

**Время проявить гибкость**

Сентябрь 2, 2015

Гульмария Жапакова  
 g.zhapakova@halykfinance.kz  
 +7(727)2446538

Простые акции	Держать
12М целевая цена, KZT	13 106
Последняя цена (02/09/2015), KZT	11 500
12М целевая цена, \$/ГДР	9,1
Последняя цена (02/09/2015), \$/ГДР	8,35
Потенциал роста (падения)	9,1%
Ожидаемая дивидендная дох-ть	6,5%
Ожидаемая совокупная дох-ть	15,6%
Рын. капитализация (\$млрд)	3,7
Доля акций в свободном обращении	31%
Диапазон за 52 недели	T8,414-19864
Кол-во акций в обращении	67,8
Тикер	KMG/RDGZ

Привилег. акции	Держать
12М целевая цена, KZT	6 820
Последняя цена (20/02/2015), KZT	6 299
Потенциал роста (падения)	8,3%
Ожидаемая дивидендная дох-ть	12,3%
Ожидаемая совокупная дох-ть	20,6%
Диапазон за 52 недели	T5,560-16,000
Доля акций в своб. обращении, млн	2.8%
Тикер	RDGZp

Источники: Блумберг, KASE, прогнозы ХФ

Согласно опубликованным финансовым результатам РД КМГ от 14 Августа 2015, выручка компании снизилась на 48,1% г/г, чистая прибыль упала на 98.3%. Снижение выручки и доходов в основном связано с падением цен на нефть на 49,5% г/г до \$54.5/баррель, и увеличение операционных расходов на 17,9% г/г до T162.7 млрд.

Новый курс KZT/USD представляет собой дополнительный вызов для РД КМГ касательно сохранения операционных расходов на уровне инфляции. В нашем анализе мы подчеркиваем важность увеличения прибыли и сокращения расходов с использованием возможности ослабевшего тенге. Мы также отметили, что прибыль, связанная с девальвацией тенге и сокращением расходов в долларовом эквиваленте будет скомпенсирована в 2018 году ввиду увеличения инфляции.

Мы также отметили, что показатель доходности капитала (ROE) снизился до исторического низкого показателя 3.5% в 2014 году, и по нашим расчетам, увеличится до 6.1% в 2015 году.

Текущие и будущие свободные денежные потоки (FCF) от основной деятельности (ОМГ, ЭМГ) отрицательные. Однако, положительные свободные денежные потоки от ассоциированных компаний и СП (КГМ, ПКИ, CCEL), а также депозиты РД КМГ на сумму T682.3 млрд обеспечивают своеобразный нижний буфер к рыночной цене. Текущие цены на нефть сорта Brent достаточно волатильны, с колебанием цены в 2016 году в коридоре от \$45 до \$65/баррель, и хотя пока мы не видим точку поворота по достижению цены до \$60/баррель, мы применили в нашей оценке верхний горизонт в \$70/баррель Brent в 2022 году.

Согласно нашему анализу, мы повысили наш рейтинг с **Продавать** до **Держать** ввиду ожидаемых дивидендов, вытекающих от курсовой разницы после девальвации тенге, увеличения показателей прибыльности в течение следующих двух лет, и текущего уровня депозитов, которые обеспечивают компании некоторую гибкость. Мы снизили 12-месячную целевую цену до \$9.1/GDR (предыдущая 12-месячная целевая цена \$10/GDR была основана на рыночной цене \$12/GDR на дату отчета), что согласно нашим расчетам, представляет 9%-ный потенциал роста к текущей цене. Мы ожидаем дивиденд в размере T777/за акцию и дивидендную доходность в размере 6.5% (к текущей цене) за счет дохода по курсовой разнице ввиду девальвации тенге. Совокупный ожидаемый доход составляет 15,6%/GDR и 20.7%/акцию. На наш взгляд, разница в доходности между GDR и акцией связана с низкой ликвидностью на рынке KASE и временным отсутствием паритета между GDR и акцией по курсу доллару к тенге. Отсутствие паритета цены создает арбитражную возможность (покупать на акции на KASE, продавать GDR на LSE), что впоследствии, должно привести к равновесию цены между акцией и GDR на LSE и KASE.

