

Начало аналитического покрытия

5 Декабря 2016 г.

Диас Кабылтаев

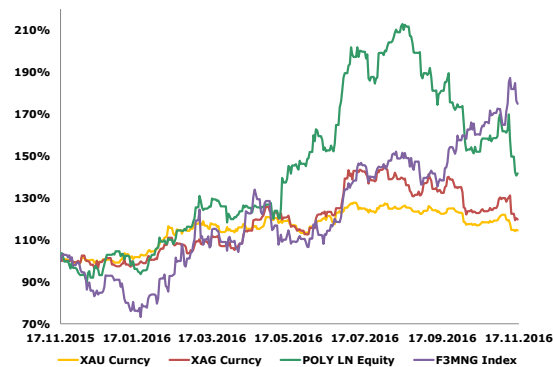
d.kabyltayev@halykfinance.kz

POLY LN	
Тикер	POLY LN
Рекомендация	Покупать
Текущая цена GBp/акцию (02.12.2016)	746
Целевая цена (12-мес), GBp/акцию	1004
Ожидаемый потенциал роста	34,5%
POLY RX	
Тикер	POLY RX
Рекомендация	Покупать
Текущая цена T/акцию (02.12.2016)	609
Целевая цена (12-мес), T/акцию	815
Ожидаемый потенциал роста	33,8%
Кол-во акций, млн	427,13
Средний ежедневный объем торгов за 3 мес. (\$ млн.)	1,8
Доля акций в свободном обращении	58%
Рыночная капитализация (\$ млн)	3137
Основные акционеры:	
NESIS ALEXANDER	17%
FODINA BV	17%
MBC Development	4%
KELLNER PETR	3%

Финансовые показатели, \$ млн.	2015Ф	2016П	2017П
Выручка	1 441 093	1 645 840	1 722 359
ЕБИТДА	713 179	729 716	862 177
Чистая прибыль	220 995	354 605	375 341
EPS	0,52	0,84	0,88
Собственный капитал	486 550	758 034	1 035 404
Чистый долг	1 297 748	888 145	826 527
Оценка			
	2015Ф	2016П	2017П
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1,8	1,2	1,0
Долг/капитал	2,7	1,2	0,8
EV/Sales	3,6	3,2	3,0
EV/ЕБИТДА	7,3	7,1	6,0
P/E (x)	14,2	8,8	8,4
P/B (x)	6,4	4,1	3,0
RoE	45,4%	46,8%	36,3%
Динамика изменения цены акций			
	POLY LN абс.	FTSE 350 mining	
1М	-7%	-3%	
3М	-33%	-1%	
12М	42%	7%	
Максимум за 52 недели	1 209	7 129	
Минимум за 52 недели	479	5 500	

Источники: Халык Финанс, Bloomberg

Доходность акций Polymetal, FTSE 350 Mining и цены на золото и серебро на 17.11.2015=100%



Источник: Блумберг

Продолжающаяся нестабильность мировой экономики вновь подогревает интерес инвесторов, ищущих тихую гавань в лице защитных активов. Несмотря на наличие крупных золотодобывающих предприятий на территории Казахстана, ни одно из них на данный момент не является доступным для инвестирования. Тем не менее, начиная с 2009 г., российский гигант золотопромышленного сектора ОАО «Полиметалл» активно ведет добычу и развитие новых месторождений на территории РК. Мы считаем, что Компания имеет значительный потенциал роста и рекомендуем Покупать ее акции.

Стабильные финансовые показатели и дивиденды. Полиметалл из года в год демонстрирует отличные производственные результаты, перевыполняя план в среднем на 3-4%. Компания подтвердила производственный план на 2016 г. в размере 1,23 млн. унций в золотом эквиваленте (-3% г/г). Полиметалл показывает один из лучших показателей потенциала роста производства в индустрии. Так, в ближайшие 5 лет рост объемов добычи в среднем достигнет 7% г/г, в отличие от показателей конкурентов в 1,9% г/г. Показатель ЕБИТДА, несмотря на сокращение выручки в результате снижения объемов продаж, в течение 1П2016 г. снизился всего на 1% г/г, составив \$294 млн. Незначительное снижение доходов было компенсировано сокращением затрат на производство. Так, затраты в рублях и тенге составляют примерно 70-80% от себестоимости производства. На конец 2015 г., в результате обесценения национальных валют России и Казахстана, общая себестоимость и составляющие ее затраты, выраженные в национальной валюте, снизились на \$207 за унцию (-15% с начала года). Выплата дивидендов и доходность по ним остается одной из самых высоких на рынке производителей золота. Дивидендная доходность на одну акцию за последние 3 года держалась на уровне 5%, что значительно выше, чем в целом по рынку в размере 1%.

Проект Кызыл – основной драйвер увеличения производства. Разработка месторождения Кызыл (Восточный Казахстан) позволит увеличить производство и денежные потоки к 2019 г., но снизит потоки в краткосрочной перспективе. По нашим прогнозам, объемы производства Компании вырастут на 14,8% в 2019 г., при снижении на старых месторождениях на 6,3%, добыча на месторождении Кызыл составит 18,4% от всего объема производства.

Рынок драгметаллов готов к росту. Макроэкономическая ситуация в 1П2016 г. создала благоприятную среду для роста цен на драгоценные металлы. Так, с начала года цены выросли почти на 29,2%, достигнув цены в \$1366 за унцию. Основными факторами роста цен на золото и серебро стали политика отрицательных процентных ставок, внедряемая центральными банками Японии и Европы, девальвация Юаня в КНР, отсрочка ожидаемого повышения процентных ставок в США, а также голосование на референдуме за выход Великобритании из Евросоюза («Brexit»), и, наконец – неожиданные результаты выборов президента США в ноябре текущего года.

Привлекательная оценка. Акции Компании торгуются с показателем P/E 14,4x, а EV/ЕБИТДА – на уровне 7,4x, что указывает на высокий потенциал роста. Более того, Компания демонстрирует один из лучших показателей рентабельности на капитал в размере 36,3%.

12М ЦЦ GBp 1004/акцию, рекомендация «Покупать». Основываясь на изучении рынка золота и серебра, находящихся на данный момент в состоянии коррекции и готовности к росту на фоне нестабильности мировой экономики, отличных производственных и операционных показателей при условии своевременного ввода в эксплуатацию ключевого для Компании проекта Кызыл, мы считаем, что справедливая 12М ЦЦ составит GBp 1004/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 34,5% от текущей цены.



О компании. Полиметалл является одной из ведущих компаний по добыче золота и серебра на территории Российской Федерации и Республики Казахстан. Общий объем производства в 2015 г. составил 26 млн. унций в золотом эквиваленте (1,25% от мирового производства). Значительная часть производственных мощностей сосредоточена на территории Российской Федерации. Также в активах Компании имеются крупные проекты на территории Казахстана и Армении, находящихся на разных этапах реализации.

Компания была основана в 1998 г. в г. Санкт-Петербург Группой компаний «ИСТ», основной целью которой было создание в России современного предприятия по добыче драгоценных металлов полного цикла. В этом же году Группой было приобретено Воронцовское, Хакнджавское и Юрьевское золоторудные месторождения. В следующие 18 лет были приобретены еще семь крупных проектов. На данный момент Компанией разрабатывается восемь крупных проектов, в том числе проект Кызыл, являющийся одним из лучших золотых месторождений в мире, находящихся на стадии разработки. Данный проект станет основным источником среднесрочного роста Компании.

Структура собственности. После основания Компании в 1998 г., в ноябре 2005 г. контроль над ОАО «Полиметалл» перешел к ОАО «ГНК Нафта Москва (Кипр) Лимитед», а в августе 2006 г. - к «Нафта Москва (Кипр) Лимитед» (обе эти компании контролируются г-ном Сулейманом Керимовым).

Компания Polymetal International plc была создана в июле 2010 г. как холдинговая материнская компания ОАО «Полиметалл», и зарегистрирована на о. Джерси с целью получения премиального листинга на Лондонской фондовой бирже и вхождения в Официальный перечень ценных бумаг.

2 ноября 2011 г. акции Компании были включены в Официальный перечень ценных бумаг Управления по листингу Великобритании и допущены к торгам на Основной площадке Лондонской фондовой биржи. В результате первичного размещения акций (IPO) Компания привлекла 763 млн долларов США.

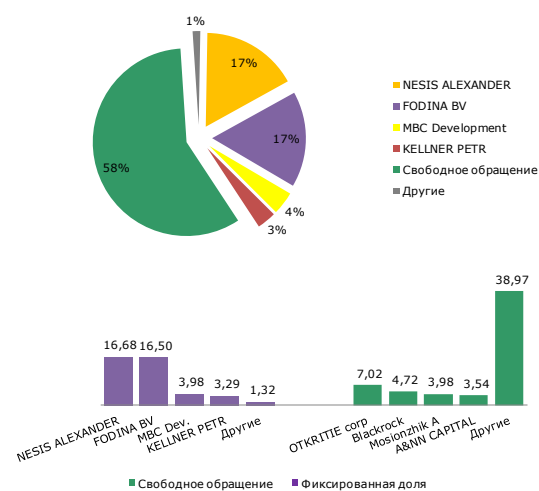
Ресурсы. Создание региональных перерабатывающих комплексов стало ключевым элементом стратегии развития Компании. Компания имеет богатый опыт в разработке и эксплуатации золоторудных месторождений — Полиметалл успешно реализовал 4 проекта строительства рудников с нуля и 2 крупных проекта реконструкции существующих фабрик.

