СЕЛИГДАР

НАЧАЛО АНАЛИЗА

1 декабря 2022 г.

НЕ ВСЕ ЗОЛОТО БЛЕСТИТ ОДИНАКОВО, КАКОЕ-ТО ПОТУСКЛЕЕ

Акции российских золотодобывающих компаний в настоящий момент не относятся к числу фаворитов у инвесторов, что отразилось на динамике их котировок: с начала года рыночная капитализация Polymetal уменьшилась на 72%, а акции Полюса потеряли 43% своей стоимости. В качестве причин можно выделить укрепление рубля, давление на мировые цены на золото, а также санкционные риски и ограничение поставок золота из России. В настоящем обзоре нам бы хотелось обратить внимание на еще одну публичную золотодобывающую компанию — ПАО «Селигдар», ликвидность чьих акций на Московской Бирже существенно возросла за последние годы. Подешевевшие с начала года на 22% (при этом индекс МосБиржи потерял 42%), акции Селигдара сейчас торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2022П и P/E 2022П на уровне 6,3 и 3,8 соответственно и, на наш взгляд, справедливо оценены рынком. Таким образом, мы начинаем анализ компании с рейтинга «Держать» и целевой цены на 12-месячном горизонте в 50 руб. за акцию при потенциале роста в 11%.

Катализаторы: девальвация рубля в 2023 г. до USD/RUB 75; реализация и запуск проектов на месторождениях Хвойное и Кючус в запланированные сроки и в рамках бюджета; регулярная выплата дивидендов на полугодовой основе.

Риски: значительное снижение цен на золото; нарастание политических рисков в России, включая новые ограничения на ввоз и вывоз российского золота; операционные сбои и перенос сроков реализации крупнейших проектов; рост долговой нагрузки; ограничение прибыли из-за долга в золоте и хеджирования.

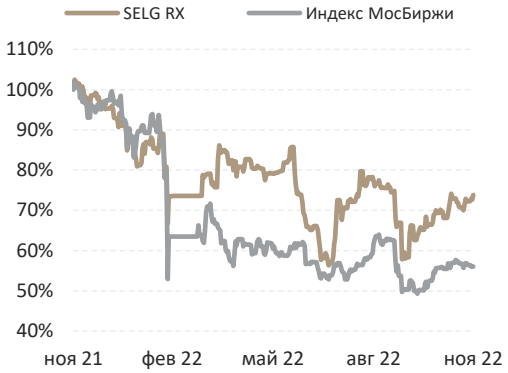
Стратегия наращивания производства золота. Селигдар планирует увеличить добычу золота с 7,5 т в 2022 г. до 20 т к 2030 г. за счет запуска двух площадок (месторождения Хвойное и Кючус), где компания, по нашим предположениям, сможет производить около 3 и 10 т в год с момента выхода на полную мощность в 2025 и 2030 гг. соответственно. Эта инициатива предполагает значительный роста производства золота в 2,5 раза в течение 2022–2030 гг. (один из самых высоких темпов роста в золотодобывающей отрасли).

Риски реализации крупномасштабного проекта Кючус. В ближайшие годы Селигдар понесет солидные капитальные затраты, связанные с расширением производственных мощностей. Основная часть будущих капзатрат придется на проект по разработке Кючуса, реализация которого, по нашему мнению, обойдется примерно 40 млрд руб. Это первый проект такого масштаба (сопоставимый с текущей капитализацией компании), который реализует Селигдар. Кроме того, проект связан с упорными рудами и новыми технологиями переработки, поэтому мы видим сложности и дополнительные риски в его реализации.

Долг в форме золота и сделки хеджирования ограничивают прибыль от роста цен на золото. В долговом портфеле Селигдара мы выделяем задолженность в золоте от ВТБ, которая, по нашей оценке, составляет ~6,6 т, почти эквивалент прошлогодней добычи золота. Кроме того, у компании могут быть хеджевые инструменты на продажу золота, которые, с одной стороны, страхуют ее на случай падения цен на мировом рынке, но с другой — могут ограничить рост прибыли в случае роста цен.

Акции торгуются вблизи своей справедливой стоимости. По нашим расчетам, справедливый коэффициент EV/EBITDA 2022П Селигдара находится на уровне 6,3, что несколько выше, чем в случае Полюса и Polymetal. Более высокий мультипликатор Селигдара можно объяснить перспективами наращивания производства. Таким образом, мы начинаем анализ эмитента с рейтинга «Держать» и целевой цены на 12-месячном горизонте в 50 руб. за акцию при потенциале роста 11%. Мы полагаем, что Селигдар продолжит выплачивать дивиденды, и прогнозируем дивидендную доходность около 5% в 2022 г.

ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Компания	Селигдар
ISIN	RU000A0JPR50
Тикер	SELG RX
Цена, руб./акцию	45
Рыночная капитализация, млрд руб.	44,1
Среднедневной объем сделок (3 мес.), млн руб.	31
Целевая цена (12 месяцев), руб./акцию	50
Рейтинг	Держать

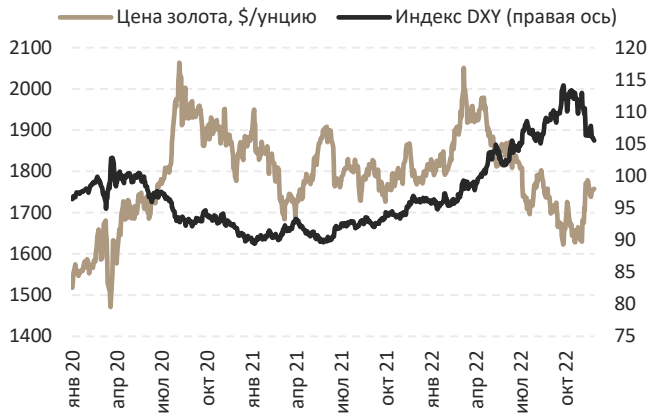
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И КОЭФФИЦИЕНТЫ

	2021	2022П	2023П
EV/EBITDA	5,6	6,3	4,8
P/E	5,0	3,8	4,1
Выручка	35,6	36,6	47,6
EBITDA	19,2	16,4	22,3
Скорр. чистая прибыль	10,4	13,4	13,4
Капзатраты	8,6	13,6	12
FCF	0,8	-6,0	2,3
Чистый долг	39,0	46,4	47,3
Чистый долг / EBITDA	2,0	2,8	2,1
Изменение выручки	5%	3%	30%
Рентабельность по EBITDA	54%	45%	47%
Доходность FCF	1,8%	-	5,1%
Див. доходность	10%	5,0%	7%

Источники: данные компании, ИБ Синара

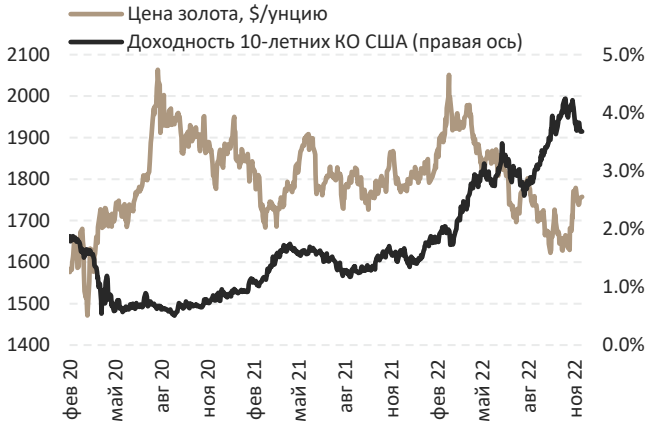
Дмитрий Смолин
Старший аналитик
SmolinDV@sinara-finance.com

УКРЕПЛЕНИЕ ДОЛЛАРА ДАВИТ НА ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО



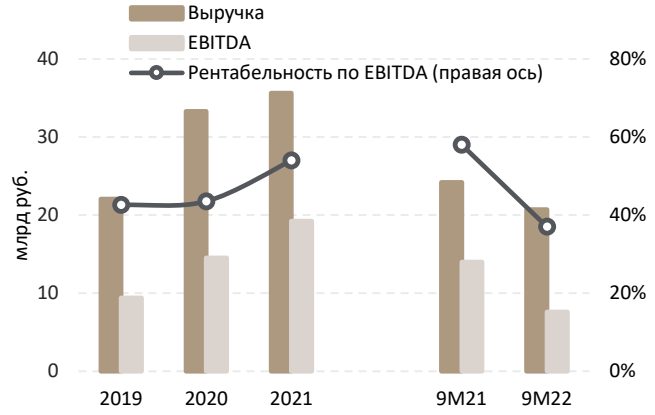
Источник: Yahoo Finance

И ВЫСОКИЕ СТАВКИ В США СДЕРЖИВАЮТ ЦЕНЫ



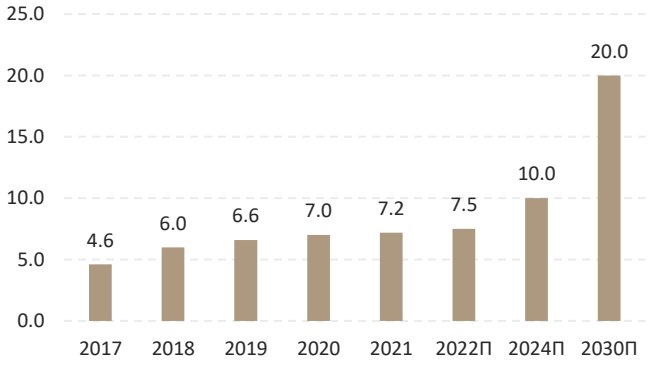
Источник: Yahoo Finance

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ



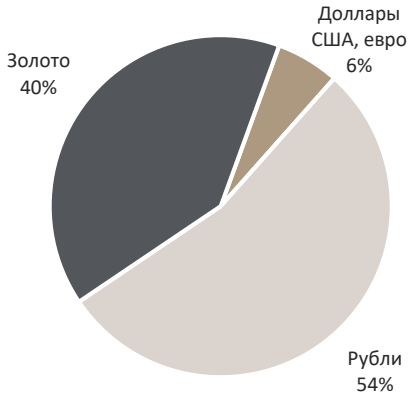
Источники: данные компании, ИБ Синара

ПЛАНЫ НАРАЩИВАНИЯ ПРОИЗВОДСТВА ЗОЛОТА, Т



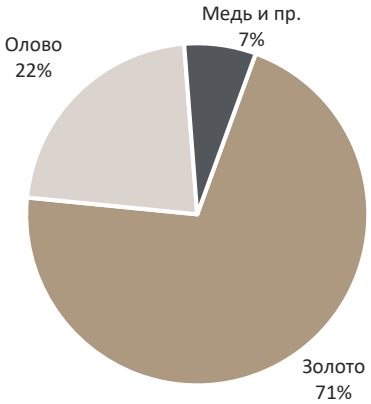
Источники: данные компании, ИБ Синара

СТРУКТУРА ДОЛГА НА 30.09.2022



Источник: данные компании

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ЗА 9М22 В РАЗРЕЗЕ МЕТАЛЛОВ



Источник: данные компании

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Селигдар входит в топ-10 производителей золота в России, а также является крупнейшим в стране производителем олова в концентрате. Компания располагает достаточными запасами золота и олова, чтобы продолжать свою деятельность более 15 лет. Активы расположены в Якутии, Бурятии, Алтайском и Хабаровском краях, Оренбургской области и на Чукотке. По итогам 2021 г. холдинг произвел 7,2 т золота, войдя в десятку крупнейших золотодобывающих компаний страны с долей 2,1% от всего объема производства, и 2,9 тыс. т олова. Запасы на начало этого года составляли 277 т золота и 399 тыс. т олова. Значительный объем добычи золота приходится на два горнорудных комплекса — ГРК «Рябиновый» (39%) и ГРК «Нижнеякокитский» (36%), что повышает риски концентрации производства на отдельных активах. Основные бенефициары компании — ее президент Константин Бейрит, гендиректор Сергей Татаринов и председатель совета директоров инвестиционной группы «Русские фонды» Сергей Васильев. В свободном обращении находится около 26% акций холдинга, которые торгуются с 2012 г. на МосБирже и в настоящий момент включены в котировальный список первого уровня со среднедневным объемом торгов 30 млн руб. Компания регулярно выплачивает дивиденды по итогам года (за 2021 г. — 4,5 руб. на акцию, доходность — 9%), а также публикует отчетность по МСФО на квартальной основе. Селигдар утвердил новую стратегию увеличения производства на 2022–2030 гг., согласно которой к 2024–2025 гг. выпуск золота может составить 10 т (против 7,5 т в 2022 г.). Основной вклад внесет запуск месторождения Хвойное, где планируется строительство золотоизвлекательной фабрики мощностью 3 млн т руды в год (ввод в эксплуатацию ожидается в 2024 г.). А уже к 2030 г. производство золота может достичь 20 т за счет реализации проекта по разработке Кючуса, второго по запасам золота (175 т) месторождения в Якутии.

Мы начинаем анализ Селигдара с рейтинга «Держать» ввиду ограниченного потенциала роста (11%) стоимости акций эмитента с текущих уровней до нашей целевой цены на годичном горизонте (50 руб./акцию). Оценку стоимости эмитента мы проводили по методу DCF исходя из следующих допущений: WACC в рублях — 14%, коэффициент P/NAV — 1,0, цена золота на длительную перспективу — $1700/унцию, средний за 2023 г. курс USD/RUB — 75,0. Акции Селигдара торгуются с коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2022П на уровне 6,3 и 3,8 соответственно, что предполагает премию в 30–40% к среднему значению EV/EBITDA компаний Полюс и Polymetal, которую можно считать оправданной ввиду ожидаемых высоких темпов роста производства в будущем.

Содержание

Не все золото блестит одинаково, какое-то потусклее 1
Инвестиционное заключение 3
Рынок золота: между инфляцией и сильным долларом 4
Прогноз цен на металлы 5
Диверсифицированные активы и рост производства 5
Оценка стоимости 7

СЕЛИГДАР: АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ К ЦЕНАМ НА ЗОЛОТО И СТАВКЕ ДИСКОНТИРОВАНИЯ, РУБ./АКЦИЮ

	Средняя цена на золото в 2023–2030 гг., $/унцию						
WACC	1250	1400	1550	1700	1850	2000	2150
10%	21,3	28,0	42,7	**62,7**	84,0	104,7	146,0
12%	19,3	26,0	39,3	**57,3**	75,8	95,3	133,3
14%	**17,3**	**22,7**	**34,0**	**50,0**	**66,7**	**82,7**	**115,3**
16%	16,0	20,7	31,3	**45,3**	60,7	75,3	104,7
18%	14,7	19,3	29,3	**42,7**	56,7	70,0	98,0

