



FERRO-ALLOY RESOURCES LTD.

Инвестиция в стартап по разработке ванадиевого месторождения

FAR находится на раннем этапе разработки месторождения, в связи с чем инвестиции в компанию сопровождаются более высокими рисками. Однако в случае успешной реализации проекта высокие риски проекта могут быть компенсированы более высокой доходностью. Учитывая потенциальные минеральные резервы, а также ожидаемые эксплуатационные расходы, FAR может крепко закрепиться на рынке по производству ванадия.

Ferro-Alloy Resources находится на начальном этапе разработки месторождения ванадиевых руд Бала-Саускандык. Текущее производство экономически не рентабельно в виду отсутствия масштаба, и являлось тестовым для определения процента извлекаемых минералов и налаживания предлагаемого процесса переработки руды. На основании этого деятельность являлась убыточной на протяжении последних трех лет. Дальнейшая доходность инвестиций зависит от способности Компании осуществлять операционную деятельность в соответствии с планами, а также способностью Эмитента привлекать необходимый акционерный/заемный капитал.

Перспективы роста. Текущая производственная мощность Компании составляет лишь 200 тонн/год пентоксида ванадия (V₂O₅). После привлечения акционерного капитала, ожидается увеличение мощности текущего завода до 2 000 тонн/год. Параллельно, планируется разрабатывать ванадиевое месторождение Бала-Саускандык и осуществить двухэтапное строительство дополнительного перерабатывающего завода к 2022 г. В случае успешной реализации расширения производственных мощностей, производство может увеличиться до 22 414 тыс. тонн (V₂O₅) – 17,9% от мирового производства в 2016 году.

Рынок Ванадия. Рентабельность Группы Ferro-Alloy Resources зависит от динамики цен на ванадий, которая в течение 20 лет демонстрировала высокую волатильность. В начале 2016 года стоимость ванадия достигала минимальной отметки (\$2,38/фунт) за последние пять лет, однако с этого момента полностью восстановилась, достигнув отметки \$5,68/фунт (+138%). Перспективы ванадия оцениваются положительно на фоне потенциала роста рынка по производству ванадиевых редокс-батарей с окислительно-восстановительным циклом, увеличением спроса на арматуру (класса 3) и прослеживающимися тенденциями по переориентированию производства крупными компаниями в Китае.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Ferro-Alloy Resources с потенциальной целевой ценой в диапазоне **48 640-56 960 тенге**. Данный диапазон цен подразумевает потенциал роста в размере 41-65% в течение 12 месяцев. Оценка стоимости проекта основывается на отчете компетентного лица (CPR), в подготовке которого участвовали Т. Дафферн, Р. Родес, GBM Minerals Engineering Consultants Limited и Geo Mineral Resources Limited. Мы полагаем, что результаты данной оценки являются обоснованными, учитывая опыт компаний-консультантов и задействованных лиц в оценке аналогичных проектов.

Риски. На наш взгляд, основными рисками инвестирования в акции компании являются риск разведочных работ, разводнение акционерного капитала и неспособность Компании привлекать необходимый капитал для финансирования расширения производственных мощностей.

Условия размещения. Подписка на акции продлится до **21 июля 2017 года**. Цена размещения установлена на уровне **34 500 тенге**, общее количество размещаемых акций – **30 000 штук**, объем размещения **1,035 млрд. тенге**. Осуществление расчетов ожидается **26 июля 2017 года**.

Наина Романова

nromanova@bcc-invest.kz

Народный Банк

Тикер	GG_FERR
Капитализация	57,1 млрд.
Категория листинга	Вторая
Цена Размещения	34 500
Биржа	KASE
Объем размещения	30 000 шт.
Объем размещения	1,04 млрд. тенге
Целевая цена	48 640-56 960
Потенциал роста	41-65%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ V2O5 В ТЕЧЕНИЕ 5 ЛЕТ



ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Тыс. долл. США	2015	2016	2017
Выручка	127	292	2 923
Себестоимость	105	907	1 689
Валовая Прибыль	22	-614	1 234
Операционная прибыль	-1 665	-1 472	873
Чистая Прибыль	-2 346	-1 524	469

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

	2018	2019	2020
Переработка руды (в тыс.)	150,8	527,6	1 024,7
Пентоксид ванадия (V ₂ O ₅) (тонн)	935	3 271	6 353
Экв. в ванадиевом металле (тонн)	525	1 838	3 570