На данный момент в распоряжении Компании находятся 8 крупных проектов на разных этапах эксплуатации. Компания обладает значительными ресурсами, на данный момент оцениваемыми в \$40 млрд. долларов. Общие оценочные, выявленные и предполагаемые запасы по состоянию на 1 января 2016 г. составляют 33,5 млн. унций в золотом эквиваленте, что при текущих уровнях добычи позволит осуществлять их разработку на протяжении 15 лет.

Общие сведения об активах Компании:

Дукатский хаб – один из первых активов Полиметалла. Данное месторождение является одним из крупнейших серебряных месторождений в мире, самым крупным серебряным рудником в России и ведущим предприятием Компании. Хаб был создан в 2008 г. Дукатский хаб расположен в Магаданской области Дальнего Востока России. Общие минеральные и рудные запасы месторождения составляют 3,5 млн. унций в золотом эквиваленте.

Рис.1. Структура собственности.



Источник: Блумберг, данные Компании.

Месторасположение:	Россия, Магаданская область
Горные работы:	Подземные
Переработка:	1800 тыс. т/г., Флотация 425 тыс. т/г., Меррил-Кроу
Рудные запасы:	2,9 млн. унц., 5,6 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	0,6 млн. унц., 15,3 г/т среднее содержание
Начало производства:	2000 г.
Конец производства:	2024 г.



Месторасположение:	Россия, Магаданская область
Горные работы:	Открытые горные работы с потенциалом подземной добычи
Переработка:	850 тыс. т/г., Уголь-в-пульпе/Меррил-Кроу 1000 тыс. т/г., кучное выщелачивание
Рудные запасы:	1,4 млн. унц., 3,6 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	0,3 млн. унц., 13,0 г/т среднее содержание
Начало производства:	2010 г.
Конец производства:	2023 г.

Месторасположение:	Россия, Хабаровский край
Переработка:	255 тыс. т/г.,
Источник сырья:	Концентрат с Албазино и Майского
Начало производства:	2 кв. 2012 г.
Конец производства:	4 кв. 2013 г.

Месторасположение:	Россия, Хабаровский край
Горные работы:	Открытые и подземные горные работы
Переработка:	600 тыс. т/г., Цианирование/Меррил-Кроу 1000 тыс. т/г., кучное выщелачивание
Рудные запасы:	0,8 млн. унц., 3,6 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	0,04 млн. унц., 7,7 г/т среднее содержание
Начало производства:	2003 г.
Конец производства:	2024 г.

Месторасположение:	Россия, Свердловская область
Горные работы:	Открытые горные работы
Переработка:	950 тыс. т/г., Уголь-в-пульпе/Меррил-Кроу 1000 тыс. т/г., кучное выщелачивание

Омолонский хаб является относительно недавно приобретенным активом Компании, введен в эксплуатацию в 2009 г. Хаб включает в себя 4 действующих карьера, а также несколько проектов разработки месторождений с запасами богатой руды, доступными для открытой разработки и имеющими значительный потенциал геологоразведки. Месторождения расположены относительно недалеко от Кубакинской фабрики, на северо-востоке Магаданской области. Общие запасы минеральные и рудные запасы месторождения составляют 1,7 млн. унций в золотом эквиваленте.

Амурский ГМК является крупнейшим проектом Компании и первым комплексом автоклавного выщелачивания золотых концентратов в России. Хаб включает два месторождения золота с богатыми упорными рудами: Албазино и Майское, общие запасы которых оцениваются в 4,6 млн унций золота. Проектная мощность АГМК составляет около 225 тыс. тонн концентрата в год, или примерно 400 тыс. унций золота в год.

Охотский хаб представляет собой комплекс из двух месторождений (Авлякан и Озерный) и фабрику Меррилл-Кроу мощностью 600 тыс. тонн в год. Общие минеральные и рудные запасы месторождения составляют 0,84 млн. унций в золотом эквиваленте.

Воронцовское – один из первых активов Компании, месторождение приобретено в 1998 г. Оно расположено на Урале и включает в себя карьер и две фабрики, где используются методы «уголь в пульпе» и кучного выщелачивания для переработки первичной и окисленной руд, соответственно.

Рудные запасы:	0,9 млн. унц., 2,7 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	0,6 млн. унц., 4,1 г/т среднее содержание
Начало производства:	2000 г.
Конец производства:	2026 г.

Общие минеральные и рудные запасы месторождения составляют 1,5 млн. унций в золотом эквиваленте.

Месторасположение:	Юго-Восток Армении
Горные работы:	Подземные
Переработка:	750 тыс. т/г., флотация
Минеральные ресурсы:	2,6 млн. унц., 5,1 г/т среднее содержание



Капан — перспективный проект на территории Армении. Месторождение было приобретено в 2016 г. Представляет собой первый действующий актив в портфеле армянских активов Компании. Месторождение включает в себя полностью механизированный подземный рудник производительностью около 400 тыс. тонн в год, традиционную флотационную обогатительную фабрику производительностью 750 тыс. тонн в год и объекты инфраструктуры. В окрестностях расположен ряд других перспективных месторождений, в том числе золоторудное месторождение Личкваз, 100% которого принадлежит Полиметаллу, и находящееся приблизительно в 70 км от Капана.

В 2016 году Компания планирует провести значительный объем дополнительного бурения на Личквазе. Его цель – выпуск в 2017 году оценки рудных запасов и комбинированного плана эксплуатации для Капана и Личкваса.

Месторасположение:	Северо-западный Казахстан
Горные работы:	Открытые горные работы
Переработка:	1050 тыс. т/г., Флотация/Цианирование 3150 тыс. т/г.
Рудные запасы:	1,5 млн. унц., 1,3 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	2,1 млн. унц., 1,8 г/т среднее содержание
Начало производства:	2007 г.
Конец производства:	2030 г.

Варваринское – первый актив Компании по добыче золота и меди в Казахстане. Объект введен в эксплуатацию в 2009 г. Варваринское месторождение включает в себя карьер и современную перерабатывающую фабрику производительностью 4,2 млн тонн в год.

Месторасположение:	Северо-восточный Казахстан
Горные работы:	Открытые горные работы с последующей подземной добычей флотация/реализация концентрата
Переработка:	7,3 млн. унц., 7,7 г/т среднее содержание
Рудные запасы:	7,3 млн. унц., 7,7 г/т среднее содержание
Минеральные ресурсы:	3,1 млн. унц., 6,8 г/т среднее содержание
Начало производства:	2019 г.
Конец производства:	2038 г.

Кызыл – приобретённый в сентябре 2014 г., данный актив является ключевым проектом Компании по расширению производства. Проект является одним из лучших мировых золоторудных месторождений, находящихся на стадии разработки. Месторождение обладает значительными ресурсами в размере 7,3 млн унций золота при содержании 7,7 г/т и ожидаемом сроке эксплуатации 20 лет. Несмотря на большой запас ресурсов и высокое содержание золота в руде, попытки предыдущих владельцев разработать месторождение не увенчались успехом. Учитывая опыт открытой добычи и реализации упорных золотых концентратов, Компания разработала иную концепцию. Так, в течение первых десяти лет добыча будет осуществляться открытым способом, а затем – подземным. Помимо этого, вместо значительных стартовых инвестиций в последовательную переработку, Компания построит на месторождении традиционную флотационную фабрику.

Производственные показатели 2015 г. Производство за год составило 1,40 млн. унций в золотом эквиваленте, выше годового плана на 4%. Производство золота в течение года снизилось на 9% г/г, составив 861 тыс. унций. Напротив, производство серебра составило 32,1 млн. унций, увеличившись на 12% г/г, в основном благодаря увеличению добычи на месторождении Дукат. Продажи золота снизились на 8% по сравнению с предыдущим годом, составив 864 тыс. унций, продажи серебра выросли на 6% и составили 31,2 млн унций, что соответствует динамике и объему производства.

Рис.1. Производственные показатели 2014-2015 гг.

Производство	Факт			План		
	2014 г.	2015 г.	г/г	2016 г.	2017 г.	г/г
Золото, тыс. унций	945	861	-9%			
Серебро, млн. унций	29	32	10%			
Медь, т	1631	827	-49%			
Производство в золотом эквиваленте, тыс. унций	1312	1267	-3%	1230	1300	6%

Источник: Данные Компании.

С учетом устойчивого изменения соотношения рыночных цен на серебро и золото, Компания пересмотрела коэффициент пересчета серебро/золото, используемого при представлении данных по производству в золотом эквиваленте, с 1:60 на 1:80.

Дукат стал единственным предприятием в 2015 г., показавшим наращивание производства на 15% г/г, увеличившись до 27,4 млн. унций, благодаря сохраняющемуся высокому содержанию металлов. Годовые объемы добычи на подземных рудниках Дуката возросли на 13% г/г, а объемы подземной проходки на 11% г/г, следуя за ростом производительности фабрики.

На Алабазино-Амурском предприятии производство золота в течение 2015 г. составило 220 тыс. унций, снизившись на 3% г/г. По данным Компании, снижение произошло по причине уменьшения объемов переработки на 4%, которое было частично компенсировано ростом содержания и извлечения.

