



АО «Баст»: IPO перед запуском производства

Близость к финальной фазе перед запуском производства меди и никеля вместе с потенциалом 3-х кратного роста запасов и относительно низкой оценкой вырисовывают интересную инвестиционную возможность.

Условия и оценка:

Тикер (KASE): **BAST**
 Кол-во размещенных акций: **184 501**
 Кол-во разм-мых на IPO акций: **18 450**
 Привлекаемый объем: **384 млн KZT**
 Цена за акцию: **19 843 – 21 827 KZT**
 Капитализация: **20–22 млн USD**
 Целевая цена: **29 169 KZT**
 Потенциал: **40%**

Содержание

Введение	–
Описание проекта Максут.....	2
Обзор и история месторождения.....	2
Геология и ресурсная база	3
Схема производства и планы	4
Сравнительная оценка и NPV проекта	5
Приложение: финансовая модель	6

Привлечение капитала для развития

АО «БАСТ» – горнорудная компания на этапе запуска добычи и обогащения медно-никелевой руды на месторождении Максут. Компания завершает строительство флотационной фабрики с проектной мощностью 250 тысяч тонн руды в год.

После запуска флотационной фабрики в конце 2014 планируется производить около 1000 тонн меди в год, что подразумевает ежегодный доход в размере 5 млн долларов США.

Инвестиционный профиль проекта

Основные факторы привлекательности инвестиций в разработку месторождения Максут складываются из специфики текущей фазы развития проекта.

- **Выход на этап запуска производства** – близость финальной фазы подготовки к запуску производства: завершается строительство флотационной фабрики с проектной мощностью 250 тысяч тонн руды в год, что подразумевает значительный рост капитализации.
- **Потенциал увеличения запасов** – на месторождении выделено 2 дополнительных перспективных участка, на которых были найдены ореолы магнитных аномалий, аналогичные основному участку месторождения. Таким образом, запасы объекта могут быть увеличены до трех раз.
- **Привлекательная оценка** – сравнительная оценка относительно аналогичных публичных компаний, разрабатывающих месторождения, находящиеся на сопоставимых стадиях разведки и развития, дает дисконт в 40% по мультипликатору EV/Запасы к цене размещения.
- **Потенциальная цель для сделок M&A** – для стратегических инвесторов – дальнейшее развитие и начало производства могут серьезно повысить привлекательность для инвесторов как в рамках вхождения в капитал, так и в качестве объекта для M&A сделок.

Наша целевая цена в 29 169 тенге за акцию складывается из сравнительной оценки исходя из мультипликатора EV/Ресурсы и значительной недооцененности по чистой приведенной стоимости проекта, учитывая троекратный потенциал роста запасов месторождения.

Описание проекта Максут

Общая информация

Расположение: Восточно-Казахстанская область.

Ближайшие населенные пункты от месторождения: 16, 20 и 30 км.

Автомобильная дорога (асф-ая): 20 км.