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

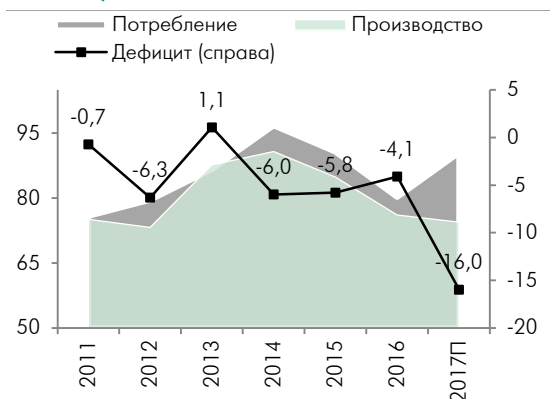
	2014	2015	2016
Оборачиваемость активов	0,03	0,03	0,08
Совокупный долг/Совокупный капитал	5,9%	3,8%	15,1%
Коэф. текущей ликвидности	0,3	0,8	0,6
Коэф. быстрой ликвидности	0,03	0,24	0,1
Коэф. денежной ликвидности	0,02	0,22	0,04

Обзор рынка ванадия

В 2016 году производство ванадия в мире по данным TTP Squared, составило приблизительно 80 тыс. тонн. Наиболее крупными производителями являются Китай (55,3%), Россия (21,0%) и ЮАР (15,8%). Приблизительно 90% от общего объема потребления ванадия используется в производстве стали. Добавление ванадия в сплав придает прочность, легкость и коррозионную стойкость. Крупнейшей страной потребления ванадия в мире остается Китай, доля потребления которого оценивается в 42%. Также, Европа, Северная Америка, Япония и другие крупные страны-производители стали числятся крупнейшими потребителями ванадия.

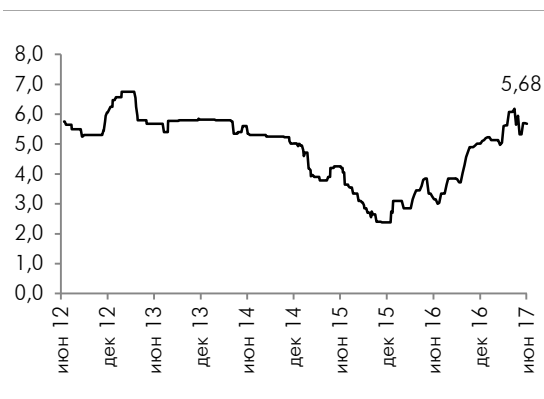
Избыток предложения ванадия наблюдался в 2013 году, однако в последующие периоды потребление превышало производство ванадия. В 2017 году ожидается дефицит в размере 16 тыс. тонн. Спрос на ванадий поддерживается строительным сектором, авиапроизводителями и в будущем может быть обеспечен за счет производства энергосберегающих окислительно-восстановительных батарей.

Рис 1 Производство и потребление ванадия за период 2012-17 гг. (тыс. тонн)



Источник: Инвестиционный меморандум, TTP Squared Inc.

Рис 2 Стоимость ванадия за последние 5 лет (2012-17 гг.)



Источник: Bloomberg

В начале 2016 г. цены на ванадий достигли рекордно низкого уровня – \$2,40 долл. США/фунт на фоне замедления ожидаемых темпов потребления китайской экономики, как основного потребителя. В начале 2017 года цены на ванадий начали постепенно восстанавливаться, достигнув \$6,07/фунт в апреле 2017 г., но продемонстрировали спад к июню до уровня \$5,68/фунт. В течение последних 20 лет пентоксид ванадия демонстрировал довольно волатильную динамику изменения стоимости.

Перспективы рынка ванадия оцениваются положительно. Ужесточение требований в отношении использования определенного сорта арматуры (сорт 3) при строительстве новых зданий, как это было введено в Китае в 2011 году, может увеличить спрос на ванадий. Также, спрос на металл поддерживается авиапроизводителями при производстве новых воздушных судов, где добавление ванадия является неотъемлемой частью производства. Значительное увеличение спроса ожидается за счет развития рынка ванадиевых окислительно-восстановительных батарей. Данная батарея отличается тем, что вместо электролитных пластин для хранения энергии используется жидкий электролит. Окислительно-восстановительная проточная батарея хранит энергию и обеспечивает мощность в течение более длительного периода времени. По прогнозам Technavio, ведущей мировой научно-исследовательской компании по технологиям, ожидается, что мировой рынок батарей вырастет до уровня \$139,21 млн. к 2021 году или 9% в год.

