

Золото

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Елена Кожухова
ekozhukhova@veles-capital.ru

Ставка на инфляцию

Цены на золото среднесрочно оказались зажаты в рамках широкого диапазона 1700-1900 долл./унц. и в конце года остаются в рамках указанных значений, что сдерживает повышение в том числе акций золотодобытчиков. Анализ фундаментальных факторов показывает, что даже ограниченный среднесрочный потенциал роста цен на золото может позволить заработать на повышении акций российских золотодобывающих компаний, как правило опережающих динамику самого металла. Само золото же в ближайший период продолжит пользоваться спросом во многом благодаря инфляционным опасениям и ювелирным покупкам.

Потенциал роста спроса сохраняется.

- Ювелирный спрос возвращается к норме. Ювелирный спрос на золото в 3-м кв. 2021 г., по данным Всемирного совета по золоту (WGC), вырос на 33% г/г традиционно за счет увеличения покупок в Индии и Китае. В 1-м полугодии 2021 г., однако, спрос оставался на 17% ниже среднегодового показателя за 2015-2019 гг., что указывает на потенциал его восстановления в том числе в Индии (одном из двух крупнейших источников ювелирного спроса). Вирусная ситуация в Индии к осеннему периоду стабилизировалась, а во 2-м полугодии национальные праздники и свадьбы должны поддержать спрос на драгоценный металл в стране даже в случае его замедления в КНР (из-за вируса и общего охлаждения экономики). Центральные банки в последние кварталы также продолжают покупки золота.

- Инвестиционный спрос обеспечивается покупкой монет и слитков. Инвестиционный спрос в 3-м квартале текущего года превышал минимумы конца 2020 г., но при этом интерес к “золотым” ETF продолжал падать. В отличие от кризисного 2020 года, инвестиционный спрос на золото в 2021 г. формирует покупка монет и слитков (главным образом в КНР, Европе и Индии). При этом в 1-м полугодии и 3-м квартале 2021 г. наблюдался чистый отток средств из золотых фондов (ETF). Восстановление мировой экономики и рост доходов населения должны поддержать спрос на монеты и слитки во 2-м полугодии, который, однако, может быть ограничен снижением реальных доходов населения в условиях инфляции.

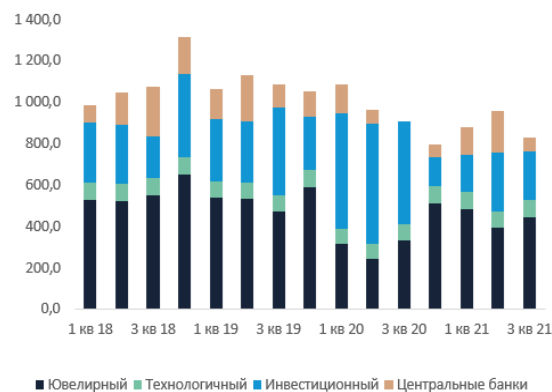
- Стагфляция приносит золоту ограниченную поддержку. Замедление темпов роста мировой экономики в условиях ускорения инфляции (стагфляция), с одной стороны, благоприятно для золота как защитного физического актива. С другой, однако, продолжительный период высокой инфляции может подтолкнуть

Цена на золото, долл./унц.



Источник: данные бирж

Структура спроса на золото, тонн



Источник: Всемирный совет по золоту (WGC)



крупнейшие центральные банки (ФРС и ЕЦБ) к более раннему, нежели запланировано (на данный момент позже середины 2022 г. и в 2023 г.), повышению процентных ставок и увеличению доходности гособлигаций. В частности, тревожным для золота сигналом может стать возвращение доходности 10-летних гособлигаций США выше 1,8% (максимум с начала 2020 года). Растущие ставки негативны для золота как актива, не приносящего фиксированной доходности и, значит, поиск защиты от инфляции в драгоценном металле может оказать его ценам ограниченную поддержку.

Чего ожидать?