Рис.2. Производственные показатели по предприятиям 2014-2015 гг.

Производство, золотой эквивалент тыс. унций	2015 г.	2014 г.	г/г
Предприятия Дуката	393	344	14%
Алабазино-Амурск	220	227	-3%
Майское	138	143	-3%
Предприятия Омолон	188	213	-12%
Воронцовское	141	159	-11%
Варваринское	72	106	-32%
Предприятия Охотска	114	119	-4%

Источник: Данные Компании.

Месторождение Майское продемонстрировало незначительное снижение производства с 143 тыс. унций до 138 тыс. унций в 2015 г. Продолжаются строительные работы на подземном руднике, предполагается введение нового метода отработки подэтажными штреками с закладкой отработанного пространства. Содержание и объемы добычи, по ожиданию Компании, вернутся к средним показателям в 2016 г., после того, как будет завершён переход на новую систему отработки. В феврале 2016 г. планируется вновь запустить перерабатывающую фабрику, остановленную в ноябре 2015 г. в связи с недостаточностью загрузки предприятия.

Годовое производство на Омолонском месторождении составило 188 тыс. унций, снизившись за год на 12% г/г. Значительное снижение производства по описанию Компании произошло по причине более низкого содержания золота в добытой руде.

Производство золота на Воронцовском месторождении снизилось на 12% г/г до 139 тыс. унций. По словам Компании, в связи с недостатком окисленной руды, участок кучного выщелачивания был остановлен раньше запланированной даты. Ожидается, что в 2016 г. участок кучного выщелачивания будет работать на 40-50% от своей производительности.

На Варваринском месторождении в четвертом квартале 2015 г. также наблюдается снижение производства на 52% в связи со снижением содержания в руде и сложными металлургическими свойствами добываемой в настоящий момент руды. Наращивание производство планировалось в начале 2016 г., так как добыча будет направлена в другие рудные зоны.

На Охотском месторождении годовое производство золота выросло на 2% г/г. Производство серебра сократилось на 32%

г/г до 1,2 млн. унций, в связи с завершением отработки запасов в Хадыженском карьере.

Производственные показатели за 9М2016 г. За 9М2016 г. Полиметалл произвел 894 тыс. унций в золотом эквиваленте, сократив производство на 7% г/г. Падение производства в основном связано с ожидаемым снижением содержаний на приближающихся к концу отработки предприятиях Охотска, снижением производства золота на Воронцовском, которое в аналогичном квартале прошлого года было выше, чем обычно из-за разового сокращения незавершенного производства, а также в связи с тем, что работа на Варваринском месторождении была сфокусирована на переработке складских запасов руды с более низким содержанием металлов.

Рис.3. Производственные показатели 9М2015-9М2016 гг.

Производство	9М2016 г.	9м2015 г.	г/г
Золото, тыс. унций	606	642	-6%
Серебро, млн. унций	22,2	24,9	-11%
Медь, т	1266	808	57%
Производство в золотом эквиваленте, тыс. унций	894	957	-7%

Источник: Данные Компании.

На предприятиях Дуката производство серебра за 9М2016 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года упало на 7% г/г, что согласно квартальному отчету Компании было вызвано в основном нормализацией содержания на подземном руднике, которое было аномально высоким в прошлом году.

Рис.4. Производственные показатели по предприятиям 9М2015-9М2016 гг.

Производство, золотой эквивалент тыс. унций	9М2016 г.	9м2015 г.	г/г
Предприятия Дуката	280	297	-6%
Алабазино-Амурск	190	173	10%
Майское	68	91	-25%
Предприятия Омолона	108	155	-30%
Воронцовское	93	105	-11%
Варваринское	57	58	-2%
Предприятия Охотска	79	77	3%
Капан	18	0	НД

Источник: Данные Компании.

Снижение содержания на предприятиях Албазино было более чем компенсировано ростом производительности и извлечения на фабрике, за 9М2016 г., предприятия увеличило производство золота на 10% г/г.

За 9М2016 г. общее производство золота на Майском снизилось на 25% г/г до 68 тыс. унций по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в основном за счет сокращения содержания минералов в перерабатываемой руде.

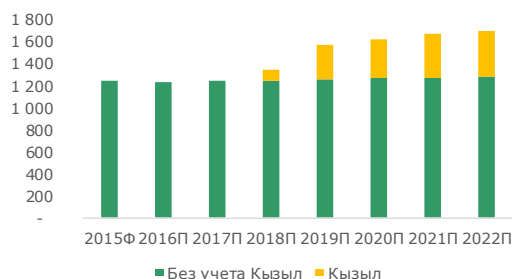
На Омолонских предприятиях производство золота и серебра за 9М2016 г. резко сократилось на 26% г/г и 46% г/г соответственно. Компания объясняет данный факт заменой богатой руды с Кварцевой Сопки на запасы руды с месторождения Дальнее.

Производство на Воронцовском и Варваринском месторождениях за 9М2016 г. показывает значительные темпы роста на 7% г/г и 25% г/г соответственно, связанные с улучшением содержания и объемов перерабатываемой руды.

На Капане на данный момент идут работы по интеграции и изменению производственной практики, которые, по словам Компании, включают в себя изменение системы мотивации персонала, анализ производительности оборудования и целевое заверочное бурение.

Прогноз производства. Проект Кызыл в ближайшем будущем станет основным драйвером роста производства Компании, обеспечивая стабильный рост при 18,4% от всего объема добычи. В то же время, объем добычи на месторождении Дукат

Рис.5. Производственные показатели с учетом проекта Кызыл.



Источник: Данные Компании.

Рис.6. Прогноз производства 2016-2022 гг.

Производство	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Дукат								
Золото, тыс. унций	51	51	51	51	51	51	51	51
Серебро, тыс. унций	27 409	24 668	23 434	22 263	22 263	22 263	22 263	22 263
Золотой эквивалент, тыс. унций	393	359	343	329	329	329	329	329
Албазино								
Золото, тыс. унций	220	225	236	238	241	243	246	248
Серебро, тыс. унций	-	-	-	-	-	-	-	-
Золотой эквивалент, тыс. унций	220	225	236	238	241	243	246	248
Майское								
Золото, тыс. унций	137	144	154	158	163	168	173	178
Серебро, тыс. унций	-	-	-	-	-	-	-	-
Золотой эквивалент, тыс. унций	137	144	154	158	163	168	173	178
Омолоский хаб								
Золото, тыс. унций	144	144	144	144	144	144	144	144
Серебро, тыс. унций	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446	3 446
Золотой эквивалент, тыс. унций	187	187	187	187	187	187	187	187
Воронцовское								
Золото, тыс. унций	115	115	115	115	115	115	115	115
Серебро, тыс. унций	-	-	-	-	-	-	-	-
Золотой эквивалент, тыс. унций	115	115	115	115	115	115	115	115
Варваринское								
Золото, тыс. унций	68	70	74	74	75	76	77	77
Медь, тонн	830	830	830	830	830	830	830	830
Золотой эквивалент, тыс. унций	68	70	74	74	75	76	77	77
Охотск								
Золото, тыс. унций	99	104	108	113	116	118	119	121
Серебро, тыс. унций	1 183	1 183	1 183	1 183	1 183	1 183	1 183	1 183
Золотой эквивалент, тыс. унций	114	119	123	127	131	133	134	135
Кызыл								
Золото, тыс. унций	-	-	-	104	316	353	400	406
Серебро, тыс. унций	-	-	-	2	5	16	15	16
Золотой эквивалент, тыс. унций	-	-	-	104	316	353	400	406
Итого								
Золото, тыс. унций	834	852	881	997	1 221	1 268	1 325	1 339
Серебро, млн. унций	33	30	29	28	28	28	28	28
Медь, тонн	830	830	830	830	830	830	830	830
Золотой эквивалент, тыс. унций	1 249	1 233	1 247	1 348	1 571	1 619	1 675	1 690

Источник: Данные Компании, Халык Финанс

по прогнозам снизится на 6,3% к 2019 г. Низкое содержание металлов в руде также снижает наши прогнозы на Воронцовском, Варваринском и Омолонском месторождениях.

Положительные результаты геолоразведки на предприятиях Капан в Армении, также в ближайшем будущем увеличат резервы Компании.

Учитывая продолжающуюся деградацию старых месторождений и постепенное наращивание производства на проектах роста, производственный план Компании по нашим оценкам выглядит следующим образом:

Финансовые показатели за 1П2016 г. В 1П2016 г., выручка Компании снизилась на 8% г/г, составив \$593 млн., в основном в связи с падением общего объема продаж на 10% г/г. Средняя цена реализации по сравнению с 1П2015 г. практически не изменилась, увеличившись на 1% г/г и составив \$1225 за унцию. Доля золота в общей выручке в процентном выражении составила 66% и практически не изменилась по сравнению с 1П2015 г.

Рис.7. Выручка 1П2016 г.

Выручка		1П2016 г.	1П2015 г.	г/г	2015 г.
Золото	\$ млн.	391	427	-8%	974
Продажи	тыс. унций	319	354	-10%	864
Средняя цена	\$/унция	1225	1207	1%	1127
Доля	%	66%	66%		68%
Серебро	\$ млн.	201	220	-9%	460
Продажи	тыс. унций	13	14	-7%	31,2
Средняя цена	\$/унция	15,5	15,7	-1%	14,7
Доля	%	34%	34%		32%
Всего выручка	\$ млн.	593	648	-8%	1441
Продано в ЗЭ	тыс. унций	484	537	-10%	1278

Источник: Данные Компании

Рис.8. Финансовые показатели 1П2015-1П2016 гг.

	1П2016 г.	1П2015 г.	г/г	2015 г.
Выручка, \$ млн.	593	648	-8%	1441
ЕБИТДА, \$ млн.	294	297	-1%	658
ЕБИТДА, %	50%	46%	4 пп.	46%
Себестоимость, \$/унция	514	552	-7%	538
Чистая прибыль, \$ млн.	164	98	67%	221
EPS, \$/акция	0,29	0,28	4%	0,7
Дивиденды за период, \$/акция	0,13	0,13	0%	0,51
Денежный поток от операционной деятельности \$ млн.	65	175	-63%	490
Капитальные затраты, \$ млн.	117	86	36%	205
Чистый долг, \$ млн.	1436	1298	11%	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,19	1,97	11%	

Источник: Данные Компании

На фоне падения объемов продаж в сочетании с существенным ослаблением курса рубля и тенге, себестоимость реализации готовой продукции в 1П2016 г. снизилась на 15% г/г до \$284 млн. Денежные затраты на унцию реализованного золота в свою очередь снизились на 7% г/г с \$552 до \$514. Продолжающееся обесценение рубля и тенге, а также устойчивые операционные результаты на Дукате, Воронцовском и Албазино оказали положительное влияние на уровень затрат в долларовом выражении.

Стоит отметить, что примерно 70-80% в составе себестоимости составляют затраты в рублях и тенге. Так, на конец 2015 г., в результате обесценения национальных валют России и Казахстана, затраты, выраженные в национальной валюте, снизились на \$207 за унцию.

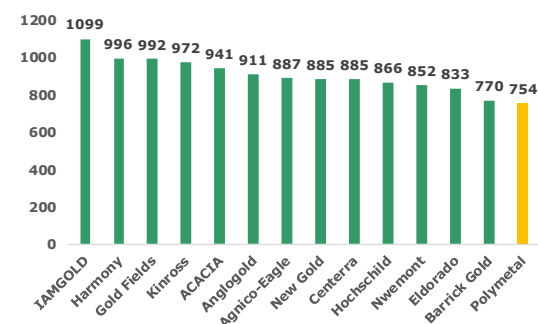
Показатель ЕБИТДА, несмотря на сокращение выручки течение 1П2016 г., снизился всего на 1% г/г, составив \$294 млн. Незначительное снижение было компенсировано сокращением затрат на производство.

Чистая прибыль Компании по результатам деятельности за 1П2016 г. составила \$164 млн. увеличившись на впечатляющие 67% г/г. Однако скорректированная чистая прибыль за вычетом обесценения и дохода от курсовых разниц (после налогов) и изменения стоимости условного обязательства по приобретению активов, составила \$124 млн. по сравнению со \$117 млн. в 1П2015 г.

В соответствии с дивидендной политикой Компании, Совет директоров принял решение выплатить промежуточный дивиденд в размере \$0,09 за акцию на общую сумму \$38 млн., что составляет около 30% от скорректированной чистой прибыли. В течение 1П2016 г. Компания выплатила дивиденды на общую сумму \$55 млн., включавшие в себя окончательный дивиденд за 2015 г.

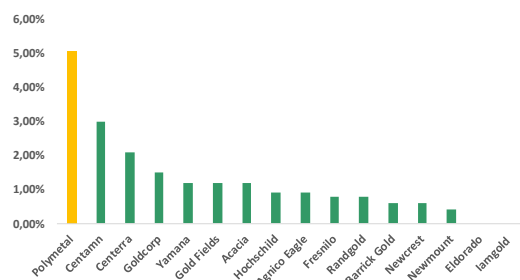
Выплата дивидендов и доходность по ним остается одной из самых высоких на рынке производителей золота. Дивидендная доходность на одну акцию за последние 3 года держалась на

Рис.9. Общая себестоимость производства среди конкурентов 2015 г.



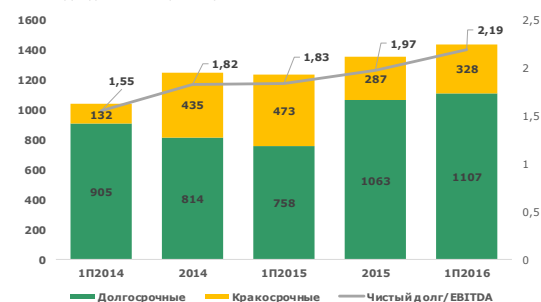
Источник: Данные Компании

Рис.10. Дивидендная доходность 2015 г.



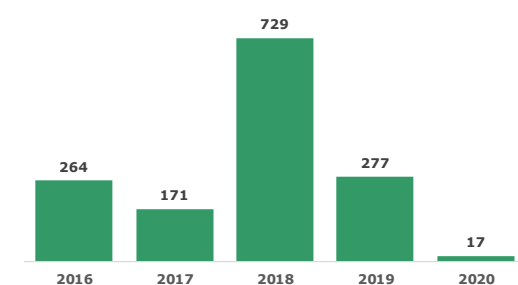
Источник: Данные Компании

Рис.11. Структура заемного финансирования.



Источник: Данные Компании

Рис.12. График погашения основного долга 2016-2020 гг., млн. \$.



Источник: Данные Компании

Рис.13. Вклад проекта Кызыл

	Без учета Кызыл	С учетом Кызыл	%
Ресурсы, млн. унций	16,7	19,7	18%
Резервы, млн. унций	13,3	20,6	55%
Содержание в руде, г/т	3,6	4,3	19%
Лет добычи	10	15	50%

Источник: Данные Компании

уровне 5%, что значительно выше, чем в целом по рынку в размере 1%.

Капитальные затраты Компании в течение 1П2016 г. увеличились на 26% г/г составив \$123 млн. против \$97 млн. в течение аналогичного периода. Инвестиции в проект Кызыл составили около 28% (\$34 млн.) от общих капитальных затрат и были представлены контрактами на поставку основного перерабатывающего оборудования (мельницы, флотомашин, пресс-фильтры, насосы и дробилки). В июне начато полномасштабное строительство перерабатывающей фабрики и вспомогательных зданий.

По нашим прогнозам, капитальные затраты вырастут до \$310 млн. в 2016 г., и по мере закупа основного оборудования на проекте Кызыл будут постепенно снижаться вплоть до 2019 г.

Стоит отметить резкое снижение денежных средств по состоянию на конец 1П2016 г. на 88% г/г. Снижение объема денежных средств со \$151 до \$18 млн. произошло по ряду причин:

1. Денежные потоки от операционной деятельности снизились на 63% г/г (1П2016: \$65 млн.; 1П2015: \$175 млн.), в основном из-за резкого увеличения дебиторской задолженности за поставленный концентрат на Дукате и авансовыми платежами поставщикам топлива до начала навигационного периода в целях обеспечения низких цен на дизельное топливо.
2. Увеличение инвестиционных затрат на 41% г/г (1П2016: \$145 млн.; 1П2015: \$103 млн.).
3. Выплат дивидендов за 2015 г. в размере \$55 млн.

По состоянию на 30 июня 2016 г., чистый долг Компании составил \$1436 млн., при соотношении чистого долга к скорректированной EBITDA равном 2.19х и средней стоимости в 4,39%. За последние пять лет Компания увеличила показатель чистого долга на 38%, в основном вследствие финансирования перспективных проектов роста в Казахстане и Армении.

Соотношение краткосрочных и долгосрочных займов на конец анализируемого периода составило 24:76. Полиметалл привлекает широкий круг финансовых институтов в целях сохранения операционной гибкости Компании. Стоит отметить, что сумма невыбранных кредитных линий составляла \$657 млн., из которых \$560 млн. представляют собой кредитные линии с подтвержденным обязательством выдачи.

Проект Кызыл. Планы Компании по расширению сырьевой базы тесно связаны с перспективными проектами роста. Одним из таких проектов является месторождение Кызыл, находящееся на территории восточного Казахстана, которое является одним из лучших месторождений золота в мире на продвинутой стадии развития. Запасы месторождения составляют 7,25 млн. унций с высоким содержанием золота (7,7 г/т). Учитывая продолжительную деградацию существующих месторождений Компании, успешная реализация проекта является приоритетной целью для Компании. По прогнозам объемы производства Компании вырастут на 14,8% к 2019 г., при снижении на старых месторождениях на 6,3%, добыча на месторождении Кызыл составит 18.4% от всего объема. Правительством Казахстана были окончательно одобрены дополнительные соглашения к контракту на недропользование и рабочая программа проекта. Реализация проекта проходит в соответствии с графиком, согласно которому производство первого концентрата запланировано на третий квартал 2018 г.

Финансовые параметры, согласно опубликованному ТЭО проекта, показывают высокие показатели эффективности. Так, при ставке дисконтирования в размере 10%, IRR проекта составил 27% а показатель NPV — \$538 млн. Оценочная

Рис.14. 10 крупнейших стран по добыче золота в 2015 г.



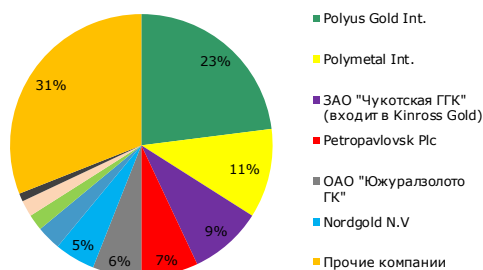
Источник: Союз золотопромышленников РФ.

Рис.15. Основные показатели развития российского рынка золота в 2009 - 2015 годах

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Добыча, тонн	178,4	176,3	185,9	197,4	215,7	230,7	232,3
Попутное, тонн	14,5	12,7	14,5	15,5	16	16,2	16,6
Вторичное, тонн	12,4	12,6	7,9	8,5	17,8	35,8	38,5
Производство золота в слитках, итого тонн	205,4	201,5	208,3	221,4	249,4	282,7	287,3

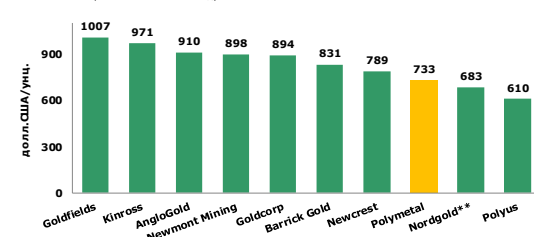
Источник: Союз золотопромышленников РФ.

Рис.16. 10 ведущих золотодобывающих компаний в РФ в 2015 г.



Источник: Союз золотопромышленников РФ.

Рис.17. Полные затраты компаний в 2015 году



*All-in-sustaining costs (долларов США за унцию)

**Полные затраты в среднем за год только по российским активам компании Nordgold

стоимость проекта составляет около \$398 млн., \$322 млн. из которых уже освоены.

Реализация проекта позволит Компании продлить срок жизни месторождений в среднем на 5 лет при 35% увеличении сырьевых резервов.

Золотодобывающий сектор России. Россия занимает третье место по запасам золота - согласно Государственному балансу запасов России, объем запасов золота по состоянию на 2015 г. составляет 13,1 тыс. тонн. Россия имеет значительный потенциал для развития, так согласно данным Союза золотопромышленников России, прогнозные запасы золота более чем три раза превосходят по объему разведанные.

С 1998 по 2015 г. объем производства золота увеличился в 2,5 раза. Так, в 2015 г. в России объем добычи золота составил 293,3 тонны, что на 1,7% больше, чем в 2014 году. Россия занимает твердую третью строчку в доле по добыче золота, перешагнув за 254 тонны, что эквивалентно 8,1% от мирового производства.

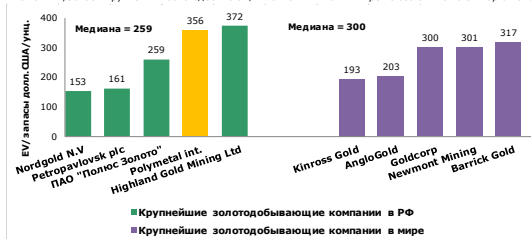
По прогнозам Союза золотопромышленников, в 2016 году ожидается общий подъем добычи золота в РФ в пределах от 1 до 2%. Темп роста будет зависеть от темпов ввода в эксплуатацию финансирования новых проектов.

В течение 2015 года Российские компании демонстрировали разнонаправленную динамику. Так, одни участники рынка демонстрировали наращивание производства, другие напротив сокращали производство.

Первые 10 крупнейших добытчиков золота в РФ занимают около 69% рынка. Также впервые с 1998 года на данном рынке наблюдается тенденция появления на рынке более мелких предприятий, главной целью которых является небольшая ниша среди гигантов производства. Недавняя девальвация, произошедшая на территории пост-советских государств, предоставила новые возможности для местных производителей значительно снизить себестоимость производства. Так, рентабельность по EBITDA в 2015 году повысилась у Polyus Gold Int. - с 45% до 58% у Polymetal Int. - со 41% до 46%, у Nordgold N.V. - с 40% до 46%. Для сравнения, у аналогичных компаний за пределами пост-советского пространства себестоимость производства в среднем выше на 200\$ за унцию золота. Учитывая среднюю стоимость реализации золота в 2015 году в размере \$1160, разница в себестоимости играет ключевую роль.

По итогам 2015 года на компании с иностранным участием в капитале приходилось 60,3% от общего объема добычи и производства золота в России. Как и многие сектора экономики в середине девяностых годов были открыты для иностранных инвестиций, так в период с 2008 по 2015 гг. число подобных компаний значительно возросло. На данный момент можно констатировать факт того что золотодобывающая промышленность в большей степени интегрирована в мировую экономику, чем другие отрасли российской промышленности. Конечно, нужно понимать некоторые тонкости, в частности, существуют два вида предприятий с иностранным участием. Первые на примере крупнейшей золотодобывающей компании Чукотская ГГК на 100% принадлежит крупной мировой компании Kinross Gold. Другие крупные участники рынка, такие как: Polyus

Рис.18. EV*Запасы крупнейших золотодобывающих компаний в РФ и в мире по состоянию на 31 марта 2016 г.



Источники: Capital IQ, сайты компаний
Показатель EV рассчитан с применением премии за контроль по данным Mergestat за 2005-2014 годы.

Gold, Polymetal, Petropavlosk лишь только формально зарегистрированы в зарубежных юрисдикциях, но при этом имеют значительную долю влияния Российских акционеров.

Стоит отметить тот факт, что ряд крупнейших производителей России входит в рейтинг 20 крупнейших золотодобывающих компаний (Источник: Metals Focus, Mineweb): Kinross (№5 в списке) – международная компания, имеющая значительные активы в России, Polyus Gold (№9), Nord Gold (№19), Polymetal (№20).

У Российского рынка золотодобычи, по нашему мнению, имеется значительный потенциал развития. Так, в результате экономических санкций со стороны ряда стран, иностранные инвесторы с опаской смотрят на инвестирование в данный сектор экономики. Однако ввиду низкого входного порога в подобные проекты вкпе с низкой себестоимостью производства можно в итоге ожидать инвестиционный бум в 2017-2019 гг.

Рис.19. Динамика объемов добычи золота 20 золотодобывающих компаний в РФ

Компания	2013, тонн	2014, тонн	2015, тонн	Доля рынка, 2015, %	Темп роста, 2015/ 2014, %	Прогноз 2016, тонн
Polyus Gold Int.	51,3	52,7	54,3	22,8%	3,0%	54.6-56.2
Polymetal Int.	21,7	26,3	24,6	10,3%	-6,5%	25-26
ЗАО "Чукотская ГК" (входит в Kinross Gold)	15,6	21,3	21,7	9,1%	1,9%	21.1-21.8
Petropavlovsk Plc	23,1	19,4	15,7	6,6%	-19,1%	14.3-15.5
ОАО "Южуралзолото ГК"*	7,0	7,3	13,0	5,5%	78,1%	13.5-14
Nordgold N.V.	9,9	10,6	10,6	4,4%	0,0%	10-10.8
Highland Gold Mining Ltd.	6,1	6,7	6,6	2,8%	-2,2%	6.6-6.8
ОАО "Высочайший"	5,4	5,5	5,6	2,4%	2,7%	5.6-6.1
ОАО "Сусуманзолото"	3,9	4,0	4,2	1,8%	6,5%	4-4.3
ПАО "Селигдар"	3,7	3,6	3,5	1,5%	-3,0%	4.7
ЗАО "ГРК "Западная"	2,3	2,6	2,9	1,2%	10,8%	2.9
ЗАО "Концерн "Арбат"	1,6	2,0	2,7	1,1%	31,8%	2.6
ЗАО "Поиск Золото"	2,7	2,4	2,6	1,1%	8,3%	2.6
ОАО "Прииск Соловьевский"	2,2	2,2	2,6	1,1%	15,2%	2.6-2.8
ОАО "Золото Камчатки" (ГК"Ренова")	1,2	1,8	2,5	1,1%	38,0%	2-2.5
ЗАО "Витим", а/с**	2,4	2,4	2,5	1,1%	5,9%	2.4-2.5
ОАО "ГДК"Берелех"***	0,0	2,1	1,8	0,8%	-12,6%	2
ООО "Курилгео"	0,0	0,0	1,7	0,7%	нет данных	1.5
ОАО "Рудник Каральвеем" (Leviev Group)	2,0	1,6	1,5	0,6%	-6,3%	1.5
ЗАО "Васильевский рудник"	1,4	1,4	1,5	0,6%	3,6%	1.5
Прочие компании	57,6	60,5	56,3	21,6%	-7,0%	
Итого****	221,1	236,4	238,3		0,8%	242-252

Источник: Союз золотопромышленников

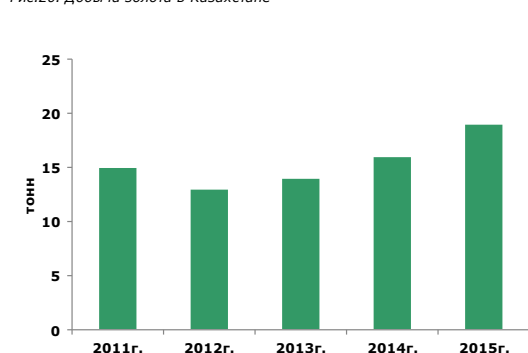
* В 2015 году ОАО "Южуралзолото ГК" приобрело ООО "Соврудник"

** а/с - артель старателей.

***ОАО "ГДК "Берелех" до 2014 года входило в ГК "Петропавловск".

****Без попутного и вторичного золота, но включая производство в концентратах.

Рис.20. Добыча золота в Казахстане



Источник: КСМНЭ РК

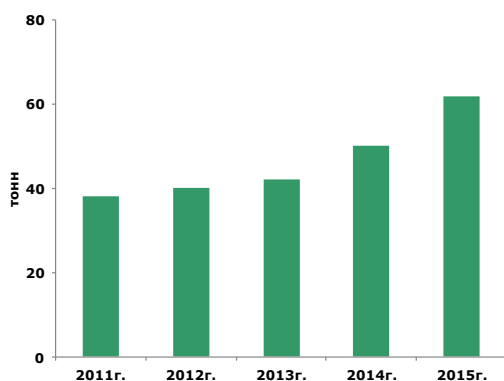
Золотодобывающий сектор Казахстана. Золотодобывающая промышленность Казахстана отличается низким соотношением уровня добычи к запасам и значительные перспективы роста добычи в будущем. Казахстан обладает рядом месторождений мирового класса по содержанию золота в руде, которые, в отличие от стран конкурентов, где наблюдается медленный спад добычи, находятся еще на ранних этапах добычи.

Республика Казахстан является одной из лидирующих по запасам и добыче золота среди стран СНГ. Запасы золота в Казахстане составляют около 7700 тонн, что делает Казахстан 9-ой страной в мире по запасам. Среднее содержание металла в руде составляет 6,3 г/т, при этом среди разрабатываемых месторождений среднее содержание золота в руде составляет около 9 г/т.

За январь-апрель 2016 г., предприятия на территории Республики Казахстан добыли 5,9 млн. тонн золотосодержащей руды, что на 9,2% больше чем за аналогичный период. Исторически мы наблюдаем позитивную динамику, так, рост в 2015 г. составил 19,8%, 2014 г. – 12,5% и в 2013 г. – 5,8%.

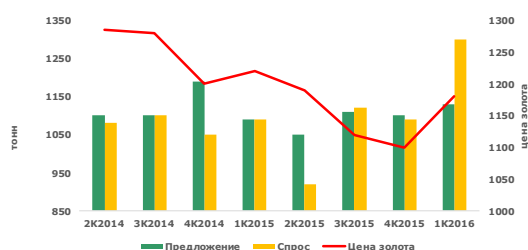
Согласно заявлению вице-министра по инвестициям и развитию Альберта Рау, в Казахстане в 2016 г. будет добыто 60 тонн

Рис.21. Производство золота в Казахстане



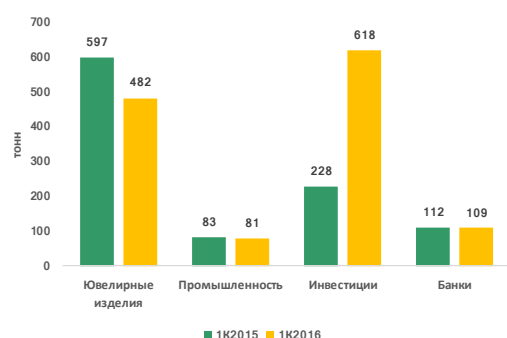
Источник: КСМНЭ РК

Рис.27. Спрос и предложение на золото 2014-2016 гг.



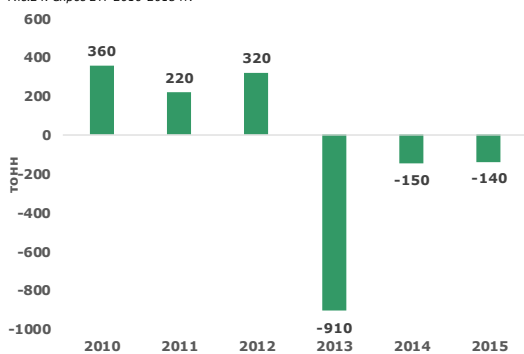
Источник: World Gold Consol

Рис.23. Спрос на золото по секторам 1П2015-1П2016гг.



Источник: World Gold Consol

Рис.24. Спрос ETF 2010-2015 гг.



Источник: World Gold Consol

золота, а в 2018-2019 годы планируется нарастить производство до 75 тонн.

Лидером по добыче золотой руды в Казахстане является АО «Altyntau Resources» (100% дочерняя компания, принадлежащая «Казцинк»).

Мировой рынок золота. Спрос на золото за последние 5 лет, формируется в большей степени за счет инвестиционного спроса и рынка ювелирных изделий, покрывающих около 79% спроса. Крупнейшими международными потребителями также за последние 5 лет стали Индия и Китай, на долю которых приходится почти 70% мирового спроса на золото.

Ослабление монетарной политики США и снижение стоимости долларовых активов способствовало бурному росту цен на золото в 2002-2012 гг. с \$300 до \$1800 за унцию. Ипотечный кризис США в 2008 г., волной прокатившейся по всему миру, а также снижение процентных ставок и программы количественного смягчения, подогрели беспрецедентно высокие цены на золото. Некоторое охлаждение цен на золото стало наблюдаться лишь в 2012 г. вследствие восстановления экономики США и ожидания роста ставок.

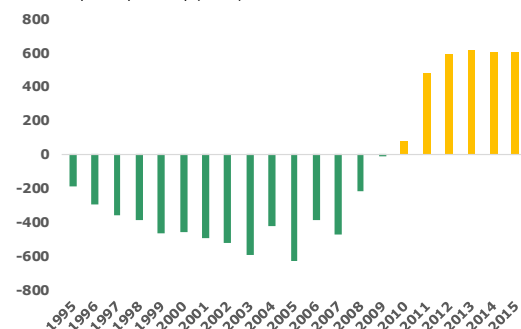
Увеличение производства во время бума было относительно незначительным, изменившись всего на 20% в 2003-2014 гг. (2% в среднем за год) Низкие темпы наращивания производства в основном происходят по следующим причинам:

1. Открытие рентабельных месторождений в связи с низким содержанием золота в руде становится все более редким событием;
2. Проекты на новых месторождениях, ориентированные на высокие цены на золото вследствие падения цен на драгоценные металлы в срочном порядке сворачивать производство на ранних стадиях реализации проектов.

Снижение цен в 2012 г. наглядно показало, что спрос на золото неэластичен, так как снижение цен не заставило производителей снижать производство, а напротив, вследствие девальвации и снижения себестоимости производства в развивающихся странах, в том числе в России и Казахстане, привело к росту добычи в целях компенсации низких цен. Мировое производство выросло на 2% г/г до 1502 тонн.

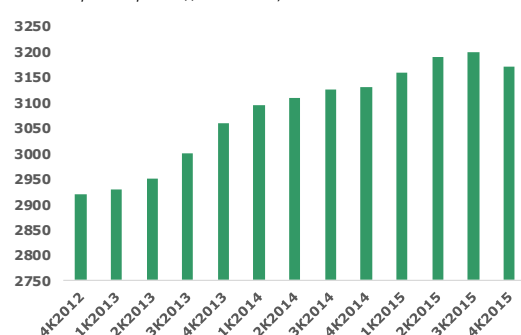
Инвестиционный спрос со стороны ETF и частных инвесторов значительно повысился во время кризисных проявлений в 2008 г., доля золотых активов данных фондов увеличилась почти в 5 раз с 2003-2012 гг., составив около 50%. Далее, в связи восстановлением большинства экономик и присутствия позитива на мировых рынках, сегмент показал опережающее падение спроса (ETF стали нетто-продавцами золота) после начала снижения цен. Спрос среди институциональных и частных инвесторов снижался быстрыми темпами, к 2014 г. доля золотых активов снизилась на 30% с пика в 2011 г. При этом доля индустриального спроса выросла до 65%, что четко указывает на чувствительность цен на золото именно со стороны инвестиционного спроса.

Рис.25. Спрос мировых ЦБ, тонн, 1995-2015 гг.



Источник: World Gold Consul

Рис.26. Мировое производство золота, тонн



Источник: World Gold Consul

Как было отмечено выше, производители не смогли сдержать падение цен путем ограничения предложения, поскольку снизившийся затраты в связи девальваций национальных валют позволили сохранить доходность на допустимых уровнях.

Влияние на цены также оказывает спрос и предложение со стороны различных государств. Например, правительства КНР, России и Казахстана в настоящее время проводят активную диверсификацию резервов, наращивая их золотую составляющую. Однако очевидно, что даже спрос со стороны КНР не может компенсировать отток из фондов, инвестирующих в золото. Таким образом, можно сделать вывод, что только возрождение мирового спроса на золото может вновь привести к активному росту его цены. Ключевым фактором роста, по нашему мнению, станет состояние глобальной экономики в ближайшее время. Укрепление экономики США явилось одной из основных причин охлаждения цен на золото в 2012 г. Поэтому индикаторы состояния экономики США привлекают пристальное внимание со стороны продавцов и покупателей драгоценных металлов.

Текущее состояние экономики США можно охарактеризовать как крайне зрелое, что проявляется во многих секторах экономики, так, признаки этой зрелости очевидны на фоне замедления розничных продаж, пика рентабельности корпораций и стагнацию или в некоторых случаях снижение прибыли компаний. Восстановление уровня занятости в США могло бы способствовать росту потребления, но мы видим тенденцию к росту низкооплачиваемых позиций, что едва ли будет способствовать росту потребления и инфляции. Более того, укрепление доллара по отношению к японской йене и евро накладывает определенные ограничения на экспорт США, а импорт делает дешевле, что способствует возникновению условий для дефляции в США.

После повышения ставки в декабре прошлого года впервые почти за десятилетие, чиновники ФРС встречались шесть раз, но так и не решились повысить ставку ещё раз. Хотя доллар вырос до самого высокого уровня с марта на спекуляциях о росте ставки в ближайшее время, он всё ещё может ослабнуть в этом году.

Однако макроэкономическая неопределенность в 1П2016 г. создала благоприятную среду для роста цен на драгоценные металлы. Основными факторами роста цен на золото и серебро в течение периода стали политика отрицательных процентных ставок, внедряемая центральными банками Японии и Европы, девальвация Юаня в КНР, отсрочка ожидаемого повышения процентных ставок в США и наконец, положительный результат референдума о выходе Великобритании из Евросоюза («Brexit») в конце июня текущего года. Как и следовало ожидать, данные факты привели к притоку инвестиций в золотые активы. Так, в течение 1П2016 г. наблюдается рекордный приток средств в ETF в размере 630 тонн (\$25 млрд.), а общий объем запасов золота в ETF вырос до 2240 тонн.

Цены на золото с начала года выросли на 24%, составив \$1321 за унцию по состоянию на конец июня 2016 г. Стоит отметить тот факт, что после долгового кризиса в 2010-2011 годах, это самый крупный полугодовой рост для золота.

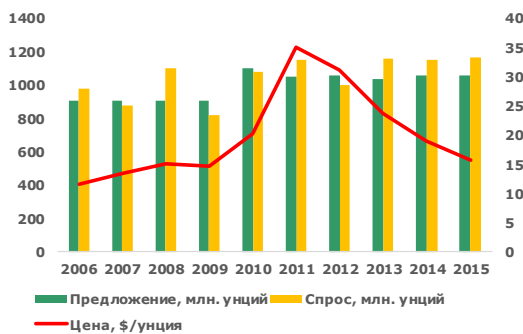
По итогам выборов президента США в начале ноября текущего года, неожиданно для всех одержал победу представитель республиканской партии – Дональд Трамп. Таким образом, как ожидалось, инвесторы начнут искать убежища активах, выраженных в золоте, однако по итогам торгов сразу после избрания, золото рухнуло более чем на 5% до пятимесячного минимума, худший результат для желтого металла с июня 2013 года. Рынок показал такое же непредсказуемое поведение, как и сами итоги выборов.

С другой стороны, текущие минимумы могут стать крепким уровнем поддержки, поскольку фундаментальная сторона для золота стала более позитивной, нежели она была бы в случае победы Хиллари Клинтон.

Экономическая политика Трампа, как ожидается, может привести к увеличению расходов бюджета и ускорению инфляции. В частности, программа Трампа подразумевает стимулирование реального сектора напрямую через кейнсианскую модель государственного регулирования, а не через финансовый сектор – приводя к росту фондовых индексов и скрытой инфляции, как это было при старой администрации. Тогда в 20XX-20УУ гг. в экономику США государство влило около \$3,5 трлн., которые так и не попали в реальный сектор экономики. Это означает, что в случае потенциального перевода этих средств в экономику, рекордные вливания могут спровоцировать инфляционный бум.

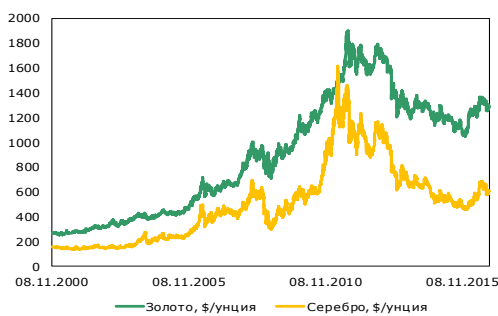
Мы ожидаем позитивного влияния данных факторов на цену золота в ближайшие 5 лет. В своих прогнозах мы использовали консенсус прогноз Блумберг, который в свою очередь подтверждает наши ожидания. Средний ежегодный темп роста цен на золото в ближайшие 5 лет ожидается на уровне 3-4%.

Рис.29. Спрос и предложение на серебро 2006-2015 гг.



Источник: GFMS, Thomson Reuters

Рис.27. Корреляция золота/серебро за 15 лет.



Источник: Блумберг

Текущее состояние рынка серебра. Согласно аналитическому обзору Sberbank CIB, цены на серебро достигли рекордного за два года уровня превысив уровень в \$21 за унцию, в тоже время объем запасов серебра в инвестиционных фондах превысил исторический максимум составив 650,5 млн. унций.

С 2006 года ETF фонды активно наращивали запасы серебра. Наращивание продолжалось даже, не смотря что спотовые цены на драгоценный металл достигли уровня в \$48,44 за унцию в апреле 2011 года, после чего упала к декабрю 2015 года до более чем пятилетнего минимума.

В отличие от золота, серебро так же широко используется в промышленности. Около половины всего торгуемого серебра используется в промышленности, остальное идет на слитки, монеты и ювелирные изделия.

Рост цен обусловлен несколькими факторами. Как и в случае с золотом, одной из главных причин стали события в Британии и нарушение стабильности на территории Евросоюза, и неопределенностью вокруг дальнейшего повышения ставки ФРС США.

Спрос со стороны производителей медицинского оборудования и полупроводников составляет около 54%. Потребление в 2016 году по прогнозу ряда аналитиков возрастет на 3% г/г, притом, что совокупная мировая добыча серебра, как ожидается, сократится на 2% в годовом исчислении.

Поддерживает рост цен на серебро и тот факт, что именно котировки данного металла продемонстрировали наибольшее падение с 2012 года — на 47%.

Средняя корреляция цены серебра и золота за последние 10 лет составила 93%. Таким образом, мы тесно связываем цены обоих металлов и относимся с одинаковым позитивом касательно прогнозирования их цен.

Метод дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) – 12М ЦЦ 1004 GBp, рекомендация «Покупать».

В расчетах DCF мы отразили производственные планы Компании, предполагающие увеличение объемов выпуска с 1,2 до 1,6 млн. унций в золотом эквиваленте с 2016 по 2022 гг.. Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в размере довольно низкого уровня в 7,01%, в основном стал результатом низкой беты (0,7), высокого уровня долговой нагрузки (D/E 2,67) и низкой стоимости заемного финансирования (в среднем 4%).

Акции Компании торгуются с показателем P/E'14,36 EV/EBITDA на уровне 7,4х, что указывает на высокий потенциал роста. Более того, Компания демонстрирует один из наилучших в секторе показателей рентабельности на капитал в размере 36,3%.

Учитывая отличные производственные показатели за последнее 5 лет, мы незначительно снизили производственный план в среднем на 3-5%, заложив таким образом производственные риски. Средние цены реализации драгоценных металлов основаны на изучении текущего состояния мирового рынка золота и серебра, его конъюнктуры и факторов, влияющих на спрос и предложение.

Рис.28. Прогноз выручки 2016-2022 гг.

Средняя цена реализации		2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Золото	(\$ унция)	1290	1324	1393	1402	1483	1328	1328
Серебро	(\$ унция)	18	19	19	19	20	20	20
Медь	(\$ тонна)	4900	4997	5274	5412	6122	6122	6122
Производство		2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Золото	(\$ унция)	852	881	997	1221	1268	1325	1339
Серебро	(\$ унция)	30	29	28	28	28	28	28
Медь	(\$ тонна)	830	830	830	830	830	830	830
Выручка		2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Золото	(\$ унция)	1 099 501	1 167 051	1 388 675	1 710 960	1 880 991	1 758 563	1 778 308
Серебро	(\$ унция)	542 274	551 162	529 971	532 348	551 966	551 949	551 966
Медь	(\$ тонна)	4 065	4 146	4 376	4 490	5 079	5 079	5 079
Всего		1 645 840	1 722 359	1 923 022	2 247 798	2 438 037	2 315 591	2 335 354

Источник: Блумберг, данные ХФ

Себестоимость производства прогнозировалась с учетом влияния инфляции и структуры себестоимости. Так, около 70% затрат выражены в национальных валютах России и Казахстана, что, учитывая прошедшие в 2015 г. обесценивания этих валют, по нашему мнению, на данный момент справедливо отражают текущие тенденции и напрямую зависят от фундаментальных факторов, в частности от динамики цены на нефть. В этой связи мы закладывали значительное влияние инфляции на затраты, которые растут в среднем на 5% в год в течение 2016-2022 гг.

Рис.29. Прогноз капитальных затрат 2016-2022 гг.

Капитальные затраты	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
На поддержание произво	145 000	180 000	170 000	170 000	170 000	180 000	180 000	180 000
Разведка	47 000	60 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Кызыл	32 000	110 000	120 000	60 000	0	0	0	0
Всего	224 000	350 000	340 000	280 000	220 000	230 000	230 000	230 000

Источник: Блумберг, данные ХФ

Капитальные затраты по нашим оценкам вырастут до \$350 млн. в 2016 г., а затем постепенно будут снижаться до \$220 млн. к 2019 г. по мере запуска проекта Кызыл, что обеспечит рост денежных потоков.

