



6 октября 2023 г.

# Полиметалл

Цель: 650 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Сергей Жителев  
SZhitelev@veles-capital.ru

## Покидая Россию

За прошедший год акции Полиметалла показывали лучшую динамику по сравнению с Полюсом и индексом металлов и добычи. Так было до попадания в список SDN, что свело на нет преимущество компании. Первичный рост связан с эффектом низкой базы после падения котировок на 76% в 2022 г. Из-за регистрации в недружественной юрисдикции владение акциями было сопряжено с высокой неопределенностью, что оказывало давление на котировки. Затем выход информации о планах компании сменить юрисдикцию на дружественную и их постепенное выполнение способствовали росту котировок. Включение в SDN-лист и санкционные списки ряда стран от 19 мая 2023 г. оказало влияние на операционную деятельность, а также санкции привели к тому, что вместо разделения активов по схеме spin-off, было принято решение о продаже российских предприятий с дисконтом. На данный момент компания уже разделила схемы продаж и финансирования российских и казахстанских предприятий. Рост ключевой ставки до 13% отразился и на 10-летних ОФЗ, что привело к росту WACC. Позитивную роль играет снижение рубля и тенге к доллару, так как более 60% издержек Полиметалла рассчитываются в национальных валютах, и это продолжит оказывать поддержку котировкам. Основным драйвером для котировок будут новости о схеме разблокировки акций в НРД. Мы считаем, что акции на Мосбирже будут с высокой вероятностью разблокированы, а дисконт при продаже активов не превысит 20%. При этом справедливая стоимость акций Полиметалла складывается из DCF оценки компании, которая составляет 471 руб. и 179 руб. дивидендов, которые будут выплачены за счет продажи активов, таким образом справедливая цена акции составит 650 рублей. Мы рекомендуем «Покупать» акции компании.

**Состояние отрасли.** Цена золота сейчас больше всего зависит от проводимой монетарной политики ФРС США. На сентябрьском заседании ФРС ожидаемо не стала поднимать ставку, и большинство [не прогнозируют](#) повышения до июня 2024 г. Последние статистические данные, показывают, что инфляция пока не отстывает, а безработица на рекордно низких уровнях. Базовый PCE, на который больше всего обращает внимание ФРС, вырос на 3,9% г/г, показав замедление инфляции в пределах ожиданий. В экономике США сохраняется высокая неопределенность, и председатель ФРС в ходе последнего выступления [сказал](#), что решение о ставке будет приниматься на основе поступающей статистики, не дав четкого сигнала по поводу дальнейших действий. Оттоки из золотых ETF продолжают уже 4 месяца подряд, что оказало давление на цену золота, которая снижается до 1 820 долл. за унцию. С июня Турция перестала продавать золото и в совокупности центральные банки перешли к покупкам, поддерживая золото от еще более стремительного падения. Несмотря на оттоки из биржевых фондов, по нашим оценкам, решающее влияние на котировки будет иметь индекс доллара, зависящий от политики ФРС. Мы ожидаем, что в случае если ФРС завершит цикл подъема ставок, цена золота вернется к 2000 долл. за унцию.

Динамика акций российских золотодобывающих компаний и отраслевого фондового индекса



Источник: МосБиржа; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

POLY	650
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
498	30,5%
Текущая цена, руб.	Потенциал
241/686	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн долл.	1П 2022	1П 2023	+/-
Выручка	1 048	1 315	25.5%
ЕБИТДА	426	559	31.2%
Рентабельность ЕБИТДА	40.7%	43.0%	+2 п.п.
Чистая прибыль	-321	190	-
Рентабельность чистой прибыли	6.2%	12.7%	+6,5 п.п.
Свободный денежный поток	-630	-341	-