Анализ указанных выше факторов позволяет в качестве базового сценария ожидать колебания золота в ближайшие месяцы в диапазоне 1600-1950 долл./унц. с возможным краткосрочным выходом за его границы. По состоянию на начало декабря ужесточение тона ФРС в отношении сворачивания стимулирования и положение металла ниже 1800 долл./унц. предупреждают о рисках движения ближе к нижней границе обозначенного диапазона в декабре-январе с ближайшими важными поддержками 1750 долл. и 1720 долл.

Среди потенциально негативных для золота факторов в целом можно выделить следующие:

- продолжение роста экономик западных стран и активное сворачивание монетарного стимулирования, снижающие спрос на защитные активы и относительную привлекательность золота при сценарии ослабления инфляции. В этом случае драгоценный металл продолжит терять инвестиционную составляющую спроса (в частности, со стороны американских ETF), но ювелирный спрос при этом может укрепиться;

- существенное замедление экономик Китая и Индии – двух крупнейших источников ювелирного спроса на золото. На данный момент ситуация скорее указывает на возможные сложности в китайской экономике (на рынке недвижимости, в промышленности), но и они, вероятно, негативно повлияют на золото только в случае системного дестабилизирующего характера. В Индии же замедления стоит ожидать главным образом в случае нового ухудшения эпидемиологической обстановки.

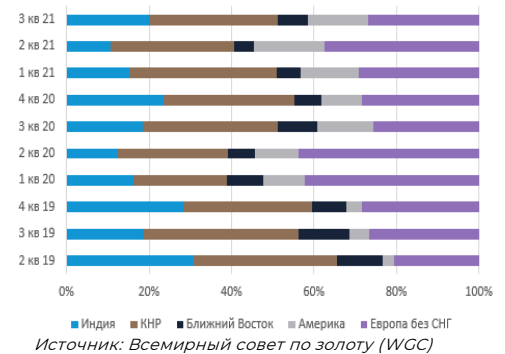
Среди потенциально позитивных для золота факторов можно обозначить следующие:

- продолжительное ускорение инфляции (в том числе в начале 2022 г.). Данный фактор, как уже упоминалось выше, может оказывать ограниченный позитивный эффект на золото ввиду рисков повышения процентных ставок и вряд ли сам по себе позволит ценам обновить исторический пик 2089,20 долл./унц. Тем не менее, если на рынках будет преобладать уход от риска в условиях высокой инфляции, золото, вероятно, получит поддержку от инвестиционного спроса;

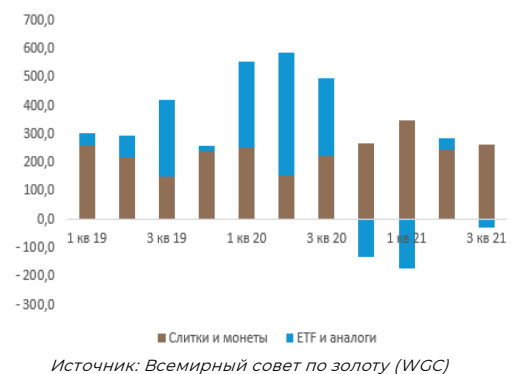
- весомое замедление темпов экономического восстановления в западных экономиках (США, Европа) ввиду как их стабилизации, так и возможного ухудшения вирусной ситуации, и, как следствие, увеличение спроса на защитные активы при перспективе сохранения низких процентных ставок;

- появление неожиданных геополитических или иных общеэкономических изменений, дестабилизирующих ситуацию на глобальных рынках (торговые войны, энергетические кризисы и иное).

Структура спроса на слитки и монеты, %



Структура инвестиционного спроса на золото, тонн



Доходность 10-летних гособлигаций США, %





Золотодобывающие компании

Акции российских золотодобывающих компаний в начале октября начали восстановление с локальных минимумов вместе с золотом, после чего во второй половине ноября отступили от локальных пиков. Высокая корреляция бумаг с драгоценным металлом в целом сохраняется, при этом на начало декабря котировки находятся у важных краткосрочных значений, преодоление которых может предвещать некоторый период слабости. Среднесрочно акции представителей сектора по-прежнему смотрятся интересно.