Рис.30. Расчет 12М целевой цены, млн.\$

	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Выручка	1 645 840	1 722 359	1 923 022	2 247 798	2 438 037	2 315 591	2 335 354
ЕБИТ	407 509	416 654	525 873	729 613	831 441	697 996	668 285
" + Амортизация "	100 097	98 097	98 097	135 577	136 577	136 577	136 577
" - налог на прибыль "	114 102	116 663	147 245	204 292	232 803	195 439	187 120
" - Капитальные инвестиции "	350 000	340 000	280 000	220 000	230 000	230 000	230 000
" - Оборотный капитал "	92 517	-104 023	-42 443	-55 272	-43 410	-15 142	-25 482
Свободные денежные потоки	136 020	-45 935	154 284	385 627	461 805	393 992	362 261
WACC	7%						
Свободные денежные потоки (PV)		-42 926	134 733	314 703	352 184	280 786	241 261
Терминальная стоимость (PV)	6 088 421						
" - прогноз чистого долга "	-888 145						
Стоимость капитала	5 200 276						
Количество акций	424 650						
Целевая цена 12М цена (GBp)	1 004						

Источник: Блумберг, данные ХФ

В итоге, основываясь на изучении рынка золота и серебра, находящихся на данный момент в состоянии коррекции и готовности к росту на фоне нестабильности мировой экономики, отличных производственных и операционных показателях, при условии своевременного ввода в эксплуатацию ключевого для Компании проекта Кызыл, мы считаем, что справедливая 12М ЦЦ составит GBp 1004/акцию. Данная цена предполагает потенциал роста цены на акцию в размере 34,5% от текущей цены.

Риски. По нашему мнению, ключевыми рисками для Компании являются: спотовые цены на реализуемые металлы, волатильность валютного рынка, неопределённость вокруг цен на нефть и наконец операционные риски.

Мы отмечаем риски, которым подвержена Компания по большей своей части относятся к внешним, не зависящим от деятельности Компании. В связи с этим, все вышеперечисленные риски, кроме операционных, оцениваются нами как высокие и требующие пристального внимания как со стороны Компании, так и со стороны инвесторов. Постоянно меняющаяся ситуация на мировых сырьевых и валютных рынках может значительно повлиять на стоимость акций Компании.

Приложение 1. Прогноз финансовой отчетности Компании Полиметалл, млн \$.

Финансовые показатели Polymetal								
<i>В \$ млн.</i>	2015Ф	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П
Отчет о прибыли и убытках								
Выручка	1 441 093	1 645 840	1 722 359	1 923 022	2 247 798	2 438 037	2 315 591	2 335 354
Себестоимость	779 228	804 995	859 040	911 677	969 903	1 021 524	1 056 205	1 101 856
Валовая прибыль	661 865	840 846	863 319	1 011 345	1 277 895	1 416 512	1 259 387	1 233 498
Общие и административные расходы	127 486	127 667	133 603	149 168	174 361	189 117	179 619	181 152
Прочие расходы	51 221	93 354	96 155	107 358	125 489	136 110	129 274	130 377
Доля в СП	4 099	3 084	3 177	3 272	3 370	3 471	3 575	3 682
Операционный доход	479 059	616 740	630 384	751 547	974 675	1 087 814	946 918	918 286
Убыток вытязия дочерних организаций	1 205	0	0	0	0	0	0	0
Условные обязательства	4 246	4 246	4 246	4 246	4 246	4 246	4 246	4 246
Курсовая разница	132 870	132 870	132 870	132 870	132 870	132 870	132 870	132 870
Финансовые расходы	80 704	48 445	39 791	31 833	27 565	26 150	22 746	19 343
Финансовые доходы	4 889	3 585	7 206	20 329	18 285	15 390	29 315	41 503
Доход (убыток) до налогообложения	275 825	443 256	469 176	611 419	836 772	948 430	824 863	811 822
КПН	54 830	88 651	93 835	122 284	167 354	189 686	164 973	162 364
Чистая прибыль	220 995	354 605	375 341	489 135	669 417	758 744	659 890	649 458
Количество акций, тыс.	424 650	424 650	424 650	424 650	424 650	424 650	424 650	424 650
Прибыль на акцию (EPS)	0,52	0,84	0,88	1,15	1,58	1,79	1,55	1,53
Балансовый отчет								
ОС	1 359 844	1 359 844	1 528 844	1 687 844	1 786 844	1 825 844	1 874 844	1 923 844
Гудвилл и нематериальные активы	13 871	15 921	14 896	15 408	15 152	15 280	15 216	15 248
Инвестиции	1 709	1 908	1 809	1 858	1 833	1 846	1 840	1 843
Долгосрочные займы	12 669	12 780	12 724	12 752	12 738	12 745	12 742	12 743
Долгосрочные МТЗ	99 357	106 792	103 075	104 933	104 004	104 469	104 236	104 352
Отложенные налоговые активы	56 734	59 261	57 997	58 629	58 313	58 471	58 392	58 431
Итого вне оборотные активы	1 544 184	1 556 505	1 719 344	1 881 424	1 978 884	2 018 654	2 067 269	2 116 462
Денежные средства	51 798	368 401	817 019	249 228	648 220	1 061 238	1 358 882	1 480 519
Дебиторская задолженность	39 405	68 359	71 537	79 871	93 361	101 262	96 176	96 997
Дебиторская задолженность, НДС	59 885	57 626	58 756	58 191	58 473	58 332	58 403	58 367
Запасы	352 800	312 558	333 543	353 981	376 588	396 631	410 097	427 822
Авансы	33 417	42 627	44 609	49 806	58 218	63 145	59 974	60 486
Итого оборотные активы	537 305	849 571	1 325 463	791 076	1 234 860	1 680 608	1 983 532	2 124 191
Итого активы	2 081 489	2 406 076	3 044 807	2 672 500	3 213 744	3 699 263	4 050 802	4 240 653
Долгосрочные займы	1 062 685	1 085 546	914 546	685 546	700 000	614 454	528 908	443 362
Отложенные налоговые обязательства	50 071	103 613	76 842	90 227	83 534	86 881	85 208	86 044
Прочие долгосрочные обязательства	61 158	63 569	62 364	62 966	62 665	62 816	62 740	62 778
Итого долгосрочные обязательства	1 173 914	1 252 728	1 053 751	838 739	846 199	764 150	676 856	592 184
Краткосрочные займы	286 861	171 000	729 000	185 546	185 546	185 546	185 546	0
Кредиторская задолженность	77 110	151 582	161 758	171 670	182 634	192 354	198 885	207 481
Прочие краткосрочные обязательства	24 905	34 589	29 747	32 168	30 957	31 562	31 260	31 411
Текущие налоги к уплате	32 149	38 144	35 147	36 645	35 896	36 271	36 083	36 177
Итого краткосрочные обязательства	421 025	395 314	955 652	426 029	435 033	445 733	451 774	275 069
Итого обязательства	1 594 939	1 648 042	2 009 403	1 264 768	1 281 233	1 209 884	1 128 630	867 253
Акционерный капитал	1 975 116	1 958 294	1 966 705	1 962 499	1 964 602	1 963 551	1 964 076	1 963 813
Резерв по пересчету валюты	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198	-1 465 198
Нераспределенная прибыль	-23 368	264 939	533 898	910 431	1 433 108	1 991 027	2 423 294	2 874 784
Капитал	486 550	758 034	1 035 404	1 407 732	1 932 512	2 489 379	2 922 172	3 373 400
Итого обязат-ва и собственный капитал	2 081 489	2 406 076	3 044 807	2 672 500	3 213 744	3 699 263	4 050 802	4 240 653
Отчет о движении денежных средств								
Денежные средства от опер. дятель-ти	489 912	502 359	336 830	533 286	740 443	841 152	787 895	782 713
Денежные средства от инвест. дятель-ти	-301 595	-350 000	-340 000	-280 000	-220 000	-230 000	-230 000	-230 000
Денежные средства от фин. дятель-ти	-273 901	164 245	451 787	-821 077	-121 451	-198 134	-260 250	-431 077
Чистый прирост денежных средств	-85 584	316 603	448 618	-567 791	398 992	413 018	297 645	121 636

Источник: Данные компании, прогноз Халык Финанс

Приложение 2. Краткое описание Компании.

Полиметалл является одной из ведущих компаний по добыче золота и серебра на территории Российской Федерации и Республики Казахстан. Общий объем производства в 2015 г. составил 26 млн. унций в золотом эквиваленте (1,25% от мирового производства). Значительная часть производственных мощностей сосредоточена на территории Российской Федерации. Также в активах Компании имеются крупные проекты на территории Казахстана и Армении, находящихся на разных этапах реализации.

Компания Polymetal International plc была создана в июле 2010 г. как холдинговая материнская компания ОАО «Полиметалл», и зарегистрирована на о. Джерси с целью получения премиального листинга на Лондонской фондовой бирже и вхождения в Официальный перечень ценных бумаг.

2 ноября 2011 г. акции Компании были включены в Официальный перечень ценных бумаг Управления по листингу Великобритании и допущены к торгам на Основной площадке Лондонской фондовой биржи. В результате первичного размещения акций (IPO) Компания привлекла 763 млн долларов США.

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2016, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Курманбеков Асан
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuev@halykfinance.kz
a.talgatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance