

# Южуралзолото

## На пороге удвоения добычи

8 НОЯБРЯ 2023



## Южуралзолото: на пороге удвоения добычи

**ЮГК входит в топ-5 производителей золота в России, а по объемам ресурсов занимает второе место. Компания планирует удвоить объемы производства к 2028 году. При этом большая часть капвложений уже сделана, пик инвестиций пройден. Рост производства и снижение капзатрат приведет к увеличению свободного денежного потока и сокращению долговой нагрузки. Уменьшение долга высвободит денежный поток для выплаты дивидендов.**

- ЮГК имеет амбициозные планы – к 2028 году увеличить производство золота более чем в два раза до 944 тыс. унций в год. Среднегодовые темпы роста за 2022-2028 гг. составят 13%, что выше, чем у конкурентов: 5% у Полюса (2% без учета Сухого Лога) и 1% у Polymetal. Основные проекты роста ЮГК находятся на завершающей стадии строительства или уже работают, что предполагает низкие риски для производственных планов.
- Так как проекты роста уже завершаются, пик инвестиционного цикла, начавшегося в 2015 году, уже пройден. В ближайшие годы капзатраты будут снижаться.
- Рост производства и улучшение макроэкономической конъюнктуры будут способствовать росту финансовых показателей. В 2022 году скорректированная EBITDA компании составила 18 млрд руб. В дальнейшем показатель будет расти среднегодовыми темпами роста выше 20%.
- Рост операционных результатов и снижение капзатрат помогут увеличить свободный денежный поток и, как следствие, снизить долговую нагрузку. На конец прошлого года соотношение «чистый долг/EBITDA» составляло 2,6. Целевой уровень этого показателя для ЮГК ниже 0,8. Снижение долга может способствовать выплате дивидендов, которые должны составлять не менее 50% от чистой прибыли.



## Описание активов компании: золото Урала и Сибири

ЮГК – один из крупнейших золотодобытчиков в России. По итогам 2022 года компания заняла пятое место по объему производства золота с показателем 443 тыс. унций. Активы компании подразделяются на два хаба – Уральский и Сибирский, которые обеспечивают соответственно 55% и 45% производства золота. Всего у компании 10 действующих месторождений и 8 золотоизвлекательных фабрик. ЗИФ Светлинская в Челябинской области – крупнейшая в стране.

**Большой портфель месторождений...** ЮГК разрабатывает много небольших месторождений: в портфеле компании 25 месторождений рудного золота, из них 10 относятся к действующим. Компания также владеет россыпными месторождениями («Прииск Дrajный»). Их вклад в общее производство ЮГК в 2022 году был равен 4% (13 тыс. унций). ЮГК в основном ведет открытую разработку в карьерах, на шахты приходится менее 10%.

**... и производственных мощностей.** Качество добываемой руды позволяет компании использовать традиционные способы переработки. На данный момент ЮГК принадлежит восемь действующих ЗИФ. Основной метод переработки – сорбционное выщелачивание, одна ЗИФ (Березняковская) использует флотационно-автоклавное выщелачивание. Большое количество месторождений и перерабатывающих мощностей снижает технические риски и минимизирует потери для компании в случае приостановки работы на одном из активов.

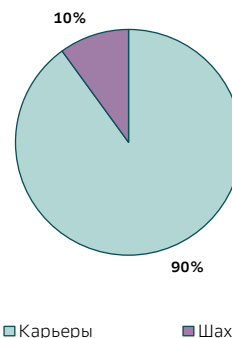
**Синергия от географического расположения.** ЮГК работает в трех регионах – Челябинская область (53% производства в 2022 году), Красноярский край (39%) и Республика Хакасия (7%). Компания развивает производство в рамках хабов, что обеспечивает синергетический эффект (в части логистики, снабжения, инфраструктуры). У ЮГК два хаба: в Уральский входят активы, расположенные в Челябинской области, а в Сибирский – активы в Красноярском крае и Республике Хакасия. Хабы вносят сопоставимый вклад в общее производство компании: в 2022 году Уральский хаб обеспечил 55% общего производства компании, Сибирский хаб – 45%.

### ПОДРОБНЕЕ ОБ АКТИВАХ КОМПАНИИ:

**■ Уральский хаб.** Именно с активов Уральского хаба началась история развития ЮГК. В него входят наиболее зрелые месторождения компании. Уральский хаб включает четыре рудных месторождения (Березняковское, Кочкарское, Светлинское, Курасан) и пять ЗИФ (Светлинская, Пластовская, Березняковская, ФЗЦО им. Артема и Курасан). Все активы хаба расположены в Челябинской области.

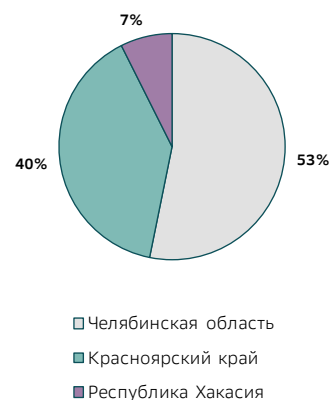
ЗИФ «Светлинская» – крупнейшее золотоизвлекательное предприятие в России. Ее мощность составляет 13 млн т руды в год. Метод извлечения

### Распределение производства золота на шахты и карьеры



Источник: компания, SberCIB

### Распределение производства золота по регионам



Источник: компания, SberCIB

– сорбционное цианирование, коэффициент извлечения в 2020-2022 гг. составлял в среднем 83%.

- **Сибирский хаб.** Активы хаба активы расположены в двух областях. В Красноярском крае (Северо-Енисейский район) ЮГК представлена двумя предприятиями: Соврудник и Прииск Дразный. В Республике Хакасия находится предприятие ПАО «Коммунарковский рудник».

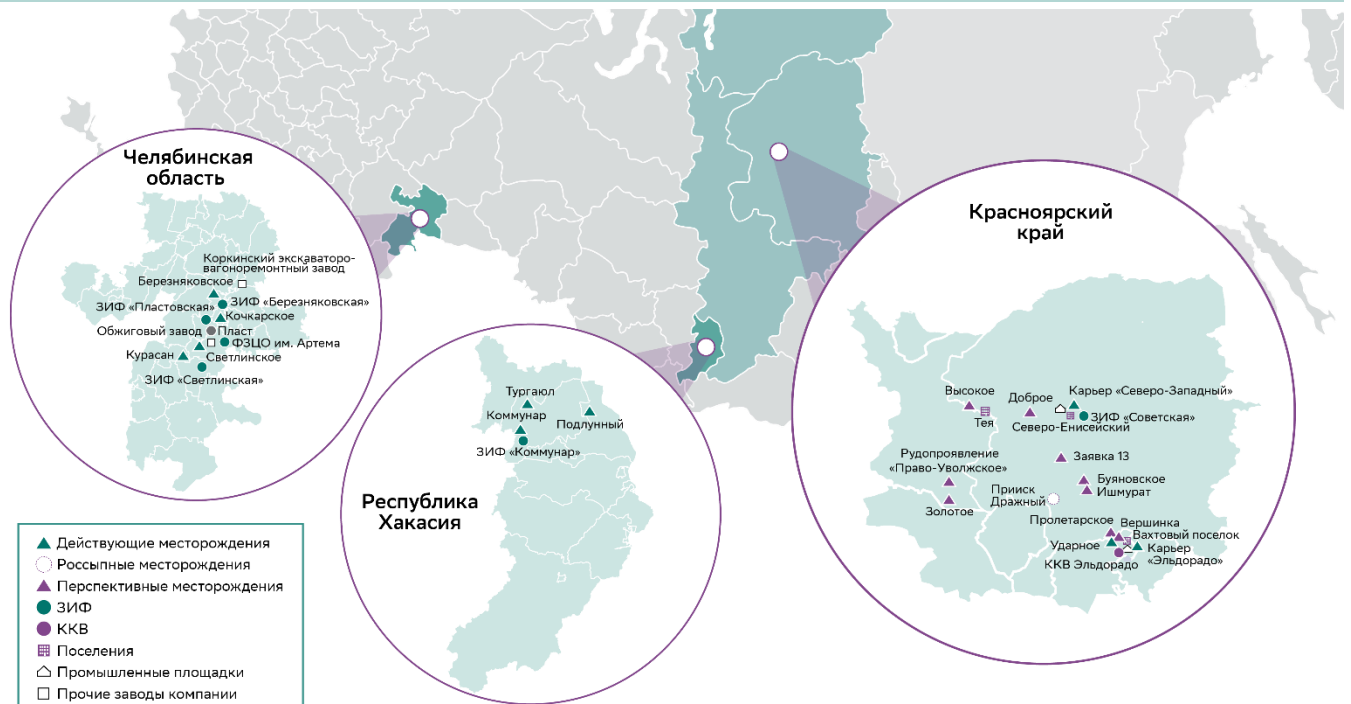
Основное обогатительное предприятие Соврудника, где перерабатывается руда со всех месторождений (за исключением Высокого), – это ЗИФ «Советская». Добыча руды на месторождениях предприятия превышала мощности фабрики, и после нескольких этапов модернизации ее мощность была увеличена до текущих 4,5 млн т руды в год.

В Красноярском крае развивается ГОК «Высокое» – ключевой актив роста группы. Он включает карьер на месторождении Высокое и две очереди ЗИФ мощностью по 2 млн т в год (с высоким коэффициентом извлечения – примерно 90%). Строительство ГОКа началось в 2016 году и планируется до 2026 года.

В Республике Хакасия работает ПАО «Коммунарковский рудник», куда входят месторождения золота Коммунарковское и Тургаюл (недействующее), а также ЗИФ «Коммунар». Добыча на месторождении Коммунарковское ведется как открытым способом (на карьере Подлунный), так и закрытым (шахта «Северная»). Руда перерабатывается на ЗИФ «Коммунар». Мощность фабрики 2,6 млн т.

- У ЮГК также есть собственный аффинажный завод в Московской области – Щелковский завод вторичных драгоценных металлов.

**Карта ключевых активов ЮГК**



Источник: компания, SberCIB

## Анализ финансовых показателей

**Двукратный рост производства в 2022-2028 гг. (CAGR: 13%) и ожидаемое повышение цен на золото могут обеспечить двузначные среднегодовые темпы роста выручки в 2022–2028 гг. Рост EBITDA и снижение процентных платежей на фоне погашения долга будут способствовать быстрому росту чистой прибыли компании, являющейся базов для распределения дивидендов**

**Высокие темпы роста выручки.** ЮГК производит почти исключительно золото (в 2022 году продажи серебра и прочей продукции составили менее 2% выручки). При этом хеджирующие контракты у компании отсутствуют. Вследствие этого ее результаты напрямую зависят от ситуации на рынке золота.

Как и все российские золотодобытчики, ЮГК в 2022 году поменяла схему сбыта. До 2022 года вся выручка группы формировалась на внутреннем рынке за счет продажи золота коммерческим банкам. С 2022 года выручка поступает как и по прежней схеме, так и от прямых экспортных поставок. ЮГК имеет несколько генеральных лицензий на экспорт золота, выданных правительством РФ – в основном в Азию и на Ближний Восток.

В 2022 году выручка ЮГК составила 57 млрд руб., в 2023 году показатель может быть лучше за счет повышения рублевой цены золота. Двукратный рост производства в 2022-2028 гг. (CAGR: 13%) и ожидаемое повышение цен на золото могут обеспечить двузначные среднегодовые темпы роста выручки в 2022–2028 гг.

**Затраты росли медленнее, чем у конкурентов.** ЮГК находится в третьем квартиле глобальной кривой себестоимости среди производителей золота. Ее совокупные денежные расходы (ТСС) в 2022 году составили около \$988 на унцию, что примерно на уровне Polymetal и почти в два раза выше, чем у Полюса. При этом у обоих хабов компании этот показатель почти не отличается, в 2022 году разница была в пределах 2%.

За последние годы себестоимость добычи у ЮГК, как и у других золотодобытчиков, сильно выросла: с 2020 по 2022 год ТСС компании увеличились на 27%, но все же не так сильно, как у Polymetal (на 48%) и Полюса (на 43%).

**Позитивные тренды в рентабельности.** Выручка ЮГК будет расти быстрее затрат благодаря экономии масштаба в результате выхода на полную мощность запущенных проектов и слабому курсу рубля. Это позитивно отразится на рентабельности компании.

В 2022 году скорректированная EBITDA компании составила 18 млрд руб., а рентабельность по этому показателю была выше 30%. За 2022-2028 гг. среднегодовые темпы роста EBITDA ЮГК могут превысить 20%

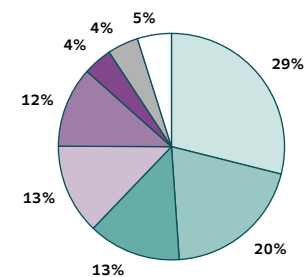
**Рост чистой прибыли.** Рост EBITDA и снижение процентных платежей на фоне погашения долга будут способствовать быстрому росту чистой

### Производство и цена реализации



Источник: компания, SberCIB

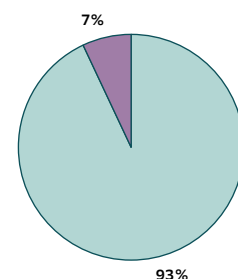
### Структура затрат



- Материальные затраты
- Затраты на оплату труда
- Топливо
- Ремонт и обслуживание
- НДПИ
- Транспортные расходы
- Затраты на электроэнергию
- Прочие производственные расходы

Источник: компания, SberCIB

### Структура затрат по валютам



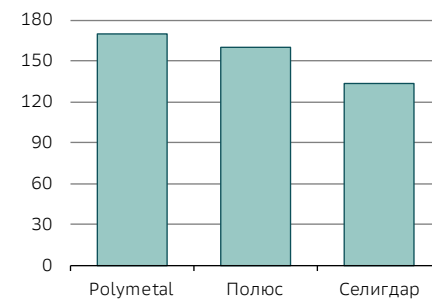
- Рубли
- Иностранная валюта

Источник: компания, SberCIB

прибыли компании, являющейся базов для распределения дивидендов. Долг ЮГК по большей степени номинирован в иностранной валюте, поэтому ослабление рубля частично снижает выгоды от роста выручки.

**Прогноз компании по капзатратам.** С 2015 года ЮГК реализует масштабную инвестиционную программу, включающую ряд проектов развития (расширение и модернизация мощностей ЗИФ и строительство ГОКов), и менеджмент ожидает существенного сокращения капзатрат после прохождения пика инвестиционного цикла. По прогнозам компании, капзатраты должны снизиться с 24 млрд руб. в 2022 году до 4 млрд руб. в 2028 году.

#### Оценка капзатрат на поддержание производства в 2022 г., \$/унция



Источник: компания, SberCIB

## Производственные планы ЮГК: факторы удвоения производства за шесть лет

Согласно планам ЮГК до 2028 года, производство золота должно увеличиться примерно на 500 тыс. унций: с 443 тыс. унций в 2022 году до 944 тыс. унций в 2028 году (CAGR 2022-2028: плюс 13%). Рост будет последовательным – выпуск будет ежегодно расти, самые высокие темпы роста ожидаются в 2024 (плюс 21% г/г) и в 2027 (плюс 20% г/г) годах. Такие показатели существенно выше, чем у конкурентов: добыча Полюса на горизонте до 2028 года, как ожидается, будет расти в среднем на 4% в год (CAGR 2022–2028) с учетом старта Сухого Лога и на 2%, если Сухой Лог будет запущен после 2028 года. Добыча Polymetal, как ожидается, будет относительно стабильной (CAGR 2022–2028: 0,5%).

Рост производства золота в Сибирском хабе будет более существенным, чем в Уральском (CAGR 2022–2028: 17% против 10%), что приведет к увеличению его вклада в общий объем до 55% в 2028 году.

Ниже перечислены флагманские проекты ЮГК, которые обеспечат существенный вклад в столь впечатляющий рост (примерно 300 тыс. унций из ожидаемого общего прироста 500 тыс. унций):

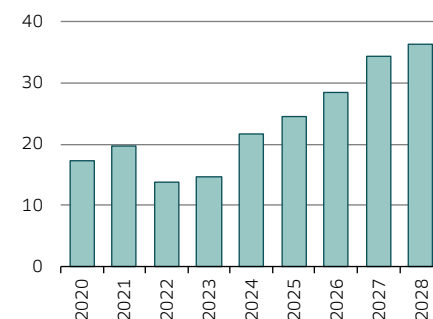
- Разработка карьера и запуск двух очередей ЗИФ на ГОК «Высокое» (производство порядка 200 тыс. унций с 2027 года) в рамках Сибирского хаба.
- Разработка карьера на месторождении Курасан и запуск золотоизвлекательной фабрики (ЗИФ) «Курасан» (производство порядка 70 тыс. унций с 2025 года) в рамках Уральского хаба.
- Поэтапное расширение мощностей ЗИФ «Коммунар» (производство порядка 90 тыс. унций с 2025 года по сравнению с примерно 40 тыс. унций в 2020–2021 годах) в рамках Сибирского хаба.

### ПОДРОБНЕЕ О ПРОЕКТАХ:

**ГОК Высокое.** ЮГК занимается строительством ГОК Высокое с 2016 года. Проект предусматривает разработку карьера на месторождении Высокое и запуск двух ЗИФ мощностью по 2 млн т в год. Его стоимость составляет \$408 млн, из них более половины (54%) было потрачено в 2016–2022 гг. Добыча была запущена в 2022 году, первая очередь ЗИФ должна быть введена в эксплуатацию в 4К23, а выход на полную мощность ожидается в 2024 году. Вторая очередь будет запущена в 2026 году и выйдет на полную мощность в 2027 году. В результате производство золота на ГОК должно увеличиться с 104 тыс. унций в 2024 до 204 млн унций с 2027 года (26% от общего объема производства в 2028 году).

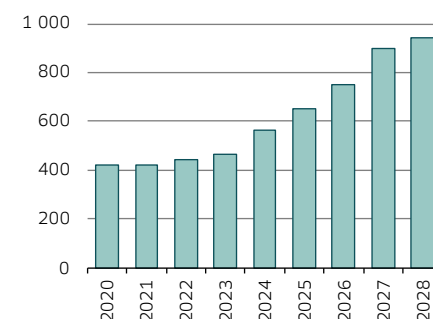
**ГОК Курасан** Еще один проект, который ЮГК развивает с нуля. Проект предусматривает разработку карьера и запуск ЗИФ мощностью 4 млн т руды в год. Для его реализации в 2016–2021 гг. было потрачено 18 млрд

Добыча руда, млн т



Источник: компания, SberCIB

Производство золота, тыс. унций



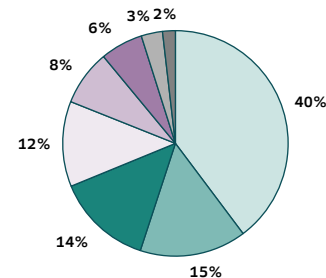
Источник: компания, SberCIB

руб. Добыча на месторождении была запущена в 2021 году, а ЗИФ – в 2022. Производство золота на ГОК должно достичь примерно 70 тыс. унций с 2025 года и составить 8% от общего производства в 2028 году.

**ГОК «Коммунар».** Проект предполагает поэтапную реконструкцию ЗИФ «Коммунар» для увеличения производственной мощности до 4,5 млн т в год с 2025 года. Проект реализуется с 2015 по 2025 год. Объем инвестиций составляет \$145 млн, из них более половины (53%) было потрачено на первых двух этапах реконструкции. Это позволило нарастить мощности по переработки с 0,7 млн т руды в год до текущих 2,6 млн т. Вторая очередь (мощностью 1,4 млн т в год) была запущена в этом году и выйдет на полную мощность в 2024 году. Третья очередь (мощностью 1,9 млн т в год) будет введена в эксплуатацию в 2024 году и выйдет на полную мощность в 2025 году. Проект позволит увеличить производство с 40 тыс. унций в 2020–2021 годах до 91 тыс. унций с 2025 года (10% общего производства в 2028 году).

Оставшиеся 40% прироста производства должен обеспечить целый ряд проектов: ввод новой ЗИФ «Эльдорадо» на фоне запуска новых месторождений в Сибирском хабе, восстановление объемов добычи и переработки руды на Светлинском ГОК, запуск новых месторождений в Уральском хабе и расширение добычи на Кочкарском месторождении.

#### Распределение мощностей ЗИФ в конце 2023 года



- ЗИФ Светлинская
- ЗИФ Кочкарская
- ЗИФ Советская
- ЗИФ Курасан
- ЗИФ Коммунар
- ЗИФ Высокое
- ЗИФ Березняковская
- ФЗЦО им. Артема

Источник: компания, SberCIB

#### Развитие мощностей ЗИФ, млн т

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Уральский хаб</b>								
ЗИФ Светлинская (СЗИВ)	13 000	13 000	13 000	13 000	13 000	13 000	13 000	13 000
ЗИФ Кочкарская (ПЗИФ)	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
ЗИФ Курасан	–	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
ЗИФ Березняковская (БЗИФ)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
ФЗЦО им. Артема	600	600	600	600	600	600	600	600
<b>Итого уральский хаб</b>	<b>19 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>	<b>23 600</b>
<b>Сибирский хаб</b>								
ЗИФ Советская	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
ЗИФ Высокое	–	–	2 000	2 000	2 000	4 000	4 000	4 000
ЗИФ Коммунар	1 200	1 200	2 600	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
ЗИФ Эльдорадо	–	–	–	–	–	–	4 000	4 000
<b>Итого сибирский хаб</b>	<b>5 700</b>	<b>5 700</b>	<b>9 100</b>	<b>11 000</b>	<b>11 000</b>	<b>13 000</b>	<b>17 000</b>	<b>17 000</b>
<b>Итого ЮГК</b>	<b>25 300</b>	<b>29 300</b>	<b>32 700</b>	<b>34 600</b>	<b>34 600</b>	<b>36 600</b>	<b>40 600</b>	<b>40 600</b>

Источник: компания, SberCIB



## Сырьевая база: второе место в стране по ресурсам

**Значительная база запасов и ресурсов позволит компании нарастить объемы добычи. Срок эксплуатации активов превышает 20 лет.**

**Лидирующие позиции в стране.** ЮГК обладает довольно обширной сырьевой базой, которая должна стать основой для растущего производства. Согласно последней оценке запасов и ресурсов по кодексу JORC, проведенной IMC Montan, по состоянию на 1 января 2020 года доказанные и вероятные (P&P) запасы ЮГК составляют 11,1 млн унций, тогда как оцененные, выявленные и предполагаемые (MI&I) ресурсы равны 40,7 млн унций. По объемам ресурсов ЮГК занимает второе место в стране.

**Срок эксплуатации активов больше 20 лет.** Общий объем сырьевой базы составлял 51,8 млн унций, в которой ресурсы составляют примерно 80%. С учетом производства последних лет, запасов компании хватит на 22 года добычи по сравнению с 38 годами (с учетом Сухого Лога) или 22 годами (без учета Сухого Лога) у Полюса и 16 годами у Polymetal.

**Потенциал конвертации ресурсов в запасы.** Обширные ресурсы компании, при условии их конвертации в запасы, должны существенно продлить срок жизни активов. При конвертации 50% ресурсов в запасы срок отработки месторождений ЮГК увеличится еще на 17 лет (с учетом сохранения объемов производства на уровне 2028 года).

### Срок эксплуатации месторождений\*



\*при сохранении объемов производства на уровне 2028 года

УХ – Уральский хаб, СХ – Сибирский хаб

Источник: компания, SberCIB

### Срок эксплуатации месторождений с учетом перевода 50% ресурсов в запасы\*



\*при сохранении объемов производства на уровне 2028 года

УХ – Уральский хаб, СХ – Сибирский хаб

Источник: компания, SberCIB

## Дивидендная политика компании и конкурентов

**Компания направляет на дивиденды не менее 50% от скорректированной чистой прибыли по МСФО, если долговая нагрузка оказывается комфортной. Базой для выплаты является чистая прибыль по РСБУ.**

### Условие выплаты дивидендов – комфортная долговая нагрузка.

Последняя редакция дивидендной политики ЮГК предполагает выплату дивидендов в размере не менее 50% от скорректированной чистой прибыли при соотношении «чистый долг/ЕБИТДА» по МСФО не более 3,0. Если долговая нагрузка превысит этот уровень, то компания не будет выплачивать дивиденды. Базой для выплаты дивидендов будет чистая прибыль по РСБУ. Выплаты планируются на годовой основе. Чистая прибыль будет корректироваться на статьи, указанные ниже:

- прибыль (убыток) по курсовым разницам, отражаемая в составе финансовых доходов и расходов;
- курсовые разницы по операционным статьям;
- убыток от обесценения (восстановление убытка от обесценения) основных фондов и незавершенного строительства.

**Компания улучшит базу для выплат акционерам.** Мы отмечаем следующие недостатки чистой прибыли как базы для выплаты дивидендов: высокая волатильность и влияние неденежных статей. Кроме того, использование чистой прибыли из отчетности по РСБУ вместо МСФО еще больше снижает прогнозируемость дивидендов. На данный момент ЮГК планирует до конца года оформить формальный переход на использование чистой прибыли по МСФО, что позволит использовать этот показатель при расчете дивидендов уже по итогам 2023 года.

Потенциальное повышение коэффициента выплат, переход на расчет дивидендов на основе СДП и более частая их выплата могли бы повысить инвестиционную привлекательность компании.

### Сравнение дивидендных политик российских золотодобывающих компаний

	Полюс	Polymetal	Селигдар	ЮГК
База для выплат	ЕБИТДА	Скорр. чистая прибыль по МСФО	Чистая прибыль по МСФО	Чистая прибыль по РСБУ
Частота выплат	2 раза в год	2 раза в год	Решение может быть принято по результатам 3 мес, 6 мес, 9 мес и 12 мес.	1 раз в год
Коэффициент выплат	30% <sup>1</sup>	Не менее 50% <sup>2</sup>	10-30%	Не более 50%
Пороговое значение ЧД/ЕБИТДА	2,5	2,5	от 1,0 до 3,0	3

1) СД Полюса имеет право рассмотреть возможность выплат специальных дивидендов

2) СД Polymetal имеет право увеличить итоговый дивиденд до 100% от СДП (если он будет больше 50% от скорректированной чистой прибыли)

3) При отношении «чистый долг/ЕБИТДА» ниже 1 на дивиденды направляется 30% прибыли, при значении от 1 до 2 – 20%, при значении от 2 до 3 – 10%.

Источник: компании

## История компании и корпоративная структура

**ЮГК работает на рынке 26 лет. За свою историю компания расширила присутствие в Челябинской области, вышла в Красноярский край и Республику Хакасия. ЮГК активно участвовала в сделках по покупке других золотодобытчиков и модернизировала действующие мощности.**

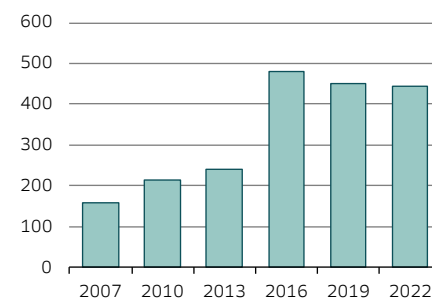
**Начало работы в 1997 году.** ЮГК была создана на базе активов предприятия «Южуралзолото», находящихся в Южно-Уральском регионе России. В июле 1997 года ее активы перешли к Константину Струкову, который вместе с новой управленческой командой организовал ЗАО «Южуралзолото», в состав которого вошли основные активы ОАО «Южуралзолото», включая Светлинское и Кочкарское месторождения, а также ФЗЦО им. Артема и Кочкарскую ЗИФ. Прежде всего новый менеджмент сосредоточился на восстановлении горнодобывающих операций на шахте «Восточная», а также на Светлинском и Кочкарском месторождениях. Была разработана и реализована программа по повышению эффективности производства, что привело к увеличению производства и сокращению расходов.

**Крупные приобретения в Сибири.** С начала 2000-х годов компания приобрела несколько активов, имеющих лицензии на разработку относительно крупных месторождений, расширила свое присутствие в Челябинской области, вышла в Красноярский край и Республику Хакасия, а также инвестировала в создание и модернизацию собственных мощностей по переработке руды. Важным событием в истории компании стало приобретение одной из крупнейших золотодобывающих компаний региона ООО «Соврудник» в 2015 году за \$130 млн, что позволило повысить добычу группы с 273 тыс. унций в 2014 году до 481 тыс. унций в 2016. В 2017 году ЮГК приобрела АО «Щелковский завод вторичных драгоценных металлов» за \$25 млн.

**Широкий опыт реализации инвестпроектов.** Несмотря на активное участие в сделках M&A, у ЮГК имеется довольно успешный опыт реализации проектов и модернизации действующих мощностей. С 2015 года ЮГК построила две новых ЗИФ (ЗИФ-1 и ЗИФ-2 на Светлинском ГОКе) и существенно модернизировала еще три (ЗИФ «Березняковская», «Пластовская», «Коммунар»), а также построила с нуля ГОКи «Курасан» и «Высокое». ГОКи «Курасан» и «Высокое» начали строиться в 2016 году и должны стать драйверами роста производства компании в ближайшие годы. В 2022-2023 годах были запущены ЗИФ на этих ГОКах.

Совет директоров и менеджмент ЮГК отличается опытной командой, специализирующейся на горнорудной отрасли: средний стаж работы в отрасли превышает 20 лет. Владелец ЮГК Константин Струков участвует в управлении компанией. Он занимает должность президента ООО «УК ЮГК», а также входит в совет директоров.

Добыча ЮГК, тыс. унций



Источник: компания, SberCIB

## Основные события в истории компании

Год	Событие
1997	На базе прекратившего работу ОАО «Южуралзолото» создано одноименное ЗАО, которое возглавил Константин Струков. На тот момент компания добывала золото только в Челябинской области. Основные активы: Светлинское и Кочкарское месторождения, а также ФЭЦО им. Артема и Кочкарская ЗИФ.
2001	ЗАО «Южуралзолото» впервые выходит в Хакасию. Компания получила контроль над ОАО «Коммунарский рудник», которое владело лицензией на развитие Коммунарского месторождения.
2002	Компания получила контроль над ОАО «Еткульзолото», владеющее лицензией на Березняковское месторождение в Челябинской области. На Светлинском руднике начинаются работы по кучному выщелачиванию.
2006	«Южуралзолото» получает лицензию на разработку месторождений Южный Курасан и Западный Курасан в Челябинской области, а также контроль над компанией, которая владела лицензией на разработку рассыпных месторождений в прииске Дразный в Красноярском крае.
2008	ЗАО «Южуралзолото» провело реструктуризацию, консолидировав все активы в ОАО «Южуралзолото Группа Компаний» (ЮГК). Позднее компания сменил статус на АО.
2015	«ЮГК» расширила присутствие в Красноярском крае, выкупив ООО «Соврудник» - одну из крупнейших золотодобывающих компаний региона.
2016	ЮГК начинает проекты по строительству ГОК «Высокое» в Красноярском крае и ГОК «Курасан» в Челябинской области.
2017	ЮГК приобретает аффинажное предприятие - АО «Щелковский завод вторичных драгоценных металлов»
2019	Завершился первый этап модернизации ЗИФ «Коммунар», который привел к росту проектных мощностей с 0,7 млн т в год до 1,2 млн т.
2020	«ЮГК» приобретает 29% акций компании Petropavlovsk.
2021	ЮГК запускает добычу на ГОК «Курасан».
2022	ЮГК запускает добычу на ГОК «Высокое», состоялся запуск ЗИФ «Курасан». ЮГК выпускает первые облигации в юанях. Объем размещения составил 700 млн юаней, а ставка купона составила 3,95%.
2023	Состоялся запуск первой очереди ЗИФ «Высокое» мощностью 2 млн т в год, а также второго этапа модернизации ЗИФ «Коммунар», который увеличил мощности с 1,2 млн т в год до 2 млн т.

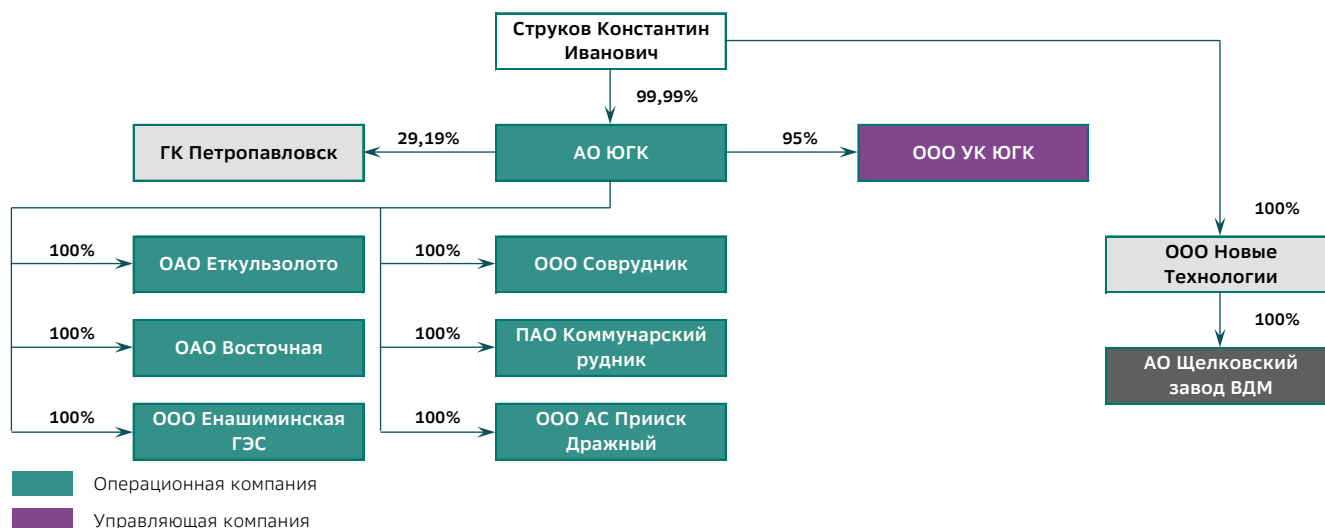
Источник: компания, СМИ, SberCIB

## История инвестиций в Петропавловск

ЮГК в феврале 2020 года приобрела 22,37% акций, а также конвертируемых облигаций золотодобытчика Петропавловск у Романа Троценко примерно за \$220 млн. В 2020–2021 гг. ЮГК довела долю в Петропавловске до 29,19%.

В 2022 году Петропавловск запустил процедуру несостоятельности. Позднее компания провела делистинг акций с Лондонской фондовой биржи (LSE) и МосБиржи, и в сентябре ее добывающие и производственные активы были проданы АО «УГМК-Инвест». Полученные средства пошли на покрытие долгов, а возврат средств акционерам не предполагался. ЮГК списала инвестиции в компанию в сумме 28,2 млрд руб., что отразилось в отчетности за 2022 год.

## Юридическая структура группы



Источник: компания, СМИ, SberCIB



## Риски

**Снижение цены на золото.** Рост реальных процентных ставок и/или снижение геополитической напряженности могут негативно сказаться на цене на золото.

**Укрепление рубля.** Выручка ЮГК напрямую зависит от курса доллара: цена реализации золота и на внутренний рынок, и на экспорт привязана к мировой цене золота, номинированной в долларах. Доля валютных затрат в себестоимости (7% в 2022) и капитальных расходах (14%) незначительна, поэтому компании выгодно ослабление рубля, а его укрепление создает риски ухудшения финансовых результатов.

**Операционные риски.** ЮГК присущи те же риски, что и любой горно-металлургической компании: содержание золота в руде или коэффициент извлечения могут оказаться ниже ожиданий, а коэффициент вскрыши – выше, что отражается на объемах производства и на себестоимости. Также стоит отметить технологические риски, возможность аварий и поломок, которые отчасти нивелируются диверсифицированной базой активов ЮГК. Особый риск представляет конвертация ресурсов в запасы, поскольку сырьевая база компании (согласно последней оценке по стандартам JORC) на 80% представлена ресурсами (компания не раскрывает, какое содержание золота в руде лежит в основе данных по запасам и ресурсам). Различные виды операционных рисков могут поставить под угрозу амбициозные планы компании по удвоению производства на горизонте до 2028 года.

**Рост операционных и капитальных затрат.** В отрасли уже несколько лет наблюдается дефицит кадров, что вынуждает компании индексировать зарплаты с опережением инфляции. Кроме того, ЮГК планирует существенное расширение производства, которое должно сопровождаться увеличением численности персонала. Менеджмент также ожидает существенного снижения капитальных затрат на фоне окончания ключевых проектов: с 23,6 млрд руб. в 2022 году до 3,9 млрд руб. в 2028 году. Однако в реальности снижение капвложений может оказаться скромнее за счет общей инфляции и других причин (частично отражено в нашем прогнозе).

**Риски дивидендных выплат.** ЮГК пока не имеет устоявшейся дивидендной политики в том, что касается коэффициента и частоты выплат. Если дивидендные выплаты окажутся ниже 50% скорректированной чистой прибыли по МСФО, это может негативно отразиться на инвестиционном кейсе компании.

**Выплаты денежных средств в пользу акционера.** Помимо дивидендов, основной акционер ЮГК также получает выплаты в связи с тем, что он занимает должность президента компании. Они проходят через отчет о движении денежных средств (секция финансовой деятельности) и отчет о движении капитала. Их размер в последние годы был нестабильным (от 5,1 млрд руб. в 2019 году до 2,1 млрд руб. в 2022 году).

**Рост фискальной нагрузки.** С учетом ожидаемого дефицита федерального бюджета в ближайшие годы существует риск повышения налоговой нагрузки для компаний отрасли.

**Санкционные риски.** ЮГК и ее основной акционер на данный момент не находятся под санкциями. В случае введения санкций влияние на компанию будет ограниченным и будет заключаться в усложнении экспортных маршрутов и закупок иностранной техники.

## SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Один из крупнейших золотодобытчиков России (пятый по объему добычи в 2022 году)</li> <li>▪ Диверсифицированная ресурсная база (более 10 действующих месторождений)</li> <li>▪ Расположение в регионах с относительно простой минералогией и преобладанием легко обогатимых руд</li> <li>▪ Большая часть проектов роста профинансирована, капиталовложения будут снижаться в ближайшие годы</li> <li>▪ Отсутствие сложного оборудования западных производителей</li> <li>▪ Значительный опыт менеджмента и совета директоров в отрасли золотодобычи (более 20 лет)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Относительно высокая себестоимость производства: по совокупным денежным затратам (ТСС) компания находится в III квартиле в глобальной золотодобывающей отрасли – \$988/унция в 2022 году</li> <li>▪ Относительно высокая долговая нагрузка ("чистый долг/ЕБИТДА" 2,5 на конец</li> <li>▪ Неустоявшаяся дивидендная политика с привязкой к чистой прибыли, а не СДП</li> <li>▪ Выплаты акционеру зарплаты и бонусов, проводимых в отчетности как квазидивиденд</li> </ul>
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Высокие ожидаемые темпы роста производства в 2022-2028 гг. (CAGR 13%) позволят более чем удвоить объемы</li> <li>▪ Снижение долговой нагрузки</li> <li>▪ Повышение коэффициента выплат дивидендов, переход на более частые выплаты или привязка к СДП</li> <li>▪ Увеличение запасов за счет конвертации ресурсов (сырьевая база по стандартам JORC на 80% состоит из ресурсов)</li> <li>▪ Открытие новых месторождений и приобретение лицензий на разработку</li> <li>▪ Улучшение корпоративной прозрачности (например, выпуск квартальных операционных и финансовых результатов)</li> <li>▪ Улучшение финансовых показателей и рост дивидендных выплат при росте цены на золото и/или ослаблении курса рубля</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Невыполнение производственного плана компании (задержки запуска проектов, технологические трудности, низкое содержание металла в руде или низкий коэффициент извлечения и т. д.)</li> <li>▪ Рост выплат мажоритарному акционеру</li> <li>▪ Отказ от выплаты дивидендов или более низкий коэффициент выплат, чем предполагает дивидендная политика</li> <li>▪ Ухудшение макроэкономических условий: снижение цены на золото и/или укрепление курса рубля</li> <li>▪ Рост операционных и капитальных затрат сверх бюджета (инфляция зарплат на фоне дефицита кадров, интенсивные вскрышные работы, трудности с приобретением оборудования)</li> <li>▪ Рост налоговой нагрузки</li> <li>▪ Исчерпание запасов</li> <li>▪ Риски аварий и экологических происшествий</li> <li>▪ Рисков, связанные с поручительствами (24,4 млрд руб. на конец 1П23)</li> <li>▪ Попадание под санкции</li> <li>▪ Риски низкой ликвидности акций</li> <li>▪ Риски миноритариев из-за высокой концентрации доли у мажоритарного акционера</li> </ul>

Источник: SberCIB