**Цена акций РД КМГ отражает волатильность цены на нефть, и текущая рыночная цена соответствует фундаментальной оценке**

На волне снижения цены на нефть сорта Brent в течение

1. Рис. 1. Волатильность РД КМГ, цен на нефть и S&P за 2014-2016



Источник: Данные компании, Блумберг, исследования ХФ

года на 56.7%, GDR РД КМГ упали на 53.7%. Мы наблюдаем высокую корреляцию между ценами GDR РД КМГ и нефтью сорта Brent (коэффициент равен 0,77). На наш взгляд, снижение цены GDR РД КМГ в текущем году произошло не только за счет снижения цены за нефть, но и за счет увеличения операционных расходов, снижения прибыльности и более низких дивидендов, выплаченных в 2015 году (дивиденды по результатам 2014 года выплачены в 2015 году).

Мы считаем, что текущая рыночная цена соответствует фундаментальной оценке (наша оценка выше текущей цены на сотые доли). Нижняя граница риска снижения цены лимитирована Т682 млрд депозитами (отметим, что размер депозитов величина непостоянная и может снижаться с увеличением потребности в ликвидности компании), 53% которых деноминированы в долларах США (доля депозитов составляют \$8.0/ GDR). Мы пересчитали и увеличили размер депозита с учетом изменения курса доллара к тенге. Позитивным катализатором увеличения цены GDR может послужить увеличение цены нефти сорта Brent, увеличение объемов добычи и продажи нефти, и снижение операционных расходов.

### Девальвация подразумевает улучшение прибыльности в ближайшие два года и выплату дивидендов в 2015 году

В течение 2006-2012 годов, среднегодовой рост дивидендов (CAGR) составил впечатляющих 18%. Однако, в 2014 году, размер дивидендов снизился на 77.7% г/г с Т1 976 до Т441, и дивидендная доходность снизилась на 11% до 3%.

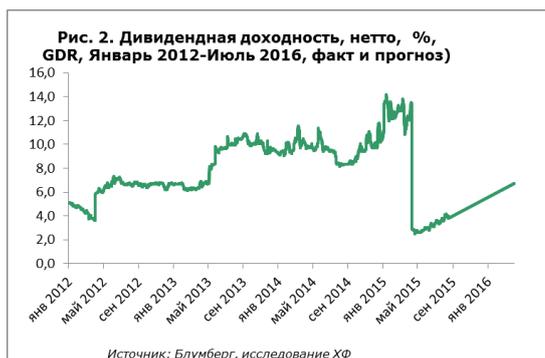
Несмотря на низкую прибыльность в 1П2015, мы ожидаем доход от курсовой разницы от 53-х % долларовых депозитов от девальвации тенге, увеличение прибыльности и соответственно, выплату более высоких дивидендов за 2015, нежели за 2014 год (дивиденды выплачиваются годом позже).

Предполагая, что компания сохранит коэффициент выплаты дивидендов за прошлый год в размере 64% от ожидаемой доходности за акцию (EPS) Т1 235 (показатель доходности 10.75%), ожидаемый дивиденд за 2015 год составит Т777/акцию.

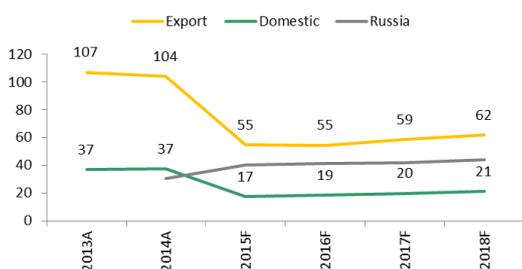
Однако, учитывая увеличение операционных расходов независимо от направленности движения цен за нефть (увеличен фонд оплаты труда), и прогноз цен на нефть в диапазоне \$55-\$65/баррель в ближайшие годы, мы ставим под сомнение размер дивидендов более, чем Т1 000 в 2016-2020 годах, если только коэффициент выплаты дивидендов не достигнет более 100%, и курс KZT/USD составит 300 тенге за доллар.

### Увеличение объемов продаж в Россию и на внутренний рынок снижает долю экспортных продаж

Доходы компании за 1П2015 снизились на 48.1% г/г и составили Т241 млрд. Мы отмечаем снижение доходов ввиду падения цен на экспортную нефть на 49.5% г/г до \$54.5/баррель, а также ввиду сокращения доли экспортной выручки в 1П2015. Так, за первое полугодие 2015 года, доля продаж в Россию составила 13%, и по нашим расчетам, увеличится до 10% в 2015 и 2016 годах, что составит 827 тыс тонн и 833 тыс тонн, соответственно. Так, согласно двухстороннему соглашению между Россией и Казахстаном, в 2015 году Казахстан поставит 2 млн тонн нефти в Россию, из которых мы предполагаем, 40% будет поставлено за счет РД КМГ. Соответственно, мы ожидаем снижение выручки в 2015-2016 годах ввиду предоставления 30%-ной скидки для



**Рис 4. Динамика цен на экспорт, Россию и внутренний рынок (\$/баррель)**



Источник: Данные компании, исследования ХФ

**Рис 5. Средневзвешенная цена реализации и операционные расходы в долл/барр., 2013-2017 (факт и прогноз)**



Источник: Данные компании, исследования ХФ

России к экспортной цене реализации нефти сорта Brent. Мы обновили нашу модель с учетом увеличения объемов в Россию до 2017 года.

Доля продаж на внутренний рынок увеличится с ожидаемых 32% в 2015 году до 48% к 2018 году, что составит около 2,65 млн. и 3,9 млн тонн, соответственно. Также ввиду более низких цен реализации нефти на НПЗ, необходимо отметить ожидаемое снижение выручки к 2018 году за счет увеличения доли продаж на внутренний рынок (текущая цена составляет \$17.2/баррель, что ниже на 66% экспортной цены реализации нефти).

### Операционные расходы растут, в то время как цена на нефть падает

Увеличение операционных расходов в условиях низких цен на нефть снизили EBITDA в 1П2015 года до отрицательного значения в -Т4.56 млрд, и показатель маржа EBITDA снизился с 31,86% до -1.9% г/г.

Если ставки экспортной пошлины и рентного налога зависят от цены реализации нефти, и снижаются вместе со снижением цены на нефть, некоторые операционные расходы РД КМГ растут. Согласно результатам отчетности за 1П2015 года, расходы на оплату труда увеличились на 34,3% г/г и составили Т75.6 млрд, расходы на материалы и электроэнергию увеличились на 12,1% г/г до Т18,9 млрд, общие и административные расходы увеличились на 8,1% г/г до Т53.4 млрд.

Таким образом, мы обновили модель с учетом финансовых результатов за 1П2015 (индексация зарплат на 7% с января 2015 года, увеличение бонусов с 25% до 33% с сентября 2014 года, и дополнительное увеличение зарплат на 10% с Апреля 2014 года уже были учтены в модели). Мы также обновили модель с учетом дифференцированных тарифов на транспортировку (\$7.6/баррель/экспорт, \$5.4/баррель/Россия и \$0.9/баррель/НПЗ).

По нашим расчетам, при ценах на нефть в интервале от \$55-\$65/баррель в 2016-2020 годах и текущего курса тенге в диапазоне 240-250KZT/USD, маржа EBITDA увеличится от ожидаемого показателя 2,9% в 2015 до 14,7% в 2017 году, и достигнет \$6.3/баррель. Однако позже, маржа EBITDA снизится, так как эффект сокращения операционных расходов в долларовом эквиваленте с учетом девальвации тенге, исчезнет в последующие годы ввиду увеличения инфляции.

**Таблица 1. Расходы в долл за баррель, 2013-2018 года**

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
Цена Brent/\$/баррель	102	99	55	55	59	62
Ср. цена реализации/\$/баррель	92	80	43	40	43	43
Операц, администр. расходы/\$/баррель	64	61	41	35	37	37
EBITDA/\$/баррель	28,3	19,2	1,2	4,7	6,3	6,0
Корп. налог/\$/баррель	6,0	1,4	1,7	1,0	1,4	1,0
Прибыль/\$/баррель	22,3	17,9	-0,4	3,8	4,9	4,9

Источник: Данные компании, исследования ХФ

**Таблица 2. Сценарий низких цен РД КМГ, 2016-2018**

	2016П	2017П	2018П
Цена Brent/\$/баррель	35,0	40,0	45,0
Ср. цена реализации/\$/барр	27,4	30,5	32,3
Операц, администр. расходы	33,6	35,5	36,6
EBITDA/\$/баррель	-6,2	-5,0	-4,3
Корп. налог/\$/баррель	-1,7	-1,3	-1,4
Прибыль/\$/баррель	-4,5	-3,6	-2,9

Источник: Данные компании, исследования ХФ

### Высокая чувствительность РД КМГ к низким ценам на нефть

Однако дальнейшее снижение цен на нефть может оказать негативный эффект на прибыль и рыночную стоимость компании. Так, в нашем сценарии, при условиях цен на нефть \$35/баррель в 2016 году, EBITDA КМГ РД будет отрицательной и составит -\$6.2/баррель. Стоит напомнить, что EBITDA КМГ РД уже была отрицательной в 1кв2015 года,

и операционные денежные расходы составили \$49.2/баррель (исключая амортизацию). Этот сценарий уже включает позитивный эффект от девальвации тенге.

