0,1)</b>	<b>\$0,2</b>	<b>\$0,2</b>	<b>\$0,6</b>
<b>Балансовый отчет</b>					
Денежные средства	1 730,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Краткосрочные инвестиции	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Дебиторская задолженность	168,0	129,5	181,0	230,6	330,2
Запасы	147,0	168,3	263,4	322,3	433,9
Авансы	49,0	37,2	52,8	65,6	95,2
Прочие текущие активы	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Итого оборотные активы	2 496,0	837,1	999,2	1 120,6	1 361,3
Недвижимость, производст. и оборуд.	2 740,0	4 239,7	4 973,2	5 751,0	5 986,7
Гудвилл и нематериальные активы	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Прочие внеоборотные активы	429,0	429,0	429,0	429,0	429,0
Отложенные налоговые активы	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Инвестиции в совместные предприятия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Активы классифицированные к продаже	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Итого активы</b>	<b>5 718,0</b>	<b>5 558,8</b>	<b>6 454,3</b>	<b>7 353,6</b>	<b>7 830,0</b>
Краткосрочные займы	181,0	76,4	234,7	443,2	1 450,8
Кредиторская задолженность	435,0	388,7	558,7	667,9	904,5
Прочие краткосрочные обязательства	2,0	2,3	3,6	4,3	5,8
Текущие налоги к уплате	20,0	20,0	9,0	20,0	20,0
Итого краткосрочные обязательства	638,0	487,4	806,0	1 135,4	2 381,0
Долгосрочные займы	2 911,0	2 911,0	3 411,0	3 875,0	2 847,8
Отложенные налоговые обязательства	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Прочие долгосрочные обязательства	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
<b>Итого обязательства</b>	<b>3 614,0</b>	<b>3 463,4</b>	<b>4 282,0</b>	<b>5 075,4</b>	<b>5 293,8</b>
Доля миноритарных акционеров	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Акционерный капитал	2 522,0	2 522,0	2 522,0	2 522,0	2 522,0
Резервы	(421,0)	(429,6)	(352,6)	(246,8)	11,2
Итого собственный капитал	2 104,0	2 095,4	2 172,4	2 278,2	2 536,2
<b>Итого обязат-ва и собственный капитал</b>	<b>5 718,0</b>	<b>5 558,8</b>	<b>6 454,3</b>	<b>7 353,6</b>	<b>7 830,0</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>					
<b>Операционная деятельность</b>					
Операционная прибыль		42,9	131,8	175,8	374,1
Проценты на выплату		(36,7)	(36,1)	(44,0)	(52,2)
Другие финансовые расходы		4,0	0,5	0,5	0,5
Налог на прибыль		(18,8)	(19,2)	(26,5)	(64,5)
Износ и амортизация		65,4	54,4	84,2	91,6
Изменения в оборотном капитале (увеличение)		(17,1)	(1,8)	(0,5)	(2,6)
Изменения в прочих обязат-вах и активах		0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие убытки и списания		0,0	0,0	0,0	0,0
Денежные средства от опер. деятель-ти		39,7	129,5	189,5	347,0
<b>Инвестиционная деятельность</b>					
Капитальные инвестиции		(1 435,0)	(660,0)	(706,0)	(142,5)
Продажа (покупка) инвестиций		0,0	0,0	0,0	0,0
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты		400,0	0,0	0,0	0,0
Денежные средства от инвест. деятель-ти		(1 035,0)	(660,0)	(706,0)	(142,5)
<b>Финансовая деятельность</b>					
Выпуск / (погашение) долгосрочных займов		(104,6)	658,3	672,5	(19,7)
Выпуск краткосрочных займов		0,0	0,0	0,0	0,0
(Погашение) долгосрочных займов		(130,1)	(127,8)	(156,0)	(184,8)
(Дивиденды) миноритарным акционерам		0,0	0,0	0,0	0,0
(Дивиденды) акционерам группы		0,0	0,0	0,0	0,0
Выкуп акций		0,0	0,0	0,0	0,0
Доходы от опционов		0,0	0,0	0,0	0,0
Денежные средства от фин. деятель-ти		(234,7)	530,5	516,5	(204,5)
Чистый прирост денежных средств		(1 230,0)	0,0	0,0	0,0

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».

© 2016, все права защищены.

#### **Директор департамента исследований**

**Мурат Темирханов, +7 (727) 244-6541**  
[m.temitkhanov@halykfinance.kz](mailto:m.temitkhanov@halykfinance.kz)

#### **Макроэкономика**

**Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157**  
[n.jandarova@halykfinance.kz](mailto:n.jandarova@halykfinance.kz)

#### **Долговые инструменты**

**Станислав Чуев, +7 (727) 244-6538**  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)

**Салтанат Мадиева, +7 (727) 330-0153**  
[s.madiyeva@halykfinance.kz](mailto:s.madiyeva@halykfinance.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](http://www.halykfinance.kz)

#### **Долевые инструменты**

**Гульмария Жапакова, +7 (727) 244-6538**  
[g.zhapakova@halykfinance.kz](mailto:g.zhapakova@halykfinance.kz)

**Аскар Ахмедов, +7 (727) 330-0157**  
[a.akhmedov@halykfinance.kz](mailto:a.akhmedov@halykfinance.kz)

Bloomberg  
HLFN <Go>  
Factset  
Halyk Finance  
Thomson Reuters  
Halyk Finance  
Capital IQ  
HLFN