

Полюс

Самая надежная инвестиция
в российской металлургии

10 МАРТА 2023



Полюс

Самая надежная инвестиция в российском металлургическом секторе

- Полюс – крупнейший производитель золота в России, он входит в пятерку ведущих мировых золотодобытчиков. Компания значительно увеличила добычу золота в предыдущие семь лет и планирует наращивать ее в последующие годы, в том числе за счет ввода в эксплуатацию новых месторождений.
- В 2022 году цены на золото были под давлением на фоне жесткой монетарной политики ФРС США. Тем не менее с 4К22 золото начало дорожать, поскольку участники рынка ждали, что в 1П23 ставка Федрезерва достигнет пика. Аналитики SberCIB Investment Research полагают, что в 2023 году средняя цена на золото будет выше \$1 900 за унцию.
- У Полюса устойчивое финансовое положение. Рост цен на золото поддерживает финансовые результаты компании, а низкая себестоимость (ТСС, АISC) обеспечивает высокую рентабельность бизнеса.
- По мнению аналитиков SberCIB Investment Research, Полюс – самая надежная инвестиция в российском металлургическом секторе. Учитывая подорожание золота в текущем году, эксперты повысили целевую цену для Полюса до 10 200 руб. за акцию на горизонте 12 месяцев. На фоне роста котировок, который наблюдался в последние месяцы, рекомендация по компании была изменена на ДЕРЖАТЬ, но в долгосрочной перспективе оценка Полюса остается позитивной.

Полюс

Полюс – крупнейший производитель золота в России, он входит в пятерку ведущих мировых золотодобывающих компаний. Кроме того, Полюс занимает первое место в мире по величине запасов (101 млн унций). Компания разрабатывает шесть месторождений золота в России, а также имеет несколько перспективных проектов, в том числе самое большое неразработанное золоторудное месторождение в мире – Сухой Лог.

■ **Полюс – крупнейший золотодобытчик в России.** С 2013 года Полюс увеличил добычу золота на 65% до 2,7 млн унций в 2021 году. Производство золота в 2022 году временно сократилось до 2,5 млн унций на фоне снижения его содержания в руде на ключевых месторождениях. Однако в 2023 году производство золота, вероятно, восстановится примерно до 2,8–2,9 млн унций. Значительный рост добычи, вероятно, произойдет после ввода в эксплуатацию месторождения Сухой Лог в 2028 году, где прогнозируется объем производства золота в среднем около 2,3 млн унций в год.

■ **У компании большая база активов.** Основную деятельность Полюс ведет в четырех субъектах РФ. В Красноярском крае находятся месторождения Олимпиада (около 40% добычи компании) и Благодатное. В Республике Саха (Якутия) компания разрабатывает свое старейшее месторождение – Куранах (с 1965 года), а в Магаданской области – самое молодое месторождение Наталка (введено в эксплуатацию с 2018 года). В Иркутской области Полюс ведет добычу на Вернинском и ряде россыпных месторождений, а также занимается разведочными работами на наиболее перспективном месторождении Сухой Лог.

■ **Большие запасы золота.** По итогам 2021 года доказанные и вероятные запасы Полюса оценивались в 101 млн унций золота. Таким образом, у Полюса самая большая в мире база ресурсов среди золотодобывающих компаний. При этом на всех месторождениях добыча ведется открытым способом, что уменьшает издержки. Около 40% оцениваемых запасов приходится на ключевой перспективный проект – Сухой Лог. При добыче золота в объеме 2,7 млн унций в год (в 2021 году) запасов золота на месторождениях хватит на 37 лет добычи. Компания полагает, что оцененные, выявленные и предполагаемые ресурсы месторождения могут составлять в общей сложности 200 млн унций золота.

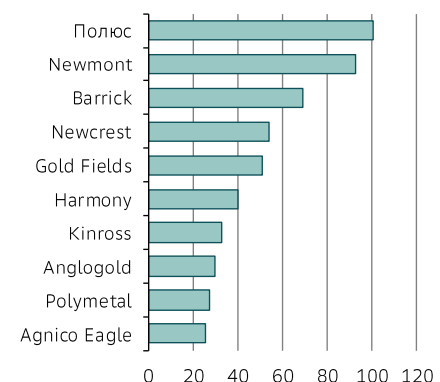
■ **Акционерная структура значительно изменилась.** До апреля 2022 года 76,34% Полюса принадлежало Саиду Керимову через МКАО «Вандл Холдингс Лимитед». В апреле прошлого года 29,99% акций Полюса приобрела Группа Акрополь, а в мае Саид Керимов пожертвовал Фонду поддержки исламских организаций оставшиеся 46,35% акций, принадлежавшие Вандл Холдингс Лимитед. Таким образом, в настоящий момент у Полюса нет акционера с контрольным пакетом акций.

Структура добычи золота Полюса, тыс. унций



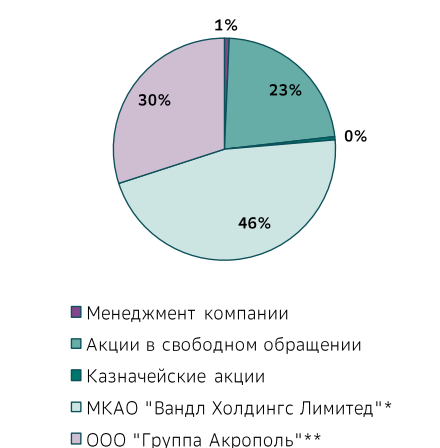
Источник: Полюс, SberCIB Investment Research

Доказанные и вероятные запасы золота мировых аналогов, млн унций



Источник: компании, SberCIB Investment Research

Структура акционерного капитала Полюса



* 100% акций принадлежит Фонду поддержки исламских организаций

** бенефициаром является Ахмет Паланков

Источник: Полюс:

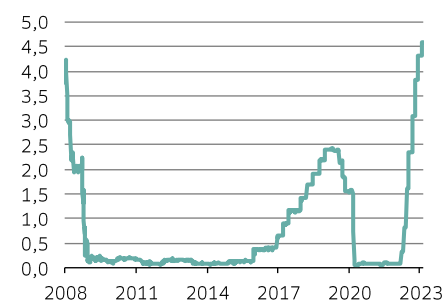
Рынок золота: от пессимизма к оптимизму

Во втором и третьем кварталах 2022 года рынок золота был под давлением из-за ужесточения монетарной политики ФРС США на фоне ускорения инфляции. Однако смягчение риторики американского регулятора оказывало хорошую поддержку котировкам желтого металла с 4К22. Перспективы подорожания золота – один из главных факторов, обеспечивающих потенциал роста акций Полюса.

■ **2022 год: от оптимизма к пессимизму и обратно.** В начале 2022 года золото дорожало – в марте его котировки достигли исторического максимума на фоне усиления геополитических рисков. Однако в дальнейшем ужесточение монетарной политики ФРС привело к падению цен на золото, и к сентябрю они опустились до самых низких уровней с апреля 2020 года – около \$1 600 за унцию. В 4К22 ситуация резко изменилась: если в октябре золото торговалось вблизи \$1 660 за унцию, то к январю 2023 года цены выросли до \$1 830 за унцию, вернувшись на уровни начала 2022 года, когда ставка ФРС США была близка к нулю. Рост цен на золото в первую очередь был вызван тем, что изменились ожидания рынка насчет того, какое решение по ставке примет ФРС на декабрьском заседании и какой будет политика регулятора в долгосрочной перспективе.

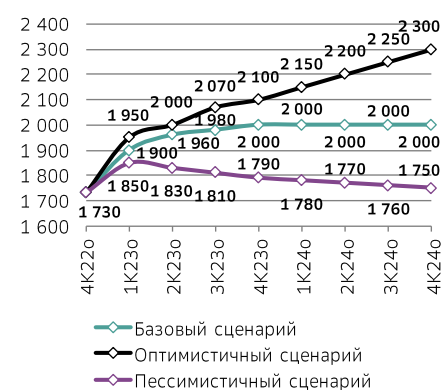
■ **Чего ждать от рынка золота в 2023 году?** Учитывая подорожание золота в конце 4К22, аналитики SberCIB Investment Research повысили прогнозы цен на 2023–2024 годы. Они ожидают, что в 2023 году инфляционное давление в США будет слабее и это позволит ФРС более плавно ужесточать денежно-кредитную политику. По мнению аналитиков, ставка Федрезерва в 1П23 достигнет пика на уровне 5,5% и не изменится до конца года. Ожидания, что ФРС будет снижать ставку, создадут позитивный фон для золота, а более ясные сигналы регулятора о смягчении монетарной политики будут способствовать дальнейшему росту цен на желтый металл. В 1К23 средняя цена, вероятно, составит \$1 900 за унцию. В 2П23 ситуация может стабилизироваться, и рост цен на золото уже не будет столь стремительным. Когда ФРС США начнет снижать ставку, у инвесторов повысится интерес не только к золоту, но и к рискованным активам, поскольку вероятность глобальной рецессии уменьшится. По прогнозам аналитиков, средняя цена унции золота в 2023 году составит \$1 950.

Ставка ФРС США, %



Источник: investing.com, SberCIB Investment Research

Прогноз цены на золото, \$/унция



Источник: SberCIB Investment Research

Прогноз цены на золото, руб./г



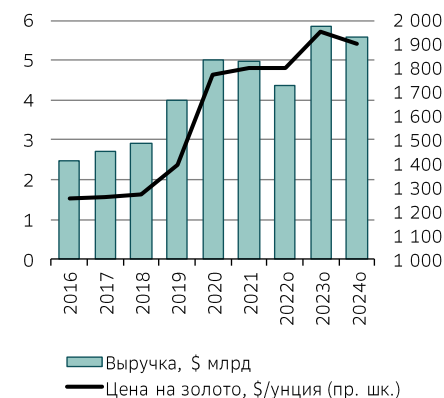
Источник: SberCIB Investment Research

Финансовое положение Полюса

У Полюса устойчивое финансовое положение. В 2020–2021 годах компания продемонстрировала самые сильные результаты в своей истории. Низкая себестоимость производства позволяет Полюсу поддерживать высокую рентабельность, а умеренная долговая нагрузка – выплачивать дивиденды.

■ **Финансовые показатели росли до 2021 года.** Выручка Полюса от продаж была относительно стабильной до 2019 года. Однако в 2020 году она выросла на 70% с уровня 2018 года до \$5 млрд, а в рублевом выражении увеличилась в два раза. В основном это было связано с повышением цен на золото. В 2021 году компания также получила очень высокую выручку. Дополнительную поддержку продажам оказало увеличение добычи золота после запуска месторождения Наталка.

Выручка Полюса и средние цены на золото



Источник: Полюс, SberCIB Investment Research

Основные финансовые показатели Полюса

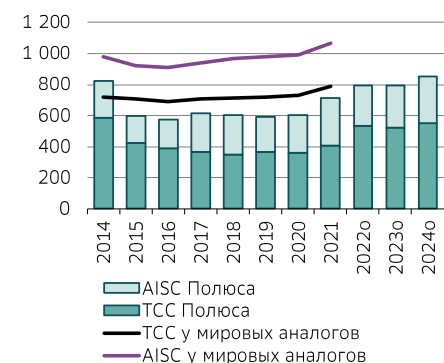
	2018	2019	2020	2021	2022o	2023o	2024o
Финансовые показатели (МСФО), \$ млрд							
Выручка	2,92	4,01	5,00	4,97	4,37	5,86	5,57
ЕБИТДА	1,76	2,58	3,42	3,32	2,64	3,68	3,35
Операционная прибыль	1,52	2,22	3,07	2,96	2,28	3,26	2,85
Скорр. чистая прибыль	1,09	1,65	2,28	2,30	1,61	2,44	2,15
Свободный денежный поток	0,37	1,14	1,90	1,85	0,50	1,85	1,40
Чистый долг	3,09	3,25	2,46	1,93	2,18	1,17	0,96
Рентабельность							
по ЕБИТДА	60%	65%	68%	67%	61%	63%	60%
по операционной прибыли	52%	55%	61%	60%	52%	56%	51%
по чистой прибыли	38%	41%	46%	46%	37%	42%	39%
Коэффициенты							
P/S	4,0	3,7	5,7	4,8	3,6	2,9	3,1
EV/ЕБИТДА	6,6	5,7	8,3	7,2	5,9	4,7	5,1
P/E	10,5	8,9	12,4	10,3	9,6	7,1	7,9
P/свободный денежный поток	31,2	12,9	14,9	12,9	31,0	9,3	12,1

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Отличительная особенность Полюса среди российских металлургических компаний – самая высокая рентабельность по ЕБИТДА (более 60%).

■ **Себестоимость производства Полюса – одна из самых низких в мире.** Ключевым показателем себестоимости в отрасли являются общие денежные затраты (ТСС), которые включают расходы на добычу, переработку и аффинаж золота. Показатель ТСС у Полюса один из самых низких в мире – \$405 на унцию в 2021 году. Показатель АИСК, который, помимо ТСС, включает затраты на поддержание текущих операций (коммерческие, административные и др.), также низкий – \$715 на унцию. В ближайшие годы себестоимость золотодобычи в мире, вероятно, повысится. По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, удельные затраты Полюса за 2022 год выросли примерно на треть, что объясняется общей инфляцией, крепким курсом рубля,

Себестоимость производства золота: ТСС и АИСК



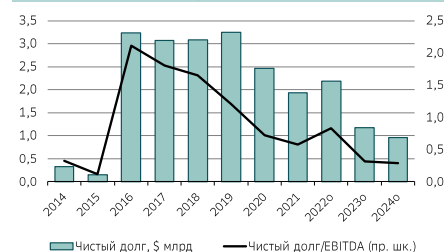
Источник: Полюс, Metals Focus, SberCIB Investment Research

увеличением объема вскрышных работ и временным снижением содержания золота в руде. Несмотря на это, показатель ТСС Полюса останется низким – примерно \$535 на унцию.

- **Финансовые результаты Полюса за 2022 год, скорее всего, будут слабее, чем в предыдущие периоды.** После того как в первом полугодии производство золота упало на 14% г/г до 1,1 млн унций, Полюс нарастил производство во второй половине 2022 года до 1,5 млн унций (плюс 1% г/г). По итогам 2022 года производство все же сократилось на 6% г/г до 2,5 млн унций (минимума с 2019 года) на фоне более низкого содержания золота в руде. Компания реализовала не весь произведенный концентрат, поэтому продажи сократились еще сильнее – на 11% г/г до 2,4 млн унций. В результате выручка Полюса в 2022 году, по оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, снизилась примерно на 12% г/г до \$4,3 млрд. На фоне увеличения ТСС показатель EBITDA, скорее всего, сократится на 20% г/г до \$2,6 млрд (рентабельность ожидается на уровне 61%). Помимо снижения EBITDA, на свободный денежный поток негативно повлияет накопление оборотного капитала, и в результате он сократится примерно в три раза до \$0,5 млрд (доходность составит 3%).

- **У Полюса комфортная долговая нагрузка.** В 2016 году чистый долг Полюса значительно вырос в результате привлечения средств для финансирования выкупа акций. К 2021 году он снизился до \$2,2 млрд, а в первой половине 2022 года снова увеличился до \$2,5 млрд, но аналитики SberCIB Investment Research ожидают его снижения в 2023 году. Около 95% заемных средств компания привлекла по фиксированной ставке, поэтому изменение ставок центробанков почти не влияет на способность Полюса обслуживать долг. В августе 2022 года компания впервые привлекла финансирование в юанях – объемом 4,6 млрд юаней. Это должно повысить диверсификацию долга компании и снизить риски.

Долговая нагрузка Полюса



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Факторы роста Полюса

■ **В 2023 году ожидаются рекордные результаты.** Аналитики SberCIB Investment Research прогнозируют, что после относительно слабого 2022 года операционные и финансовые показатели Полюса должны улучшиться в текущем году. Производство золота, по их оценкам, вырасти почти до 2,9 млн унций (на 8% г/г) за счет увеличения содержания металла в руде на ключевом Олимпиадинском месторождении. Реализация запасов и подорожание золота (аналитики прогнозируют, что средняя цена золота в Лондоне в 2023 году составит \$1 950 за унцию) будут дополнительными факторами для увеличения выручки. По прогнозам SberCIB Investment Research, выручка Полюса в 2023 году вырастет на 35% до \$5,9 млрд. При этом показатель ТСС, по оценкам аналитиков, опустится ниже \$525 на унцию на фоне более высокого содержания золота в руде, уменьшения объема вскрышных работ и ослабления рубля. Это позволит увеличить EBITDA почти на 40% г/г до \$3,7 млрд. Реализация запасов также должна поддержать свободный денежный поток, который по итогам года может превысить \$1,6 млрд (доходность 10%).

■ **Объявление дивидендов за 2022 год.** Согласно дивидендной политике Полюса, компания выплачивает дивиденды раз в полгода в размере 30% EBITDA, если соотношение чистый долг/скорректированная EBITDA составляет менее 2,5. Аналитики SberCIB Investment Research полагают, что, в соответствии с дивидендной политикой, компания направит на выплаты акционерам 30% EBITDA за 2022 год, что будет эквивалентно примерно 420 руб. на акцию (при доходности 5%). Возобновление выплат дивидендов могло бы стать позитивным сигналом для инвесторов.

■ **Рост добычи золота в средне- и долгосрочной перспективе.** Компания планирует реализовать три новых проекта на действующих активах (Куранах и Наталка), что в течение трех-пяти лет позволит увеличить добычу золота на 0,3–0,4 млн унций в год. Существенный рост добычи в долгосрочной перспективе остается одним из ключевых факторов инвестиционной привлекательности Полюса благодаря разработке месторождения Сухой Лог (где прогнозируется добыча 2,3 млн унций в год).

■ **Ослабление рубля.** Выручка Полюса номинирована в долларах, а большая часть затрат – в рублях. В связи с этим ослабление российской валюты способствует росту финансовых показателей компании и возможных дивидендных выплат в рублевом выражении. Прогнозный средний курс рубля на 2023 год, заложенный в финансовую модель Полюса, составляет 70 руб. за доллар. Поскольку текущий курс рубля слабее, чем прогнозный, это создает потенциал для повышения оценки компании.

Дивиденды и дивидендная доходность Полюса



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Риски для Полюса

- **Цены на золото.** С июля 2022 года инфляция в США замедляется, и участники рынка ожидают более мягкой риторики ФРС США. Однако если замедление инфляции прекратится, то Федрезерву, вероятно, придется занять более жесткую позицию, чем ожидает рынок, и это будет негативным сценарием для золота. Учитывая хорошую январскую статистику по рынку труда в США, аналитики SberCIB Investment Research допускают, что ФРС повысит ставку до 5,5% в 1П23, а затем будет удерживать ее на этом уровне до конца года.
- **Увеличение дисконта при продаже слитков.** По мнению аналитиков SberCIB Investment Research, во втором полугодии Полюс сохранил минимальный дисконт при продаже золота (примерно 3–4%) к цене на Лондонском рынке драгоценных металлов (LBMA). Однако возможное увеличение дисконта может негативно отразиться на выручке компании.
- **Технологические санкции.** Увеличение добычи золота требует капиталовложений. В 2022 году Полюс планировал повысить их до \$1,1–1,2 млрд с \$928 млн в 2021 году. В случае введения технологических санкций Полюс может столкнуться со сложностями при реализации инвестиционной программы.

ПРОГНОЗ SBERCIB INVESTMENT RESEARCH

По мнению аналитиков SberCIB Investment Research, Полюс – самая надежная инвестиция в российском металлургическом секторе. Они считают, что на данный момент котировки акций Полюса близки к справедливому уровню. Учитывая подорожание золота в этом году, аналитики повысили целевую цену для Полюса до 10 200 руб. за акцию и снизили рекомендацию до ДЕРЖАТЬ, поскольку в последние месяцы котировки компании выросли. При этом долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности Полюса (низкие затраты и рост добычи) остаются в силе, а оценка стоимости не учитывает недавно объявленные новые проекты (их подробности ожидаются в марте при публикации финансовых результатов). После появления дополнительной информации целевая цена Полюса может быть повышена.

Ограничение ответственности