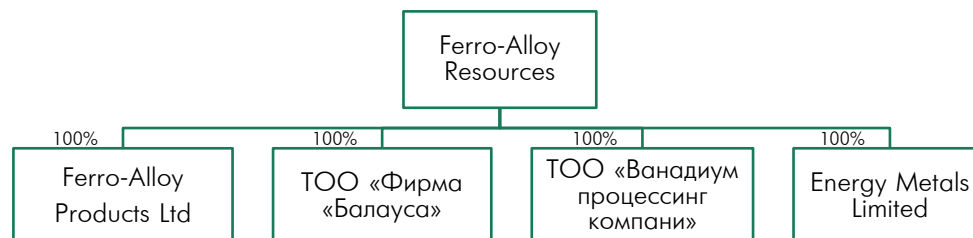
О компании

Ferro-Alloy Resources Limited (FAR) было образовано в 2000 году на территории Британских Виргинских Островов. На территории Казахстана осуществляет свою деятельность по производству и продаже ванадия и сопутствующих побочных продуктов через дочернюю компанию ТОО «Фирма Балауса» (100%), зарегистрированную в РК. Основной деятельностью Группы является добыча, переработка и продажа ванадийсодержащих руд и сопутствующих продуктов, добываемых на руднике Бала - Саускандык, находящемся в Шиели (Кызылординская область), Казахстан, а также переработка, продажа и покупка железосодержащего концентрата.

Структура Группы FAR включает четыре дочерних предприятия:

- Ferro-Alloy Products Limited - оказывает банковские услуги и осуществляет выдачу займов Группе;
- ТОО «Ванадиум процессинг компани» - на текущий момент данная компания не осуществляет операций. Ожидается, что в будущем компания будет осуществлять маркетинговую деятельность в отношении готовой продукции Группы;
- ТОО «Фирма «Балауса» - на сегодняшний день производит в небольших количествах метаванадат аммония, пентоксид ванадия, а также добывает и перерабатывает вскрышные породы на существующих мощностях и поставляет готовую продукцию (гравий) дорожно-строительным компаниям;
- Energy Metals Limited – на текущий момент данная компания не осуществляет операций. Планируется, что Energy Metals станет промежуточной компанией, и будет владеть будущими перерабатывающими активами Группы.

Рис 3 Структура Группы Ferro-Alloy Resources



Источник: данные компании

Состав акционеров FAR насчитывает более 100 держателей акций, среди которых есть руководство компании, институциональные инвесторы, зарубежные хедж-фонды. Наиболее крупными акционерами являются Кузнецов Андрей Юрьевич (доля 23,3%), Бриджен Николас Джон (доля 21,5%), Citadel Equity Fund Limited (доля 13,9%) и AM2 (Bermuda) Limited (5,18%).

Стоит отметить, что Кузнецов А. Ю. с 2006 г. является генеральным директором ТОО «Фирма Балауса» и входит в состав совета директоров FAR, а Бриджен Николас Джон занимает пост главного исполнительного директора FAR и входит в состав совета директоров компании.

Располагаемые запасы

По предварительной оценке, месторождение состоит из пяти известных рудных тел. На сегодняшний день достаточно изучено лишь рудное тело 1. В соответствии с международной классификацией JORC, суммарные минеральные ресурсы ванадия Компании составляют 22,99 млн. тонн (возможные и предполагаемые) со средним содержанием пентоксида ванадия в руде в объеме 0,67%. Запасы ванадиевой руды по методике JORC оцениваются в 24,32 млн. тонн с разведочным потенциалом по другим рудным телам с вероятным диапазоном от 77,3 млн. тонн до 103,8 млн. тонн.

На текущий момент запасы оцениваются приблизительно в 100 млн. тонн, из которых планируется добыть более 670 000 пентоксида ванадия. Потенциальный объем добычи ванадия предполагает, что компания может обеспечить мировой объем предложения на уровне 2016 года на протяжении около 5 лет.

Категория (методика JORC)	Тонн (млн)	Среднее содержание
Возможные	21,43	0,67
Предлагаемые	1,56	0,67
Общие	22,99	0,67
Предлагаемое оксидное покрытие	1,33	0,89
Итого	24,32	0,68

Источник: инвестиционный меморандум

На сегодняшний момент разведочные работы все еще не завершены. Предполагается, что после проведения полной разведки, извлекаемые запасы могут существенно возрасти, так как значительная часть отнесена к категории «прогнозная».

Также, свою оценку по месторождению в 2014 году предоставила Государственная комиссия по запасам (ГКЗ). В результате данной оценки, запасы руд, содержащих ванадий, были оценены на уровне 70 млн. тонн.

Категория (по оценкам ГКЗ)	Запасы (тыс. тонн)	Среднее содержание
В (Предварительно разведанные запасы)	832	1
С1 (Запасы разведываемых и разрабатываемых месторождений)	15 649	0,75
С2 (Перспективные, неразведанные запасы)	54 366	0,74
Итого	70 847	-

Источник: данные ГКЗ

Помимо пентоксида ванадия, рудное тело 1 содержит в себе сопутствующие продукты в виде углерода, оксида молибдена, оксида урана и редкоземельных металлов. Содержание в руде составляет 13,58%, 0,03%, 0,009% и 335 ppm соответственно.

Низкие затраты на производство на уровне \$1,48/фунт

Отличительной чертой данного месторождения является низкая себестоимость добытой руды. Объясняется это тем, что данное месторождение является осадочным сланцевым, в связи с чем руда содержит меньшее количество железа и ряд легко извлекаемых побочных продуктов (углерод, уран, молибден, редкоземельные металлы и алюминий). Учитывая низкое содержание железа в руде, ванадий может извлекаться из руды, минуя этап предварительной концентрации или прокаливания. Процесс компании по добыче ванадия состоит из автоклавного выщелачивания с использованием серной кислоты и в дальнейшем следует обычный технологический процесс ионного обмена для извлечения его из раствора. Преимуществом данного процесса

является относительно высокий процент извлечения ванадия на уровне 92%, тогда как извлечение из титаномагнетитовой руды составляет порядка 70-75%.

По расчетам руководства компании, эксплуатационные расходы (учитывая роялти) составят \$1,48/фунт, что при стоимости ванадия на уровне \$6/фунт предполагает маржу в размере 76%. В сравнении с другими производителями ванадия Ferro-Alloy Resources обладает конкурентным преимуществом, так как прогнозы по себестоимости производства выглядят очень привлекательно.

Учитывая потенциальные минеральные резервы, а также ожидаемые эксплуатационные расходы, FAR может крепко закрепиться на рынке по производству ванадия.

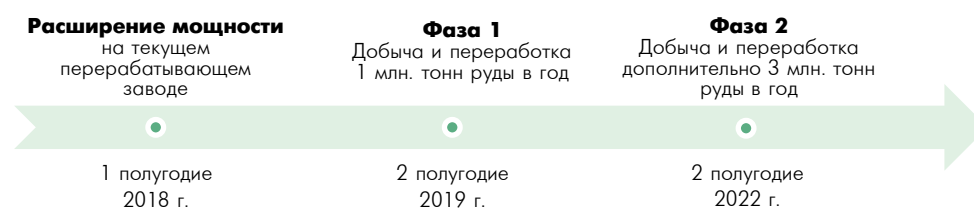
Операционная деятельность

На сегодняшний день FAR располагает полукommerческим заводом с производительностью 15 000 тонн руды в год и способностью выпускать 200 тонн пентоксида ванадия из закупаемых концентратов и прочих вторичных материалов. Общие инвестиции в компанию к текущей дате составляют порядка \$25 млн.

Основными продуктами реализации Компании в 2016 году являлись пентоксид ванадия, а также гравий и породный отвал. После преобразования экспериментального завода в полукommerческий, в 2016 году заметно выросли основные статьи расходов.

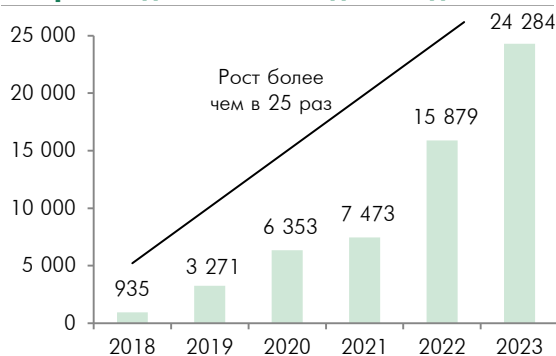
На сегодняшний момент эмитент нуждается в финансировании для реализации проекта по расширению мощности текущего завода и разработке месторождения Бала-Саусксандык. В случае успешного размещения полного объема акций в рамках IPO, Эмитент получит 5,2 млрд. тенге или \$16 млн., за счет чего в соответствии с инвестиционным меморандумом планируется увеличить производственную мощность до 2 000 тонн и достичь чистого операционного денежного потока в размере \$13 млн./год. Расширение мощности на текущем перерабатывающем заводе планируется завершить к 1 полугодю 2018 года

Рис 4 План по расширению производственной мощности

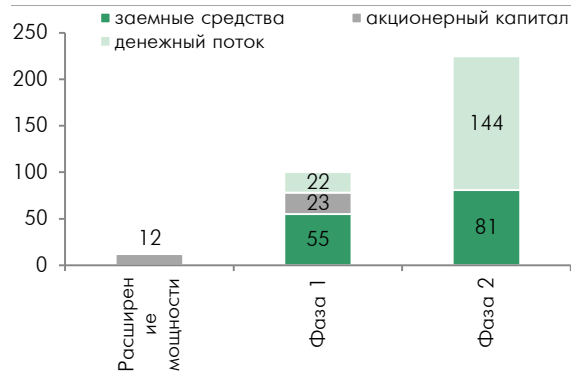


Источник: инвестиционный меморандум

После завершения расширения мощности на текущем перерабатывающем заводе Эмитент перейдет к Фазе 1 – разработке и строительству дополнительного перерабатывающего завода. Финансирование первой фазы планируется осуществить в основном за счет привлечения заемных средств (55%). Переработка руды составит 1 млн. тонн, производство пентоксида ванадия увеличится до 7 473 тонн (+5 603 тонн). Запуск ожидается во втором полугодии 2019 года.

Рис 5 Прогнозируемые объемы производства пентоксида ванадия

Источник: инвестиционный меморандум

Рис 6 Инвестиционные затраты в 2017-21 гг.

Источник: инвестиционный меморандум

Вторая фаза предполагает увеличение добычи и переработки руды до 4 млн. в год (+3 млн. тонн/год). Предполагается, что данный этап будет финансироваться за счет внутреннего (64%) и внешнего финансирования (36%). В итоге, после завершения всех этапов расширения, со 2 полугодия 2022 года производство V₂O₅ составит 22 414 тонн.

Рис 7 Ожидаемые операционные результаты

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Объемы производства V ₂ O ₅ (тонн/год)	935	3 271	6 356	7 473	15 879	24 284
Доля в мировом производстве за 2016 год	0,6%	2,4%	4,7%	5,5%	11,7%	17,9%

Источник: инвестиционный меморандум

При успешной реализации инвестиционной программы, запуска перерабатывающего завода с производственной мощностью 24 284 тонн пентоксида ванадия, FAR может стать одним из крупнейших производителей ванадия. Доля рынка от объемов мирового производства за 2016 год может достигнуть 17,9%.

Среди побочных продуктов производства Компании можно выделить концентрат урана и молибдена, углерод, кремнезем, концентрат редкоземельных металлов (в основном иттрий) и алюминиево-калиевые квасцы. Наиболее ценным продуктом побочного производства являются флюс и сульфаты калия и аммония. Доля доходов от реализации данных продуктов от общей выручки может увеличиться до 28% после завершения расширения производственных мощностей и разработки месторождения Бала-Сауссандык.

Освобождение от налогов на срок до 10 лет

Особое внимание хотим обратить на государственную поддержку, оказываемую деятельности, в рамках которой Компании предоставляются следующие привилегии:

1. Отмена таможенных пошлин на срок до пяти лет;
2. Снижение налогов на прибыль до нуля на срок до десяти лет;
3. Нулевую ставку по налогу на земельный участок на срок до десяти лет;
4. Нулевую ставку по налогу на имущество на срок до восьми лет.

Финансовые результаты

В течение последних трех лет чистая прибыль являлась отрицательной, в связи с превышением расходов (амортизация, материалы, оплата труда) над доходами от реализации. Изначально, в целях тестирования процесса добычи, FAR построила экспериментальный завод с производственной мощностью 15 000 тонн руды/год, добываемой на месторождении Бала-Саускандык. Позднее экспериментальный завод был преобразован в полукommerческий с возможностью перерабатывать закупленные концентраты и отработанные катализаторы. Текущая производственная мощность Компании составляет 200 тонн пентоксида ванадия (V₂O₅) с потенциалом роста до 22 400 тонн/год после расширения производства. Текущие объемы производства являются нерентабельными в виду отсутствия масштаба производства. На наш взгляд, дальнейшая прибыльность Компании зависит от способности привлечения финансирования, которое необходимо для осуществления инвестиционной программы и расширения производственных мощностей до рентабельного уровня.

Учитывая прогнозируемую стоимость ванадия на уровне \$6/фунт, низкие эксплуатационные расходы, FAR ожидает с 2017 года выйти на положительный денежный поток с дальнейшим его увеличением по мере расширения производственных мощностей.

Так, после расширения мощности на текущем перерабатывающем заводе ожидается увеличение доходов от реализации до \$27 млн. и получение \$13 млн. чистого операционного денежного потока.

После завершения первой фазы разработки месторождения и выхода на производство 7 473 тонн пентоксида ванадия/год, ожидается увеличение выручки от реализации до \$116 млн./год и получение \$78 млн. чистого операционного денежного потока/год.

После завершения второй фазы разработки месторождения и достижения объема производства в 22 414 тонн в год, доходы от реализации возрастут до \$463 млн., а чистые денежные потоки после выплаты налогов увеличатся до \$288 млн.

Рис 8 Прогнозируемые финансовые результаты

млн. \$	2017	2018	2019
Доходы от реализации	2 923	16 131	56 052
Себестоимость	1 689	8 444	22 099
Валовая прибыль	1 234	7 687	33 953
Операционная прибыль	873	7 146	31 968
Чистая прибыль	469	5 313	19 145

Источник: инвестиционный меморандум

Оценка

На сегодняшний день компания Ferro-Alloy Resources находится на раннем этапе разработки месторождения. Текущее производство является нерентабельным, планируется расширение производственных мощностей за счет привлечения капитала. Исходя из этого, оценка компании основывается на ожидаемом успешном расширении производства компании и в соответствии с этим подвержена множеству существенных рисков, связанных с разработкой месторождения, оценкой располагаемых минеральных ресурсов, способностью привлекать необходимое финансирование. Тем не менее, хотим отметить, что минеральные запасы компании были оценены в соответствии с методикой JORC (Австралийский Кодекс отчетности о результатах разведки, минеральных ресурсах и запасах руды), признанной в качестве достоверной по всему миру, и оцениваются в более чем в 100 млн. тонн ванадиевой руды (24,32 млн. тонн - «выявленные», 77,3-103,8 млн. тонн - «разведочный потенциал»).

В целях подготовки более детальной оценки стоимости проекта (расчет NPV), FAR была привлечена международная компания GBM Minerals Engineering Consultants Limited. Мы полагаем, что результаты данной оценки являются обоснованными. В связи с отсутствием возможности проверить достоверность данных, текущие перспективы компании, оценочные резервы и перспективы производства, мы опирались на оценку, произведенную компетентными лицами, GBM Minerals Engineering Consultants Limited* и Geo Mineral Resources Limited (GMR)*, нанятых FAR для детальной и глубокой оценки деятельности Компании и оценки ресурсной базы.

По итогам проведенного анализа деятельности FAR компетентным лицом*, учитывая долгосрочную прогнозируемую стоимость ванадия на уровне \$6/фунт, фиксированные цены на попутную продукцию на уровне 2017 года, расчетная стоимость проекта Бала-Саускандык, при ставке дисконтирования на уровне 10%, составила \$1 307 млн. Данная стоимость была определена из расчета того, что расширение производства будет осуществляться в соответствии планам. Данный показатель предполагает стоимость акций в долгосрочном периоде может достигнуть \$789/акцию из расчета количества акций после проведения публичного размещения в размере 1 654 456 штук. Однако, учитывая тот факт, что данный проект находится на стадии обсуждения и существует неопределенность относительно дальнейшей разработки и получения Эмитентом необходимого финансирования, был применен дисконт к прогнозируемой приведенной стоимости в размере 90%, что предполагает оценку проекта Бала-Саускандык уровне \$138 млн.

Как отметил Н. Бриджен, в течение прошлого года в Компанию инвестировали несколько третьих лиц по цене, которая подпадает под объявленный ценовой диапазон размещения акций на KASE, что предполагает оценку компании приблизительно в 164 млн. долл. США и составляет всего 12% от NPV. В целом, в рамках листинга стоимость могла быть определена, как 25% от NPV или \$326,75 млн.

Оценка текущей деятельности, которая включает переработку закупленных концентратов и отработанных катализаторов с производственной мощностью порядка 200 тонн пентоксида ванадия и расширение мощности до 2 000 тонн V₂O₅ предполагает оценочную стоимость в размере \$77 млн. – оценка независимого компетентного лица или \$111 млн. по оценкам осуществленным Tengri Capital. В связи с тем, что расширение производственных мощностей до этой стадии является более вероятным, дополнительный дисконт не был применен.

В итоге, суммарная стоимость компании представляет собой сумму оценок текущей деятельности и ожидаемой чистой приведенной стоимости от разработки месторождения Бала-Саускандык. Так, оценочная стоимость

FAR была определена в диапазоне \$215-249 млн. (на основе оценки, осуществленной компетентным лицом, а также учитывая ожидания по стоимости текущей деятельности Tengri Capital). Соответственно 12M целевая цена может составить 152-178\$/акцию, что предполагает увеличение стоимости на 41%-65%. Обменный курс тенге к доллару для расчетов осуществлен исходя из 320 тенге/доллар.

Расширение производства напрямую зависит от способности Эмитента привлекать финансирование в прогнозном периоде. Общая стоимость расширения (Фаза 1 и Фаза 2) составляет \$325 млн., из них \$136 млн. планируется привлечь за счет заемного капитала и \$23 млн. за счет акционерного капитала.

*GBM Minerals Engineering Consultants Limited (GMR) - независимая фирма инженерных консультантов, специализирующихся на разработке, проектировании и строительстве новых проектов в области добычи полезных ископаемых, а также на реконструкции существующих заводов по производству золота, базовых и промышленных минеральных руд.

*Geo Mineral Resources Ltd (GMR) - независимая геологическая консалтинговая компания, базирующаяся в Великобритании и работающая по всему миру. Данная компания предоставляет широкий спектр услуг, среди которых можно выделить оценку запасов полезных ископаемых, управление проектами, моделирование и оценка геологических и минеральных ресурсов.

Риски

- **Нестабильность цен на ванадий и прочие побочные продукты;** Стоимость ванадия определяется на рынке в соответствии со спросом и предложением. Также, влияние на ценообразование оказывают обменные курсы, процентные ставки, темпы инфляции, политические события и др.
- **Риск разведочных работ;** Эмитент находится на ранней стадии разработки месторождения. Существует риск в отношении разведки месторождений и технической возможности дальнейшей промышленной эксплуатации.
- **Экологический риск;** Горнодобывающая отрасль подвержена рискам, связанным со случайными выбросами вредных веществ и вероятностью применения административных взысканий;
- **Риск эксплуатации горнорудных активов;** При осуществлении своей деятельности, существуют риски, связанные с производственной опасностью. Данные риски включают в себя несчастные случаи в отношении парка машин и оборудования для горнодобывающих работ, несчастные случаи из-за взрывов, отброшенной руды, работу при высоких температурах и давлениях в процессе обработки, использование и транспортировку опасных реагентов и токсичных веществ, а также опасности пожара, повреждения от ветра и наводнения.
- **Финансовые риски;** В связи с тем, что деятельность эмитента находится на начальном этапе, для дальнейшего расширения производственных мощностей требуется привлечение капитала. Неспособность Эмитента в привлечении капитала может отразиться на дальнейших перспективах Компании и возможности проведения расширения производственных мощностей. Значительные операционные задержки или простои производства могут привести к дальнейшей потребности в финансировании.
- **Валютный риск;** Выручка Компании имеет привязку к доллару, тогда как часть операционных расходов оплачивается в тенге. Изменение обменных курсов будет оказывать влияние на дальнейшую прибыльность Эмитента. Укрепление доллара оказывает положительное влияние на показатель выручки и операционные расходы, выплачиваемые в тенге, однако вместе с долларом будет возрастать стоимость инвестиционной программы.

- **Бизнес в Казахстане;** Основная деятельность Эмитента сосредоточена в Казахстане и осуществляется на ванадиевом месторождении Бала-Саускандык в Кызылординской области. Соответственно, возникает страновой риск, который включает, но не ограничивается следующими рисками: экономический риск, политический риск, социальная нестабильность.
- **Налогообложение;** Изменение налогообложения в отношении деятельности Эмитента может иметь негативный эффект на деятельность Эмитента. Напомним, что на сегодняшний день в рамках государственной поддержки FAR предоставляются налоговые привилегии относительно выплаты налогов.
- **Правовая система;** Возможные трудности при получении эффективной правовой помощи, риск несоответствия или противоречия различных законов, постановлений, указов, приказов и решений, неэффективная судебная система.
- **Риск разводнения акционерного капитала;** В соответствии с инвестиционным меморандумом, объявленное количество акций составляет 5 000 000 простых акций, из них лишь 1 504 456 акций являются размещенными. В рамках первичного предложения планировалось выпустить дополнительно 150 000 штук. В связи с ожиданиями привлечения дополнительного акционерного капитала, необходимого для реализации первой фазы расширения производственных мощностей, мы ожидаем предложение дополнительного объема акций на сумму \$23 млн. в период 2018-19 гг. В связи с этим существует вероятность разводнения акционерного капитала, что приведет к падению прибыли на одну акцию и уменьшению пропорциональной доли владения текущих акционеров.

Приложения

Основные финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках (usd)	2014	2015	2016	Изменение
Доход	176 592	126 722	292 289	131%
Себестоимость реализации	-265 253	-105 054	-906 770	763%
Валовый убыток/прибыль	-88 661	21 668	-614 481	-
Прочий доход	13 178	4 691	34 690	640%
Административные расходы	-2 215 041	-1 138 292	-876 453	-23%
Расходы по реализации	-	-	-14 331	-
Прочие расходы	-1 006 301	-553 387	-1 700	-
Результаты операционной деятельности	-3 296 825	-1 665 320	-1 472 275	-12%
Чистые финансовые расходы	-43 099	-681 206	-51 321	-92%
Убыток до налогообложения	-3 339 924	-2 346 526	-1 523 596	-35%
Подходный налог	0	0	0	-
Убыток за год	-3 339 924	-2 346 526	-1 523 596	-35%

Источник: Данные компании

Балансовый отчет

АКТИВЫ (usd)	2014	2015	2016	Изменение
Основные средства	5 623 411	2 966 952	2 687 325	-9,4%
Разведочные и оценочные активы	342 344	183 603	187 304	2,0%
Нематериальные активы	59 657	30 367	29 813	-1,8%
Предоплаты	68 166	36 558	36 005	-1,5%
Итого долгосрочных активов	6 093 578	3 217 480	2 940 447	-8,6%
Запасы	350 642	565 037	736 891	30,4%
Торговая и кредиторская задолженность	24 692	14 188	101 919	618,3%
Предоплаты	29 112	9 044	9 500	5,0%
Денежные средства и их эквиваленты	30 305	266 931	71 855	-73,1%
Итого краткосрочных активов	434 751	855 200	920 165	7,6%
Итого активов	6 528 329	4 072 680	3 860 612	-5,2%
Акционерный капитал	7 761	14 962	15 038	0,5%
Эмиссионный доход	21 867 863	24 230 019	25 030 076	3,3%
Резерв по пересчету иностранной валюты	-644 951	-2 664 263	-2 619 451	-1,7%
Накопленные убытки	-16 351 281	-18 697 807	-20 221 403	8,1%
Итого капитала	4 879 392	2 882 911	2 204 260	-23,5%
Резервы	193 736	121 373	134 744	11,0%
Итого долгосрочных обязательств	193 736	121 373	134 744	11,0%
Кредиты и займы	304 728	115 279	392 235	240,2%
Торговая и прочая кредиторская задолженность	1 150 473	953 117	1 129 373	18,5%
Итого краткосрочных обязательств	1 455 201	1 068 396	1 521 608	42,4%
Итого обязательств	1 648 937	1 189 769	1 656 352	39,2%
Итого капитала и обязательств	6 528 329	4 072 680	3 860 612	-5,2%

Источник: Данные компании

Контактная информация

АО ВСС Invest Д/О АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz

Айдана Надирова

Начальник управления торговых операций

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7291)
anadirova@bcc-invest.kz

Наина Романова

Начальник управления аналитики

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7266)
nromanova@bcc-invest.kz

Динмухамед Ирсалиев

Менеджер по работе с клиентами

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7232)
dirsaliyev@bcc-invest.kz

Ержан Бакытбеков

Менеджер по работе с клиентами

+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)
yebakytbekov@bcc-invest.kz

Ермек Муратов

Trade-аналитик

+7 (727) 244 32 32 (вн. 7218)
yemuratov@bcc-invest.kz

*** Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «ВСС Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «ВСС Invest», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

© ВСС Invest 2017