Ставка ФРС с наиболее вероятным прогнозом и динамика индекса доллара



Источник: CME group; TVC; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



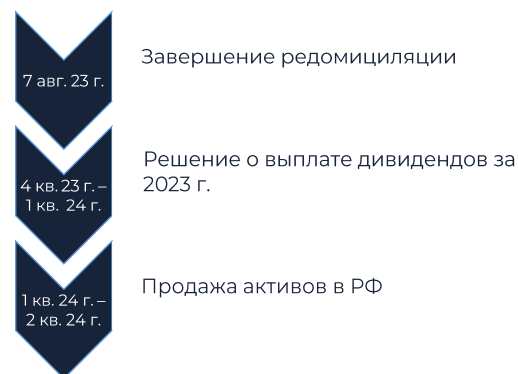
**Продажа российских активов.** Компания успешно завершила процесс редомициляции в дружественный Казахстан, после чего торги акциями возобновились на АИХ и на МосБирже. Из-за введенных санкций США на российское подразделение Полиметалла, менеджмент принял решение о продаже активов в течение 6–9 месяцев. По нашим оценкам, продажа будет с дисконтом около 20% к справедливой стоимости, так как компания торопится и продает сразу очень много месторождений и фабрик. При этом дружественная регистрация позволит не снижать цену в 2 раза, как было с Kinross. Сейчас компания торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 5,3X, мы считаем это близко к справедливым значениям. При этом рентабельность российского сегмента ниже из-за более высоких издержек производства, поэтому российские активы мы оцениваем по EV/EBITDA 5X. Мы прогнозируем EBITDA российского дивизиона по итогам 2023 г. на уровне 864 млн долл., и исходя из этого мы оцениваем стоимость российских активов в 4,3 млрд долл. Если вычесть чистый долг в размере 2,39 млрд долл. и заложить дисконт в 20% к оставшейся капитализации, остается 1,54 млрд долл., которые может получить Полиметалл.

**Операционная деятельность.** На активы в РФ приходится 60% от всего производства. В случае продажи российских активов в 1-м кв. 2024 г., производство по итогам года составит 800 тыс. унций золотого эквивалента. При этом операционные издержки снизятся на 15-20%, что положительно скажется на рентабельности. Полиметалл максимально отделяется от российских активов и почти прекратил взаимодействие российского и казахстанского отделений. Это затронуло и операционную деятельность, так как до этого значительная часть концентрата с Кызыла отправлялась на переработку на российский АГМК. Чтобы перерабатывать концентрат с казахстанских месторождений, компания планирует запуск автоклавного производства в Казахстане.

**Финансовые показатели.** По итогам 1-го полугодия 2023 г. выручка Полиметалла выросла на 25% г/г, до 1,3 млрд долл., за счет роста объемов продаж и цены реализации. Остаются незначительные проблемы с реализацией продукции, но к концу года разрыв между продажами и производством будет устранен. 2023 год покажет восстановление после кризиса 2022 г., но поскольку компания продает большую часть своих активов, мы прогнозируем последующее снижение всех финансовых показателей в 2024 г. Выручка упадет вдвое с 3,1 млрд долл. по итогам 2023 г., до 1,5 млрд долл. в 2024 г., EBITDA снизится на 49%, до 781 млн долл., FCF рухнет на 69%, до 114 млн долл., так как у компании будут повышенные капитальные затраты после реструктуризации. Вследствие того, что почти вся долговая нагрузка приходится на российское подразделение, чистый долг после продажи станет отрицательным.

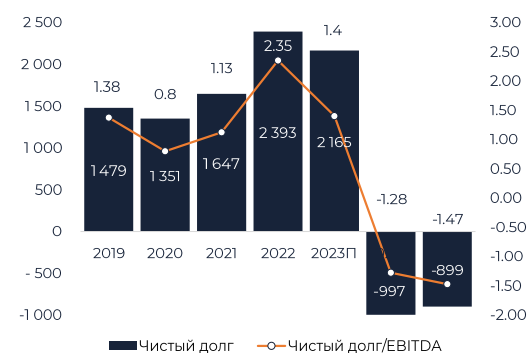
**Дивиденды.** Компания может перейти к выплате дивидендов уже в конце 2023 г., до продажи активов. Смена юрисдикции на дружественную разблокирует возможность поднимать прибыль с российских предприятий в основной холдинг. Потенциальные выплаты составят 73 руб. на акцию, дивидендная доходность при этом составит 14,2%, что выше исторических значений и аналогов в секторе. Средства от продажи активов будут направлены на покрытие капитальных расходов, а оставшееся распределят через дивиденды. Общая сумма выплат, по нашим оценкам, составит, 964 млн долл. или 179 руб. на акцию. Однако российские акционеры на МосБирже сейчас не могут получить дивиденды из-за санкций на НРД. Потенциально обмен российских акций на акции казахстанские поможет разблокировать выплаты.

#### Ключевые события компании



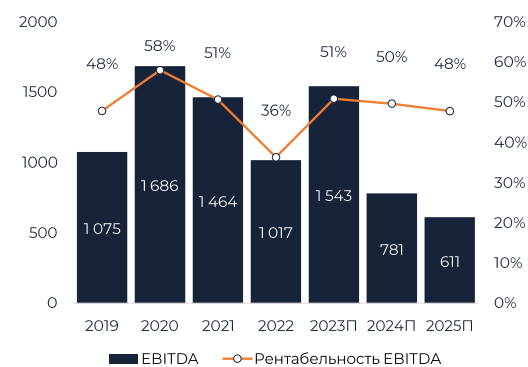
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

#### Чистый долг (млн долл.) и чистый долг/EBITDA



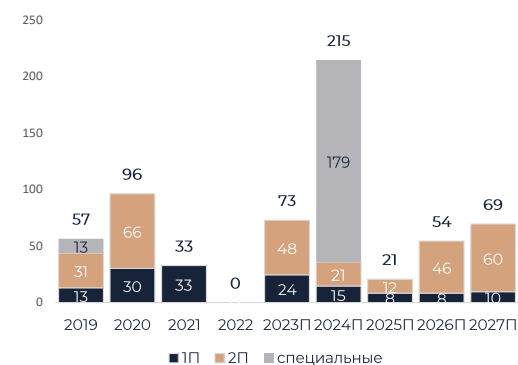
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

#### Финансовые показатели (млн долл.)



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

#### Дивидендные выплаты на акцию (руб.)



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал



## Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Выручка, в т.ч.:	2 801	3 151	1 535	1 230
Золото	2 392	2 828	1 291	1 038
Серебро	383	479	232	183
Прочая выручка	26	25	12	9
Операционные расходы	-2 968	-1 956	-1 050	-947
ЕБИТДА	1017	1543	781	611
Амортизация и корректировки	-1 184	-348	-296	-327
ЕБИТ	-167	1 195	485	283
Прочие доходы/расходы	-165	-218	3 931	-4
Прибыль до налогообложения	-332	977	4 416	280
Налог на прибыль	44	-195	-96	-56
Чистая прибыль	-288	781	4 320	224
EPS, долл.	-0.61	1.65	9.12	0.47

Баланс, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Долгосрочные активы	3 880	4 257	4 112	4 274
Основные средства	3 392	3 769	2 509	2 671
Прочие внеоборотные активы	488	488	1 603	1 603
Краткосрочные активы	2 200	2 518	2 862	2 763
Оборотные активы	1 503	1 601	1 601	1 601
Денежные средства	633	854	1 197	1 099
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	64	64	64	64
<b>Итого активы</b>	<b>6 080</b>	<b>6 775</b>	<b>6 974</b>	<b>7 038</b>
Средства акционеров	2 242	2 876	5 894	5 958
Акционерный капитал	2 242	2 876	5 894	5 958
Долгосрочные обязательства	2 941	3 448	629	629
Долгосрочные кредиты и займы	2 512	3 019	200	200
Прочие долгосрочные обязательства	429	429	429	429
Краткосрочные обязательства	897	451	451	451
Краткосрочные кредиты и займы	514	0	0	0
Оборотные обязательства	264	319	319	319
Прочие краткосрочные обязательства	119	132	132	132
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>6 080</b>	<b>6 775</b>	<b>6 974</b>	<b>7 038</b>

Движение денежных средств, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционная деятельность	206	1 308	697	566
Прибыль до налогообложения	-332	977	4 416	280
Налоги и проценты	-239	-195	-96	-56
Корректировки	1 116	556	-3 623	342
Изменение оборотного капитала	-339	-30	0	0
Инвестиционная деятельность	-679	-725	964	-490
Приобретение внеоборотных активов	-794	-725	-580	-490
Прочее	115	0	1 544	0
Финансовая деятельность	787	-362	-1 317	-175
Изменение долга	856	-7	0	0
Выплата дивидендов	0	-131	-1 302	-160
Прочее	-69	-224	-15	-15
Эффект курсовых разниц	-98	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>314</b>	<b>221</b>	<b>344</b>	<b>-99</b>

WACC	
Безрисковая ставка	12.5%
Премия рынка за риск	6.9%
Стоимость СК	21.0%
Beta	0.95
Стоимость долга	7.3%
Доля СК	49%
Доля долга	51%

WACC	
	14.0%

Свободный денежный поток, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционный ден. поток	206	1 308	697	566
Капитальные затраты	-794	-725	-580	-490
Чистые процентные расходы	-116	-218	-3	-4
Прочее	259	0	0	0
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>-445</b>	<b>365</b>	<b>114</b>	<b>72</b>

Оценка стоимости акций, млн долл.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	2%
Сумма ДДП (+)	82 242
Терминальная стоимость (+)	158 721
Справедливая стоимость бизнеса	240 964
Чистый долг (-)	18 000
Справедливая стоимость акц. капитала	222 964
Справедливая стоимость акции, долл.	470.76
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>471</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EV/Sales	1.878	1.6698	3.4277	4.2764
EV/EBITDA	5.2	3.4	6.7	8.6
EV/EBIT	-31.5	4.4	10.8	18.6
EV/FCF	-11.8	14.4	46.1	72.7
P/E	-10.0	3.7	0.7	12.8
P/B	1.3	1.0	0.5	0.5
FCF Yield	-15.5%	12.7%	4.0%	2.5%

Коэффициенты	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Рентабельность валовой прибыли	40%	52%	46%	37%
Рентабельность EBIT	-6%	38%	32%	23%
Рентабельность чистой прибыли	-10%	25%	281%	18%
Рентабельность EBITDA	36%	49%	51%	50%
ROE	-13%	27%	73%	4%
ROA	-5%	12%	62%	3%
ROIC	-3%	16%	6%	4%
EBIT/Interest expenses, x	-	1.4	5.3	32.7
Net debt/EBITDA, x	2.35	1.40	-	1.28

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
12%	539	560	583	608	636
13%	486	503	521	542	564
14.0%	442	456	471	487	505
15%	404	416	428	441	456
16%	372	381	392	403	415

Источник: оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2023 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

**ДЕРЖАТЬ** — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

### Екатерина Писаренко

Зам. генерального директора - директор департамента  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

### Юлия Дубинина

Заместитель начальника управления  
[YDubinina@veles-capital.ru](mailto:YDubinina@veles-capital.ru)

### Артур Навроцкий

Начальник управления доверительных операций  
[ANavrotsky@veles-capital.ru](mailto:ANavrotsky@veles-capital.ru)

### Тарас Ковальчук

Заместитель начальника отдела по работе с еврооблигациями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

### Владимир Наумов

Старший трейдер Управление операций на рынке акций  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

### Илья Фомичев

Специалист Отдела диллерских операций  
[IFomichev@veles-capital.ru](mailto:IFomichev@veles-capital.ru)

### Сергей Юньков

Старший специалист Управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[SYunkov@veles-capital.ru](mailto:SYunkov@veles-capital.ru)

### Оксана Степанова

Заместитель начальника управления  
[OStepanova@veles-capital.ru](mailto:OStepanova@veles-capital.ru)

### Игорь Суптеля

Ведущий трейдер  
[ISuptelya@veles-capital.ru](mailto:ISuptelya@veles-capital.ru)

### Олег Вязовецков

Ведущий специалист  
[OVyazovetskov@veles-capital.ru](mailto:OVyazovetskov@veles-capital.ru)

### Наталья Котлова

Ведущий специалист  
[VKotkova@veles-capital.ru](mailto:VKotkova@veles-capital.ru)

### Екатерина Кокина

Ведущий специалист  
[EKokina@veles-capital.ru](mailto:EKokina@veles-capital.ru)

## Аналитический департамент

### Иван Манаенко

Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

### Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

### Артем Михайлин

Телекоммуникации, IT, Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

### Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[VDanilov@veles-capital.ru](mailto:VDanilov@veles-capital.ru)

### Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@veles-capital.ru)

### Сергей Жителев

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[SZhitelev@veles-capital.ru](mailto:SZhitelev@veles-capital.ru)

### Эльза Газизова

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[EGazizova@veles-capital.ru](mailto:EGazizova@veles-capital.ru)