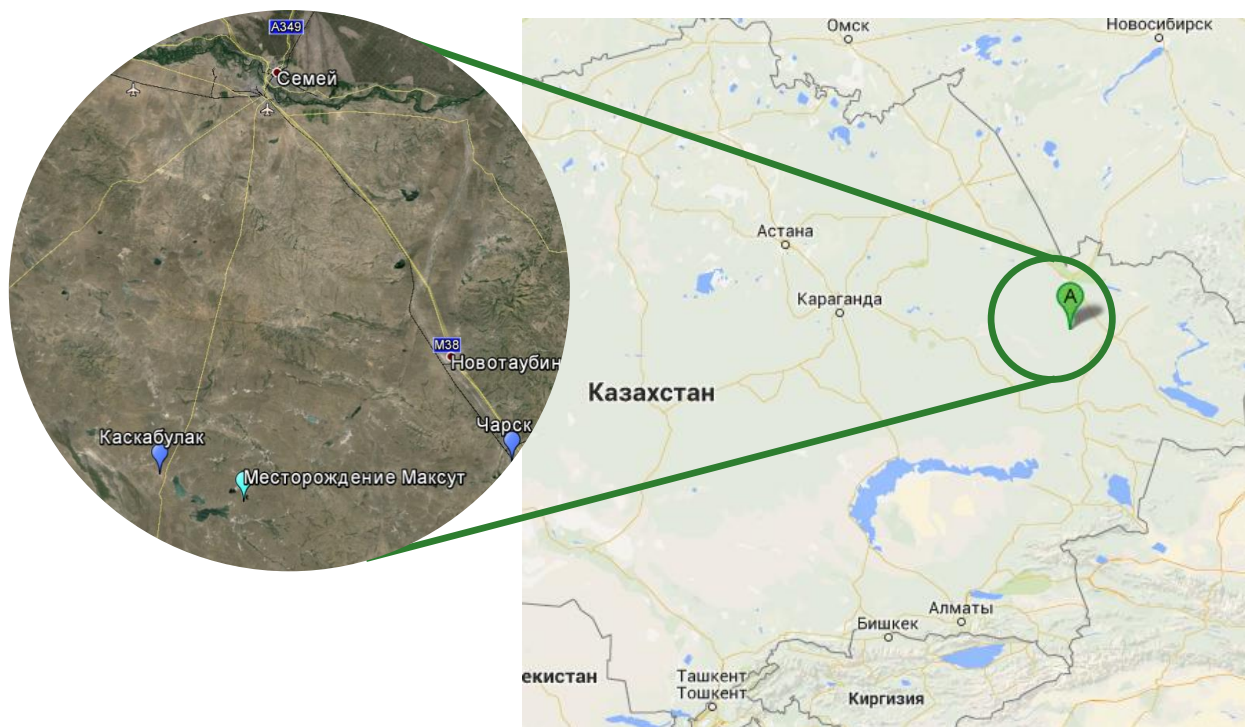
Железная дорога: 60 км от месторождения

Инфраструктура: ЛЭП 10 кВ, система подачи технической и питьевой воды со скважин.

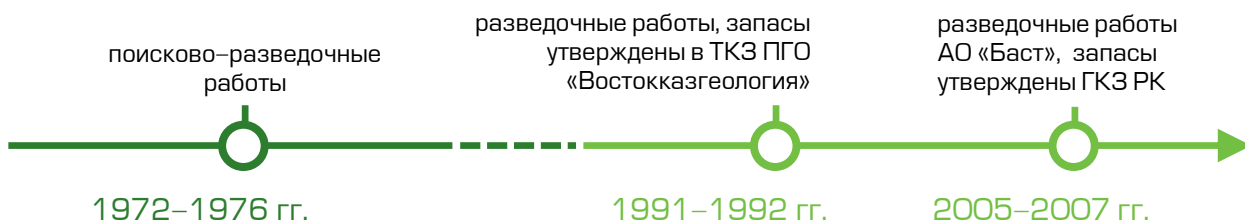
Ж/Д путь до Алашанькоу: 780 км

Обзор и история месторождения

- АО «БАСТ» – горнорудная компания на этапе запуска добычи и обогащения медно-никелевой руды на месторождении Максут.
- Компания завершает строительство флотационной фабрики с проектной мощностью 180 тысяч тонн руды в год.
- Максут среднее по размеру месторождение медно-никелевого промышленного типа, расположенное в Восточно-Казахстанской области.



Хронология развития месторождения:



Описание проекта Максут

Геология и ресурсная база

- Оруденение месторождения Максут относится к медно-никелевому промышленному типу. Промышленное медно-никелевое оруденение располагается в придонной части гарполита и представлено залежами вкрапленных руд.
- Максут классифицируется как среднее по размеру месторождение меди с потенциалом для увеличения запасов до 3-х раз за счет доразведки Южного и Западного участков.
- Планируется перевести запасы в международный стандарт JORC с целью увеличения стоимости компании, с последующим строительством крупного ГОКа с проектной мощностью 2,0 млн тонн руды в год.
- Согласно проведенным испытаниям, ожидаемое извлечение меди в медный концентрат составит 91,9% (при содержании Cu – 23,4%), никеля в никель-пирротинный – 83,2% (при содержании Ni – 2,9%), выход концентратов – 2,2% и 12,8% соответственно.

Запасы C1+C2

(Measured & Indicated*)

463 тысячи тонн руды

Окисленная медь

5 тысяч тонн

Содержание – 1,09%,



Сульфидная медь

140 тысяч тонн

Содержание – 0,41%,



Никель

112 тысяч тонн

Содержание – 0,33%



Запасы

Зона	Окисленная	Сульфидная	Итого
Категория ГКЗ	C1+C2	C2	
Эквивалент JORC	Measured	Indicated	
Руда тыс тонн	463	34 328	34 791
Медь	%	1,09%	0,42%
	ТЫС ТОНН	5	145
Никель	%	–	0,32%
	ТЫС ТОНН	–	112

* Категория запасов в эквиваленте JORC была произведена согласно «Руководству по гармонизации стандартов и отчетности России и CRIRSCO» и приведена здесь для сравнения. Данные запасы не были подсчитаны согласно стандартам JORC.

