

Селигдар

Возвращение котировок
к обоснованным уровням

14 ФЕВРАЛЯ 2024



Селигдар: возвращение котировок к обоснованным уровням

В прошлом году интерес к акциям Селигдара вырос: осенью 2023 года они были включены в индекс МосБиржи. Инвестиционный кейс холдинга предполагает двузначные темпы роста EBITDA. Вместе с тем мы отмечаем риск увеличения капитальных затрат и отвлечения ресурсов на развитие оловодобывающего дивизиона в средне- и долгосрочной перспективе. К концу 2023 года котировки Селигдара значительно снизились с пиковых уровней, достигнутых в начале осени. Этому способствовал общий пессимизм на российском рынке акций, вызванный в том числе повышением ключевой ставки ЦБ и падением цен на нефть. Спад котировок Селигдара привел к тому, что оценка холдинга вернулась к фундаментально обоснованным уровням.

Сильные стороны холдинга

- Полиметаллический холдинг «Селигдар» производит золото, а также оловянный, медный и вольфрамовый концентраты. В 2023 году, по нашим оценкам, реализация золота обеспечила 84% выручки холдинга, продажи оловянного, медного и вольфрамового концентратов – 11%, прочей продукции и услуг (услуги по договорам подряда и продаже серебра) – еще 5%. Основные золотодобывающие активы холдинга расположены в Якутии.
- Качество руд на месторождениях Селигдара позволяет перерабатывать их простым и низкзатратным способом – методом кучного выщелачивания. По итогам 2022 года Селигдар находился во втором квартиле глобальной кривой совокупных денежных затрат (ТСС) на производство золота. Среди российских публичных золотодобытчиков Селигдар занимает второе место после Полюса по наименьшим ТСС. Как следствие, золотодобывающий дивизион холдинга показывает хорошую рентабельность. По нашей оценке, маржинальность золотодобывающего дивизиона по EBITDA, скорректированной на реализацию золота, приобретенного у третьих лиц, в 2023 году составила 45% (в 1П23 Селигдар провел разовую операцию: приобрел 1,3 т золота у третьих лиц и позже реализовал его с прибылью).
- Селигдар планирует запустить золотоизвлекательную фабрику (ЗИФ) на месторождении Хвойное в 2025 году. Это позволит повысить годовой объем производства золота золотодобывающим дивизионом на 2,5 т. По нашим оценкам, в 2025 году дивизион может произвести 10,8 т золота (плюс 40% относительно объема за 2023 год и прогноза на 2024 год). В этом случае EBITDA Селигдара в 2025 году составит 30 млрд руб., что в полтора раза выше показателя холдинга за 2023 год и прогнозного показателя на 2024 год.
- Селигдар продолжает выплачивать дивиденды. Доходность по дивидендной выплате за 9М23 составила 3% с учетом котировок на момент дивидендной отсечки. В 2024–2025 годах дивидендная доходность по акциям Селигдара, по нашим оценкам, сохранится на этом же уровне.

Слабые стороны

- Селигдар отличается от других российских публичных золотодобытчиков невысокими запасами золота на месторождениях, относящихся к действующим производственным комплексам. По данным на конец 2022 года, эти запасы составляли 52 т, а срок их отработки оценивался на уровне семи лет. Эта оценка не учитывает коэффициент извлечения золота из руды, который составляет менее 100%. Без учета неэксплуатируемого месторождения Хвойное (запасы золота 17 т), расположенного на Нижнеякоkitском рудном поле и относящегося к производственному комплексу «Нижнеякоkitский», срок отработки запасов составляет 4,6 года. Селигдар постепенно пополняет запасы

золота: в 2023 году холдинг сообщил о том, что поставил на баланс месторождения Трассовое (также расположено на Нижнеякобитском рудном поле) 13,5 т золота. В 2024 году по результатам доразведки на Нижнеякобитском рудном поле на баланс Селигдара может быть поставлено еще более 22 т золота. Пусконаладочные работы на ЗИФ на месторождении Хвойное, как ожидается, начнутся в конце 2024 года.

- С учетом гринфилд-проектов Кючус и Васин запасы золота на балансе холдинга, по нашим расчетам, составляют 277 т, а срок их отработки превышает 30 лет (без учета коэффициента извлечения золота из руды). Однако для того чтобы начать эксплуатировать месторождение Кючус, Селигдару предстоит реализовать масштабную инвестиционную программу по строительству производственного комплекса. По консервативной оценке, инвестиции в проект составят более 40 млрд руб. Проект отличается как географической удаленностью (Кючус находится на Севере Якутии), так и технологической сложностью (месторождение содержит упорные руды). Предполагается, что годовой объем добычи золота на Кючусе будет составлять 10 т.
- Помимо этого, стратегия Селигдара подразумевает реализацию проектов по оловодобывающему дивизиону – дальнейшее развитие месторождений Правоурмийское и Солнечное, создание производства олова в Хабаровском крае, освоение месторождения Пыркакайские штокверки. Инвестиции в проекты по оловодобывающему дивизиону суммарно оцениваются в 60 млрд руб. EBITDA оловодобывающего дивизиона имеет долю 8% (по состоянию на конец 2022 года) в совокупном показателе холдинга, поэтому мы полагаем, что источником финансирования роста оловодобывающего дивизиона будет золотодобывающий бизнес.
- Две трети долга Селигдара состоит из займов, номинированных в золоте. Это приводит к тому, что положительный эффект на чистую прибыль от роста цен на золото сокращается за счет переоценки долга и увеличения расходов на его обслуживание. Если цены на золото снижаются, долг холдинга и расходы на его обслуживание также сокращаются.

ОЦЕНКА

- Мы оцениваем акции Селигдара в диапазоне 60–70 руб. за штуку. Сейчас котировки холдинга находятся в середине этого диапазона.

Риски

- К основным рискам мы относим увеличение сроков строительства ЗИФ на месторождении Хвойное, а также рост капитальных затрат после 2025 года из-за реализации крупных проектов, оценочные инвестиции в которые (более 100 млрд руб.) превышают рыночную капитализацию холдинга. На текущий момент в нашей модели учтены капитальные затраты Селигдара на 2025–2030 годы в размере 110% от амортизации, что за вычетом инвестиций в поддержание бизнеса составляет около 40 млрд руб. за этот период. В нашей модели мы не учитываем затраты холдинга на проекты, находящиеся на ранней стадии их проработки.

Среди других рисков:

- ▶ Приостановка выплаты дивидендов.
- ▶ Снижение цен на золото.
- ▶ Укрепление рубля.
- ▶ Содержание золота в добываемой руде может оказаться ниже ожидаемого. Это может привести к росту совокупных денежных затрат (ТСС) на производство золота.
- ▶ Исчерпание запасов на действующих месторождениях Селигдара. Реализация этого риска может помешать холдингу наращивать производство золота.
- ▶ Кредитный риск. Рост цены на золото приводит к увеличению долга Селигдара, так как, по нашим оценкам, на конец 2023 года 67% от него было номинировано в золоте.

Селигдар: положение холдинга в отрасли и его основные активы

Селигдар – российский полиметаллический холдинг, который входит в топ-10 по добыче золота в России. Компания обрабатывает малые и средние золоторудные месторождения и отличается конкурентоспособным уровнем совокупных денежных затрат (ТСС) на производство золота.

■ **Добывающие активы Селигдара сконцентрированы в Якутии.** Активы холдинга расположены в шести регионах России, но основное производство золота – производственные комплексы «Нижнеякоkitский» (43% производства золота Селигдаром в 2023 году) и «Рябиновый» (34%) – находится в Якутии. На комплексе «Рябиновый» действует ЗИФ мощностью 1,6 млн т руды в год.

Селигдар не включает в отчетность по МСФО результаты АО «Лунное», работающего на одноименном месторождении, так как холдингу принадлежат 49,97% общества (остальные 50,03% принадлежат структуре Росатома – АО «Атомредметзолото»). Селигдар добывает золото на месторождении Лунное по договору подряда.

В состав холдинга также входят производственные комплексы «Поиск» (Алтайский край) и «Сининда» (Республика Бурятия), где действуют ЗИФ малой мощности (соответственно 200 тыс. т и 100 тыс. т руды в год).

В портфеле золотодобывающего дивизиона Селигдара есть два крупных гринфилд-проекта – Кючус в Якутии (запасы золота 175 т) и Васин в Оренбургской области (запасы золота 44 т).

Данные по запасам на месторождениях и производственных комплексах Селигдара по состоянию на 2022 год



Месторождение Хвойное входит в производственный комплекс «Нижнеякоkitский».

Источник: компания

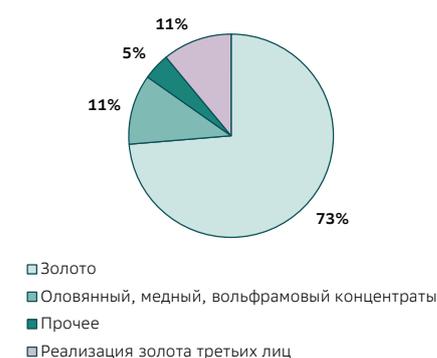
■ **Основной метод извлечения золота – кучное выщелачивание.** По нашей оценке, в 2023 году около 80% золота Селигдар произвел

Объемы добычи золота российскими компаниями, т

	2020	2021	2022
1 Полюс	86,0	84,5	79,0
2 Polymetal	26,8	26,9	28,3
3 Highland Gold	8,5	11,2	23,5
4 УГМК	13,6	13,9	21,2
5 Nordgold	14,7	14,1	14,6
6 Южуралзолото	13,0	13,2	13,8
7 Petropavlovsk	17,1	14,0	12,3
8 Высочайший	8,5	8,6	8,5
9 Быстринский ГОК	7,5	8,0	8,0
10 Селигдар	7,0	7,2	7,6

Источник: компания

Структура выручки Селигдара, прогноз на 2023 год



Источник: SberCIB

Динамика реализации золота Селигдаром



CAGR рассчитан для золотодобывающего дивизиона

Источник: компания, SberCIB

методом кучного выщелачивания. При таком способе добытую руду укладывают в штабеля и орошают выщелачивающим раствором для последующего выделения золота. Для переработки отбирается руда с наиболее высоким содержанием золота. Более бедные руды отправляются на склад.

Кучное выщелачивание считается простым и низкочувствительным методом извлечения золота, однако такой способ не подходит для переработки упорных руд (в портфеле Селигдара лишь два месторождения упорных руд – Самолазовское и Кючус).

- **Золотодобывающий дивизион генерирует более 80% выручки Селигдара.** За последние годы холдинг существенно нарастил объемы добычи золота и закрепился в топ-10 российских золотодобытчиков (среднегодовой темп роста добычи золота Селигдаром в 2012–2022 годах составлял 9%). По нашим оценкам, по итогам 2023 года продажи золота Селигдаром (без учета АО «Лунное») увеличились на 4% до 7,5 т. Селигдар мог в прошлом году реализовать золото на 48 млрд руб., что составляет 84% от общей выручки холдинга по МСФО (по итогам 2022 года этот показатель был равен 27 млрд руб., что составляет 77% от общей выручки по МСФО). Рост выручки от реализации золота в 2023 году обусловлен повышением цен на золото в рублях и увеличением объема реализации, а также сделкой по продаже золота третьих лиц (на сумму 6 млрд руб.). Холдинг не раскрывал контрагентов по этой сделке.

- **Совокупные денежные затраты Селигдара на производство золота остаются конкурентоспособными.** По итогам 2022 года Селигдар находился во втором квартиле глобальной кривой совокупных денежных затрат (ТСС) с показателем \$790 на унцию. Среди российских публичных золотодобытчиков наименьшие ТСС у Полюса (\$519 на унцию), второе место по этому показателю занимает Селигдар.

В структуре денежных затрат Селигдара (с учетом оловодобывающего дивизиона) существенную долю занимают расходы на услуги сторонних организаций по добыче руды (36% в 2022 году), расходы на персонал и материалы (соответственно 24% и 22% в 2022 году).

- **Селигдар реализует золото преимущественно на внутреннем рынке.** Покупателями золота выступают банки, аффинажные заводы, торговые компании. Также Селигдар продает золото на Московской бирже. Селигдар не раскрывает долю экспортных продаж. В течение 2023 года представители холдинга отмечали, что Селигдар продает золото почти без дисконтов к цене на Лондонской бирже металлов.

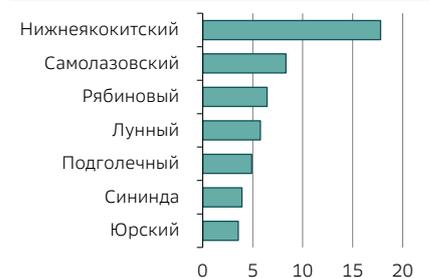
- **Основные запасы золота сосредоточены на «гринфилдах».** Исходя из данных на конец 2022 года, срок отработки запасов на месторождениях, относящихся к действующим производственным комплексам Селигдара, составляет семь лет (запасы золота на них оценивались в 52 т). Селигдар не раскрывает данные по ресурсной базе, однако, учитывая его планы по росту производства, мы полагаем, что у холдинга есть потребность увеличить ее на действующих месторождениях. С учетом запасов на «гринфилдах» Кючус и Васин

Структура денежных затрат Селигдара, 2022 год



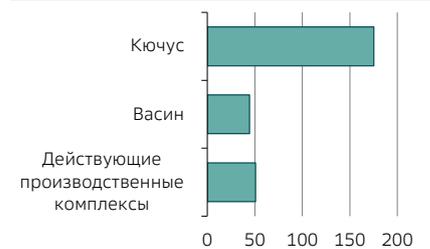
Источник: компания, SberCIB

Запасы золота на производственных комплексах, т, 2022 год



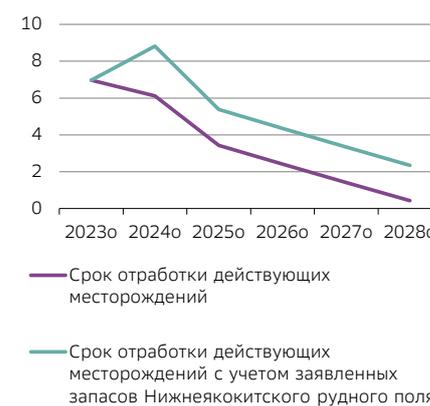
Источник: компания, SberCIB

Запасы золота на «гринфилдах», т, 2022 год



Источник: SberCIB

Динамика срока отработки запасов на действующих комплексах, лет



Источник: SberCIB

совокупные запасы золота холдинга составляют 277 т., а срок их отработки превышает 30 лет.

- **Планируется дальнейшее развитие оловодобывающего дивизиона Селигдара.** Дочерняя структура Селигдара, ПАО «Русоло» (его акции торгуются на Московской бирже), производит оловянный концентрат – обогащенную руду, из которой впоследствии выплавляется олово. Русолово – лидер по производству оловянного концентрата в России. Компания добывает оловянную руду на месторождениях Правоурмийское и Фестивальное в Хабаровском крае. Добыча ведется подземным методом – более дорогостоящим по сравнению с методом карьерной разработки.

В 2022 году Селигдар реализовал 6 тыс. т. оловянного концентрата (2,9 тыс. т олова в концентрате). В 2023 году, по нашим оценкам, этот показатель вырос на 2% до 6,1 тыс. т. (3 тыс. т олова в концентрате).

В 2022 году российские добывающие компании произвели 6,4 тыс. т оловянных концентратов (доля Селигдара – 92%), на экспорт (преимущественно в Китай) было отправлено 1,8 тыс. т (30%). Ключевым покупателем оловянного концентрата в России является Новосибирский оловянный комбинат – единственный завод, занимающийся выплавкой олова.

Вклад оловодобывающего дивизиона в EBITDA холдинга, по нашим расчетам, составил 8% по итогам 2022 года и 5% по итогам 2023 года. Снижение его вклада в этот показатель в 2023 году обусловлено сильными результатами золотодобывающего бизнеса Селигдара.

Снижение цен на олово на Лондонской бирже металлов по итогам 2023 года на 20% было компенсировано ослаблением рубля на 28%. Вместе с тем инфляция и более слабый рубль привели к повышению затрат на производство оловянного концентрата. Выручка оловодобывающего дивизиона в 2023 году составила 6,3 млрд руб. (рост на 5% относительно 2022 года). При этом его валовая прибыль, по нашим оценкам, снизилась на 11% до 1,5 млрд руб. (маржинальность показателя, по нашим расчетам, составила 23%) из-за роста себестоимости производства (плюс 11% по сравнению с 2022 годом). Как следствие, EBITDA дивизиона в 2023 году снизилась на 8% относительно 2022 года до 0,8 млрд руб.

Мы ожидаем, что в 2024 году выручка оловодобывающего дивизиона Селигдара увеличится на 21% до 7,6 млрд руб. на фоне роста мировых цен на олово и наращивания холдингом производства оловянного концентрата после запуска установок рентген-абсорбционной сепарации. Мы также предполагаем умеренный рост валовой рентабельности дивизиона и его рентабельности по EBITDA.

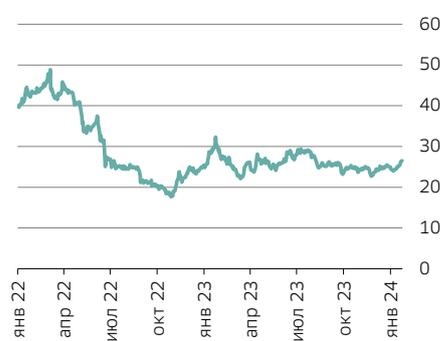
Селигдар планирует увеличить вклад оловодобывающего дивизиона в консолидированные показатели холдинга за счет запуска производства олова в Хабаровском крае: ввод Амурского металлургического комбината в эксплуатацию планируется в 2027 году. Мощность предприятия составит 5,5 тыс. т. олова в год.

Вклад оловодобывающего дивизиона в EBITDA Селигдара растет, но остается невысоким в прогнозном периоде, млрд руб.



Источник: SberCIB

Цена на олово стабилизировалась в конце 2023 года, \$ тыс. за тонну



Источник: SberCIB

Производство олова в концентрате и прогноз SberCIB



Источник: SberCIB

Стратегия и производственные планы Селигдара

В стратегии развития до 2030 года Селигдар ставит перед собой амбициозные цели – увеличение объемов производства золота более чем в 2,5 раза. Также планируются запуск производства олова и существенное увеличение производства оловянного концентрата. Мы исходим из консервативных предпосылок роста. Тем не менее они дают неплохие перспективы.

■ **Ближайший по срокам завершения проект – строительство ЗИФ на месторождении Хвойное.** В 2023 году Селигдар начал строительство ЗИФ на месторождении Хвойное (оно находится поблизости от действующего производственного комплекса «Нижнеякобитский»). Запуск ЗИФ позволит холдингу нарастить объем производства золота на 2,5 т в год (до более чем 10 т в год). После ввода в эксплуатацию второй очереди установки термической подготовки упорных руд (УТПР) на производственном комплексе «Самолазовский» (также запланировано на 2025 год) холдинг сможет увеличить производство золота еще в пределах 0,8 т в год.

На строительство ЗИФ на месторождении Хвойное и второй очереди УТПР на производственном комплексе «Самолазовский» Селигдару до 2025 года потребуется направить около 16,5 млрд руб. (соответственно 15 млрд руб. и 1,5 млрд руб.).

Кроме того, в 2023 году Селигдар планировал инвестировать около 1,2 млрд руб. в увеличение мощности ЗИФ на производственном комплексе «Рябиновый» до 1,8 млн т руды в год – на месторождении Рябиновое ожидается снижение содержания золота в руде, и увеличение мощности проводится для поддержания объема производства на текущем уровне. В производственные планы Селигдара на 2023 год также входила модернизация производственного комплекса «Поиск» (плюс до 300 кг золота в год) и завершение модернизации производственного комплекса «Сининда».

Ключевым проектом золотодобывающего дивизиона является разработка «гринфилда» Кючус. Запасы золота на месторождении Кючус составляют 175 т, из них 109 т (62%) доступны для открытой отработки, оставшиеся 66 т – для подземной. Селигдар полагает, что в результате доразведки запасы золота на месторождении вырастут до 250–280 т. Кючус отличается высоким содержанием золота в руде: средний показатель, по заявлениям холдинга, составляет 6 грамм на тонну. Производственный комплекс на Кючусе на первоначальном этапе будет перерабатывать 3-4 млн т руды в год (25–33% от среднегодового объема добычи золота Селигдаром) и производить 10 т золота в год.

Стратегия золотодобывающего дивизиона Селигдара предполагает высокие темпы роста производства



Источник: SberCIB, компания

Планы по наращиванию производства олова в концентрате выглядят амбициозно



Источник: SberCIB, компания

Наша оценка капитальных затрат Селигдара предполагает реализацию лишь его среднесрочных планов



* - без учета расходов на приобретение лицензии на месторождение Кючус в 2021–2022 годах

Источник: компания, SberCIB

Месторождение Кючус находится за полярным кругом и почти не обеспечено инфраструктурой. Для электроснабжения производственного комплекса на Кючусе Росатом планирует построить АЭС малой мощности в поселке Усть-Куйга (мощностью 55 МВт).

Кючус – месторождение упорных руд, поэтому потребует создания высокотехнологичного производства. Технология извлечения золота из руды с этого месторождения пока не утверждена.

Инвестиции в разработку месторождения Кючус составят более 40 млрд руб. и будут зависеть от технологии извлечения золота. Для сравнения, капитальные затраты Полюса на разработку месторождения Сухой Лог оцениваются в \$3,3 млрд (300 млрд руб.). При этом Полюс намерен добывать на месторождении 50–72 т золота в год, а руды на месторождении не являются упорными.

ООО «Белое золото» выиграло на аукционе лицензию на разработку месторождения Кючус в 2021 году (итоговый платеж за лицензию составил около 7,7 млрд руб.). Селигдар владеет 51% в ООО «Управление золотыми активами», которому принадлежит 100% ООО «Белое золото». Партнер Селигдара в ООО «Управление золотыми активами» – Дмитрий Доев (ему принадлежит 49%). Первоначально 33,3% в ООО «Белое золото» принадлежало госкорпорации «Ростех». ООО «Управление золотыми активами» приобрело долю Ростеха в 2022 году.

Мы учитываем запасы месторождения Кючус в оценке Селигдара исходя из среднего для российских золотодобытчиков коэффициента «EV/запасы», подробнее об этом в разделе «Оценка».

- **Оловодобывающий дивизион имеет не менее амбициозные планы.** Крупнейший проект дивизиона – создание кластера полного цикла в Хабаровском крае. Проект подразумевает дальнейшую разработку месторождений Солнечное и Правоурмийское и создание производства олова в Амурске.

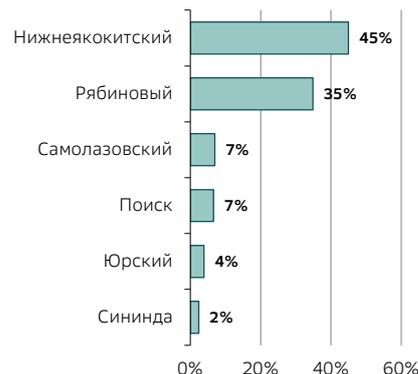
Предполагается, что Амурский металлургический комбинат будет выпускать 5,5 тыс. т олова в год и будет полностью обеспечен концентратом с месторождений Солнечное и Правоурмийское. Для этого потребуется почти удвоить производство концентрата на соответствующих комплексах. Планируется, что на проектную мощность комбинат выйдет в 2028 году. Суммарные инвестиции Селигдара в проект, по последней оценке, составят 29,1 млрд руб.

Селигдар предполагает, что потребность российской промышленности в олове к 2030 году составит как минимум 5,4 тыс. т в год, поэтому комбинат будет удовлетворять в основном внутренний спрос.

Мы закладываем в оценку Селигдара рост производства олова в концентрате к 2030 году до 5 тыс. т в год. Такая динамика производства позволит холдингу полностью обеспечить сырьем собственное производство олова.

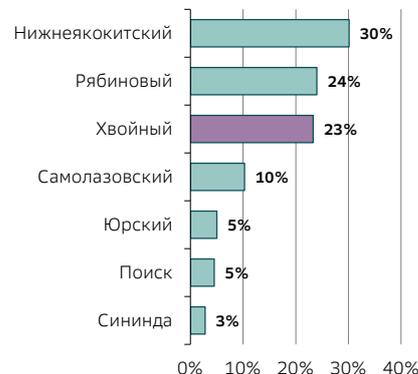
В портфеле Селигдара есть еще один крупный проект – развитие месторождения олова и вольфрама Пыркакайские штокверки. Месторождение расположено на Чукотке. Селигдар оценивал инвестиции в проект в \$300 млн (27 млрд руб.).

В 2022 году существенную долю выручки золотодобывающего дивизиона принесли два производственных комплекса



Источник: компания, SberCIB

К 2025 году золотодобывающий дивизион диверсифицирует источники выручки



Источник: компания, SberCIB

- **Наша оценка капитальных затрат Селигдара пока не учитывает его долгосрочные проекты.** С учетом геологоразведочных работ на месторождении Кючус и затрат на поддержание производственных мощностей мы оцениваем капитальные затраты Селигдара в 2023 году на уровне 14 млрд руб., в 2024 году – на уровне 13,3 млрд руб., что предполагает их рост соответственно на 12% и 6% относительно 2022 года (12,4 млрд руб. без учета остатка платежа в размере 5,5 млрд руб. за 51% лицензии на разработку месторождения Кючус). Мы пока не учитываем долгосрочные планы Селигдара, предполагающие реализацию сразу нескольких крупных проектов, поскольку они находятся на стадии первоначальной проработки. По нашей оценке, основанной на предварительных данных холдинга и его публичных заявлениях, суммарные капитальные затраты на его проекты в 2025–2030 годах могут составить более 100 млрд руб.
- **Стратегия Селигдара подразумевает кратные темпы роста производства.** Холдинг в 2022 году представил обновленную стратегию развития. Она подразумевает, что в 2027–2030 годах Селигдар выйдет на производство золота в объеме 20 т в год и олова в концентрате в объеме 16 тыс. т в год. Запуск производства на месторождениях Кючус, Пыркакайские штокверки, Хвойное и создание производства олова – ключевые проекты Селигдара, которые должны обеспечить такие производственные показатели.

Анализ финансовых результатов Селигдара: потенциал для высоких темпов роста

В 2023 году Селигдар существенно улучшил финансовые результаты относительно непростого 2022 года благодаря росту цен на золото и ослаблению рубля. В среднесрочной перспективе значимым фактором роста для холдинга будет запуск новой ЗИФ в 2025 году. В случае ее успешного запуска выручка Селигдара может достичь 75 млрд руб., а EBITDA – 30,5 млрд руб., что выше соответственно на 33% и 54%, чем наш прогноз на 2023 год.

Выручка

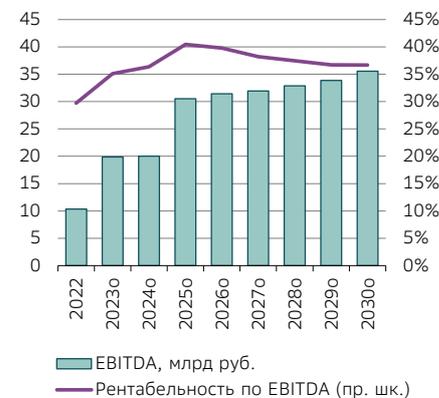
- Выручка Селигдара по МСФО по итогам 2023 года, по нашим прогнозам, достигла 56,6 млрд руб., что предполагает ее рост на 63% относительно 2022 года. Этому способствовали повышение цены реализации золота на 50% до 5,5 тыс. руб. за грамм и объема его реализации золотодобывающим дивизионом на 4% до 7,5 т. Также Селигдар провел разовую операцию: купил 1,3 т золота у третьих лиц и реализовал его с рентабельностью 10% (плюс 6,2 млрд руб. к выручке).
- В бизнесе Селигдара присутствует выраженная сезонность: укладка руды под кучное выщелачивание начинается весной, поэтому в первой половине года холдинг традиционно реализует небольшой объем золота. По нашим оценкам, в 4К23 Селигдар реализовал более 40% произведенного за год золота.
- В нашей оценке мы предполагаем, что Селигдар, как и другие российские золотодобытчики, реализует золото с дисконтом около 1% к его цене на Лондонской бирже металлов.
- Мы ожидаем, что на прогнозном горизонте (2023–2030 годы) среднегодовой темп роста выручки Селигдара составит 8%. Факторы ее повышения:
 - Увеличение объема производства золота.** Существенную прибавку к выручке Селигдар может получить после запуска ЗИФ на месторождении Хвойное в 2025 году (годовой объем производства золота вырастет на 2,5 т). По нашим оценкам, в случае запуска проекта в указанный срок холдинг по итогам 2025 года сможет реализовать 10,8 т золота, и его выручка достигнет 75 млрд руб. (плюс 33% относительно прогноза на 2024 год). Затем выручка продолжит расти более умеренными темпами – преимущественно за счет повышения цен на золото и ослабления рубля.
 - Рост цен реализации золота и олова.** В модели мы предполагаем, что средняя цена на золото по итогам 2024 года будет находиться на уровне, близком к текущим котировкам, и составит около \$2 050 за унцию. В нашей модели мы ежегодно индексируем цену золота на

Повышение цены реализации золота и объема его продажи поддержат выручку



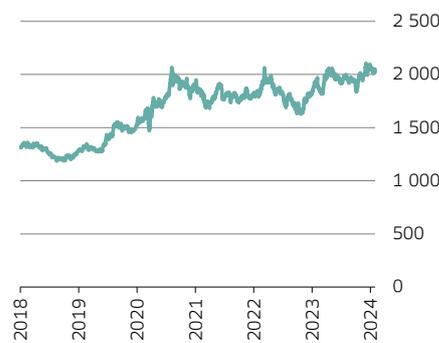
Данные для золотодобывающего дивизиона
Источник: компания, SberCIB

EBITDA Селигдара в прогнозном периоде повышается



Источник: компания, SberCIB

Динамика цен на золото, \$ за унцию



Источник: компания, SberCIB

уровень инфляции в США. Что касается средней цены на олово, в модели мы исходим из предпосылки, что она по итогам 2024 года составит \$25,4 тыс. за тонну. Цена на олово в модели также ежегодно повышается на уровень инфляции в США. В модели мы предполагаем, что рубль в 2024 году будет находиться вблизи 90 руб. за доллар и в 2027–2030 годах дешеветь на 2% в год.

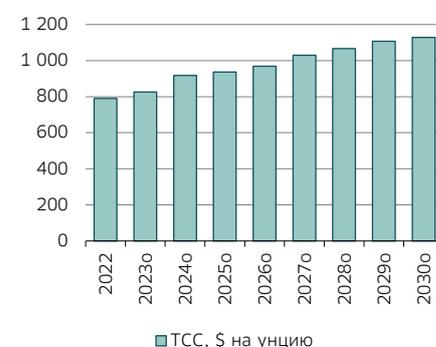
Себестоимость производства золота

- В 2022 году совокупные денежные затраты (ТСС) Селигдара на производство золота составили \$790 на унцию. По нашей оценке, в 2019–2022 годах среднегодовой темп роста ТСС составлял 11%.
- Мы ожидаем, что по итогам 2023 года совокупные денежные затраты (ТСС) Селигдара на производство золота останутся около \$800 на унцию. Это можно объяснить ослаблением рубля, а также сокращением добычи руды и увеличением объемов реализации золота. В таком случае Селигдару удастся сохранить второе место по наименьшим ТСС среди российских публичных золотодобытчиков.
- Селигдар в 2023 году снизил объем добытой руды на 14%, так как использовал для переработки руду со склада, которая была накоплена благодаря опережающей добыче в предыдущие периоды. По нашей оценке, это привело к снижению стоимости запасов нереализованной продукции (золото и рудные отвалы), на которую корректируется себестоимость производства. Тем не менее по сравнению с 2022 годом рентабельность холдинга выросла за счет более высоких цен реализации золота.
- Как следствие, валовая прибыль Селигдара по итогам 2023 года составит около 21 млрд руб., а валовая рентабельность – 37%, что на 5 п. п. выше, чем годом ранее.
- Мы ожидаем, что в 2022–2030 годах среднегодовой темп роста ТСС составит 5% и к концу прогнозного периода они достигнут \$1,140 на унцию. Важным фактором для динамики ТСС станет запуск ЗИФ на месторождении Хвойное: от содержания золота в руде, поставляемой на фабрику, будет зависеть ее эффективность. В нашем прогнозе мы исходим из того, что коэффициент извлечения на ЗИФ на месторождении Хвойное будет соответствовать показателю на ЗИФ на ГРК «Рябиновый». Мы предполагаем, что содержание золота в руде на месторождении Хвойное будет соответствовать показателям Нижнеякокитского рудного поля.
- В прогнозном периоде валовая рентабельность Селигдара, по нашей оценке, будет составлять примерно 37–40% за счет умеренных темпов роста ТСС и благоприятной конъюнктуры на рынке золота.

Скорректированная EBITDA и рентабельность

- Мы ожидаем, что скорректированная EBITDA Селигдара (без учета прибыли от реализации золота третьих лиц) по итогам 2023 года составит 20 млрд руб., что предполагает ее удвоение относительно 2022 года. Рентабельность по этому показателю по итогам 2023 года будет на уровне 36%, что на 6 п. п. выше, чем годом ранее. Скорректирован-

Совокупные денежные затраты (ТСС) золотодобывающего дивизиона Селигдара



Источник: компания, SberCIB

ная EBITDA в 2023 году формируется почти полностью за счет золотодобывающего дивизиона (96%). Рентабельность золотодобывающего дивизиона по скорректированной EBITDA (без учета разовой операции по продаже золота третьих лиц) составит 44%, что на 11 п. п. выше, чем в 2022 году, и соответствует средним историческим значениям.

- Мы полагаем, что среднегодовой темп роста EBITDA золотодобывающего дивизиона Селигдара в 2022–2030 годах составит около 17%, а рентабельность дивизиона по EBITDA будет находиться в диапазоне 40–44%. Рентабельность по EBITDA холдинга в целом будет составлять около 36–40% из-за негативного влияния результатов оловодобывающего дивизиона.
- Мы рассчитываем EBITDA Селигдара и его дивизионов как сумму операционной прибыли и амортизации. По нашим расчетам, скорректированная EBITDA холдинга в 2020–2022 годах была в среднем на 7% ниже, чем аналогичный показатель в отчетности по МСФО (он рассчитывается следующим образом: валовая прибыль минус коммерческие и административные расходы плюс амортизация). Сильнее всего разница в формулах влияет на показатели оловодобывающего дивизиона: в 2020–2022 годах его скорректированная EBITDA была в среднем на 32% ниже, чем аналогичный показатель в отчетности по МСФО.

Чистая прибыль

- В прогнозном периоде чистая прибыль Селигдара будет расти за счет увеличения EBITDA. Однако исторически чистая прибыль холдинга имела повышенную волатильность из-за переоценки его значительного долга, номинированного в золоте. Например, за 9M23 чистый убыток от курсовых разниц составил 12 млрд руб. По нашим оценкам, по итогам 2023 года чистая прибыль холдинга была околонулевой: влияние переоценки долга было компенсировано реализацией основного объема золота в 4K23. В 2024 году влияние переоценки долга на показатель не будет таким существенным.
- Чистая прибыль по МСФО в соответствии с дивидендной политикой Селигдара является базой расчета для выплаты дивидендов. Холдинг выплатил дивиденды за 9M23 в размере 2 млрд руб. (несмотря на чистый убыток по МСФО за этот период) – на выплату была направлена нераспределенная прибыль предыдущих лет.

Свободный денежный поток, долговая нагрузка и дивиденды будут зависеть от условий реализации новых инвестпроектов

- **Свободный денежный поток под давлением, ...** Селигдар находится в инвестиционном цикле, поэтому, по нашим оценкам, свободный денежный поток (СДП) в 2023 году мог составить около 2 млрд руб. из-за крупных расходов на инвестиции. В 2024 году СДП будет околонулевым из-за сохраняющихся высоких капитальных затрат и негативного влияния со стороны оборотного капитала, которое связано с отбором более богатой руды для отработки (в 2023 году эффект от этих операций на СДП был уменьшен).

Золотодобывающий дивизион Селигдара показывает хорошую рентабельность по скорр. EBITDA



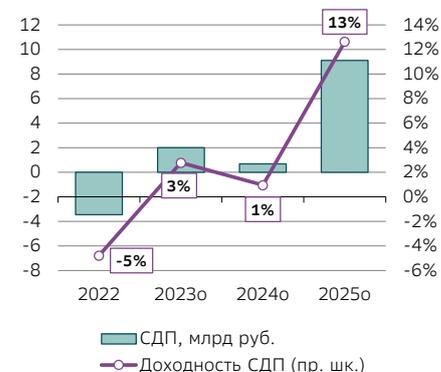
Источник: компания, SberCIB

Чистая прибыль Селигдара и рентабельность по этому показателю



Источник: компания, SberCIB

Без учета новых инвестиционных проектов доходность СДП может быть двузначной



Источник: компания, SberCIB

- **... И эта тенденция может сохраниться.** В 2025–2030 годах доходность СДП Селигдара будет зависеть от масштаба инвестиций. На текущий момент прогнозная двузначная доходность СДП Селигдара начиная с 2025 года не отражает риск увеличения капитальных затрат.
- **Долговая нагрузка снижается.** Холдинг придерживается политики, согласно которой его долговой портфель в основном состоит из займов, номинированных в золоте. Мы исходим из того, что в прогнозном периоде Селигдар продолжит сохранять долю таких займов в долговом портфеле на уровне около 67%. Остальная часть долгового портфеля – это рублевые облигации, кредитные линии, а также валютная ссуда на сумму 4,5 млрд руб. (по состоянию на конец 2023 года), выданная связанной стороной (акционером) АО «Трежери Инвест». На конец 2022 года, по нашим расчетам, соотношение «чистый долг/скорректированная EBITDA» у Селигдара составляло 3,8. Мы ожидаем, что по итогам 2023 года этот показатель будет находиться на уровне 2,8, а по итогам 2024 года снизится до 2,7 за счет увеличения EBITDA.

В августе 2024 года Селигдару предстоит погасить заем в золоте объемом 3,6 т (около 20 млрд руб.), взятый в банке ВТБ в 2019 году (на тот момент в эквиваленте 8 т), процентная ставка по займу – 4,95%. Этот золотой заем Селигдар постепенно замещает, выпуская «золотые» облигации. В прошлом году Селигдар разместил эти бумаги в эквиваленте 3,3 т золота (20 млрд руб. на конец 2023 года).

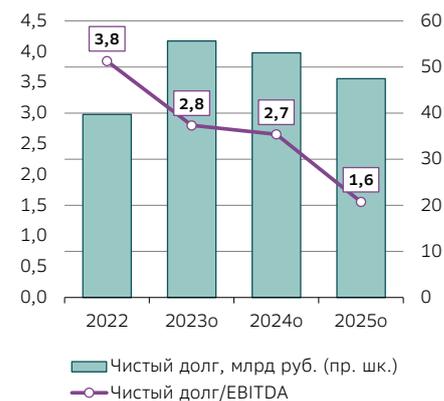
Дальнейшая динамика долговой нагрузки будет зависеть от источников финансирования для проектов развития.

- **Мы не ожидаем роста дивидендной доходности в ближайшие годы.** Дивидендная политика Селигдара предполагает, что дивиденды выплачиваются при соотношении «чистый долг/EBITDA», равном менее 3 на конец года. При показателе, равном менее 1, холдинг направляет на дивиденды от 30% чистой прибыли. Если показатель находится в диапазоне от 1 до 2 – 20% чистой прибыли, от 2 до 3 – 10% чистой прибыли.

Селигдар уже выплатил дивиденды по итогам 9M23 (дивидендная доходность 3% на день, предшествующий дивидендной отсечке).

Учитывая, что Селигдар находится в инвестиционном цикле, мы не ожидаем, что в прогнозном периоде он будет выплачивать дивиденды в размере более 30% от чистой прибыли, скорректированной на курсовые разницы. Это предполагает дивидендную доходность на уровне около 3% в 2024–2025 годах.

Соотношение «чистый долг/EBITDA»



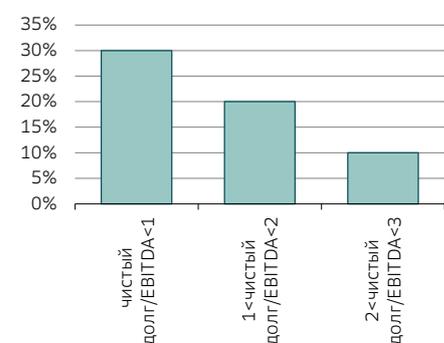
Источник: компания, SberCIB

Дивидендная доходность по акциям Селигдара с учетом текущих котировок



Источник: компания, SberCIB

Размер чистой прибыли, направляемой на дивиденды, в зависимости от показателя «чистый долг/EBITDA»



Источник: компания, SberCIB

Оценка акций Селигдара

Котировки Селигдара значительно снизились с пиковых уровней, достигнутых в начале осени. Этому способствовал общий пессимизм на российском рынке акций, вызванный в том числе повышением ключевой ставки ЦБ и падением цен на нефть. Спад котировок Селигдара привел к тому, что оценка холдинга вернулась к фундаментально обоснованным уровням.

Динамика котировок Селигдара

■ **Цена акций Селигдара возвращается к фундаментально обоснованным уровням.** Котировки Селигдара в 2023 году повысились на 50%, сейчас они находятся около 65 руб. за акцию. В течение 2023 года они росли на фоне ослабления рубля и роста цен на золото, а также общего оптимизма на российском рынке акций. В начале сентября котировки достигли исторического максимума (91,2 руб. за акцию). Достижение рекордной отметки совпало с объявлением Московской биржи о включении акций Селигдара в базу расчета индекса Мосбиржи (состоялось 22 сентября). Акции Селигдара занимают в индексе 0,31%. К концу 2023 года котировки Селигдара снизились более чем на 30% с рекордной отметки. Это приблизило мультипликаторы EV/EBITDA 2023о и 2024о к фундаментально обоснованным уровням.

■ **Ликвидность акций Селигдара повышается.** Доля акций Селигдара в свободном обращении, по оценке Московской биржи, составляет 24%. Среднедневной объем торгов в 2023 году составил 325 млн руб. Впрочем, это значительно больше, чем в 2022 году: тогда показатель составлял 35 млн руб. Стоит отметить, что с 19 октября Московская биржа разрешила открывать короткие позиции в акциях Селигдара. Рыночная капитализация холдинга – около 70 млрд руб.

Основные акционеры Селигдара – Константин Бейрит, Сергей Татаринов, Сергей и Маргарита Васильевы. Они владеют акциями холдинга напрямую и через ООО «Максимус» (последнему принадлежит 51% акций Селигдара). Сергей Васильев является генеральным директором АО «Русские фонды».

■ **В прогнозном периоде Селигдар торгуется с дисконтом к Полюсу.** В 2022 году по мультипликатору EV/EBITDA акции Селигдара торговались с премией к акциям Полюса. Это, вероятно, было обусловлено тем, что Селигдар продолжил выплачивать дивиденды. На текущий момент при прогнозных мультипликаторах на 2023–2024 годы премия сменилась дисконтом. Показатель EV/EBITDA 2025о у Селигдара на 30% ниже, чем у Полюса.

Подход к оценке

■ **Наша оценка Селигдара предполагает то, что стоимость холдинга сейчас близка к справедливым значениям.** Учитывая оценку методом дисконтирования денежных потоков и оценку по целевому значению мультипликатора EV/EBITDA, мы полагаем, что диапазон оценки акций Селигдара составляет 60–70 руб. за акцию.

Динамика котировок Селигдара



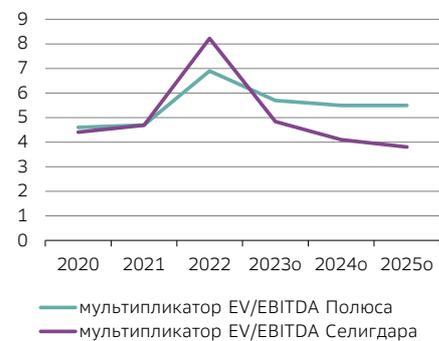
Источник SberCIB

Структура акционеров Селигдара



Источник компания, SberCIB

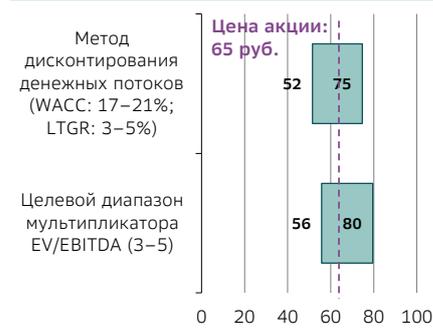
В прогнозном периоде по мультипликатору EV/EBITDA Селигдар торгуется с дисконтом к Полюсу



Источник: SberCIB

- Мы учли в оценке запасы месторождения Кючус исходя из среднего для российских золотодобытчиков коэффициента «EV/запасы» (\$200/унция). В соответствии с этим показателем запасы месторождения Кючус в объеме 175 т (5,6 млн тройских унций) оцениваются в 101,5 млрд руб. (51%-ная доля Селигдара оценивается в 52 млрд руб.). Однако эта сумма пока не играет существенной роли в оценке Селигдара (она составляет в ней 7%) из-за дисконта за раннюю стадию реализации проекта. С учетом дисконта оценка запасов на месторождении Кючус соответствует сумме, за которую холдинг приобрел лицензию. Также стоит отметить, что Селигдар торгуется с более низким коэффициентом «EV/запасы» 2024о (\$165/унция).
- За целевой уровень мультипликатора EV/EBITDA для Селигдара было принято прогнозное значение этого мультипликатора для Полюса на 2024 год с дисконтом 25% (4). Дисконт объясняется специфическими рисками Селигдара (невысокими ликвидностью акций и рыночной капитализацией холдинга). Отметим, что дивиденды, выплачиваемые Селигдаром, составляют в среднем 10% от его оценки по целевому мультипликатору.
- При оценке Селигдара методом дисконтирования денежных потоков мы использовали значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC), равное 18,9%. Темпы роста холдинга в терминальном периоде оцениваются нами в 4%.

Сценарии оценки акций Селигдара



Источник: SberCIB

Финансовые результаты Селигдара

	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Выручка, млрд руб.	34,7	56,6	55,0	75,5	79,0	83,6	87,8	92,2	97,0
EBITDA, млрд руб.	10,3	19,9	20,0	30,5	31,4	31,9	32,9	33,9	35,6
Операционная прибыль, млрд руб.	4,3	13,5	12,7	21,6	22,5	22,9	23,9	24,8	26,5
Чистая прибыль, млрд руб.	4,1	-1,0	8,0	14,2	14,2	14,4	14,9	15,5	16,7
СДП, млрд руб.	-3,4	2,0	0,7	9,1	13,9	13,7	14,5	15,1	16,2
Доходность СДП, %	-5%	3%	1%	13%	19%	19%	20%	21%	23%
Чистый долг/EBITDA	3,8	2,8	2,7	1,6	1,3	1,1	0,8	0,6	0,3
Рентабельность по EBITDA	30%	35%	36%	40%	40%	38%	37%	37%	37%
EV/EBITDA	10,8	6,4	6,3	3,9	3,6	3,3	3,0	2,7	2,4
Дивидендная доходность	6%	3%	3%	3%	6%	7%	7%	7%	7%

Источник: SberCIB

SWOT-анализ Селигдара

Сильные стороны

- Компания входит в топ-10 золотодобытчиков России.
- Крупнейший производитель оловянного концентрата в стране.
- Добыча золота ведется на небольших и средних месторождениях, что снижает риск концентрации.
- Качество руды позволяет перерабатывать ее низкзатратным методом.
- Долговой портфель Селигдара в основном состоит из займов, номинированных в золоте. Если цены на золото снижаются, это приводит к сокращению долга.

Слабые стороны

- Рост капитальных затрат в ближайшие годы.
- Компания не всегда придерживается дивидендной политики.
- Коэффициент долговой нагрузки (соотношение «чистый долг/ЕБИТДА») в 2022 году был выше 3.
- Значительный долг, номинированный в золоте, ограничивает потенциальный положительный эффект от роста цен на золото (переоценка долгового портфеля холдинга в таком случае сокращает его чистую прибыль).
- Невысокая ликвидность акций.

Возможности

- Запуск ЗИФ на месторождении Хвойное и модернизация других действующих активов.
- Улучшение финансовых показателей и снижение долговой нагрузки при ослаблении рубля и росте цен на золото.
- Сохранение сравнительно невысоких совокупных денежных затрат (ТСС) на производство золота.
- Успешная разработка «гринфилда» Кючус.

Риски

- Значительная инфляция капитальных затрат на строительство ЗИФ на месторождении Хвойное, а также других объявленных инвестиционных проектов.
- Ввод ЗИФ на месторождении Хвойное может произойти позже установленного срока.
- Рост совокупных денежных затрат (ТСС) на производство золота.
- Введение санкций в отношении холдинга.
- Приостановка выплаты дивидендов.

- Снижение цены на золото и укрепление рубля.
- Рост налоговой нагрузки на российских золотодобытчиков.
- Исчерпание запасов на действующих месторождениях Селигдара.

Ограничение ответственности