Источник: ИБ Синара

РЫНОК ЗОЛОТА: МЕЖДУ ИНФЛЯЦИЕЙ И СИЛЬНЫМ ДОЛЛАРОМ

Укрепление доллара и рост доходностей КО США давит на цены на золото. В долларовом выражении цена на золото стабильно снижалась под давлением растущих доходностей по казначейским облигациям США и укрепляющегося доллара. При этом золото практически не демонстрировало никаких признаков безрискового актива и инструмента, обеспечивающего защиту от инфляции. Спрос на золото со стороны инвесторов в биржевые фонды (ETF) оставался низким, даже несмотря на риски рецессии в мировой экономике. По итогам 9М22 вложения в золотые ETF снизились, а в 3К22 отток стал рекордным. Однако стоит отметить, что в ряде других валют, отличных от доллара США (например, евро или британский фунт), цена на золото продемонстрировала позитивную динамику с начала года.

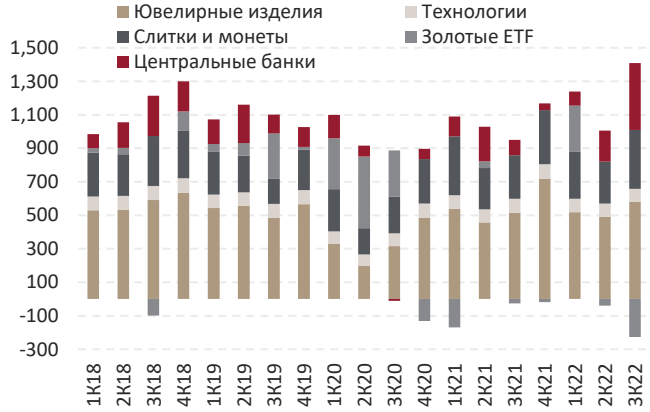
Индекс DXY в настоящее время находится на 20-летнем максимуме, и мы не ожидаем существенного ослабления доллара до тех пор, пока мировая экономика не пройдет дно по ожиданиям глобального замедления в 2023 г. и ставка ФРС, ведущей борьбу с инфляцией в США, не достигнет максимальных отметок

Риски для цен на золото сохраняются. Индекс DXY на этот момент находится вблизи 20-летних максимумов, и мы не ожидаем существенного ослабления доллара до тех пор, пока мировая экономика не пройдет нижнюю точку по ожиданиям глобального замедления в 2023 г. и ставка ФРС, ведущей борьбу с инфляцией, не достигнет максимальных отметок. На наш взгляд, высокая инфляция и ухудшение данных, по которым оценивают перспективы мировой экономики, продолжат поддерживать доллар и поспособствуют сохранению доходностей КО США на высоких уровнях. ФРС США на ближайших заседаниях продолжит повышать ставку и вряд ли перейдет к ее снижению в 2023 г.

В 2023 г. цены на золото продолжат снижаться и опустятся до $1700 за унцию. Несмотря на недавнее движение вниз, цена на золото по-прежнему представляется нам завышенной по отношению к реальным и номинальным ставкам и к доллару США, что означает риск дальнейшего снижения. На 2023 г. мы прогнозируем среднюю цену на уровне $1700 за унцию, что также частично отражает геополитические риски и риски рецессии, как и потенциально все еще повышенную инфляцию в следующем году. Мы считаем, что потенциальными катализаторами роста цен на золото остаются сценарий рецессии мировой экономики в 2023 г., резкое замедление роста цен в США, а также разворот в динамике доходности обязательств министерства финансов США. Однако сценарий рецессии может первоначально привести к давлению на золото (как было в марте 2020 г.), поскольку инвесторы предпочтут «бежать в безопасные и ликвидные активы», продавая даже золото. Среди других рисков для цен на золото мы видим потенциальное ослабление геополитической напряженности, которая сейчас добавляет премию к цене металла, и продолжение повышения ставок ФРС с дальнейшим укреплением доллара США, что может снизить прогноз по ценам на золото ниже нашего текущего базового сценария.

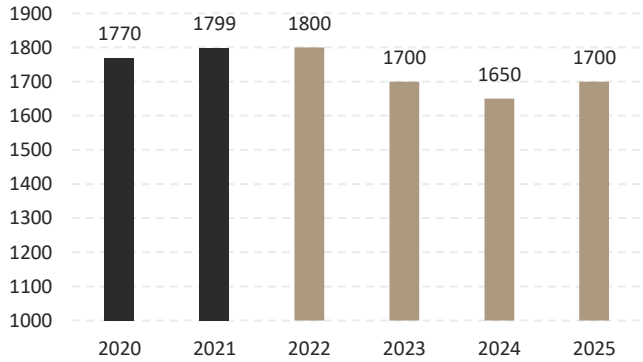
Несмотря на недавнее движение вниз, цены на золото нам по-прежнему представляются завышенными по отношению к реальным и номинальным ставкам и доллару США, указывая на риск дальнейшего снижения

МИРОВОЙ СПРОС НА ЗОЛОТО: РЕКОРДНЫЙ ОТТОК ИЗ ЗОЛОТЫХ ETF В 3К22



Источник: ИБ Синара

ПРОГНОЗ ЦЕН НА ЗОЛОТО, $/УНЦИЮ



Источник: ИБ Синара

ПРОГНОЗ ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ

Цены на золото и олово достигнут пика в 2022 г. и, скорее всего, снизятся в 2023–2024 гг.

Выделим основные моменты в прогнозах, приведенных в таблице ниже.

- Прогнозируем среднюю по 2023 г. цену на золото на уровне $1700/унцию (-7% г/г) и ее снижение до $1650/унцию (-6% г/г) в 2024 г.
- Средняя цена на олово составит, по нашим расчетам, $35 000/т в 2022 г. (+25% г/г), в следующем году она упадет на 15% г/г до $25 000/т ввиду роста предложения на глобальном рынке.
- После 6%-ного снижения в этом году цена на медь, как мы предполагаем, снизится в следующем на 3% г/г и составит $8500/т. На 2024 г. реальной нам видится цена на уровне $9000/т.

Прогнозируем среднюю по 2023 г. цену на золото на уровне $1700/унцию (-7% г/г) и ее снижение до $1650 (-6% г/г) в 2024 г.

ПРОГНОЗЫ ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ

	Спот	2020	2021	2022П	2023П	2024П	2025П
Золото, $/унц.	1 758	1 771	1 799	1 800	1 700	1 650	1 700
Олово, $/т	22 282	17 148	32 468	31 000	25 000	22 000	22 440
Медь, $/т	7 975	6 186	9 320	8 750	8 500	9 000	9 180

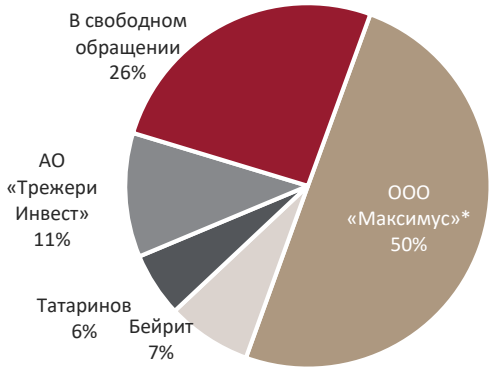
Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫЕ АКТИВЫ И РОСТ ПРОИЗВОДСТВА

Селигдар — один из крупнейших российских золотодобытчиков и ведущий производитель олова. Активы расположены в Якутии, Бурятии, Алтайском и Хабаровском краях, Оренбургской области и на Чукотке. По итогам прошлого года холдинг произвел 7,2 т золота и вошел в число десяти крупнейших золотодобывающих компаний страны с долей в 2,1% от общероссийского объема производства, а также 2,9 тыс. т олова. Запасы на начало этого года составили 277 т золота и 399 тыс. т олова. Значительный объем добычи золота приходится на ГРК «Рябиновый» (39%) и ГРК «Нижнеякокитский» (36%), что повышает риски концентрации производства на отдельных активах. Основные бенефициары компании — ее президент Константин Бейрит, гендиректор Сергей Татаринов и председатель СД инвестиционной группы «Русские фонды» Сергей Васильев. Около 26% акций находятся в свободном обращении.

Производство золота за 9М22 выросло на 5% г/г, а олова — снизилось на 8%. Селигдар по итогам 9М22 увеличил производство золота на 5% относительно 9М21, до 5,697 т. В том числе в третьем квартале, по подсчетам компании, производство составило 3,197 т, что примерно соответствует аналогичному периоду прошлого года. Золотодобывающий дивизион Селигдара сократил добычу товарной руды по итогам 9М22 на 22% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (до 11,2 млн т), оловодобывающий — увеличил на 17% (до 473 тыс. т). Производство олова в концентрате за период с января по сентябрь составило 1,907 тыс. т, уменьшившись на 8% г/г из-за понижения среднего содержания олова и вовлечения в переработку медно-оловянных руд на производственном комплексе «Солнечный». Производство вольфрама в концентрате выросло на 53% г/г и достигло 57 т благодаря изменению технологической схемы производства на обогатительной установке комплекса «Правоурмийский». Повышение извлечения меди (за счет модернизации технологической схемы и вовлечением в отработку запасов с более высоким содержанием металла) позволило увеличить в 2,8 раза объем производства меди в концентрате, который достиг 675 т. В 3К22 производство олова в концентрате сократилось на 6% (до 653 т), в то время как вольфрама — выросло в 1,5 раза (до 21 т), а меди — в 3,3 раза (до 229 т).

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ ПАО СЕЛИГДАР



** Доли владения ООО «Максимус»: Бейрит — 40%, Татаринов — 26%, Васильев — 17%, Васильева — 17%*

Источник: данные компании

Временное ухудшение финансовых показателей за 9М22. Недавно Селигдар опубликовал финансовые результаты за 9М22 по МСФО, которые ожидаемо оказались слабыми. Выручка уменьшилась на 14% г/г до 20,7 млрд руб. (по причине падения на 22% г/г доходов от реализации золота до 14,7 млрд руб.), EBITDA — на 46% г/г до 7,6 млрд руб., рентабельность по EBITDA — на 21 п. п. до 37%. Чистый долг на отчетную дату составил 46,4 млрд руб., его отношение к EBITDA за предшествующие 12 месяцев —3,6. В 3К22 Селигдар провел дополнительную эмиссию акций (37,6 млн штук или 3,8% уставного капитала), выручив за них 1,9 млрд руб. денежными средствами. Слабые результаты за 9М22 соответствуют ранее представленным операционным данным, согласно которым продажи золота сократились на 11% г/г. В то же время на складах компании скопилось 1,4 т золота (около 20% от годового объема производства), за счет реализации которых в 4К22–1К23 компания получит дополнительную прибыль и в дальнейшем сократит долги. Отметим, что в рамках недавней допэмиссии по цене 50,1 руб. за акцию (премия в 14% к текущим котировкам на МосБирже) все новые бумаги выкупили основные акционеры. Цель размещения — привлечь капитал для реализации инвестиционной программы.

Умеренная долговая нагрузка и заем в золоте. Чистый долг на конец 9М22 составил 46,4 млрд руб., из которых около 25 млрд руб. (6,6 т золота) — заем в золоте от ВТБ, погашаемый физическим золотом, и 7,2 млрд руб. — займы от акционеров, которые планируется субординировать. За 9М22 отношение чистого долга к EBITDA увеличилось с 2,4 до 3,6 из-за роста обязательств, что превышает целевые показатели. Риски рефинансирования минимизируются за счет невыбранных кредитных линий, которые на конец 1П22 составляли 46 млрд руб., кроме того, на рефинансирование обязательств и реализацию инвестиционной программы планируется направить средства, вырученные от недавнего размещения облигаций и акций.

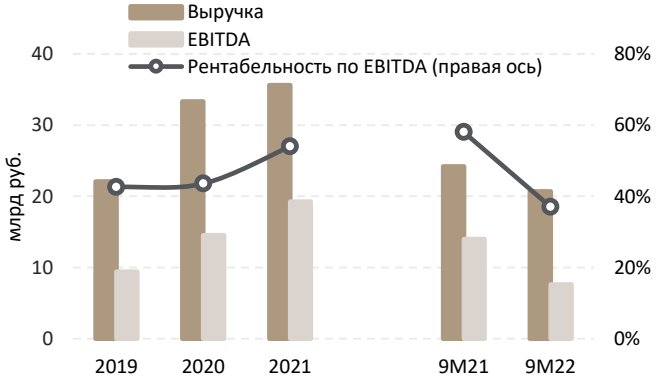
История роста продолжается. Компания утвердила новую стратегию развития производства на 2022–2030 гг., согласно которой годовой выпуск золота может к 2024–2025 гг. достичь 10 т (против 7,5 т в этом году) благодаря началу добычи на месторождении Хвойное, где планируется построить золотоизвлекательную фабрику мощностью 3 млн т руды в год (ввод в эксплуатацию ожидается в 2024 г.). А уже к 2030 г. производство золота может составить 20 т вследствие реализации проекта по разработке Кючуса, второго по запасам золота (175 т) месторождения в Якутии. Селигдар планирует добывать не менее 10 т золота в год с момента выхода на проектную мощность в 2029 г. Лицензию на Кючус компания выиграла на аукционе в октябре прошлого года. Производство олова ожидается на уровне 14–16 тыс. т в год и включает в себя проект по созданию производства металлического олова (в настоящий момент Селигдар продает концентрат). Компания рассчитывает, что в результате реализации стратегии полная себестоимость золота AISC не превысит $900/унцию, олова —$15 тыс./т. Менеджмент ориентируется на соотношение долга к EBITDA не выше 2,0, при этом рентабельность по EBITDA не должна опускаться ниже 40%. В планах Селигдара — поддержание ресурсной базы минимум на 15 лет работы и ежегодное воспроизводство отработанных запасов за счет их доразведки и приобретения активов.

СЕЛИГДАР: РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 9М22 ПО МСФО

млрд руб.	9М21	9М22	г/г
Выручка	24,2	20,7	-14%
EBITDA	14,0	7,6	-46%
Рентабельность по EBITDA	58%	37%	-21 п. п.
Чистая прибыль	9,3	9,1	-2%
Капитальные затраты	7,6	18,0	135%
Чистый долг	39,2	46,4	18%

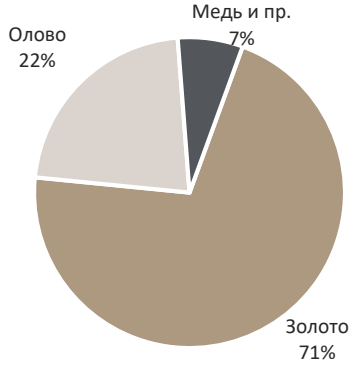
Источник: данные компании

ВРЕМЕННОЕ СНИЖЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ В 2022 Г.