**Капитальные расходы, больше капитальных расходов, или в чем потенциальная стоимость капитальных расходов, если  $ROE < WACC$**

Капитальные инвестиции в 2015 году ожидаются в размере 508 млн долл (8.5 долл/баррель), и увеличатся до 611 млн долл в 2016 году и 533 млн долл в 2017 году. С учетом ожидаемого среднего значения капитальных инвестиций на следующие пять лет в размере \$9.03/баррель, среднее значение EBITDA/баррель составит \$5.08, что означает отрицательные свободные денежные потоки в течение следующих пяти лет - **\$4.11/баррель**.

При текущих ценах на нефть Brent в диапазоне \$45-\$55/баррель, операционные и капитальные расходы компании не поддерживаются денежными потоками компании.

Так, за 2010-2014 года, совокупный объем капитальных расходов составил \$3,88 млрд долл (без учета временной стоимости денег), и совокупный объем дивидендов составил \$2.6 млрд долл, или 67% от совокупного объема капитальных расходов. Ожидаемый совокупный объем капитальных расходов на 2015-2020 года составит \$3,223 млрд, однако, как упоминалось нами ранее, с учетом ожидаемой низкой операционной прибыли при цене на нефть менее, чем \$70/баррель (средняя цена реализации в 2015 году около \$40.4/баррель при цене Brent \$55/баррель; цена безубыточности/баррель составляет \$42,6/баррель в 2015 году и \$37,3/баррель в 2016 году), РД КМГ не сможет выплачивать прежний уровень дивидендов, и платить более, чем Т1 000/акцию.

**Таблица 3. EBITDA, FCF (своб. Ден. Потоки), капит. Расходы \$ за баррель**

	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П
EBITDA с вычетом корп. налога/баррель	22,3	17,9	-0,4	3,8	4,9
Капит. Расходы/баррель	16,3	12,1	8,5	10,1	8,9
FCF (Ден. Потоки) /баррель	6,0	5,7	-8,9	-6,4	-4,0

Источник: Данные компании, исследования ХФ

Показатель доходности капитала компании с 2012 года снижается (среднегодовой рост составит -14.4% CAGR с 2012-2017 года), и по нашим расчетам, не достигнет исторически высоких показателей, если только цена за нефть не вырастет выше \$100/баррель. Также, с учетом показателя доходности капитала ROE 3.5% в 2014 году и 6.1% в 2015 году, компания не зарабатывает требуемый WACC (наш расчетный показатель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) равен 13%). Другими словами, на каждый \$1 привлеченного и собственного капитала по ставке 13% (компания практически не имеет долговую нагрузку), компания зарабатывает только 3.5%-6%, что в долгосрочной перспективе, представляет риск уничтожения стоимости капитала. Теоретически, низкий показатель ROE в долгосрочной перспективе должен означать выплату 100% дивидендов от прибыли.

**Таблица 4. ROE, ROA, период 2012-2018**

	2012Ф	2013Ф	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
ROE	12,0%	10,8%	3,5%	6,1%	4,3%	6,2%	4,7%
AT ROIC	22,8%	18,4%	17,7%	-2,8%	2,0%	3,4%	2,0%

Источник: Данные компании, исследования ХФ

**Наша методология оценки**

При расчете ожидаемой 12 месячной целевой цены РД КМГ, наша оценочная стоимость предприятия составила \$450.2 млн, или \$9.1/ GDR. Эта цена подразумевает также выплату дивидендов за 2015 год (выплата в 2016 году) в размере \$219 млн долларов. По нашим расчетам, свободные денежные потоки от ОМГ и ЭМГ отрицательные, однако, совокупная сумма свободных денежных потоков от СП и ассоциативных компаний положительная.

**Рыночная оценка РД КМГ - краткий обзор по свободным денежным потокам и EBITDA**

Учитывая рыночную стоимость компании в размере \$3.4 млрд долл, валовая стоимость предприятия составляет \$140.3 млн долларов (рыночная капитализация равна валовой стоимости предприятия минус займы). Также, подразумевая, что компания в долгосрочной перспективе не будет увеличивать объем добычи (добыча уменьшает резервы, и капитальные инвестиции идут на разработку новых и поддержание текущих месторождений), депозитов компании в размере \$3.2 млрд долл (отсутствие займов) и стоимости капитала 13% (WACC), компания должна зарабатывать не менее \$0.04/ за каждую GDR, или \$0.20 свободных денежных потоков/за каждый проданный баррель (ОМГ, ЭМГ, и включая дивиденды от КГМ, РКІ, ССЕЛ).

Для оценки чувствительности стоимости акций (GDR) к изменению EBITDA \$/баррель (основная деятельность ОМГ, ЭМГ и доли КГМ, РКІ, ССЕЛ), мы предположили, что размер займов (в нашем случае депозиты) останется неизменным (маловероятно), но цена капитала (рыночная цена за акцию) изменяется при изменении показателя EBITDA \$/баррель. Учитывая долгосрочный показатель среднегодовых капитальных инвестиций, среднее значение долгосрочной амортизации, и цену \$8.35/GDR, изначальное необходимое значение EBITDA \$/баррель составило \$9.2/баррель (EBITDA \$/баррель только от ОМГ и ЭМГ \$5,05/баррель). В нашем сценарии, для того, чтобы достичь рыночного значения \$10/GDR, консолидированное постоянное значение EBITDA \$/баррель должно увеличиться с \$9.2/баррель до \$10.5/баррель. Также, в случае, если показатель EBITDA \$/баррель снизится до \$7.5/баррель, то рыночная цена GDR упадет до \$6 долл.

**Таблица 5, Оценка РД КМГ**

Рыночная капит. \$млн	3391,4
Чистый Долг, \$млн	-3251,2
EV \$млн	140,3
GDR(EV) \$	0,35
GDR(Капитал) \$	8,35
WACC	0,13
FCF/GDR, \$	0,04
FCF, \$млн	18,23
FCF, \$/баррель	0,20

Источник : Данные компании, Блумберг, Исследования ХФ

**Рыночная оценка**
**Таблица 6, сценарий изменения цены GDR на изменение EBITDA \$/баррель**

	Текущая цена, GDR \$8.35	Сценарий, GDR \$10	Сценарий, GDR \$6
Чистый долг, \$, млн	-3251,2	-3251,2	-3251,2
Капитал, млн	3391,4	4061,6	2437,0
EV, \$, млн	140,3	810,4	-814,2
Кол. GDR, млн	406,2	406,2	406,2
GDR, \$	8,35	10,0	6,0
FCF, \$, млн	18,2	105,4	-105,8
FCF/\$/баррель	0,20	1,17	-1,18
<b>EBITDA/баррель</b>	<b>9,2</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>

Источник: Данные компании, Блумберг, Исследования ХФ

Однако, даже если на первый взгляд, стоимость акций кажется более чувствительной к положительному изменению EBITDA \$/баррель, компания должна обратить внимание на эффект увеличения расходов, или снижения EBITDA \$/баррель на рыночную стоимость капитала.

**Приложение 1. Финансовая отчетность**

Отчет о прибылях и убытках	2014Ф	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	845 770	531 378	628 433	719 573	770 962
Себестоимость	540 111	402 521	431 108	481 694	530 965
Валовая прибыль	305 659	128 857	197 325	237 879	239 997
Расходы на продажу, общие и админ. расходы	102 568	113 337	122 841	131 843	134 289
ЕВITDA	200 964	15 521	74 484	106 036	105 708
Износ и амортизация	59 485	38 031	55 640	69 156	82 049
ЕВIT	141 479	(22 511)	18 843	36 880	23 659
Доля в прибыли ассоциированных компаний и СП	(60 191)	(36 060)	(46 413)	(54 538)	(57 451)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	61 573	104 475	77 253	116 358	93 067
Налог на прибыль	14 535	20 895	15 451	23 272	18 613
Чистая прибыль	47 038	83 580	61 802	93 086	74 454
Прибыль на акцию (EPS)	690	1 235	880	1 326	1 060
<b>Балансовый отчет</b>					
Денежные средства	180 245	183 816	191 150	202 076	140 000
Краткосрочные инвестиции	535 513	573 343	494 713	466 069	505 548
Дебиторская задолженность	56 570	35 542	42 033	48 129	51 566
Запасы	26 357	19 366	21 396	24 214	26 947
Итого оборотные активы	905 374	879 096	828 566	831 258	821 314
Недвижимость, производственные помещения и оборудование	156 436	224 255	328 085	407 781	483 807
К получению от СП (КГМ)	13 808	13 808	13 808	13 808	13 808
Нематериальные активы	10 855	10 855	10 855	10 855	10 855
Инвестиции в ассоциированные компании (ПКИ)	116 054	118 292	121 329	124 887	128 739
Инвестиции в СП (КГМ)	95 177	99 347	104 132	109 231	114 142
Прочие финансовые активы	18 567	18 567	18 567	18 567	18 567
Итого активы	1 483 848	1 531 797	1 592 919	1 683 963	1 758 808
Краткосрочные займы	3 000	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	59 514	50 694	56 009	63 385	70 539
Провизии	8 287	6 089	6 727	7 613	8 472
Прочие оборотные обязательства	34 215	25 139	27 776	31 433	34 981
Итого текущие обязательства	105 016	81 922	90 512	102 432	113 992
Долгосрочный долг	4 218	4 218	4 218	4 218	4 218
Отложенные налоговые обязательства	569	569	569	569	569
Прочие долгосрочные обязательства	34 929	34 929	34 929	34 929	34 929
Итого обязательства	144 732	121 638	130 228	142 148	153 708
Капитал	163 004	163 004	163 004	163 004	163 004
Нераспределенная прибыль	1 098 170	1 169 213	1 221 745	1 300 869	1 364 154
Итого собственный капитал	1 339 116	1 410 159	1 462 691	1 541 815	1 605 100
Итого обязательства и собств. капитал	1 483 848	1 531 797	1 592 919	1 683 963	1 758 808
<b>Отчет о движении денежных средств</b>					
<i>Операционная деятельность</i>					
Чистая прибыль	100 116	83 580	61 802	93 086	74 454
Износ и амортизация	59 485	38 031	55 640	69 156	82 049
Доля в прибыли ассоциир. пред-ий	(60 191)	(36 060)	(46 413)	(54 538)	(57 451)
Изменения оборотного капитала	60 977	47 584	(12 175)	(8 491)	(1 093)
Изменения прочих активов и пассивов	(30 162)	-	-	-	-
Денежные потоки от операц. дея-ти:	130 225	133 136	58 855	99 213	97 959
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Капитальные инвестиции	(134 228)	(105 850)	(159 471)	(148 851)	(158 075)
Инвестиции в краткосрочн. фин. инструм-ты	-	(37 830)	78 630	28 644	(39 479)
Дивиденды полученные от ассоц. и СП	35 020	35 256	45 612	53 394	56 726
Денежные средства от инвест. деятель-ти	(99 208)	(108 423)	(35 229)	(66 813)	(140 828)
<i>Финансовая деятельность</i>					
Выпуск / (погашение) краткосрочных займов	(82 007)	(3 000)	-	-	-
(Дивиденды) акционерам группы	(38 706)	(12 537)	(9 270)	(13 963)	(11 168)
Денежные средства от фин. деятель-ти	(120 713)	(15 537)	(9 270)	(13 963)	(11 168)
Чистый прирост денежных средств	(89 697)	9 175	14 356	18 438	(54 037)
Баланс денежных средств на начало периода	277 855	180 245	183 816	191 150	202 076
Баланс денежных средств на конец периода	180 245	183 816	191 150	202 076	140 000

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».

© 2015, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541**  
[s.khakimzhanov@halykfinance.kz](mailto:s.khakimzhanov@halykfinance.kz)

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

#### Долговые инструменты

**Бахытжан Хощанов, +7 (727) 244-6538**  
[b.khochshanov@halykfinance.kz](mailto:b.khochshanov@halykfinance.kz)

**Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153**  
[s.amangeldi@halykfinance.kz](mailto:s.amangeldi@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

**Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538**  
[m.zhumadil@halykfinance.kz](mailto:m.zhumadil@halykfinance.kz)

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

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