Полюс – ставка на стабильность

Полюс продолжает показывать стабильные финансовые результаты и продемонстрировал улучшение основных финансовых показателей в 1-м полугодии и за 9 мес. 2021 г. Выручка за 9 мес. 2021 г. выросла на 5% г/г при увеличении скорректированной чистой прибыли на 7% г/г и сохранении прогноза по производству за весь 2021 г. на уровне около 2,7 млн унций. Акции Полюса в период недавнего восстановления показывали динамику лучше российских конкурентов ввиду ликвидности компании, сохранения самых низких в мире издержек и ожиданий разработки месторождения “Сухой лог” в ближайшие годы.

Ориентиры: Полюс (текущая цена 94 долл.) – ликвидный актив со стабильным финансовым положением, акции которого с легкостью вернут уровень 100 долл. при закреплении золота выше 1800 долл./унц., а при отскоке к 1850-1900 долл. могут стремиться к недавним пикам, в район 105-110 долл. (потенциал +10-15%). Ждать объявления о дивидендах за 2-е полугодие, согласно опыту предыдущих лет, стоит не ранее весны 2022 г. Держать акции Полюса среднесрочно имеет смысл при положении выше 90 долл. Закрепление ниже, вероятно, будет сопровождаться просадкой золота в район 1750 долл. с последующими рисками коррекции металла к 1700 долл., а акций – к 80 долл.

Полиметалл – недооцененный актив

Полиметалл в 1-м полугодии продемонстрировал динамику основных финансовых показателей, схожую с Полюсом. При этом за 9 мес. 2021 г. производство компании уменьшилось на 4% г/г, до 1,15 млн унций, на фоне планового снижения содержания в ряде месторождений при увеличении выручки на 4%. В то же время Полиметалл в рамках ноябрьского Дня инвестора повысил прогноз по производству на текущий год с 1,50 млн унций до 1,60 млн унций в золотом эквиваленте. Акции компании показывали отстающую динамику по сравнению с Полюсом, что может обеспечить им повышенный потенциал восстановления при росте цен на золото.

Ориентиры: Полиметалл (текущая цена 1360 пенсов) в целом представляется интересным диверсифицированным активом, который дает экспозицию в том числе на серебро и выглядит недооцененным относительно Полюса и текущих цен на золото. Так, сравнительный анализ указывает на потенциал роста бумаг в район 1550 пенсов уже при возвращении золота выше 1800 долл./унц. (около 14%), а далее – к 1650 пенсам (потенциал +20%). При закреплении ниже поддержки 1350 пенсов бумаги могут вернуться к ноябрьскому минимуму чуть выше 1220 пенсов (потенциал падения около 10%) с угрозой развития нисходящего тренда.

Показатели Полюс	1П 2021	1П 2020	+/-
Выручка, млн долл.	2273	2029	12%
Скорр. чистая прибыль, млн долл.	1051	876	20%
Скорр. EBITDA, млн долл.	1638	1449	13%
Рентабельность скорр. EBITDA	72%	71%	1 пп
Чистый долг/ скорр. EBITDA	0,6x	0,8x	-0,2x
Производство, тыс. унц.	1263	1285	-2%

Динамика золота и акций Полюса (доллары)



Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Показатели Полиметалл	1П 2021	1П 2020	+/-
Выручка, млн долл.	1274	1135	12%
Скорр. чистая прибыль, млн долл.	422	368	15%
Скорр. EBITDA, млн долл.	660	610	8%
Рентабельность скорр. EBITDA	52%	54%	-2 пп
Чистый долг/ скорр. EBITDA	1,05x	0,80x	0,25x
Производство, тыс. унц. в золотом эк	714	723	-1%

Динамика золота и акций Полиметалла (пенсы)



Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Селигдар – новые активы, новые перспективы

