Банк Москвы

7 декабря 2010 г.

Акции

Драгоценные металлы

Драгоценные металлы

Золотые времена продолжаются

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru

- Пока процентные ставки в развитых странах мира находятся на рекордно низких уровнях, а курсы ведущих мировых резервных валют демонстрируют высокую волатильность, драгоценные металлы будут оставаться привлекательными объектами для инвестиций. Мы вновь пересмотрели свои прогнозы цен на золото и серебро в сторону повышения.
- Помимо роста цен на драгоценные металлы в ближайшие годы увеличению финансовых показателей российских компаний золотодобывающей отрасли будет способствовать и рост добычи. Россия является одной из наиболее перспективных стран для увеличения добычи золота в мире, что открывает крупнейшим игрокам в секторе хорошие возможности для роста как за счет реализации новых проектов, так и за счет приобретения небольших игроков.
- Главной проблемой отрасли последних лет является крайне высокий рост издержек из-за освоения новых более затратных месторождений, высокой инфляции в РФ, сильного рубля и дефицита трудовых ресурсов. Среднегодовые темпы роста издержек у Полюса и Полиметалла за последние 6 лет составили 21-22 %, в то время как у лидера отрасли – компании Barrick Gold – около 13 %. В результате роста издержек российские компании превратились из наиболее эффективных в мировой отрасли в компании с относительно высоким уровнем удельных затрат, и мы не ожидаем существенного изменения ситуации в ближайшем будущем.
- Тем не менее, текущие цены на металлы, на наш взгляд, – достаточный повод, чтобы забыть о росте затрат, тем более, что у Полюса и Полиметалла в 2011 г. ожидаются рекордные денежные потоки, которыми они вполне могут поделиться со своими акционерами. Мы увеличили свои оценки целевой стоимости бумаг обеих компаний, приняв во внимание рост цен на золото и серебро, новые макроэкономические прогнозы, последние операционные и финансовые результаты компаний и изменив прогнозный период с конца 2010-го на конец 2011 г. В результате пересмотра мы рекомендуем «держать» акции обеих компаний, потенциал дальнейшего роста которых уже не столь велик после «ралли» последних двух месяцев.

.

Основные данные	
Код РТС	PLZL
Цена акции $	61.7
Капитализация млн. $	11 756
EV млн. $	11 425
Целевая цена $	70.7
Потенциал %	15%
Рекомендация	Держать

Основные данные	
Код РТС	PMTL
Цена акции $	20.50
Капитализация млн. $	7 326
EV млн. $	7 817
Целевая цена $	21.64
Потенциал %	6%
Рекомендация	Держать

Компания	Текущая цена, $	Старый таргет на конец 2010, $	Новый таргет на конец 2011, $	Потенциал роста	Рекомендация
Полюс Золото	61.7	68.2	70.7	15%	держать
Полиметалл	20.5	16.12	21.6	6%	держать

Последние тенденции: драгоценные металлы

Цены на золото и серебро продолжают победное шествие на мировых рынках, несмотря на все перипетии, происходящие на рынках валютных. Наблюдаемое в последние два месяца укрепление доллара США, похоже, не слишком мешает росту долларовых котировок «желтого металла». Фактически, как мы отмечали в своем последнем обзоре по сектору («Драгоценные металлы: золотые времена» от 21.07.2010), высокая волатильность валютных курсов, наблюдаемая в последнее время, лишь усиливает желание инвесторов вкладывать свои средства в золото, а не в финансовые инструменты развитых стран.

Мощнейшим драйвером роста цен на золото служит и положительное торговое сальдо, и продолжающийся приток капитала в развивающиеся экономики, который вынуждает Центральные банки этих стран скупать валюту, наращивая свои золотовалютные резервы, которые необходимо куда-то инвестировать. Исторически, в отличие от развитых стран, всегда рассматривавших золото как важный резервный актив, Центральные банки развивающихся стран не слишком жаловали вложения в металл, предпочитая им приносящие купонный доход вложения в долговые бумаги развитых государств. К середине 2000-х гг. доля золота в золотовалютных резервах развивающихся государств (крупнейшими по объему резервов из которых являются Китай, Россия и Индия) составляла скромные 2.5 %. Однако в последние годы ситуация начала меняться. Мягкая денежно-кредитная политика в развитых странах существенно снизила привлекательность номинированных в долларах и евро высоконадежных краткосрочных долговых инструментов, а нестабильность курсов основных валют лишь увеличила привлекательность золота как резервного актива. В результате вложения в золото со стороны ЦБ emerging markets в последние 5 лет растут со среднегодовым темпом в 3.6 % в год в физическом весе и 25.5 % в год в денежном выражении, однако доля металла в общем объеме ЗВР по-прежнему очень низка. Учитывая, что именно развивающиеся страны быстро наращивают свои ЗВР, можно предположить, что тенденция роста спроса на золото как резервный актив продлится еще достаточно долго – по крайней мере, до тех пор, пока краткосрочные процентные ставки по доллару и евро вновь не станут привлекательными, а валютные пары более стабильными.

Место золота в золотовалютных резервах Центральных банков развитых и развивающихся стран

	Развитые страны	Развивающиеся страны
ЗВР, $ млрд	1 755	6 549
CAGR 5 лет ЗВР, %	6.3	20.6
Доля золота в ЗВР, %	43.5	3.2
GAGR вложений в золото 5 лет, %		
в денежном выражении	19.4	25.5
в физическом весе	-1.4	3.6

Источники: World Gold Council, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С учетом последних тенденций, мы вновь повышаем свои прогнозы цен на золото и серебро, закладывая в свои модели рост цен на «желтый металл» до $ 1 500 за унцию в 2011 г. с последующим снижением до $ 1 400 за унцию с началом ужесточения денежно-кредитной политики в США и ЕС. По рынку серебра наши ожидания более пессимистичны. Текущие ценовые уровни представляются нам не вполне устойчивыми, и мы ожидаем снижения цен на металл до $ 26 за унцию к 2016 г.

Динамика и прогноз цен на драгоценные металлы

		2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п
Доллар/рубль		25.6	24.8	31.8	30.3	29.0	27.8	26.9	26.4	26.0
Золото										
Старый прогноз	$/ун	698	872	974	1 175	1 250	1 200	1 200	1 200	1 200
Новый прогноз	$/ун	698	872	974	1 225	1 500	1 400	1 400	1 400	1 400
Серебро										
Старый прогноз	$/ун	13.4	15.0	14.7	18.0	19.0	20.0	21.0	21.5	22.0
Новый прогноз	$/ун	13.4	15.0	14.7	18.0	20.5	28.0	27.5	27.0	26.5

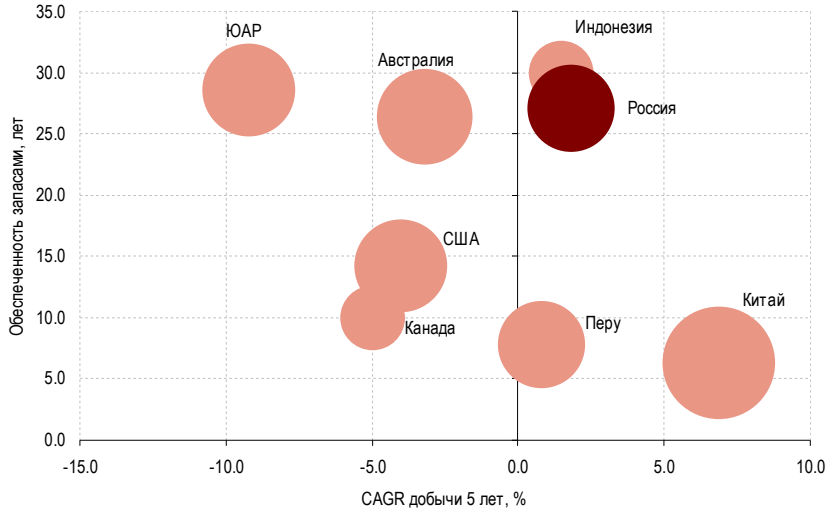
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Перспективы отрасли

Россия, будучи третей страной в мире по объемам запасов золота и лишь пятой по объемам добычи, является одним из наиболее перспективных мест для развития золотодобычи в мире. Текущая обеспеченность запасами российской добычи – одна из самых высоких в мире, как и темпы роста производственных показателей российских

компаний.

Обеспеченность запасами и рост добычи золота ключевых золотодобывающих стран



размеры круга соответствует объему добычи

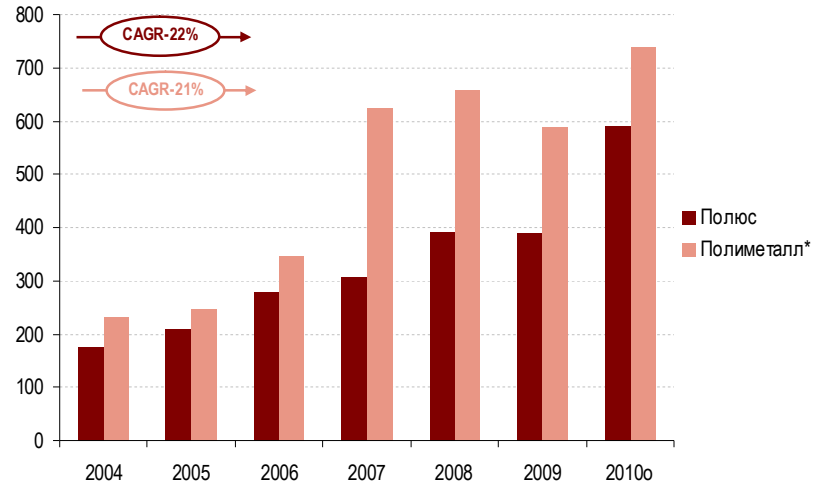
Источники: USGS, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В практическом плане для российских компаний сектора наличие в стране качественной неразработанной сырьевой базы означает возможность для расширения своего бизнеса за счет получения новых лицензий или приобретения небольших игроков (чем активно пользуется Полиметалл). Также можно отметить, что в России находится одно из крупнейших неразрабатываемых в настоящий момент месторождений золота в мире – Сухой Лог.

Проблемы отрасли

Впрочем, радужную картину для компаний золотодобывающей отрасли портит достаточно существенный рост издержек, наблюдаемый на протяжении последних лет. В связи с вводом новых месторождений, довольно высокой инфляцией в России и ростом стоимости персонала удельные издержки Полюса и Полиметалла последние 6 лет росли в долларовом выражении со средним темпом в 21-22 % в год. Для сравнения, издержки лидера отрасли – компании Barrick Gold, ведущей добычу в США, Канаде, Латинской Америке, Африке, Австралии и Океании, – за то же период увеличивались в среднем на 13 % в год.

Динамика удельных денежных издержек Полюса и Полиметалла, $/унция Au



* - на 1 унцию условного золота

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В результате, если в середине десятилетия российские компании являлись компаниями с относительно низким по отраслевым стандартам уровнем издержек, то теперь таковыми их уже не назовешь: в 2010 г., по нашим оценкам, уровень издержек на унцию добытого золота у Полюса и Полиметалла превысит уровень издержек Barrick на 32 и 65 % соответственно.

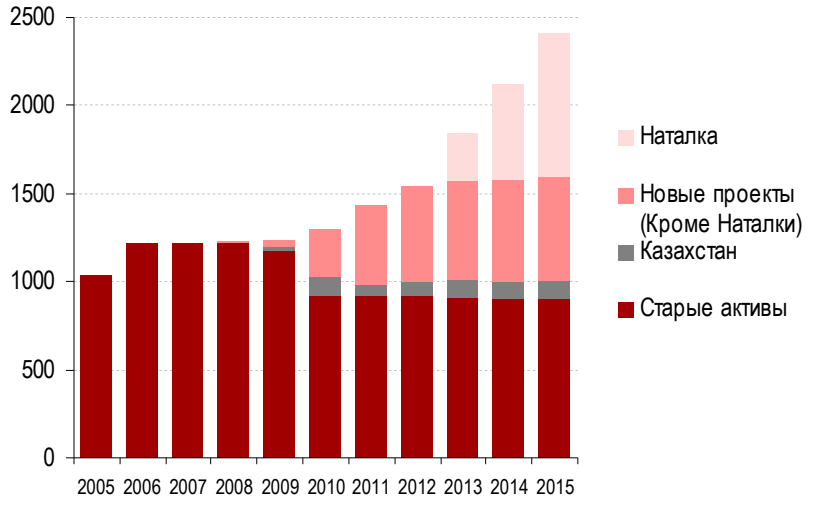
Учитывая, что, как мы ожидаем, макроэкономические и внутриотраслевые факторы, способствовавшие росту издержек компаний золотодобывающей отрасли за последние несколько лет, не утратят своей силы и в следующем десятилетии, компании сектора могут стать еще более зависимыми от динамики цен на золото. Если сейчас рост цен на металл с лихвой покрывает увеличение издержек, то при стабилизации (и тем более снижении) цен на золото удар по отрасли может оказаться весьма чувствительным.

Полюс Золото

Высокие темпы роста издержек, ухудшение операционных показателей крупнейшего для компании Олимпиаднинского месторождения и неопределенность относительно сделки по обратному поглощению (RTO Kazakhgold) оказывали давление на котировки акций Полюса в течение большей части 2010 г., которое несколько ослабло лишь в последнем квартале, когда сделка RTO была отменена, а весь остальной негатив вокруг компании отошел на второй план из-за роста цен на «желтый металл».

К сожалению, год, когда были запущены крупнейшие проекты компании последних лет – Вернинское и Благодатное, дан старт началу разработки Наталкинского месторождения, а цены на золото достигли исторического максимума, по всей видимости, не получится слишком удачным с точки зрения динамики акций Полюса, которые к настоящему моменту, прибавив с начала года чуть более 15 %, являются одними из аутсайдеров 2010 г. на российском рынке акций.

Динамика добычи Полюса, тыс. унций



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, мы ожидаем, что лучшие времена для Полюс Золота совсем не за горами. Стабилизация операционных показателей Олимпиаднинского месторождения и выход на проектную мощность Благодатного, Вернинского и Титимухты должны позволить компании наращивать добычу на 8-10 % в год в течение 2011-2012 гг., что в совокупности с ростом цен на золото приведет к достаточно существенному увеличению и финансовых показателей компании. В дальнейшем основным драйвером роста для Полюса должно стать освоение Наталкинского месторождения, которое, похоже, уже также не за горами. В перспективе 5-6 лет мы видим Полюс компанией с уровнем добычи, приближающимся к 2.5 млн т унций в год (что будет соответствовать 5-6-му месту в мире), с перспективами увеличения добычи на Наталкинском месторождении и, к сожалению, с весьма высокими производственными издержками (в районе $ 850-900 за унцию), делающими компанию весьма зависимой от цен на золото на мировом рынке.

Мы пересмотрели свою оценку целевой стоимости акций Полюса, приняв во внимание изменение макроэкономических прогнозов, последние операционные и финансовые результаты компании, более высокие цены на золото и изменив прогнозный период. В результате наша оценка была повышена с $ 68.2 за акцию на конец 2010-го до $ 70.7 за акцию на конец 2011 г., однако после последнего роста бумаг Полюса рекомендация по акциям компании снижена с «покупать» до «держать».

Основные данные

Код РТС	PLZL
Цена акции $	61.7
Капитализация млн. $	11 756
EV млн. $	11 425
Целевая цена $	70.7
Потенциал %	15%
Рекомендация	Держать

Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010П	2011П
Выручка	1 225	1 645	2 182
EBITDA	549	678	901
Прибыль	322	363	544
EV/EBITDA	20.8	16.9	12.7
EV/S	9.3	6.9	5.2
P/E	36.6	32.4	21.6
Рентабельность			
По EBITDA	*44.8%*	*41.2%*	*41.3%*
Чистая	*26.3%*	*22.1%*	*24.9%*

Акционеры

	Доля%
М. Прохоров/С. Керимов	74.3%
Jennington International (казначейские акции)	5.5%
Прочие	20.3%

Полюс Золото: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. $	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**867**	**1 087**	**1 225**	**1 645**	**2 182**	**2 193**	**2 605**	**3 002**	**3 399**
Темп роста (%)		*25%*	*13%*	*34%*	*33%*	*0%*	*19%*	*15%*	*13%*
EBITDA	**205**	**449**	**436**	**678**	**901**	**753**	**896**	**1 011**	**1 133**
Рентабельность (%)	*24%*	*41%*	*36%*	*41%*	*41%*	*34%*	*34%*	*34%*	*33%*
EBIT	**112**	**363**	**337**	**525**	**753**	**609**	**755**	**873**	**997**
Рентабельность (%)	*13%*	*33%*	*28%*	*32%*	*35%*	*28%*	*29%*	*29%*	*29%*
-Налоги на прибыль	71	87	67	105	151	122	151	175	199
NOPAT	**41**	**276**	**270**	**420**	**603**	**487**	**604**	**698**	**798**
+ Амортизация	92	87	99	153	148	144	141	138	136
- Капвложения	-530	-535	-423	-389	-343	-321	-298	-395	-321
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-69	-48	-69	-97	-56	-161	-50	-132	-134
Чистый денежный поток	**-465**	**-221**	**-123**	**87**	**351**	**149**	**397**	**309**	**479**

Основные предположения

WACC	7.4%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	**6.0%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30, б.п.	200
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта	0.25
Бэта с учетом долга	0.27
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	**7.5%**
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**6.4%**
WACC	**7.4%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 443
Конечная стоимость	14 564
Приведенная конечная стоимость	10 939
Стоимость денежных потоков	12 382
Текущий чистый долг (наличность)	-331
Чистая стоимость компании	12 713
Количество акций (млн.)	180
Цель на конец 2011 г., $	**70.7**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	5.9%	6.4%	6.9%	**7.4%**	7.9%	8.4%	8.9%
5.5%	544.8	248.7	161.5	119.9	95.4	79.4	68.0
5.0%	252.2	163.8	121.5	96.7	80.4	68.9	60.3
4.5%	166.0	123.1	98.0	81.5	69.8	61.1	54.4
4.0%	124.8	99.3	82.5	**70.7**	61.9	55.1	49.6
3.5%	100.6	83.6	71.6	62.7	55.8	50.3	45.8
3.0%	84.8	72.6	63.5	56.5	50.9	46.3	42.6
2.5%	73.5	64.3	57.2	51.5	46.9	43.1	39.8

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.3%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	**Бэта**
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60

* - показатель бэта для золотодобывающих компаний снижен из-за контрциклического характера бизнеса

Отчетность Полюс Золота по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. $	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	**1 087**	**1 225**	**1 645**	**2 182**	**2 193**	**2 605**	**3 002**	**3 399**
Операционные расходы	638	691	977	1 291	1 450	1 719	2 001	2 266
Амортизация	87	99	153	148	144	141	138	136
Операционная прибыль	347	439	515	743	599	745	863	997
EBITDA	**347**	**549**	**678**	**901**	**753**	**896**	**1 011**	**1 133**
Чистые процентные расходы	4	19	30	17	15	14	12	11
Прочие расходы (доходы)	119	- 11	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	122	432	485	726	584	731	850	986
Налоги на прибыль	62	109	97	145	117	146	170	197
Доля миноритариев	9	2	25	37	30	38	44	51
Чистая прибыль	**52**	**322**	**363**	**544**	**437**	**547**	**636**	**738**

Баланс

в млн. $	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства и эквиваленты	399	173	188	323	427	613	766	1 082
Дебиторская задолженность	135	142	197	262	263	313	360	408
Запасы	233	415	444	587	659	781	909	1 030
Прочие оборотные активы	321	361	415	549	596	707	821	930
Основные средства	1 772	2 299	2 536	2 731	2 908	3 065	3 321	3 507
Прочие внеоборотные активы	218	400	442	476	506	534	578	611
Итого активы	**3 079**	**3 791**	**4 222**	**4 926**	**5 359**	**6 013**	**6 756**	**7 566**
Кредиторская задолженность	84	117	144	191	214	254	295	334
Краткосрочный долг	-	173	143	126	111	97	85	74
Прочие краткосрочные обязательства	18	46	67	98	115	141	171	199
Долгосрочный долг	-	26	26	26	26	26	26	26
Прочие долгосрочные обязательства	183	287	417	608	715	878	1 063	1 238
Капитал и резервы	2 795	3 141	3 424	3 877	4 178	4 616	5 115	5 694
Итого пассивы	**3 079**	**3 791**	**4 222**	**4 926**	**5 359**	**6 013**	**6 756**	**7 566**

Отчет о движении денежных средств

в млн. $	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционная прибыль	347	439	515	743	599	745	863	997
Налоги на прибыль	62	109	97	145	117	146	170	197
Амортизация	87	99	153	148	144	141	138	136
Изменение оборотного капитала	- 69	- 97	- 56	- 161	- 50	- 132	- 134	- 129
Денежные потоки от операций	303	332	514	585	577	608	697	807
Капиталовложения	- 577	- 497	- 389	- 343	- 321	- 298	- 395	- 321
Прочие доходы (инвестиции)	648	- 19	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	71	- 516	- 389	- 343	- 321	- 298	- 395	- 321
Свободные денежные потоки	374	- 184	125	242	255	310	302	486
Изменение долга	- 21	200	- 30	- 17	- 15	- 14	- 12	- 11
Дивиденды	22	41	80	91	136	109	137	159
Чистые денежные потоки	331	- 25	15	134	104	187	153	316

Полиметалл

Акции Полиметалла продолжают оставаться в пятерке лидеров роста 2010 года на российском фондовом рынке и находятся на своих исторических максимумах. Несмотря на впечатляющий рост, продемонстрированный с конца 2008 г., наступающий 2011 год может стать одним из наиболее успешных с точки зрения свободных денежных потоков, сгенерированных компанией.

Значительный рост добычи уже близко

Среднесрочным драйвером роста акций Полиметалла может стать значительное увеличение добычи золота и серебра на месторождениях компании в 2011 г. По нашим оценкам, увеличение добычи драгоценных металлов составит по итогам года 40 % – до 1 млн унций золотого эквивалента. Данный рост станет возможным благодаря запуску месторождения Албазино и освоения месторождений, расположенных вблизи месторождения Кубака.

Проект «Албазино» являлся основным инвестиционным проектом Полиметалла последних лет. Обогащенную руду с месторождения Албазино, расположенного в Хабаровском крае, планируется перерабатывать на золотоизвлекательной фабрике в Амурске. Вывод фабрики на проектную мощность планируется осуществить во 2-м квартале следующего года. Всего в 2011 г. на месторождении планируется добыть 100 тыс. унций золота, а долгосрочный уровень добычи составит 190-200 тыс. унций.

Целью реализации проекта «Кубака – Биркачан – Сопка Кварцевая» является создание регионального перерабатывающего хаба на основе ранее законсервированной золотоизвлекательной фабрики месторождения Кубака. На фабрике планируется перерабатывать руду с близлежащих месторождений Биркачан, Сопка Кварцевая, Ороч, Цоколь. Производство золота и серебра в 2011 г. составит 160 тыс. унций золотого эквивалента, а долгосрочный объем добычи планируется на уровне 200 тыс. унций в год.

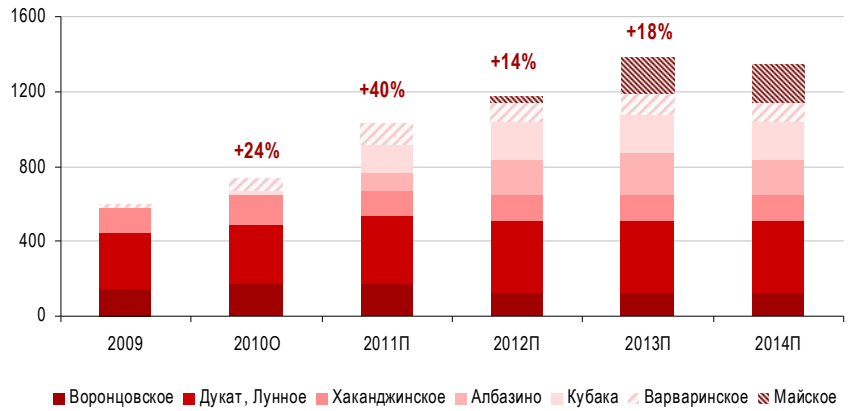
Долгосрочные драйверы роста также в силе

Рост добычи золота и серебра не ограничится 2011 г. – положительные темпы роста компания покажет и в 2012-2013 гг. Помимо увеличения добычи на Албазино и Кубаке в конце 2012 г. Полиметалл планирует запустить добычу золота на месторождении Майское.

Месторождение Майское, расположенное на Чукотке и являющееся одним из крупнейших месторождений золота в России, было приобретено Полиметаллом в 2009 г. Компания планирует отправлять концентрат морским путем с месторождения на золотоизвлекательную фабрику месторождения Албазино в Хабаровском крае. Уровень планируемой добычи составит около 200 тыс. унций золота в год.

По нашим оценкам, в 2012 г. Полиметалл увеличит добычу на 14 % до 1.2 млн унций золотого эквивалента, а в 2013 г. рост добычи составит 18 % – до 1.4 млн унций золотого эквивалента.

Динамика добычи Полиметалла, тыс. унций золотого эквивалента



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные данные

Код РТС	PMTL
Цена акции $	20.50
Капитализация млн. $	7 326
EV млн. $	7 817
Целевая цена $	21.64
Потенциал %	6%
Рекомендация	Держать

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2009	2010О	2011П
Выручка	561	941	1 701
EBITDA	226	392	910
Прибыль	96	220	630
EV/EBITDA	34.5	19.9	8.6
EV/S	13.9	8.3	4.6
P/E	76.3	33.3	11.6
Рентабельность			
По EBITDA	*40.4%*	*41.6%*	*53.5%*
Чистая	*17.1%*	*23.4%*	*37.0%*

Акционеры

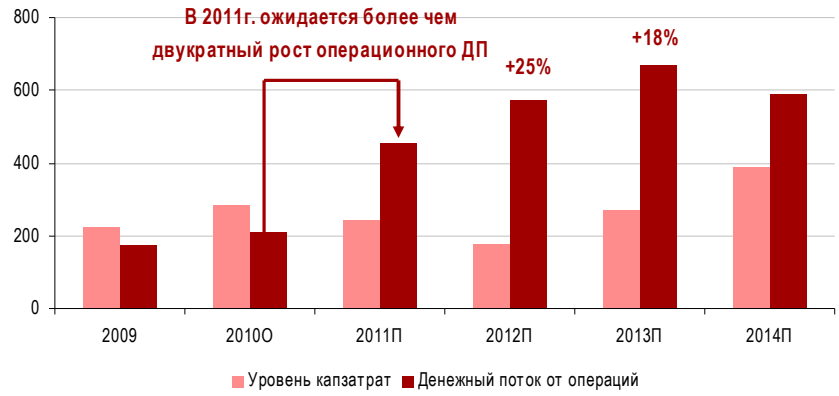
	Доля%
Александр Несис	18.9%
Петер Келлнер	19.6%
Александр Мамут	15.0%
Прочие	46.5%

Свободный денежный поток значительно увеличится

В текущем году Полиметаллу пришлось достаточно сильно вложиться в развитие проектов на месторождениях Албазино и Кубака. Уровень капитальных затрат был максимальным по сравнению с предыдущими годами. На финансирование инвестиционной программы пришлось привлекать не только средства от операционной деятельности, но и долговое финансирование. В следующем году, несмотря на рост капитальных расходов на месторождении Майское, мы ожидаем, что уровень капзатрат Полиметалла снизится на 15-20 %.

В совокупности с 40%-ным ростом добычи, а также ввиду ожидаемого увеличения среднегодовых цен на золото и серебро, мы оцениваем рост операционного денежного потока компании в 2011 г. более чем в 2 раза. Это позволит не только полностью профинансировать инвестиционную программу из собственных средств, но и значительно увеличить денежную позицию Полиметалла.

Прогноз операционного ДП и уровня капзатрат, $ млн



Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Благодаря дальнейшему росту добычи в 2012-2013 гг. увеличение операционного денежного потока Полиметалла в 2012 и 2013 гг. составит 25 % и 18 % соответственно.

За счет значительного перевеса операционного денежного потока над уровнем капитальных вложений в 2011-2014 гг. у Полиметалла появится возможность не только рассчитываться по долговым обязательствам, но и начать выплату дивидендов. Напомним, что за прошлые годы компания дивидендов не выплачивала. Выплата дивидендов должна повысить привлекательность бумаг Полиметалла в глазах инвесторов.

Основные риски

Мы выделяем следующие риски инвестирования в Полиметалл:

- **Снижение цен на золото и серебро.** На данный момент цены на золото и серебро находятся на своих исторических максимумах. Любое снижение цен драгоценных металлов, несомненно, окажет негативное влияние на уровень котировок Полиметалла.
- **Проблемы в реализации новых проектов.** Основной рост добычи у компании будет обеспечен за счет реализации проектов Албазино, Кубака и Майское. Возникновение технических сложностей в реализации этих проектов может серьезно разочаровать инвесторов и снизить уровень доверия к прогнозам менеджмента по уровням добычи. Напомним, что на золотоизвлекательной фабрике месторождения Албазино в Амурске будет использоваться технология автоклавного выщелачивания, которая на территории России еще не применялась и, по сути, является уникальной. Риски того, что у компании могут возникнуть серьезные проблемы с реализацией данной технологии, нельзя сбрасывать со счетов. Что касается месторождения Майское, то предыдущему собственнику данного актива не удалось запустить добычу золота. Существуют также риски неудачи запуска этого месторождения Полиметаллом.
- **Рост удельных издержек – одна из основных угроз.** В связи с тем, что Полиметалл планирует существенно нарастить уровень добычи, существуют серьезные риски значительного роста издержек. Данный рост может значительно сократить увеличение финансовых показателей, тем самым сильно разочаровав инвесторов.

Выводы и рекомендации

Несмотря на сильный рост в акциях Полиметалла, который стабильно наблюдался с конца 2008 г., мы считаем, что потенциал еще полностью не исчерпан и бумаги компании смотрятся не слишком дорого даже на текущих уровнях. Как мы уже говорили ранее, среднесрочным драйвером роста акций выступит значительный рост добычи Полиметалла и, как следствие, более чем двукратное увеличение операционного денежного потока в 2011 г. Однако даже после 2011 г. денежный поток от операций будет расти, что и является долгосрочным фактором привлекательности.

Наш ценовой ориентир на конец 2011 г. по бумагам компании составляет $ 21.64 за акцию, рекомендация – «держать».

Мы не исключаем, что акции Полиметалла могут достигнуть нашего ценового ориентира намного раньше конца 2011 г., однако отмечаем, что к концу 2011 г. вероятно некоторое охлаждение интереса инвесторов к акциям компании, что связано с возможным ужесточением кредитно-денежной политики ведущими Центробанками мира и снижением котировок золота.

Полиметалл: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. $	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**503**	**561**	**941**	**1 701**	**1 789**	**1 834**	**1 765**	**1 738**
Темп роста (%)		*12%*	*68%*	*81%*	*5%*	*3%*	*-4%*	*-2%*
EBITDA	**122**	**226**	**392**	**910**	**843**	**794**	**652**	**561**
Рентабельность (%)	*24%*	*40%*	*42%*	*53%*	*47%*	*43%*	*37%*	*32%*
EBIT	**76**	**183**	**326**	**835**	**763**	**705**	**547**	**454**
Рентабельность (%)	*15%*	*33%*	*35%*	*49%*	*43%*	*38%*	*31%*	*26%*
-Налоги на прибыль	0	37	65	167	153	141	109	91
NOPAT	**76**	**146**	**261**	**668**	**610**	**564**	**438**	**363**
+ Амортизация	47	44	66	75	80	90	104	107
- Капвложения	-110	-222	-233	-155	-117	-260	-376	-146
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-2	-45	-91	-235	-83	-49	-21	-24
Чистый денежный поток	**10**	**-78**	**3**	**353**	**490**	**344**	**145**	**301**

Основные предположения

WACC	8.5%
Конечный темп роста	5.0%
Ставка налогообложения	20%

Рассчет WACC

Безрисковая ставка:	**5.5%**
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30, б.п.	150
Риск рынка акций	**4.9%**
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	10.0%
Бэта*	0.50
Бэта с учетом долга	0.54
Безрисковая ставка	5.5%
Стоимость капитала	**8.6%**
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	**8.0%**
WACC	**8.5%**

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	1 427
Конечная стоимость	9 009
Приведенная конечная стоимость	6 499
Стоимость денежных потоков	7 926
Текущий чистый долг (наличность)	491
Проект "Майское"	494
Опционная программа	198
Чистая стоимость компании	7 731
Количество акций (млн.)	357
Цель на конец 2011 г., $	**21.64**

Анализ чувствительности

Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC)	7.0%	7.5%	8.0%	**8.5%**	9.0%	9.5%	10.0%
6.5%	139.04	70.30	47.25	35.70	28.76	24.13	20.83
6.0%	71.27	47.89	36.18	29.14	24.45	21.09	18.57
5.5%	48.55	36.67	29.53	24.76	21.36	18.81	16.82
5.0%	37.16	29.92	25.09	**21.64**	19.05	17.03	15.42
4.5%	30.32	25.42	21.92	19.29	17.25	15.61	14.27
4.0%	25.75	22.20	19.54	17.46	15.80	14.45	13.32
3.5%	22.49	19.79	17.69	16.00	14.63	13.48	12.51

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.3%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, $ '000	Бэта*
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60

* - показатель бэта для золотодобывающих компаний снижен из-за контрциклического характера бизнеса

Отчетность Полиметалла по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. $	2007	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка	**309**	**503**	**561**	**941**	**1 701**	**1 789**	**1 834**	**1 765**	**1 738**
Операционные расходы	277	380	334	549	791	946	1 039	1 113	1 177
Амортизация	47	47	44	66	75	80	90	104	107
Операционная прибыль	- 16	76	183	326	835	763	705	547	454
EBITDA	**32**	**122**	**226**	**392**	**910**	**843**	**794**	**652**	**561**
Чистые процентные расходы	13	21	33	17	20	20	20	20	20
Прочие расходы (доходы)	- 11	53	52	24	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 17	2	98	285	815	743	685	527	434
Налоги на прибыль	6	19	38	66	188	171	158	121	100
Доля миноритариев	-	- 1	- 36	- 1	- 2	- 2	- 2	- 1	- 1
Чистая прибыль	**- 23**	**- 16**	**96**	**220**	**630**	**574**	**529**	**407**	**335**

Баланс

в млн. $	2007	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Денежные средства и эквиваленты	5	4	28	31	186	402	538	492	639
Дебиторская задолженность	83	98	95	159	287	302	309	297	293
Запасы	213	196	284	343	494	591	649	696	736
Прочие оборотные активы	4	6	33	44	69	78	84	87	90
Основные средства	502	478	1 088	1 305	1 474	1 573	1 756	2 039	2 090
Прочие внеоборотные активы	51	94	195	234	265	282	315	366	375
Итого активы	**858**	**876**	**1 723**	**2 116**	**2 775**	**3 228**	**3 651**	**3 978**	**4 223**
Кредиторская задолженность	32	29	68	100	144	172	189	202	214
Краткосрочный долг	154	316	109	148	148	148	148	148	148
Прочие краткосрочные обязательства	21	16	20	25	28	28	30	32	32
Долгосрочный долг	71	-	336	375	375	375	375	375	375
Прочие долгосрочные обязательства	53	65	273	332	369	377	396	432	432
Капитал и резервы	526	450	917	1 137	1 712	2 129	2 514	2 789	3 023
Итого пассивы	**858**	**876**	**1 723**	**2 116**	**2 775**	**3 228**	**3 651**	**3 978**	**4223**

Отчет о движении денежных средств

в млн. $	2007	2008	2009	2010 О	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Операционная прибыль	- 16	76	183	326	835	763	705	547	454
Налоги на прибыль	6	19	38	66	188	171	158	121	100
Амортизация	47	47	44	66	75	80	90	104	107
Изменение оборотного капитала	- 61	- 2	- 45	- 91	- 235	- 83	- 49	- 21	- 24
Денежные потоки от операций	**- 2**	**81**	**174**	**212**	**454**	**552**	**552**	**475**	**405**
Капиталовложения	- 116	- 110	- 222	- 283	- 244	- 178	- 272	- 388	- 158
Прочие доходы (инвестиции)	- 13	- 54	- 45	- 4	-	-	-	-	1
Денежные потоки от инвестиций	- 129	- 164	- 268	- 287	- 244	- 178	- 272	- 388	**- 157**
Свободные денежные потоки	**- 131**	**- 83**	**- 93**	**- 75**	**210**	**374**	**279**	**87**	249
Изменение долга	- 185	91	129	77	-	-	-	-	-
Дивиденды	-	-	-	-	55	158	143	132	102
Чистые денежные потоки	**- 2**	**- 1**	**24**	**3**	**155**	**216**	**136**	**- 45**	**147**

Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 925 80 00
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, экономика
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru
Вахрамеев Сергей, к.э.н
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru
Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru
Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор
Купеев Виталий
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Стратегия долговых рынков
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru
Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Кредитный анализ
Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru
Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.