Источники: данные компании, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ ЗА 9М22



Источник: данные компании

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Акции Селигдара торгуются с небольшим дисконтом к зарубежным компаниям-аналогам по мультипликаторам EV/EBITDA 2022–2023П. При этом Селигдар оценивается с премией к публичным российским производителям золота (Полюс и Polymetal), что можно объяснить его стратегией значительного роста производства в 2022–2030 гг.

При оценке стоимости по методу DCF/NAV мы использовали следующие допущения: WACC в рублях — 14%, безрисковая ставка — 10%, P/NAV — 1,0, долгосрочная цена на золото — $1700/унц. Целевая цена по акциям Селигдара, рассчитанная по фундаментальным показателям, составляет 50 руб. за штуку, что предполагает лишь 11%-ный потенциал роста и рейтинг «Держать».

При оценке стоимости по методу DCF/NAV мы использовали следующие допущения: WACC в рублях — 14%, безрисковая ставка — 10%, P/NAV — 1,0, долгосрочная цена на золото — $1700 за унцию. Целевая цена по акциям Селигдара на основе фундаментальных показателей составляет 50 руб. за штуку, что предполагает лишь 11%-ный потенциал роста и рейтинг «Держать».

СЕЛИГДАР: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО КОМПАНИЯМ-АНАЛОГАМ

Компания	Страна	Рыночная капитализация, млн $	EV, млн $	EV/EBITDA			P/E			Рентабельность по EBITDA		
				2021	2022П	2023П	2021	2022П	2023П	2021	2022П	2023П
Селигдар	**Россия**	**703,3**	**1 464**	**5,6**	**6,3**	**4,8**	**5,0**	**3,8**	**4,1**	**54%**	**45%**	**47%**
Российские компании-аналоги												
Полюс	Россия	16 121	17 896	3,8	4,2	4,3	6,1	5,8	6,2	71%	69%	66%
Polymetal	Россия	2 714	5 396	2,4	3,6	3,8	2,7	3,8	3,9	48%	42%	39%
Зарубежные компании-аналоги												
Barrick Gold Corporation	Канада	28 597	36 895	6,3	6,9	6,8	16,8	19,8	20,6	54%	49%	49%
Newmont Mining	США	36 710	39 205	14,0	8,6	8,3	18,7	25,0	25,4	44%	38%	40%
Newcrest Mining	Австралия	11 972	13 297	6,8	6,7	6,4	13,3	14,0	19,1	52%	48%	44%
Kinross Gold Corporation	Канада	5 250	7 370	6,5	5,9	5,2	18,0	18,6	16,3	39%	36%	39%
AngloGold Ashanti Limited	ЮАР	8 004	8 986,9	7,5	5,2	4,7	14,1	13,5	12,0	32%	39%	41%
Agnico Eagle Mines Limited	Канада	22 689	23 339	8,2	8,7	8,0	24,0	23,1	25,4	47%	46%	49%
Yamana Gold Inc.	Канада	5 147,3	6 197,4	5,5	7,0	7,1	14,5	20,5	25,2	55%	50%	50%
SSR Mining	Канада	3 109	3 225	5,5	7,1	5,8	10,4	20,5	14,1	47%	37%	42%
Eldorado Gold Corporation	Канада	1 412	1 619	4,7	4,6	3,7	-	-	17,4	44%	39%	42%
Centerra Gold	Канада	1 184	609	3,0	4,0	4,0	13,5	14,2	8,6	36%	18%	30%
Centamin	США	1 480	1 292	3,5	4,1	3,6	13,6	10,4	12,7	45%	39%	44%
Fresnillo	США	8 007	8 243	7,5	9,5	7,8	21,1	40,9	30,7	44%	35%	40%
Медиана				**6,4**	**6,8**	**6,1**	**14,5**	**20,1**	**18,3**	**48%**	**47%**	**50%**

Источники: ИБ Синара, данные компаний

СЕЛИГДАР: ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПО МЕТОДУ DCF

млрд руб	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	Постпрогнозный период
EBIT	9,8	14,2	11,9	11,7	13,0	10,9	18,8	25,6	28,9	30,1
NOPAT	7,9	11,3	9,5	9,4	10,4	8,7	15,0	20,4	23,1	24,1
(+) Амортизация	4,5	5,8	6,1	6,4	6,7	7,1	7,3	7,5	7,4	7,7
(-) Изменение оборотного капитала	4,8	2,9	0,4	2,4	2,0	0,7	3,4	3,3	3,3	3,4
(-) Капзатраты	-13,6	-12,0	-11,4	-11,9	-14,3	-10,2	-9,2	-2,5	-2,8	-6,0
FCFF	-6,0	2,3	3,8	1,4	0,7	4,9	9,6	22,2	24,5	22,3
Фактор дисконтирования	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Дисконтированный FCFF	**-5,6**	**1,9**	**2,7**	**0,9**	**0,4**	**2,4**	**4,1**	**8,3**	**8,0**	**73,4**
Чистая стоимость активов	96,4									
Целевая стоимость бизнеса	96,4	**«Бета» с учетом заемных средств**				**0,6**				
Чистый долг	46,4	**Ставка дисконтирования**				**14%**				
Справедливая стоимость капитала	**50,0**									
Количество акций, млн штук	1003									
Целевая цена на 12 месяцев, руб./акцию	**50**									
Потенциал роста	11%									

Источник: ИБ Синара

СЕЛИГДАР: ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, МЛН РУБ.

Отчет о прибылях и убытках	2020	2021	2022П	2023П	2024П	2025П
Выручка	33 314	35 616	36 614	47 163	50 098	52 920
Денежные расходы	18 807	16 374	20 241	24 888	26 534	29 914
EBITDA	14 507	19 242	16 373	22 275	23 564	23 006
Износ и амортизация	2 492	5 483	4 504	5 805	6 052	6 350
EBIT	11 338	12 335	11 869	16 470	17 512	16 656
Чистый процентный доход	(1 803)	(1 995)	(1 935)	(2 030)	(2 045)	(2 076)
Прибыли (убытки) по курсовым разницам	(11 703)	1 324	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	(2 168)	11 664	16 399	16 287	17 230	16 822
Налог на прибыль	2 173	(1 266)	(2 957)	(2 937)	(3 107)	(3 033)
Доля меньшинства	(237)	317	-	-	-	-
Чистая прибыль акционерам	241	10 081	13 442	13 350	14 123	13 788
Балансовый отчет						
Итого оборотные активы	28 562	34 832	33 792	35 446	35 712	36 248
Денежные средства и эквиваленты	3 576	650	16 302	8 025	453	2 684
Чистые основные средства	41 795	46 350	70 395	76 056	78 925	82 513
Итого активы	75 404	85 304	129 556	139 975	145 256	151 858
Итого текущие обязательства	8 498	15 283	14 827	15 552	15 669	15 904
Краткосрочный долг	1 816	5 919	5 919	5 919	5 919	5 919
Долгосрочная задолженность	38 868	33 115	33 115	33 115	33 115	33 115
Итого собственный капитал	23 067	31 495	55 985	64 382	64 865	65 838
Итого обязательства и собственный капитал	75 404	85 304	129 556	139 975	145 256	151 858
Чистый долг	38 125	39 421	46 421	54 698	62 270	60 039
Отчет о движении денежных средств						
Операционный денежный поток до изменения оборотного капитала	14 251	18 122	15 420	20 979	22 193	21 667
Изменение оборотного капитала	(3 529)	(10 794)	(4 762)	(2 869)	442	2 416
Чистый операционный денежный поток	10 722	7 328	10 658	18 110	22 635	24 083
Капзатраты	(4 347)	(8 598)	(13 642)	(12 015)	(11 357)	(11 942)
Свободный денежный поток	15 069	15 926	24 300	30 125	33 992	36 025
Денежный поток от инвестиций	(6 815)	(8 202)	(13 013)	(11 461)	(10 833)	(11 391)
Дивиденды выплаченные	(3 682)	(1 980)	(4 147)	(4 119)	(4 357)	(4 254)
Изменение долга	1 394	255	13 657	-	-	-
Денежный поток от финансовых операций	(1 051)	(2 052)	(1 991)	(2 088)	(2 104)	(2 136)
Эффект от курсовых разниц	-	-	-	-	-	-
Изменение денежных средств	2 855	(2 926)	(5 985)	2 261	3 774	1 381

Источники: данные компании, ИБ Синара

синара инвестиционный банк

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда
GaidaAS@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин
BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц
TaitsMV@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Трой МакГраф
McGrathTD@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@sinara-finance.ru

© 2022, ПАО Банк Синара. Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовых информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования запрещены без согласия Банка.
Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя. Передача третьим лицам без письменного согласия ПАО Банк Синара запрещена.
Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.
Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ.
Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ. ПАО Банк Синара не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.
Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.
Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение и копирование материалов разрешено при условии указания ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.
До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.
Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара (далее – Банк) (и (или) аффилированных с Банком лиц) может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов в связи с наличием у Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) заключенных договоров с компаниями и (или) владением Банком (и (или) аффилированными с Банком лицами) частью акций или облигаций компаний и (или) владением компаниями долями в уставном капитале Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) и (или) участием должностных лиц Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) в органах управления указанных компаний: АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, АО «ГК «Пионер», Polymetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V, ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», НАО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «ТрансФин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сегежа Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара - Транспортные Машины».
При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.
Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара
Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление банковских операций.
Лицензия ЦБ РФ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление операций с драгоценными металлами.
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12,01,2006, Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12,01,2006, Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России. Без ограничения срока действия.