Акции Селигдара (производитель золота, олова и вольфрама) в октябре перешли в более высокий ценовой диапазон после новостей о победе компании “Белое золото” (совместного предприятия Ростеха и Селигдара) в аукционе на крупнейшее в России месторождение золота Кючус. Запасы золота на участке оцениваются в 175,3 тонны (планируется добывать минимум 10 тонн в год), а ресурсный потенциал – более чем в 250 тонн. Приобретение месторождения Кючус наряду с месторождением олова Пыркакайские штокерки за последний год позволило увеличить ресурсную базу Селигдара более чем в 2 раза. Компания представила сильные результаты за 9 мес. 2021 г., согласно которым консолидированная выручка выросла на 17% г/г при чистой прибыли 9,26 млрд руб. против убытка годом ранее. Краткосрочным негативом, однако, стало решение руководства не выплачивать промежуточные дивиденды за 9 месяцев в связи с процессом конвертации привилегированных акций.

Ориентиры: Обыкновенные акции Селигдара (текущая цена 61,80 руб.), в отличие от других рассматриваемых компаний, выглядят краткосрочно перекупленными по отношению к котировкам золота и при дальнейшем падении металла могут вернуться ближе к 56 руб. (потенциал снижения 11%), но в то же время среднесрочная инвестиционная привлекательность компании в связи с покупкой новых активов улучшилась. При положении золота выше 1800 долл. котировки, вероятно, вернутся к 70 руб. (потенциал +13%) с перспективой развития роста. Ближайшая важная поддержка находится у 60 руб.

Petropavlovsk – высокий спекулятивный компонент

Акции Petropavlovsk в ноябре, вопреки ожиданиям, так и не получили значимых внутренних драйверов повышения ввиду отсутствия новостей по пересмотру дивидендной политики. Эмитент по-прежнему не платит дивидендов, что делает бумаги более спекулятивными. Кроме того, в 1-м полугодии и за 9 мес. 2021 г. Петропавловск показал существенное ухудшение показателей производства (падение на 39% г/г и на 29% г/г соответственно). Прогноз по производству золота на весь 2021 г. при этом остается неизменным на уровне 430-470 тыс. унций. Акции Петропавловска не теряют инвестиционной привлекательности ввиду возможных позитивных корпоративных новостей и перспективы улучшения финансовых показателей.

Ориентиры: Петропавловск (текущая цена 21 пенс) в целом показывает более низкую корреляцию с ценами на золото, нежели конкуренты, и в целом остается под давлением корпоративных факторов. Возвращение цен на золото выше 1800 долл./унц. может способствовать движению бумаг в район 24 пенсов (потенциал +14%), в то время как пробой золотом уровня 1750 долл., вероятно, активизирует продажи и вернет акции к октябрьским минимумам, ближе к 20 пенсам (потенциал снижения около 5%). Потенциальными драйверами более стабильного роста капитализации компании стали бы корпоративные новости и, в частности, возвращение к дивидендным выплатам.

Показатели Селигдар	1П 2021	1П 2020	+/-
Выручка, млрд руб.	11,31	10,29	10%
ЕБИТДА, млрд руб.	10	6,84	46%
Рентабельность ЕБИТДА	88%	66%	7 пп
Чистый долг/ ЕБИТДА	3,3x	2,7x	+0,6x
Реализация золота, кг	4221	4687	-10%

Динамика золота и акций Селигдара (рубли)



Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Показатели Петропавловск	1П 2021	1П 2020	+/-
Выручка, млн долл.	351,9	522,7	-33%
Чистая прибыль/убыток, млн долл.	48,9	-22,0	-
Скорр. ЕБИТДА, млн долл.	114,3	192,6	-41%
Рентабельность скорр. ЕБИТДА	32%	37%	-5 пп
Чистый долг/ скорр. ЕБИТДА	1,71	2,79	-1,08x
Чистый долг, млн долл.	535,6	538	-0,4%
Производство золота, тыс. унц.	195	320,6	-39%

Динамика золота и акций Петропавловска (пенсы)



Источник: данные бирж; 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 обзоре.

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 обзоре, 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 обзоре, 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 2020 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

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлургия, Глобальные
рынки
VDanolov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Золото, Глобальные рынки
SZhitelev@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru