

Highland Gold Mining

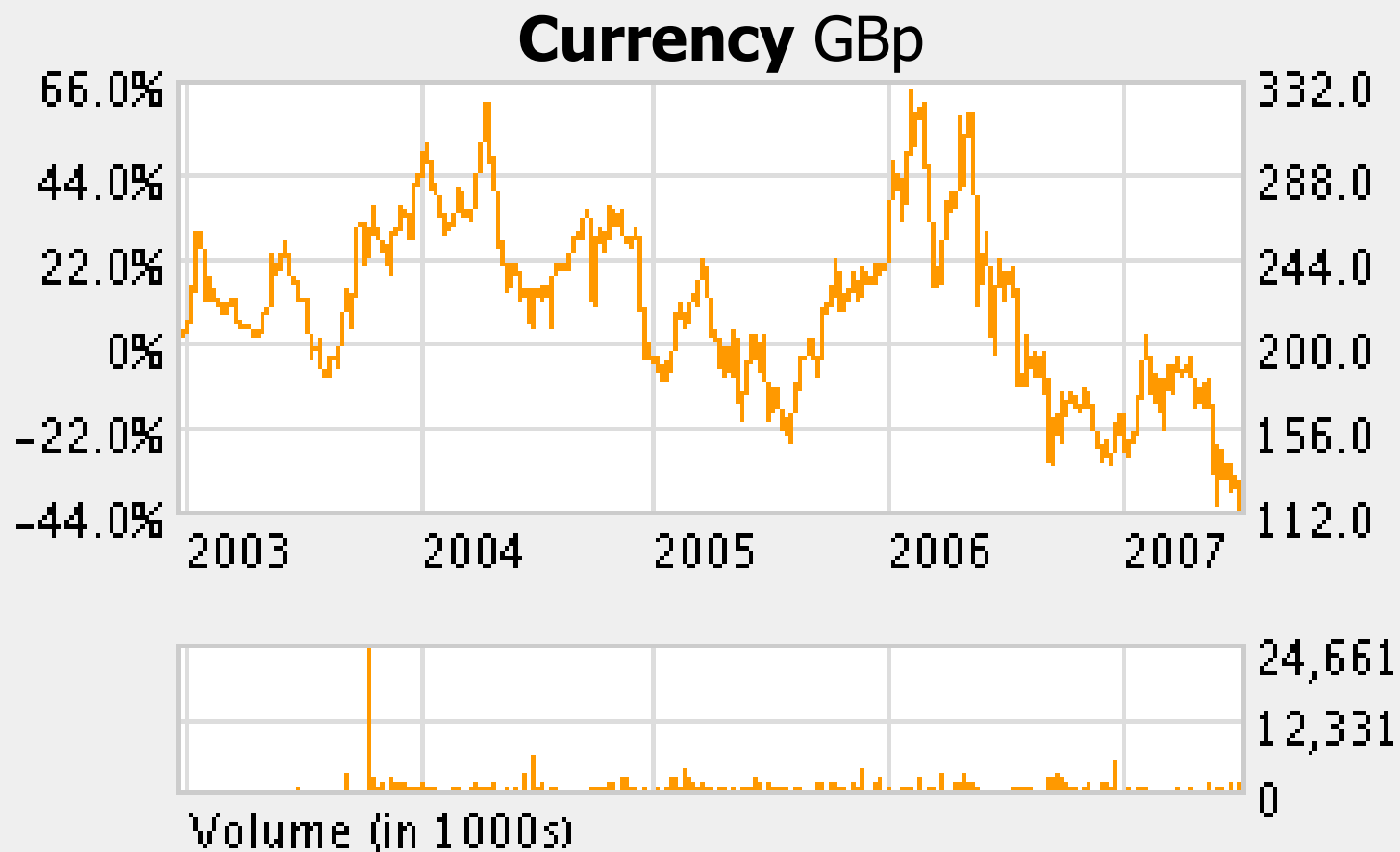
Кризис завершается

Рачков Игорь, к.э.н.
igorra@mail.ru
10 июля 2007г.

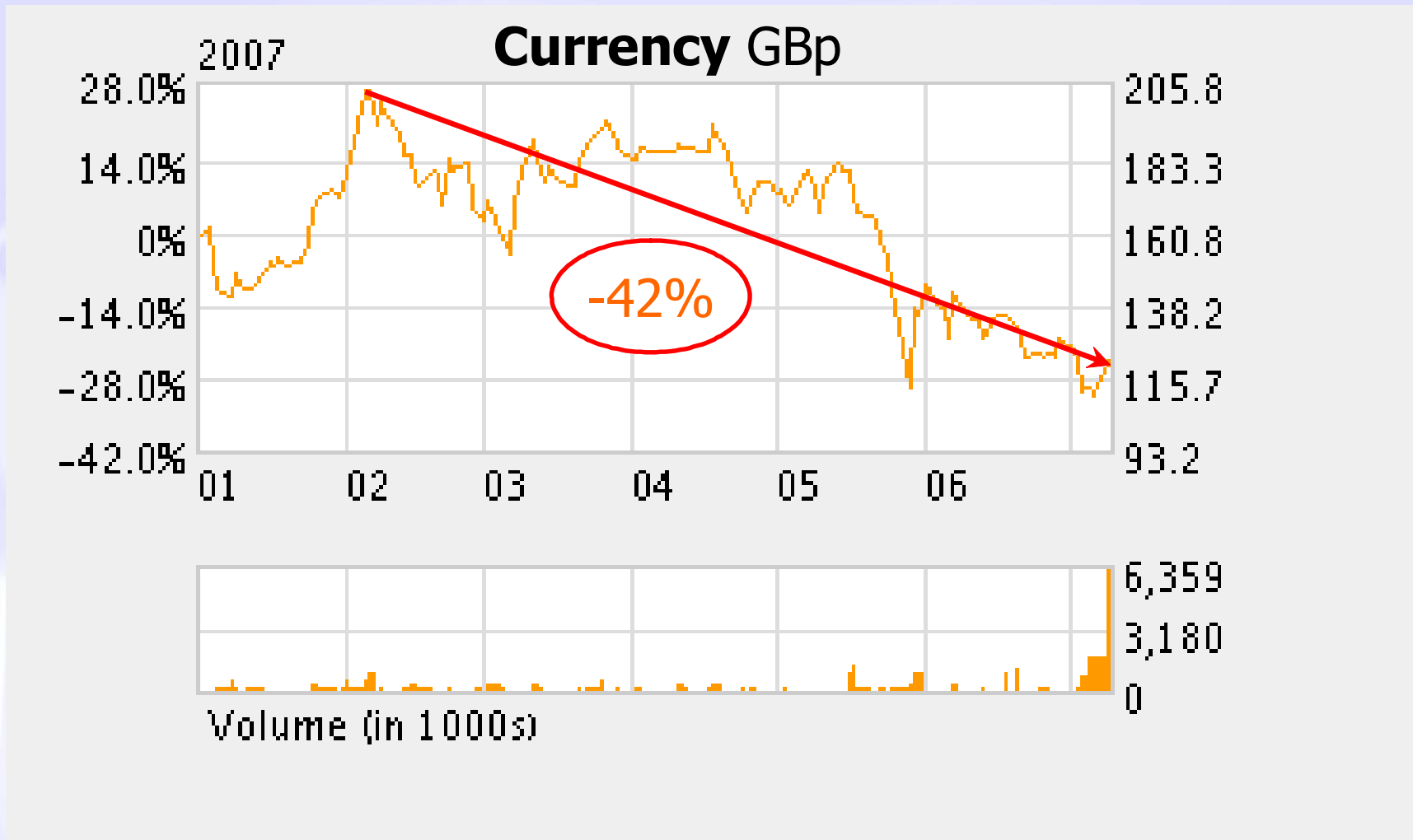
Видение по акциям Highland Gold

Текущая цена	£1,18
Прогнозная стоимость	£2,19
Потенциал	86%
Рекомендация	Покупать

Динамика котировок акций Highland Gold, 2002-2007гг.



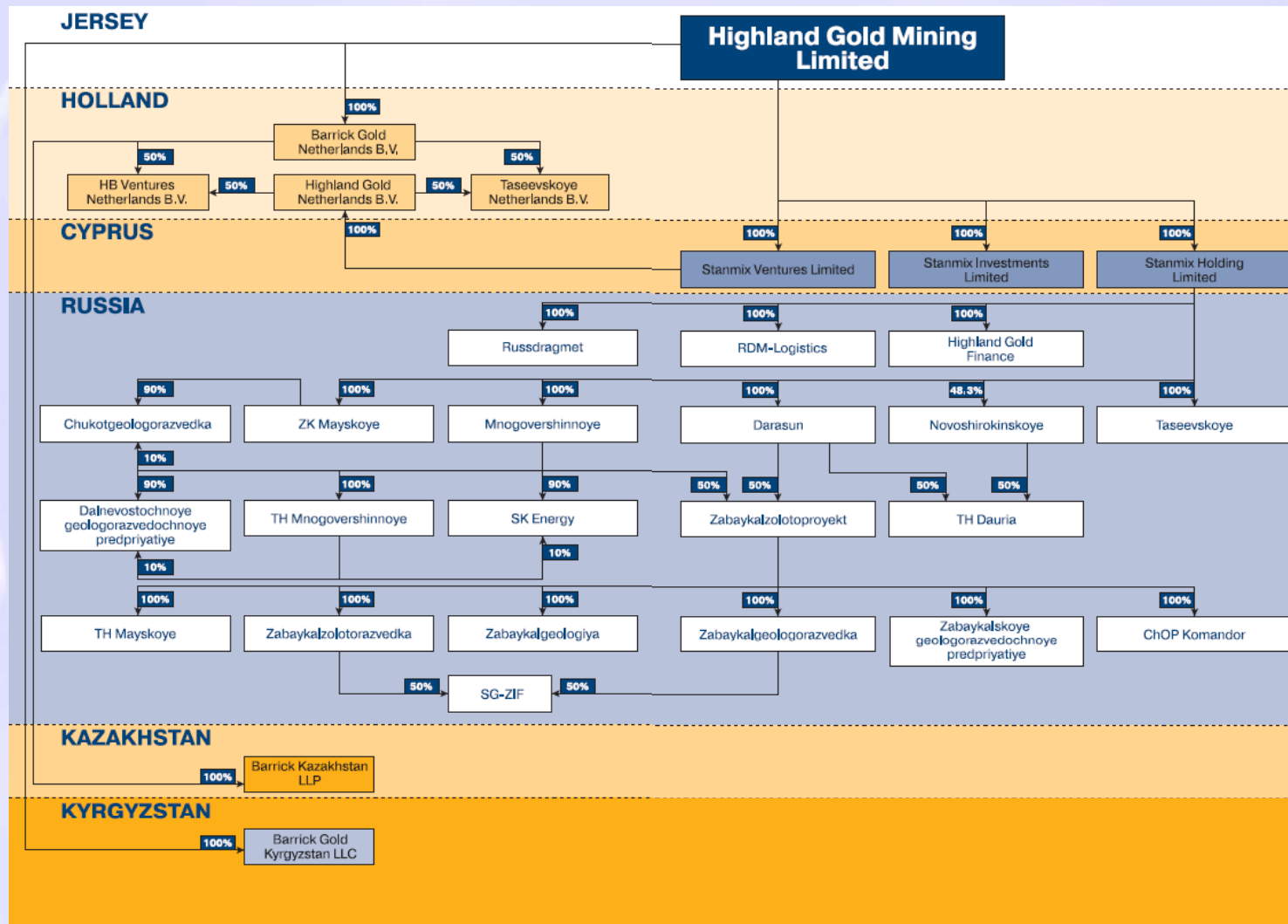
Динамика котировок акций Highland Gold, 2007г.



ОСНОВНЫЕ ДОСТИЖЕНИЯ Highland Gold

	2001г.	2006г.	Изменение
Выручка, млн.долл.	40,1	102,4	155%
Чистая прибыль, млн.долл.	7,2	-96,4	-
Добыча золота, тыс.унц.	153,3	167,5	9%
Количество действующих площадок	1	1	0%
Рудные запасы золота (Proven + Probable), тыс.унц.	4 400	949	-78%
Минеральные ресурсы золота (Indicated + Measured), тыс.унц.	5 878	5 623	-4%
Численность персонала, чел.	1 282	3 019	135%

Юридическая структура Highland Gold, 2006г.



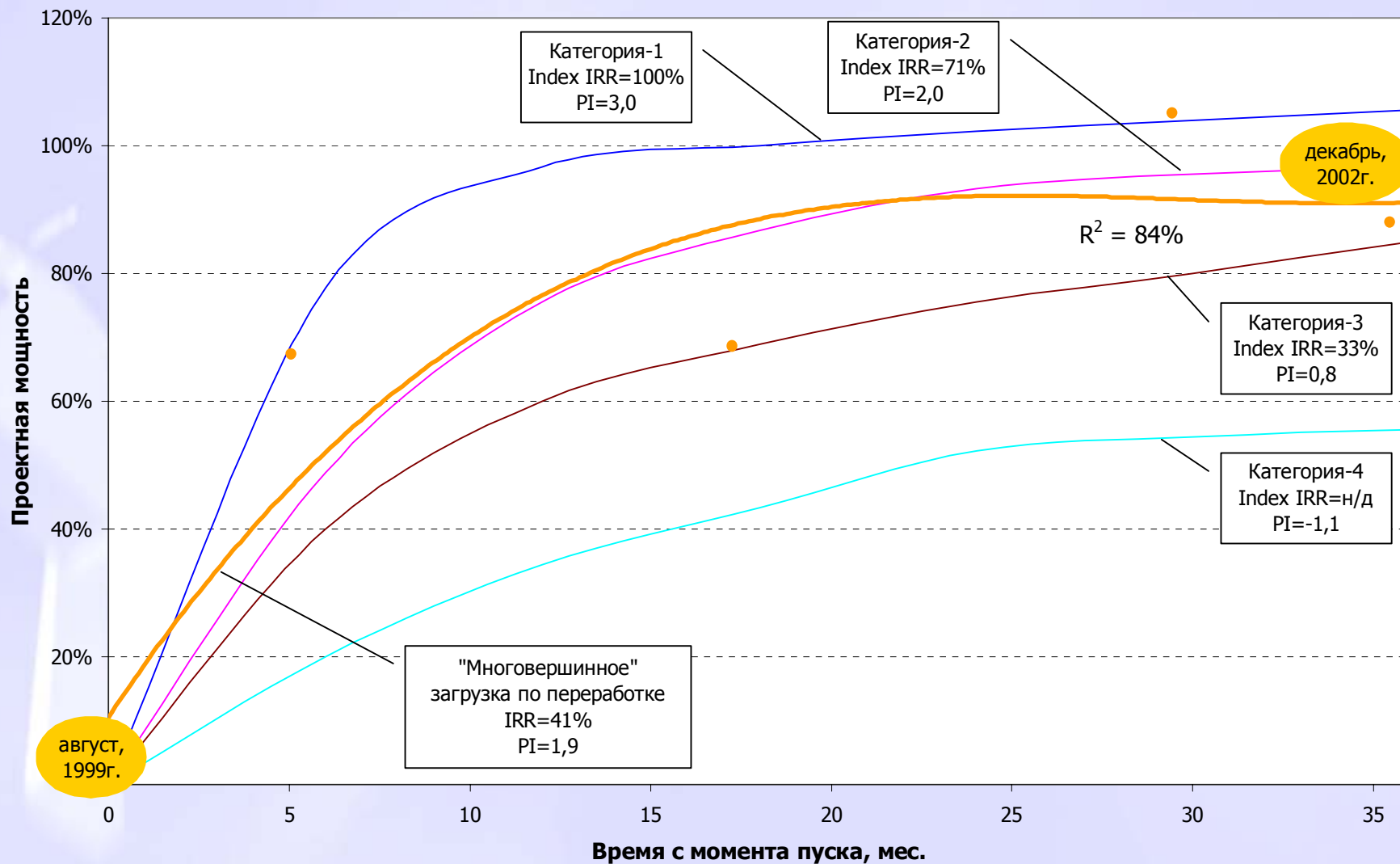
Стратегия Highland Gold

- Покупка и восстановление заброшенных месторождений с готовой инфраструктурой
- Разработка новых месторождений на денежные потоки от восстановленных месторождений

Эффективность восстановления «Многовершинного»

- В координатах McNulty-Halbe проект «Многовершинное» относится ко второй категории
- Проекты этой категории характеризуются малым риском, низкими затратами, ограниченным конкурентным преимуществом на фоне обкатки схемы восстановления

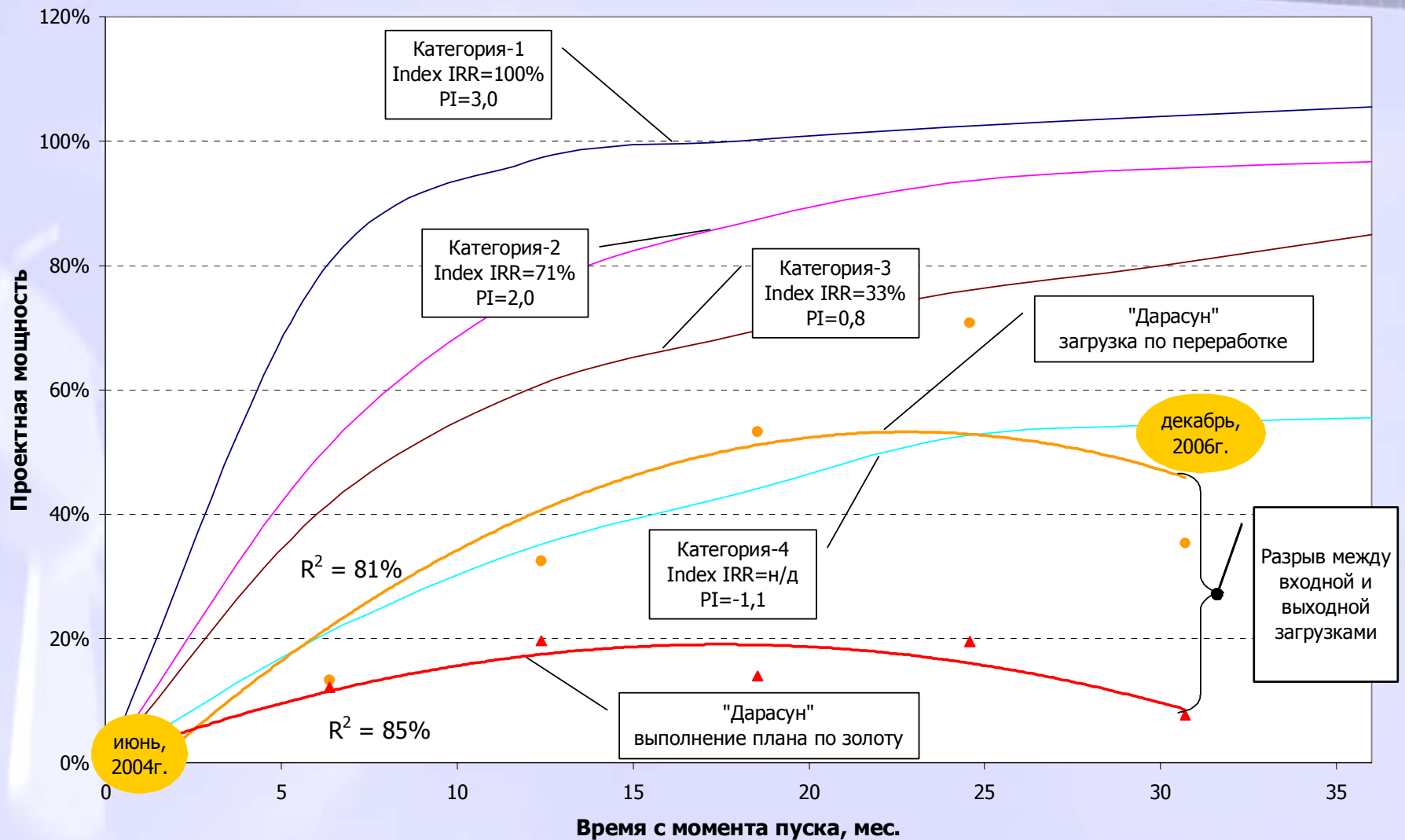
Эффективность восстановления «Многовершинного» (2)



Эффективность восстановления «Дарасуна»

- В координатах McNulty-Halbe проект «Дарасун» относится к четвертой категории
- Проекты этой категории характеризуются высоким риском, большим потенциалом конкурентных преимуществ, рискованным выбором оборудования и его компоновки для снижения капитальных вложений, комплексной технологической схемой, чрезмерно агрессивным менеджментом

Эффективность восстановления «Дарасуна» (2)



Логика проблем «Дарасуна»

Ошибка в
расчетах
мощности
двигателей
мельниц ЗИФ

Недооценка
степени
разубоживания

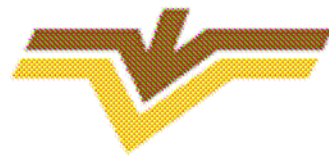
Проблемы на стадии измельчения руды

Проблемы на стадии извлечения золота

Критически низкие уровни загрузки ЗИФ

Высокие удельные издержки на унц. золота

Ошибка в расчетах мельниц ЗИФ «Дарасун»



SRK Consulting
Engineers and Scientists

SRK (UK) Ltd.
Windsor Court
1-3 Windsor Place
Cardiff
CF10 3BX
E-mail: enquiries@srk.co.uk
URL: www.srk.co.uk
Tel: +44(0)29 20 348 150
Fax: +44 (0)29 20 348 199

• December 2002

3 DARASUN

3.7 Mineral Processing

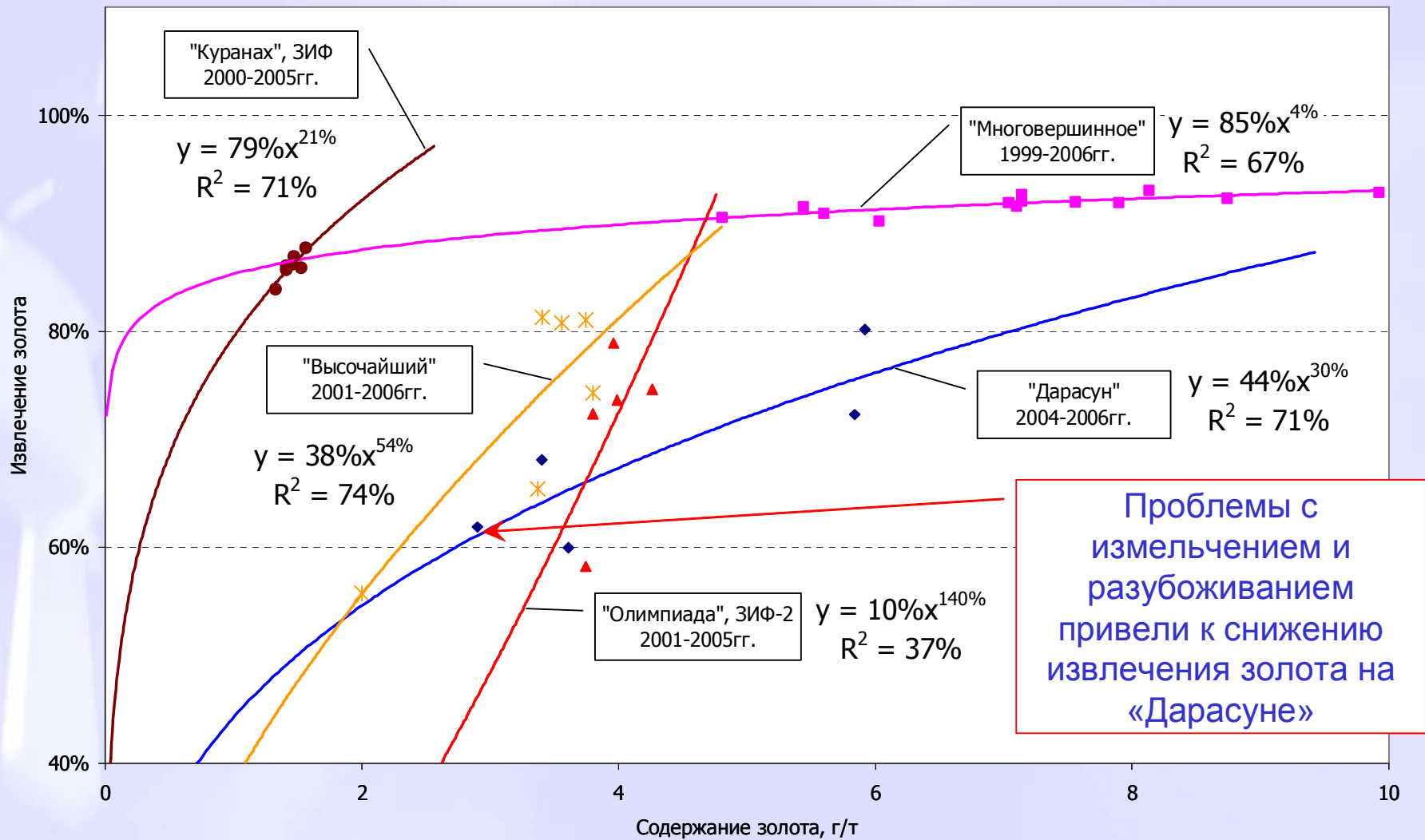
3.7.2 Proposed Mineral Processing Plant

Ore will be reclaimed at a rate of 47 tph (equivalent to an annual capacity of 375,000 t) fitted with a 650 kW motor. Having reviewed the milling characteristics of the ore and SRK believes that this design feed rate is achievable. A discharge grate will remove critical size pieces of ore at 50 mm, which will then be crushed through a cone crusher. The crusher product will then feed a new 3.2 m x 5.4 m ball mill fitted with a 650 kW motor. It is planned that this mill will be supplied from China. Working in closed circuit with a spiral classifier and hydro cyclones the mill products will be treated through centrifugal gravity concentrators to recover coarse gold. This gravity concentrate will be further upgraded on shaking tables to produce a directly smeltable product.

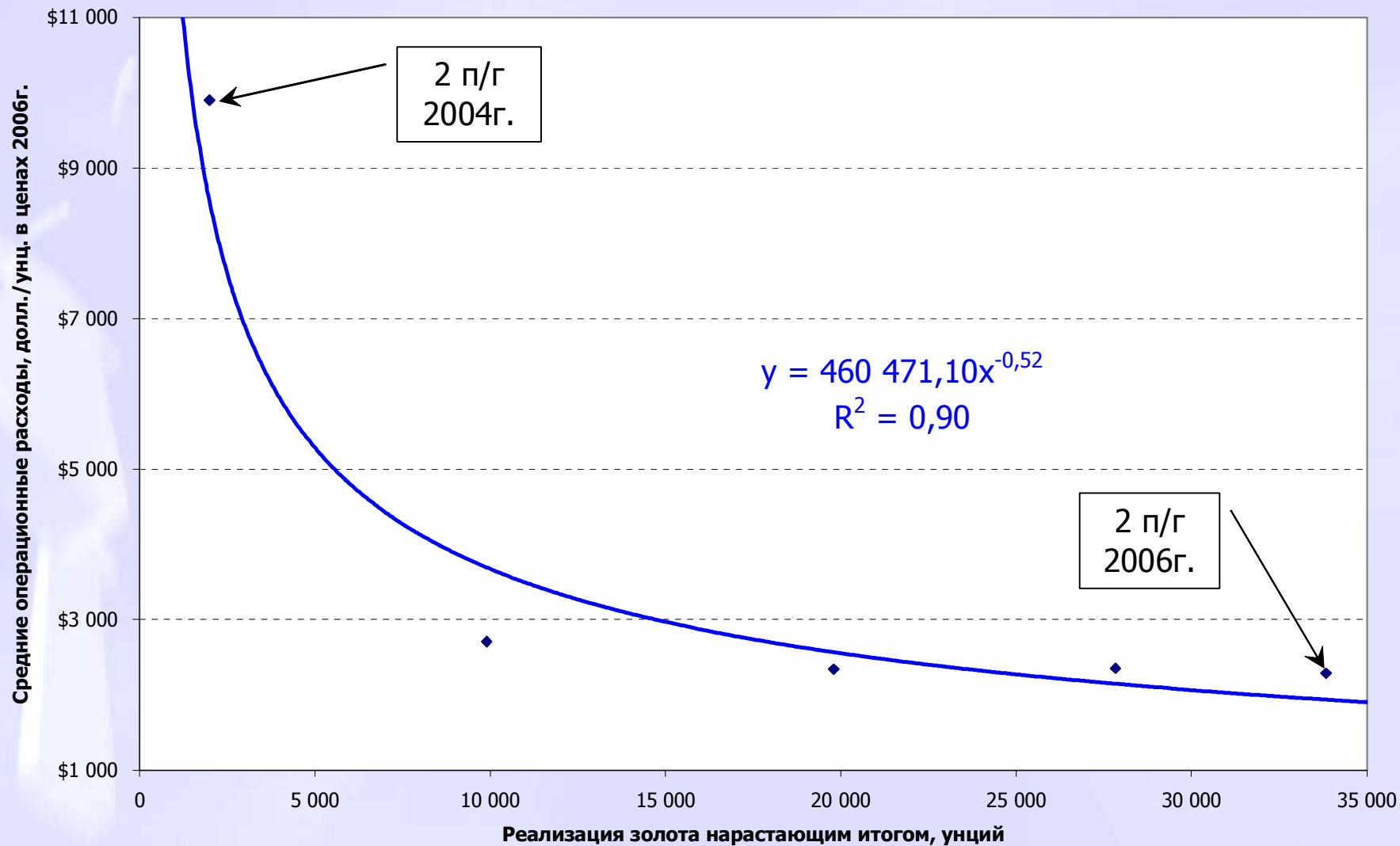
Согласно нашим расчетам, шаровая мельница с размерами 3,2×5,4м и заявляемым качеством измельчения должна иметь мощность двигателя не менее 1137 кВт или на 75% больше, чем представлено в отчете SRK

Источник: проспект Highland Gold к размещению на AIM, стр.72

Зависимость извлечения золота от его содержания в руде



Динамика удельных затрат на золото «Дарасуна»



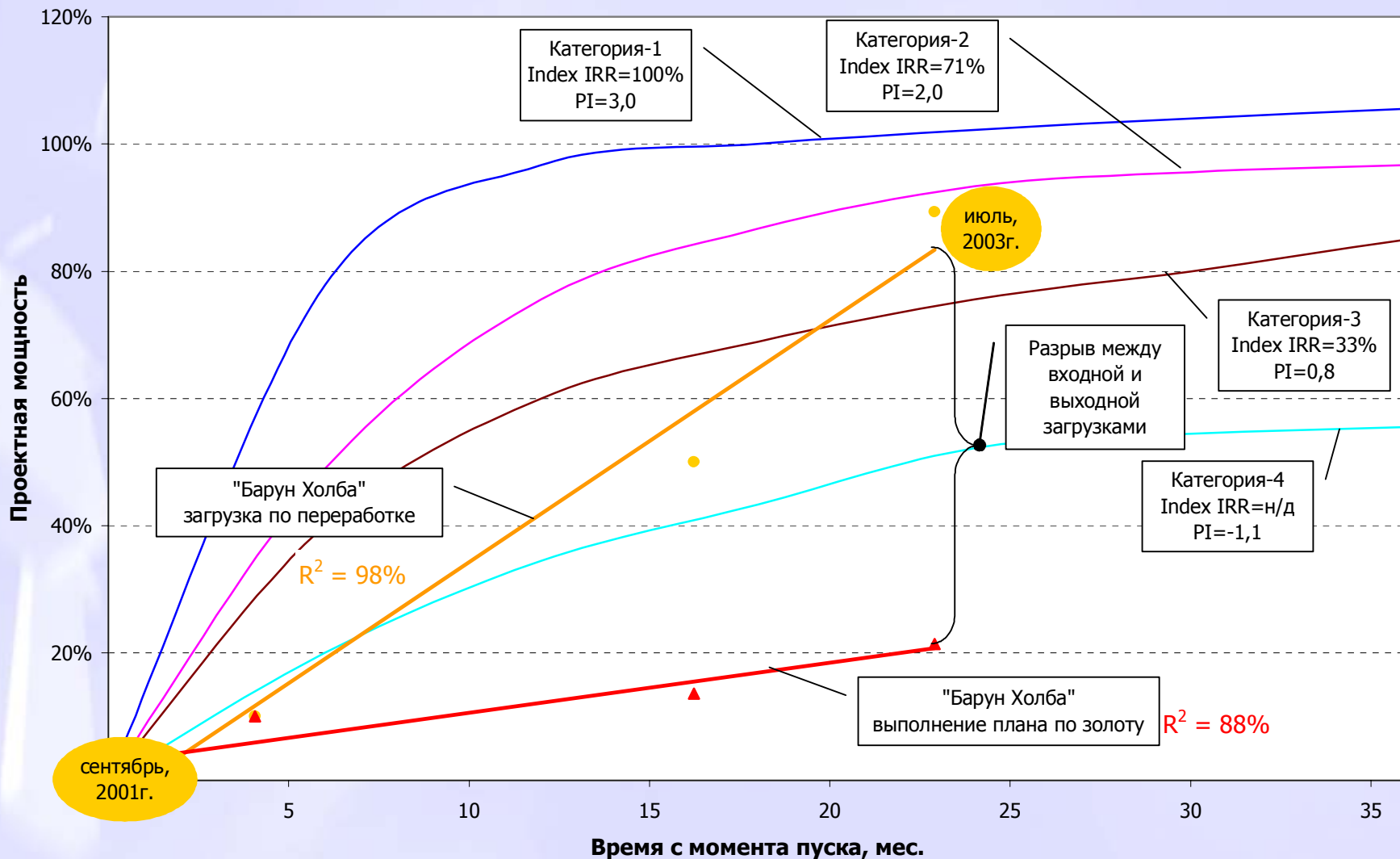
Проблемы в менеджменте Highland Gold

- Проблемы в горных проектах случаются у всех
- Проблемы в проектировании оборудования встречаются более редко
- Проблемы с разубоживанием – более часто
- Однако истинная проблема компании Highland Gold заключалась в недостатке воли у менеджмента вовремя остановить убыточный проект

Пример выхода из проекта ОАО «Полиметалл»

- Проект «Барун-Холба»
- В координатах McNulty-Halbe этот проект развился по переработке до третьей категории и вплотную приблизился ко второй категории
- Однако по выпуску золота проект оставался в четвертой категории. Основная проблема отставания по выпуску золота – разубоживание
- Проект развивался в течение 24 мес., далее добыча была остановлена
- Через 18 мес. после остановки проект был продан акционерам ОАО «Полиметалл»

Пример выхода из проекта ОАО «Полиметалл» (2)



Проблемы в менеджменте Highland Gold (2)

- Если бы прежнему менеджменту Highland Gold хватило воли закрыть проект «Дарасун» через 24 мес., то можно ли было избежать дальнейшей трагедии?

Изменения в менеджменте Highland Gold

- Приход в оперативное управление и Совет директоров представителей Barrick Gold
- Объединение офисов Barrick Gold и Highland Gold
- Нацеленность на доведение проектов в развитии до стадии производства

Принципы оценки стоимости Highland Gold

- Разделение всех площадок компании на три части: действующие, в развитии и разведка
- Для действующей площадки «Многовершинное» используется модель DCF
- Площадки в развитии (Новоширокинское, Майское, Тасеевское) оцениваются в координатах McNulty-Halbe как проекты второй категории с $PI=2$
- Разведочные площадки, включая Дарасун, в оценке не участвуют

Оценка стоимости проектов в развитии

	Накопленные инвестиции, тыс.долл.	PV будущих инвестиций, тыс.долл.	Всего вложения в проекты, тыс.долл.	PI	NPV проектов, тыс.долл.	Вклад проектов
Новоширокинское	33 000	50 000	83 000	2	83 000	12%
Майское	88 800	251 894	340 694	2	340 694	48%
Тасеевское	35 885	251 894	287 779	2	287 779	40%
Всего	157 685	553 788	711 473		711 473	100%

Источник: данные о произведенных инвестициях – годовые отчеты Highland Gold, данные о будущих инвестициях – интервью Генерального директора Генри Хорна газете «Ведомости», 16.04.2007г.

Базовая оценка стоимости Highland Gold

	NPV проектов, тыс.долл.	Вклад проектов
Многовершинное	153 998	18%
Новоширокинское	83 000	10%
Майское	340 694	39%
Тасеевское	287 779	33%
Всего	865 471	100%
Количество акций, млн.шт.	195	
Стоимость 1 акции, долл.	4,44	
курс, долл./брит.фунт	2,02	
Стоимость 1 акции, брит.фунтов	2,19	
Текущая цена, брит.фунт	1,18	
Потенциал	86%	

РИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ Highland Gold

- Проблемы в управлении $\Rightarrow PI=1 \Rightarrow$
стоимость акции = £0,39; -67%
- Потеря месторождения Майское при
отсутствии проблем в управлении \Rightarrow
стоимость акции = £1,33; +13%
- Суперуправление при урегулировании
проблем с месторождением Майское \Rightarrow
 $PI=3 \Rightarrow$ стоимость акции = £4,0; +239%
- Суперуправление при урегулировании
проблем с месторождением Майское и
доведении разведочных проектов до
стадии производства $\Rightarrow PI=3 \Rightarrow$
стоимость акции = £4,79; +307%

© Рачков Игорь, к.э.н.
igorra@mail.ru

Данная публикация подготовлена на основании открытой информации, которая на наш взгляд является достоверной и адекватной сложившимся на момент публикации условиям. Между тем, автор не может гарантировать полноту или достоверность используемых данных. Мнения и выводы, представленные в отчете являются суждениями автора и могут быть пересмотрены без специального уведомления.