

Обзор рынка. Полюс

13 мая 2019 г.

В ряде предыдущих обзоров нами неоднократно подчеркивался вопрос рассмотрения постепенного перехода к защитным активам. Напряженность на мировых финансовых площадках потенциально способна перерасти в масштабную коррекцию, что добавляет актуальности теме данных инструментов. Сегодня предлагаем вновь рассмотреть бумаги компании «Полюс», которые могут претендовать на роль «защитного» актива в инвестиционном портфеле.

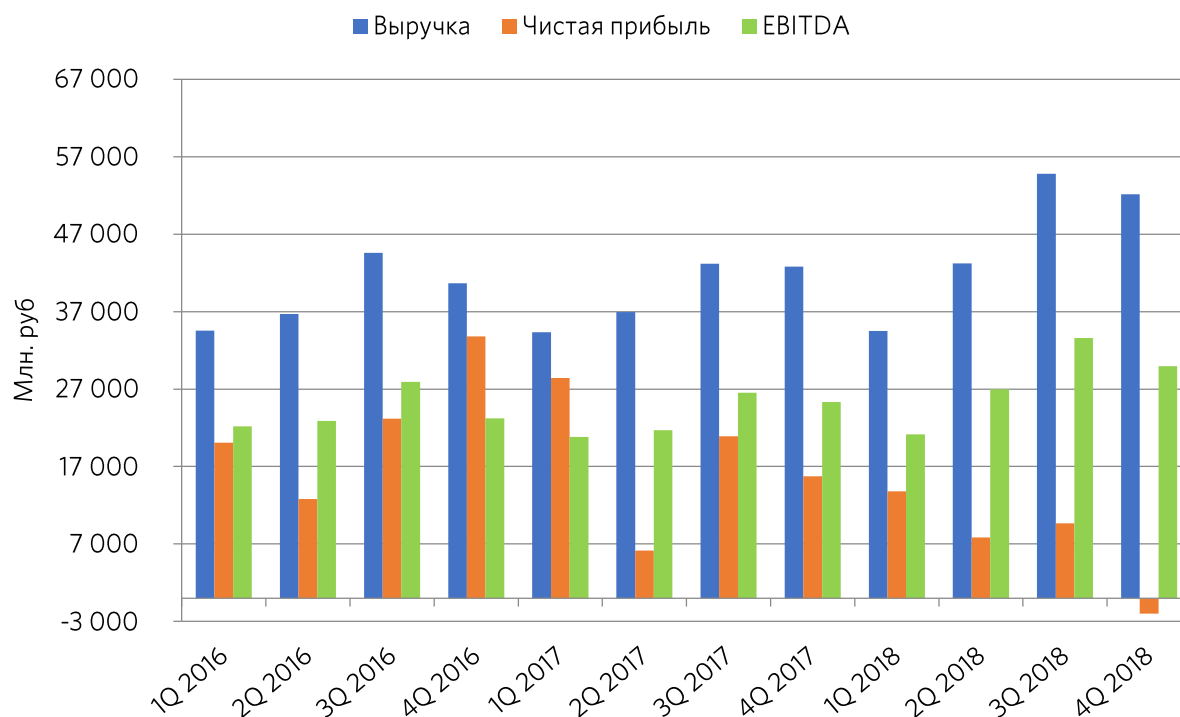


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

За 2018 год «Полюс» продемонстрировал положительные результаты. Добыча золота увеличилась на 13%. В американской валюте показатель выручки увеличился на 7%, скорректированная EBITDA и скорректированная на «бумажные» убытки чистая прибыль прибавили по 10% и 31% соответственно. Свободный денежный поток вырос на 10%. Значение капитальных затрат снизилось на 8% и, согласно планам компании, также демонстрирует незначительное снижение в 2019 году.



Рисунок 2. Динамика изменения уровня добычи и содержания золота в руде

Уровень добычи в первом квартале 2019 года демонстрирует положительную динамику, прибавляя 19% к значениям за аналогичный период годом ранее. При этом стоит отметить показатели «качества» руды, остающиеся в рамках средних значений за последнее десятилетие (среднее за последние 12 месяцев приблизительно соответствует значению с начала текущей декады).

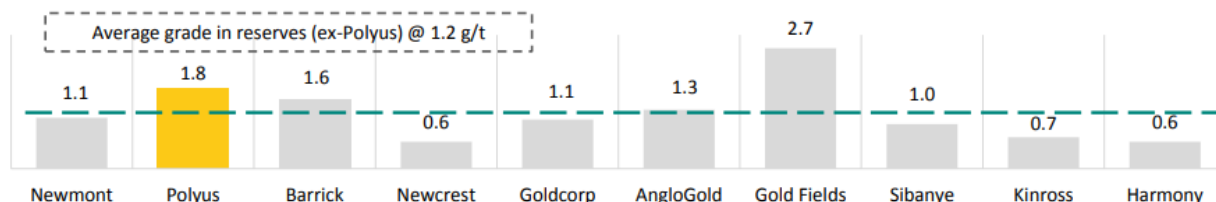


Рисунок 3. Крупнейшие золотодобывающие компании по качеству запасов

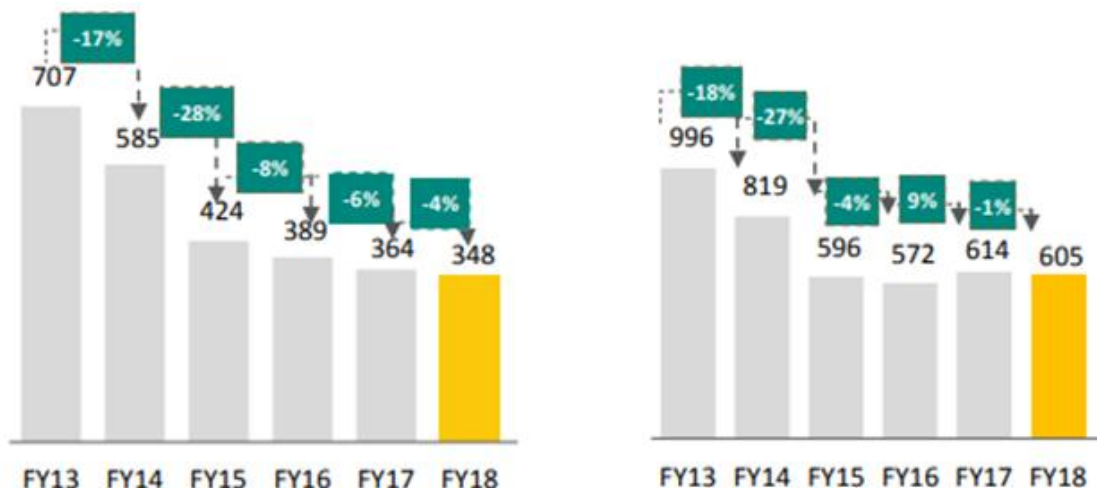


Рисунок 4. Динамика изменения операционных затрат и общих затрат на добычу 1 тр. унции золота

Главными конкурентными преимуществами «Полюса» являются обширные резервы (делит 1 место по резервам с «Newmont» (до слияния с «Goldcorp»)) в совокупности с самыми низкими (среди крупнейших конкурентов) издержками на добычу. Показатели операционных и совокупных затрат на добычу, в свою очередь, снизились в прошедшем году на 4% и 1% соответственно. Причина подобных изменений заключается в выгодной структуре затрат, преимущественно (около 70%) состоящих из рублевых статей.

11 апреля. «Ведомости» – «Аktionеры золотодобывающей компании США Newmont Mining поддержали слияние с канадской Goldcorp, сообщает Reuters. Это две крупнейшие золотодобывающие компании мира. Сумма сделки оценивается в \$10 млрд. Новая компания получит название Newmont Goldcorp и станет самым большим золотодобытчиком в мире с объемом производства 6–7 млн унций золота в год на ближайшие 10 лет, а сама сделка – крупнейшей за всю историю отрасли...»

| Компания | Добыча (млн. унций) | Годовое изменение добычи (%) | Общие затраты на добычу 1 унции (AISC) | Резервы (млн. унций) | Изменение резервов (%) |
|------------------|---------------------|------------------------------|--|----------------------|------------------------|
| Barrick Gold | 5.32 | -3.6 | 750 | 64.4 | -25.1 |
| Newmont | 5.27 | 7.6 | 924 | 68.5 | 0.7 |
| AngloGoldAshanti | 3.76 | 3.4 | 1054 | 49.5 | -1.0 |
| Kinross Gold | 2.67 | -4.2 | 954 | 25.9 | -16.5 |
| Goldcorp | 2.57 | -10.5 | 825 | 53.5 | 30.5 |
| Newcrest Mining | 2.29 | -6.9 | 836 | 62 | -4.6 |
| Polyus | 2.16 | 9.6 | 621 | 68 | 6.3 |

Таблица 1. Параметры добычи крупнейших золотодобывающих компаний за 2017 г. (слияние «Newmont» и «Goldcorp»)

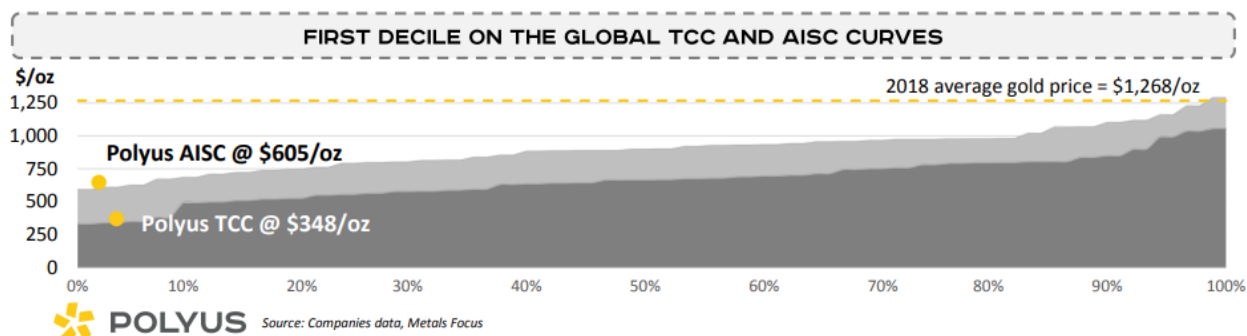


Рисунок 5. Позиция компании в мировой отрасли по показателям операционных и общих затрат на добычу

Долгосрочная стабильность компании обеспечена освоением крупных месторождений, одним из которых является «Сухой Лог» (запуск запланирован на 2026 год, годовая производительность – 1,8 млн. унций, текущая оценка ресурсов – около 60 млн. унций при содержании золота в размере 2 грамма на тонну руды).

DEBT BREAKDOWN BY CURRENCY¹

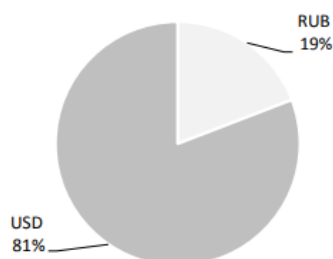


Рисунок 6. Валютная структура долга

Валютная составляющая долговой нагрузки увеличилась до 81%, однако, вновь повторим, что данный факт не несет опасности для компании-экспортера.

MATURITY SCHEDULE AS OF 31 DECEMBER 2018, \$ MLN²

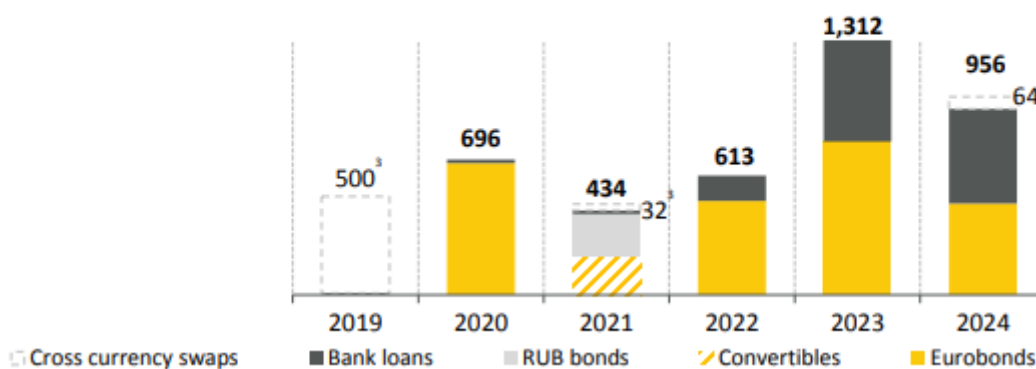


Рисунок 7. График погашения долга

Временная структура долга свидетельствует о существенном увеличении выплат только с 2023 года, а текущий размер денежных средств на счетах компании значительно превосходит объем долговых выплат в 2019 году.

| Компания | EV/EBITDA | EV/Revenue |
|------------------|-----------|------------|
| Barrick Gold | 17,4 | 4 |
| Newmont | 12,1 | 3,6 |
| AngloGoldAshanti | 6,3 | 1,7 |
| Kinross Gold | 7,11 | 1,7 |
| Goldcorp | <0 | 4,1 |
| Newcrest Mining | 11,3 | 3,9 |
| Polyus | 7,9 | 4,8 |

Таблица 2. Сравнительная таблица коэффициентов

Результаты сравнительного анализа существенно не изменились с момента нашего последнего обзора. «Полюс» сравнительно не выделяется от конкурентов значительным образом. В условиях сравнения компаний, базирующихся в разных странах, результаты данного вида анализа представляют интерес исключительно в случае резкого выделения среди конкурентов.

Согласно дивидендной политике размер выплат должен составить большее из 550 млн. USD и 30% скорректированной EBITDA. Итоговая сумма дивидендов за 2018 год составила 560 млн. USD или 274,73 рубля на акцию с текущей доходностью 5,5%.

На текущий момент можно заключить, что котировки «Полюса» находятся в области своих справедливых значений. Бумаги не выделяются своей дивидендной доходностью или сравнительными коэффициентами. Тем не менее, есть ряд положительных факторов: одни из лучших показателей эффективности в секторе в мире, одни из самых больших резервов в мире, конкурентный минимальный уровень выплат дивидендов, завершение высокорентабельных крупных проектов в обозримом будущем (Сухой Лог). Среднесрочные покупки, на наш взгляд, целесообразны вблизи уровня 4500 рублей за акцию. Долгосрочные позиции целесообразно начинать формировать уже с текущих уровней.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

Клиентский отдел

| | |
|---------------------------|---|
| Андрей Викторович Рагозин | Начальник клиентского отдела (342) 210-59-89 rav@pfc.ru |
| Полина Юрьевна Яковлева | Специалист по розничным продажам (342) 210-59-89 sharapova@pfc.ru |
| Роман Рашидович Муталиев | Портфельный управляющий mutalliev@pfc.ru |