Потенциал роста запасов

- На месторождении выделено 2 дополнительных перспективных участка, на которых были найдены ореолы магнитных аномалий, аналогичные основному участку месторождения. Таким образом, запасы объекта могут быть увеличены до 3-х раз.

Описание проекта Максут

Планы на 2015 год

- Монтаж здания главного корпуса ОФ
- Строительство площадки склада дробленой руды
- Строительство сооружения для реагентного хозяйства
- Ремонт оборудования по обезвоживанию товарного концентрата
- Строительство хвостохранилища с системой обратного водоснабжения ОФ
- Переработка запасов окисленной руды
- Достижение стабильных показателей по переработке руды
- Научно-исследовательские работы по разработке промышленной технологии производства никелевого концентрата

Схема производства и планы

- На месторождении Максут основная часть руд на данный момент представлена сульфидными рудами и попутно извлекаемым никелем. Для разработки подобных руд используется пирометаллургический способ, который состоит из обогащения, плавки на штейн, продувки в конвертере и рафинирования.
- Обогащение медных руд будет производиться методом флотации. Метод флотации основан на использовании различной смачиваемости медьсодержащих частиц и пустой породы. Он позволяет получать медный порошкообразный концентрат, содержащий 10-35 % меди.
- После обжига руда и медный концентрат подвергаются плавке на штейн, представляющий собой сплав, содержащий сульфиды меди и железа. Затем в конвертере получают черновую медь, содержащую 98,4-99,4 % меди, 0,01-0,04 % железа, 0,02-0,1 % серы. Черновую медь будут рафинировать для удаления вредных примесей, проводя огневое, а затем электролитическое рафинирование и в итоге получая чистую от примесей медь содержанием 99,95%.

Схема процесса производства меди



Статус: смонтирован



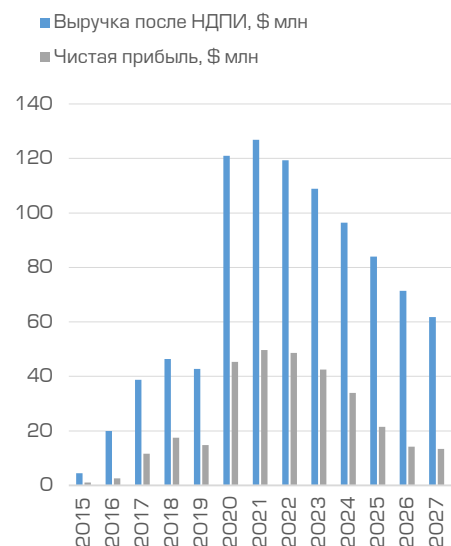
Статус: в процессе строительства (цель выхода на IPO)

Сравнительная оценка и NPV проекта

Сопоставление с публичным аналогом

Оценка по мультипликатору		
Компания	АО "Баст"	Amur Mineral Resources
Страна добычи	Казахстан	Россия
Фаза развития	Explor.	Explor.
EV, млн \$	29,8	52,5
Cu M&I, тыс т	145	72
Ni M&I, тыс т	112	268
CuEq M&I, тыс т	436	768
EV/M&I, \$ на	68	68

Выручка и прибыль проекта



- В качестве репрезентативного аналога нами была рассмотрена российская добывающая компания Amur Mineral Resources, разрабатывающая никелевые и медные месторождения в Хабаровском крае. Данная компания имеет листинг на LSE.
- Главными активами компании являются сульфидные никелево-медные месторождения, расположенные в Амурской области Российской Федерации, что подразумевает сопоставимый уровень странового риска.
- M&I запасы меди и никеля на 3 месторождениях компании представлены соответственно 72 и 268 тысячами тонн металла, что в медном эквиваленте (CuEq) составляет 768 тысяч тонн.
- EV компании составляет на текущий момент \$52,5 млн, что дает мультипликатор EV/M&I запасы в размере \$68 за тонну CuEq.
- Мультипликатор-EV/M&I запасы на уровне 68 дает справедливый EV для АО «Баст» на уровне \$29,8 млн., что дает потенциал 40% к середине диапазона размещения если исходить из того, что компании близка к фазе запуска производства. Кроме того существует потенциал рост запасов.

Инвестиционная привлекательность

- Ожидается, что после запуска производства и увеличения мощности обогатительной фабрики под производство меди и никеля к 2017 году производство вырастет до 3,8 тысяч тонн меди и 3,1 тысяч тонн никеля в год.
- Это доведет выручку после НДС до уровня \$39 млн, а чистую прибыль до \$12 млн к 2017 году.
- В итоге, принимая во внимание возможность расширения производства в 2019 году путем строительства ГОКа, ожидается рост чистой прибыли до 45 млн к 2020 году.
- Сумма чистых денежных потоков по проекту к моменту истощения текущих запасов на месторождении составит \$264 млн, что при традиционной для добывающей промышленности ставке дисконтирования в 15% даст чистую приведенную стоимость проекта в размере \$71, что на 238% выше капитализации по середине диапазона IPO.
- NPV проекта свыше \$70 млн представляет собой ориентир для входа стратегическим инвестором с целью дальнейшего развития проекта. Если учесть потенциальный рост запасов, то эта оценка представляется несколько консервативной.

Приложение I: финансовая модель

Основные производственные и финансовые показатели проекта

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Погашение запасов, тыс тонн	180	513	584	584	584	1712	1947	1947	1947	1947	1947	1947	1682
Геологические запасы на конец года, млн тонн	17,3	16,8	16,2	15,7	15,1	13,4	11,4	9,5	7,5	5,6	3,6	1,7	0,0
Добыча руды после потерь и разуб-ия, тыс тонн	187	532	606	606	606	1 775	2 019	2 019	2 019	2 019	2 019	2 019	1 744
Вскрышная порода, млн тонн	0	7	9	9	9	20	20	16	16	16	16	15	11
Содержание меди в добытой руде, %	0,9%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Медь в добытой руде, тыс тонн	1,7	2,2	3,8	3,8	3,5	9,9	10,3	9,6	8,6	7,5	6,5	5,5	4,7
Содержание никеля в добытой руде, %	0,0%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Никель в добытой руде, тыс тонн	0	1,8	3,1	3,1	2,9	8,2	8,6	8,2	7,6	6,7	5,9	5,0	4,3
Цена на медь, \$/тонну	6 000	6 000	6 000	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Цена на никель, \$/тонну	15 000	16 000	18 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Выручка после НДС, \$ млн	4	20	39	46	43	121	127	119	109	96	84	71	62
Добыча горной массы	-1	-11	-14	-14	-14	-23	-23	-20	-19	-19	-19	-18	-14
Переработка	-2	-5	-7	-7	-7	-20	-23	-23	-23	-23	-23	-23	-20
Транспортировка медного концентрата	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Транспортировка никелевого концентрата	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ликвидационный фонд	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Общие и административные расходы	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Операционные расходы, \$ млн	-3	-17	-23	-23	-23	-47	-50	-46	-45	-45	-45	-44	-37
ЕВИТДА, \$ млн	1,4	3	15	23	19	74	77	73	63	51	39	28	25
+ D&A, \$ млн	0	0	1	1	1	18	15	12	10	9	12	10	8
Прибыль до налогов, \$ млн	1	3	15	22	18	57	62	61	53	42	27	18	17
КПН, \$ млн	0	-1	-3	-4	-4	-11	-12	-12	-11	-8	-5	-4	-3
Чистая прибыль, \$ млн	1	3	12	18	15	45	50	49	43	34	21	14	13
-CapEx	-1	-5	-2	0	-124	0	0	0	0	-19	0	0	0
FCF, \$ млн	1	-2	11	19	-108	63	64	61	53	24	34	24	22
WACC, %	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Фактор дисконтирования	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43	0,38	0,33	0,28	0,25	0,21	0,19	0,16
PV FCF, \$ млн	0	-1	7	11	-54	27	24	20	15	6	7	5	4
Чистая приведенная стоимость проекта, \$ млн	71												

АО «Фридом Финанс»
г. Алматы
Тел: +7.727.311.10.64
Адрес: 050059, г. Алматы,
пр-т аль-Фараби, д. 17,
БЦ «Нурлы Тау», блок 4б,
оф. 104/1704

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности, представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи, с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.