

Полюс Золото Российское золото Присвоение рекомендации

09 октября 2008



Петропавловский Олег

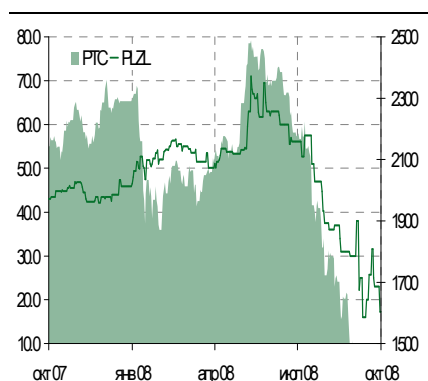
Аналитик

+7 (495) 785 5336

opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Инвестиционное заключение

Ticker	PLZL
Price, \$	17.25
Fair value, \$	32.62
Upside	89%
Recom.	Покупать
52w max	\$80.00
53w min	\$16.00
Market Cap	3 288
Free-float	~33%
P/E'08	26.5
EV/S'08	5.3
EV/EBITDA'08	13.8
P/BV'08	1.8



Мы начинаем анализ акций ОАО «Полюс Золото». Согласно нашей оценке, справедливая цена акций компании без учета покупки казахстанской Kazakhgold и начала добычи на Наталкинском месторождении до 2015 года составляет \$32.62, что подразумевает 89-процентный потенциал от текущих уровней, в связи с чем мы присваиваем им рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Однако мы отмечаем, что в связи с нестабильностью на фондовых рынках и конфликтом акционеров волатильность акций компании сильно возросла, и инвесторам необходимо искать лучшую «точку входа».

Полюс Золото является крупнейшим производителем золота в России, а также занимает значимые места в мировой таблице о рангах по объемам производства и запасов металла. Компания ведет добычу в Красноярском крае, Иркутской области и Республике Якутия, а также развивает ряд проектов в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке.

Инвестиционная привлекательность компании в основном зависит от цен на золото, а также от реализации проектов в среднесрочной перспективе, включая развитие Наталкинского месторождения, одного из крупнейших в России. Помимо этого стоимость компании зависит и от:

- Сохранения запасов золота – вывод лицензий в Полюс Геологоразведку должен осуществляться только при справедливом возмещении стоимости этих активов компании и акционерам;
- Их подтверждения – компания должна вкладывать дополнительные средства в геологоразведку для поддержания текущего уровня запасов;
- И наращивания запасов золота – Полюс имеет хорошие шансы получить лицензию на крупнейшее месторождение золота в России, Сухой Лог, и компания должна использовать свои преимущества.

Покупка Kazakhgold позволит компании войти в пятерку мировых лидеров по запасам, а также существенно повысить свою стоимость за счет их роста.

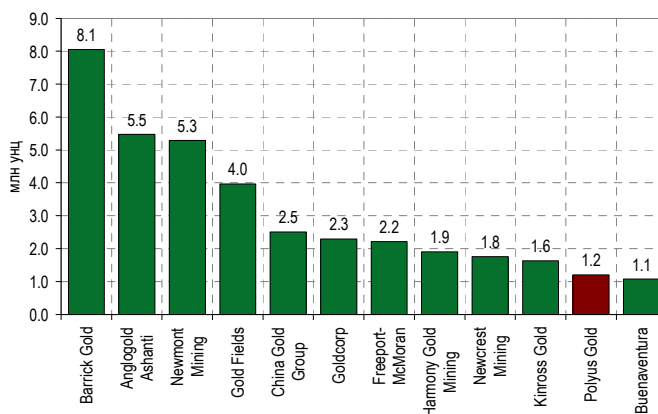
Инвестирование в Полюс – инвестирование в перспективы. Программа капитальных затрат Полюс Золота в этом году была пересмотрена в сторону повышения, что негативно сказалось на будущем свободном денежном потоке компании. Согласно нашим прогнозам, положительные Cash flows компания будет получать лишь с 2015 года. Таким образом, при принятии решения о покупке акций Полюса инвестор должен понимать, что его вложения сделаны на долгосрочную перспективу.

Конфликт акционеров не позволяет менеджменту компании принимать эффективные решения. Так как взаимоотношения между основными акционерами носят закрытый и неопределенный характер, мы считаем, что любые их шаги могут оказать как позитивное, так и негативное влияние на котировки акций компании. По нашему мнению, данный момент является основным риском при инвестировании в акции Полюс Золота.

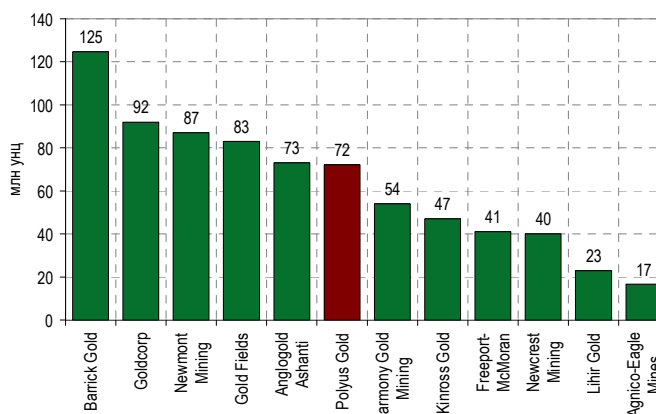
О компании

Полюс Золото является крупнейшим производителем золота в России и по итогам 2007 года заняло 11-е место среди ведущих компаний по его выпуску в мире. По запасам компания входит в первую пятерку лидеров сектора.

Крупнейшие золотодобывающие компании по производству (2007 год)



Крупнейшие золотодобывающие компании по резервам (доказанным и вероятным, JORC)



Источник: данные компаний, оценка БКС

Действующие предприятия компании находятся в Красноярском крае, Иркутской области и Республике Якутия. Помимо этого Полюс Золото имеет ряд проектов, часть которых будут реализованы в среднесрочной перспективе, а часть в долгосрочной.

Олимпиадинский ГОК

В прошлом году на Олимпиадинском ГОКе завершилось строительство третьей золотоизвлекательной фабрики (ЗИФ) – крупнейшей в России. Таким образом, комбинат состоит из трех ЗИФов, находящихся в Красноярском крае. Аффинаж золота проводится на Красноярском заводе цветных металлов.

В 2007 году на Олимпиадинском месторождении были полностью отработаны запасы окисленных руд, что позволило компании использовать высвободившиеся мощности для переработки руды со склада и с месторождения Олень, а также запланировать на них переработку руд месторождения Титимухта со следующего года.

Западный ГОК

Западный ГОК располагается в Иркутской области и является опытным предприятием Полюс Золота. Комбинат разрабатывает Западное месторождение, которое примыкает к крупнейшему в России месторождению Сухой Лог. Аффинаж золота производится на Красноярском заводе цветных металлов.

Куранахский ГОК

Куранахский ГОК перерабатывает руду с Куранахского рудного поля в Республике Якутия. В настоящее время компания ведет работы по модернизации ЗИФ с целью увеличить ее мощности на 25%, до 4.5 млн т руды в год. Аффинаж золота проводится в Рязанской области на Приокском заводе цветных металлов.

Россыпные месторождения

В Иркутской области находятся 113 россыпных месторождений, которые принадлежат Полюс Золото через компанию Лензолото (доля владения – 64%).

Действующие предприятия Полюс Золота

	Мощность, млн т	Содержание золота, г/т
Олимпиадинский ГОК	10 200	
Окисленная руда	2 200	8-10
Сульфидная руда	8 000	3.5
Западный ГОК	800	2.25
Куранахский ГОК	4 500	1.35
Россыпи, млн м3	13*	0.6

*максимальный уровень добычи песков с 2004 года

Источник: данные компании

Проекты

Полюс Золото реализует ряд перспективных проектов, которые, по нашим оценкам, позволят увеличить производство компанией золота почти на 65% к 2015 году.

Месторождение Титимухта

Перспективы развития месторождения в большей степени определяются его непосредственной близостью к Олимпиадинскому ГОКу, где за счет реконструкции мощности ЗИФ-1 будут увеличены до 2.2 млн т. Запуск добычи руды на месторождении намечен на 2009 год, а выход на проектную мощность – на 2010 год.

Месторождение Благодатное

На Благодатном месторождении в 2010 году планируется запустить горно-обогатительный комбинат мощностью порядка 6 млн т руды в год. Согласно планам Полюса, себестоимость производства унции золота на месторождении будет ниже средневзвешенных показателей по компании, что будет обеспечено разработкой Благодатного открытым способом, а также строительством угольной электростанции для обеспечения ГОКа электроэнергией.

Месторождение Вернинское

Вернинский ГОК, согласно планам компании, будет иметь в три раза меньше в сравнении с Благодатным мощности – 2.2 млн т руды в год. Однако производство золота на предприятии будет лишь в два раза меньше, что связано с более высоким содержанием золота в руде месторождения.

Венчурные проекты

Помимо проектов, которые имеют готовые технико-экономические обоснования, Полюс Золото ведет подготовительные работы для начала добычи на Наталкинском месторождении и месторождении Чертово Кoryто. Также компания рассматривает возможность передачи рискованных лицензий в компанию Полюс Геологоразведка с дальнейшим выводом ее на биржу.

Наталка

Наталкинское месторождение находится в Магаданской области и является одним из крупнейших в России. Согласно данным геологоразведки Полюс Золота и оценки аудиторами по международным стандартам JORC, запасы и ресурсы месторождения превышают 40 млн унций.

Планы

По предварительным планам компании, Наталкинский ГОК будет запущен в 2013 году и позволит Полюсу увеличить производство золота более чем вдвое по отношению к 2007 году. Согласно ТЭО месторождения, разработанного в прошлом году, мощность ГОКа должна составить порядка 40 млн т руды в год, что позволит производить около 1 млн унц. Однако консультанты компании предложили идею увеличения мощностей по добыче руды почти вдвое, что позволит за счет двукратного роста производства золота повысить рентабельность вложений до 2 млн унц. В этом году компания намерена рассмотреть данный проект и принять решение по развитию Наталкинского месторождения.

Опытная фабрика

В этом году Полюс запустил пилотную фабрику на Наталкинском месторождении, которая имеет мощность по добыче руды на уровне 120-

130 тыс. т в год. Фабрика позволит компании подобрать наиболее эффективную технологию обработки руды с месторождения, а также получить подробные данные о будущих производственных показателях Наталкинского ГОКа, т. к. она представляет собой копию предприятия промышленного масштаба.

Чертово Корыто

Месторождение Чертово Корыто расположено в Иркутской области. Согласно данным аудита по JORC, проведенного в прошлом году, запасы месторождения составляют 2.6 млн унц. и могут быть увеличены еще на 1.6 млн унц. за счет проведения геологоразведочных работ в 2007-2010 годах.

Проекты Полюс Золота

Проект	Срок запуска производства золота (выхода на проектную мощность), год	ГОК (мощность, млн т)	Содержание золота (JORC), г/т	Инвестиции, без НДС (\$ млн)	Срок жизни месторождения
Одобрённые					
Титимухта	2009 (2010)	ЗИФ-1 Олимпиадинского ГОКа (2.2)	3.70	99	до 2021 года
Благодатное	2010 (2011)	Благодатнинский ГОК (6.0)	2.44	390	до 2026 года
Вернинское	2010 (2015)	Вернинский ГОК (2.2)	3.00	212	до 2024 года
Венчурные*					
Наталка	2012 (2013)	Наталкинский (~40)	1.13	2 400	н/д
Чертово Корыто	2012 (-)	-	1.83	не определены	н/д

* предварительные данные

Источник: данные компании

Запасы и
Геологоразведка

Полюс

За последние три года Полюс Золото провело и защитило по международным стандартам JORC запасы восьми месторождений. Доказанные и вероятные запасы компании по этим стандартам по состоянию на июль текущего года составляют 72 млн унц. Запасы и ресурсы компании по российским стандартам составляют 27.7 млн унц. по категориям C1+C2+P1.

В декабре прошлого года Полюс Золото проводило собрание совета директоров, которое должно было одобрить решение о выделении 11 венчурных лицензий в дочернюю структуру Полюс Геологоразведка (Polyus Exploration Ltd.). Для развития этих месторождений планировалась дополнительная эмиссия акций «дочки» с дальнейшим ее выходом на IPO, что позволило бы привлечь средства на проведение геологоразведочных мероприятий и возможную разработку месторождений. Это решение не было принято в связи с блокированием его представителями Интерпроса. Согласно последним данным, компания намерена передать Polyus Exploration Ltd. 12 лицензий, взамен Полюс получит 20-процентную долю этого общества.

Структура запасов и ресурсов ОАО «Полюс Золото»

Месторождения, аудированные по JORC, млн унц.	Запасы (доказанные и вероятные), тыс. унц.	Ресурсы (оцененные и выявленные), тыс. унц.	Ресурсы (предполагаемые), тыс. унц.
Олимпиадинское	13 046	12 747	3 666
Олень	99	100	150
Титимухта	2 166	2 613	266
Западное	394	559	181
Куранах	1 646	6 553	346
Россыпи	1 731	2 328	520
Благодатное	8 080	7 967	2 891
Вернинское	1 657	2 248	446
Наталкинское	40 841	39 709	21 538
Чертово Кoryто	2 487	2 891	106
Нежданинское*	-	15 000	-
Всего	72 147	92 715	30 110

*предварительные данные

Месторождения, аудированные по российским стандартам, млн унц.	Запасы (C1+C2), тыс. унц.	Запасы и ресурсы (C1+C2+P1), тыс. унц.	Ресурсы (P2+P3), тыс. унц.
<i>На балансе Полюс Золота</i>			
Кузеевский р/у	-	274	1 151
Омчанский р/у	-	2 519	-
Артемьевское р/поле	-	156	3 947
Кропоткинский р/у	-	-	3 110
<i>Подытог</i>	-	2 949	8 208

Планируемые к передаче Polyus Exploration Ltd.

Панибинский р/у	-	3 894	-
Раздолинский р/у	-	3 048	778
Зыряновский р/у	-	-	3 110
Дегдеканское р/поле	9	7 916	-
Токичанское р/поле	22	830	-
Чай-Юрьинская пл-дь	-	-	3 110
Доронинское р/поле	-	171	-
Мукодек	-	560	-
Пинигинское м/р	470	1 291	-
Кючус м/р	4 218	5 888	-
Невачанская пл-дь	426	986	-
Апсаканская пл-дь	-	218	5 008
<i>Всего по Polyus Exploration Ltd.</i>	5 145	24 802	12 006
Всего по российским стандартам	5 145	27 751	20 214

Источник: данные компании, оценка БКС

Результат выделения

Если ОНЭКСИМ получит контроль в Полюс Золоте, Полюс может вернуться к данной схеме выделения активов. Следует отметить, что в то же время существует риск потери части стоимости его акционерами в случае заниженной оценки лицензий.

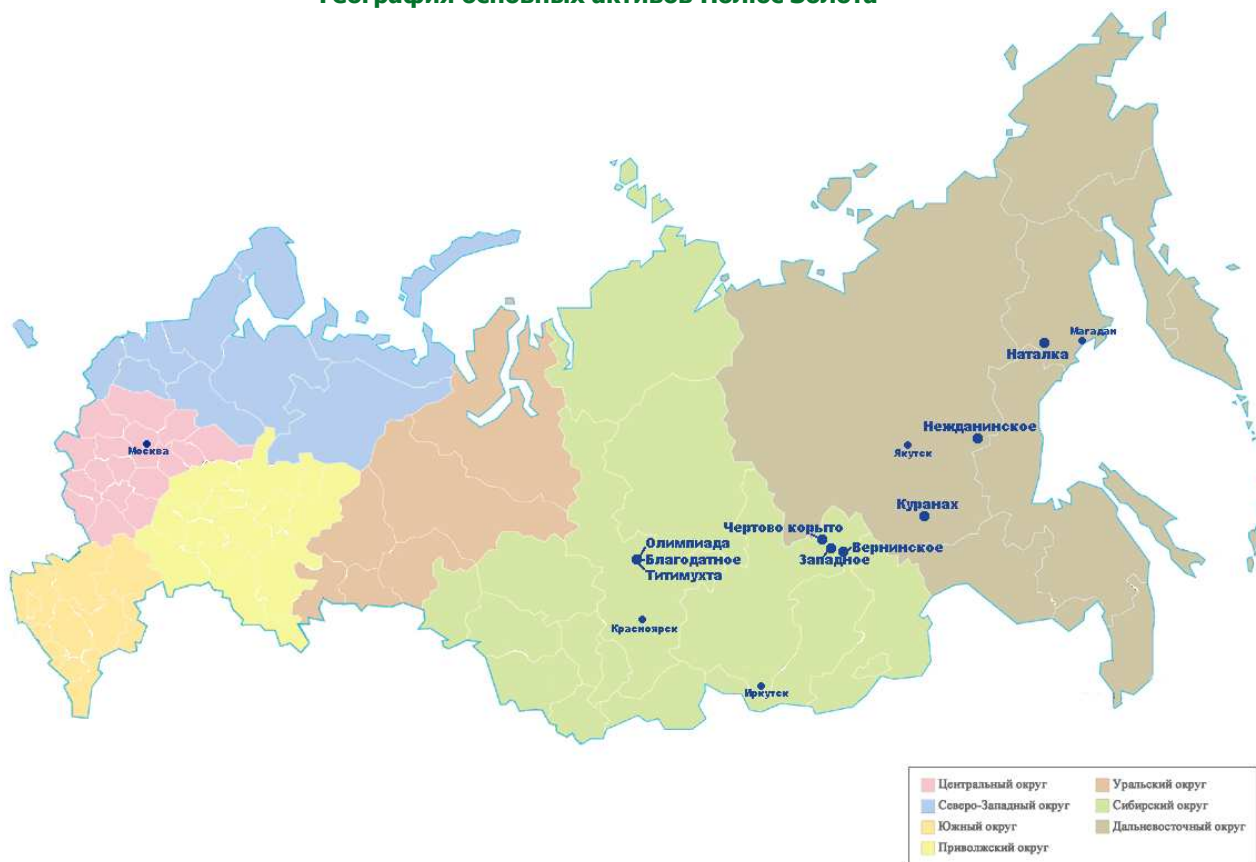
Сухой Лог

Сухой Лог – крупнейшее по запасам золота месторождение в России. Его ресурсы, по последним данным Центрального геологоразведочного института цветных и благородных металлов (ЦНИГРИ), составляют 93.3 млн унц. золота и 46.6 млн унц. серебра. В то же время содержание золота в руде достаточно низкое и, по предварительным оценкам, не превышает 2.7 г/т.

В 1997 году лицензия на месторождение была изъята у СП Лензолота и Star Technology, и с тех пор администрация Иркутской области ведет работу по приватизации этого актива. Согласно последним данным, Министерство природных ресурсов подготавливает конкурсную документацию по месторождению, а сам конкурс будет проведен в следующем году.

Основным претендентом на победу в конкурсе мы считаем именно Полюс Золото. Несмотря на обширную инвестпрограмму, компания имеет возможности по привлечению заемного капитала (по результатам 2007 года ее чистый долг составил -\$205 млн), а также опыт по добыче и переработке сухоложской руды – Полюс ведет разработку Западного месторождения, которое является частью Сухоложского рудного поля. В то же время стоит отметить, что перспективы получения лицензии и разработки данного месторождения носят долгосрочный характер.

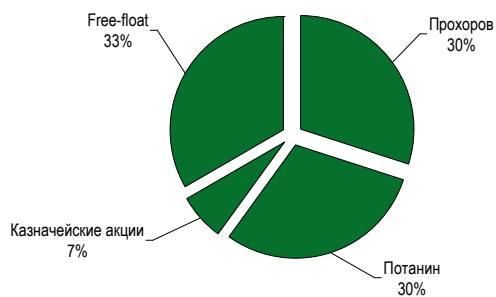
География основных активов Полюс Золота



Источник: данные компании, оценка БКС

**Структура акционерного
капитала ОАО «Полюс Золото»**

Акционерный капитал Полюс Золота состоит из 190 627 747 объявленных акций номиналом 1 руб. Основными бенефициарами компании являются М. Прохоров и В. Потанин. В то же время структура владения Полюс Золота является непрозрачной, поэтому free-float компании оценочный.

Оценочная структура владения ОАО «Полюс Золото»

Источник: данные компании, СМИ, оценка БКС

Последние события

Конфликт акционеров

С конца 2006 года основные акционеры компании ведут переговоры по разделу совместных активов, к которым относится в том числе Полюс Золото. По последним данным, М. Прохоров и В. Потанин подписали меморандум, который предполагает продажу доли последнего (оценена в \$3.6 млрд) в обмен на пакет акций Норникеля и денежные средства. Согласно данным СМИ, в меморандуме зафиксирована цена в \$25 за акцию Полюса. Также сообщается, что С. Керимов тоже проявляет интерес к доле в компании.

В связи с непрозрачностью переговоров между акционерами, а также продолжающимся конфликтом между ними мы считаем, что информация, которая последует в дальнейшем, может носить как позитивный, так и негативный характер, что результируется в повышенной волатильности котировок акций компании.

Покупка Kazakhgold

В конце сентября Полюс Золото сообщило, что ведет переговоры о покупке крупнейшего производителя золота в Казахстане – компании Kazakhgold.

Согласно последним данным, Kazakhgold ведет добычу на восьми месторождениях в северной и восточной части Казахстана и обладает запасами золота в размере 59.6 млн унций в резервах и ресурсах, по российским стандартам оценки. За первое полугодие 2008 года компания снизила производство золота на 18%, хотя в начале года менеджмент планировал увеличить объем производства на 20% по сравнению с 2007 годом – до 280 тыс. унций.

Согласно нашей оценке, за счет данного приобретения Полюс сможет занять 3-4-е место по объемам запасов золота среди мировых лидеров, также приобретение такого актива позитивно отразится на справедливой оценке компании за счет учета запасов приобретаемого актива в конечной стоимости.

Прогноз

Цена золота

Цены на золото в этом году подвержены влиянию финансового кризиса. Золото является традиционным средством хеджирования рисков при нестабильности на финансовых рынках, цена на него в 2008 году поставила новый рекорд за более чем 20 лет и превысила отметку \$1000 за унцию. Однако в среднесрочной перспективе мы ждем снижения стоимости этого металла – согласно нашим прогнозам, в следующем году средняя цена будет на уровне \$823/унц., а долгосрочная цена на него составит \$650/унц.

Себестоимость

В следующем году Полюс Золото столкнется с резким увеличением себестоимости. Причинами для этого, по нашему мнению, станут растущие цены на дизельное топливо и запчасти (ввиду повышения цен на нефть и металлы), а также высокий уровень инфляции в России. Также стоит отметить тот факт, что в этом году компания добудет примерно на 30% меньше руды, чем годом ранее, что связано с использованием запасов со склада, а в 2009 году она увеличит размеры добычи примерно в два раза, что отразится в росте физических объемов сырья и материалов. Однако в долгосрочной перспективе Полюс сможет удержать уровень операционных затрат на уровне \$400/унц.

Производство

Согласно нашему прогнозу, в следующем году компания сократит производство золота на Олимпиадинском ГОКе, что будет связано с низким содержанием золота в руде месторождений Олимпиадинское и Титимухта, а также с отработкой сульфидных руд Олимпиадинского месторождения.

К 2015 году компания увеличит производство золота на 65% по отношению к 2007 году, до 2 млн унций, что будет обосновано запуском производственных мощностей на месторождениях Благодатное, Вернинское и Чертово Корыто. Стоит отметить, что при построении DCF-модели компании мы не учитывали начала производства на Наталкинском месторождении, что связано с неопределенностью относительно его развития.

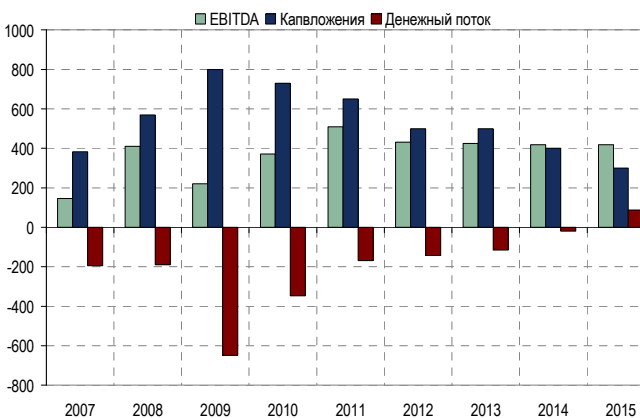
Денежный поток

В мае текущего года Полюс Золото увеличило программу капитальных затрат на 2006-2015 годы с \$3.4 млрд до \$5.1 млрд. В результате этого пострадал будущий денежный поток компании – согласно нашим прогнозам, без учета запуска Наталкинского ГОКа данный показатель будет положительным лишь в 2015 году, – что негативно сказывается на справедливой оценке акций компании.

Прогноз операционных показателей Полюса и цен на золото



Прогноз финансовых показателей Полюс Золота



Источник: данные компании, оценка БКС

Позитивные стороны и риски

Позитивные стороны	Риски
<ul style="list-style-type: none"> Низкая себестоимость производства золота. Долгосрочная операционная рентабельность компании (без учета расходов на амортизацию) составит порядка 40%; Акции компании в случае разрешения внутрикorporативного конфликта могут использоваться в среднесрочной перспективе в качестве хеджевого инструмента в связи с нестабильностью финансовых рынков; Цены на золото в ближайшие два года вряд ли опустятся до уровня 2006 года, т. к. в условиях финансового кризиса металл используется для страхования рисков; Несмотря на то что Полюс Золото является одним из лидеров отрасли, компания сильно недооценена относительно аналогов по показателям EV/EBITDA, EV/объемы производства и EV/запасы; Покупка казахстанской компании окажет существенное влияние на справедливую цену акций Полюса, а также позволит ему выйти в число мировых лидеров по запасам; Развитие собственных проектов выведет Полюс Золото в десятку мировых производителей золота, а также позитивно повлияет на финансовые результаты компании после 2010 года; Компания имеет больше, чем все остальные производители золота в стране, шансов на получение лицензии на крупнейшее российское месторождение золота Сухой Лог, что позитивно отразится на ее справедливой оценке. 	<ul style="list-style-type: none"> Согласно нашим прогнозам, в связи с высоким уровнем капвложений денежный поток компании будет отрицательным до 2015 года; Возможный вывод лицензий в Полюс Геологоразведку может оказать негативное влияние на справедливую оценку акций компании в случае заниженной оценки выводимых активов; Кorporативный конфликт оказывает негативное влияние не только на котировки акций компании, волатильность которых сильно увеличилась с начала раздела активов между основными акционерами, но и на операционную деятельность. Менеджмент не имеет возможности принимать значимые решения ввиду несогласованности действий бенефициаров компании; В среднесрочной перспективе чистая прибыль компании, согласно нашим прогнозам, не будет превышать \$200 млн, что негативно скажется на будущих дивидендных выплатах; Компания практически не использует заемный капитал для своего развития, что негативно влияет на стоимость капитала и ее справедливую оценку.

Оценка компании

При определении конечной стоимости мы исходили из долгосрочных цен золота, операционных затрат на его производство и запасов металла (Proven & Probable, JORC). Данный метод оценки, по нашему мнению, полностью отражает конечную стоимость компании, например в случае ее продажи в постпрогнозный период.

Полюс Золото: модель дисконтированных денежных потоков

IFRS, млн руб.	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBIT	1 125	63	303	85	197	301	197	173	153	146
NOPAT	855	48	230	65	149	229	149	132	116	111
Инвестированный капитал	2 817	3 210	3 526	3 582	4 681	4 737	4 745	4 746	4 743	4 746
ROIC	29%	2%	7%	2%	4%	5%	3%	3%	2%	2%
Реинvestированный капитал	(120)	(242)	(421)	(713)	(496)	(398)	(292)	(246)	(135)	(23)
Уровень реинвестиций	-14%	-503%	-183%	-1102%	-332%	-174%	-195%	-187%	-116%	-21%
Амортизация	79	92	107	135	175	208	235	250	265	274
Капитальные вложения	(268)	(383)	(570)	(800)	(730)	(650)	(500)	(500)	(400)	(300)
Изменение рабочего капитала	69	48	42	(48)	59	44	(26)	3	()	3
Свободный денежный поток (FCF)	735	(194)	(190)	(648)	(346)	(169)	(142)	(115)	(19)	87
WACC	-	-	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
Фактор дисконтирования	-	-	0.90	0.80	0.72	0.64	0.58	0.52	0.46	0.41
Дисконтированный FCF	-	-	(170)	(520)	(249)	(109)	(82)	(59)	(9)	36

Коэффициенты	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EV/Sales	7.5	6.5	5.3	5.9	4.6	4.0	4.3	4.2	4.1	4.0
EV/EBITDA	19.4	38.7	13.8	25.7	15.2	11.1	13.1	13.4	13.5	13.5
P/E	5.4	151.3	26.5	87.8	49.1	31.0	49.6	59.1	69.1	70.8
P/BV	2.2	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
ROAE	39%	1%	7%	2%	4%	5%	3%	3%	2%	2%
ROAA	34%	1%	6%	2%	3%	4%	2%	2%	2%	2%
Debt/EBITDA	0.1	0.1	0.1	0.1	2.7	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5

Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Безрисковая ставка	4.5%
Рыночная премия	4.8%
Страновая премия	2.4%
Бета-коэфф.	1.0
Стоимость капитала	11.7%
Стоимость долга после налогообложения	7.6%
Средневзвешенная стоимость капитала	11.7%

Расчет терминальной стоимости (TV)

Долгосрочная цена золота, \$/унция	650
Долгосрочные затраты на производство, \$/унция	389
Резервы (P&P+C1+C2+P1) после 2015 года, тыс. унц.	105 426
Конечная стоимость (TV), млн руб.	16 512
Ставка дисконтирования на конец периода	11.7%
Приведенная стоимость TV, млн руб.	6 821

Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, млн руб.	5 661
- чистый долг, млн руб.	-603
- доля меньшинства, млн руб.	45
Приведенная стоимость компании, млн руб.	6 218
Количество акций, млн шт.	191
Справедливая цена акций, руб.	32.62

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций ОАО «Полюс Золото», рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$32.62 за бумагу, что на 89% выше текущей цены – \$17.25 – и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Чувствительность

Чувствительность модели к изменению среднесрочных цен на золото представлена в следующей таблице.

Чувствительность модели к изменению цен реализации продукции

Показатель	-15%	-10%	0%	10%	15%
Изменение цен на золото					
Справедливая цена акции, \$	29.60	30.61	32.62	34.63	35.64
Уровень в 2012 году, \$/унц.	595	630	700	770	805

Источник: оценка БКС

Сравнительный анализ

Мы провели сравнительный анализ ОАО «Полюс Золото» с зарубежными производителями золота как по финансовым мультипликаторам, так и по производственным данным.

Сравнительный анализ Полюс Золото на основе финансовых мультипликаторов

Компания	Тикер	Страна	Рыночная капит-ция \$ млн	Стоимость предпр-я \$ млн	Стоимость предприятия/ Выручка			Стоимость предприятия/ EBITDA			Цена/ доход на акцию (P/E)		
					2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
POLYUS GOLD-CLS	PLZL RU	RUSSIA	3 288	1 909	2.2	1.7	1.6	13.1	3.7	3.7	80.0	9.8	9.9
Производители золота – мир													
ANGLOGOLD ASHANTI	ANG SJ	S. AFRICA	5 985	7 803	2.4	2.9	1.7	33.1	11.9	3.9	-9.9	-8.9	9.1
BARRICK GOLD	ABX CN	CANADA	26 503	29 018	4.6	3.5	3.3	12.0	7.6	7.1	23.7	13.7	12.5
NEWMONT MINING	NEM US	US	14 847	18 632	3.4	2.8	2.5	12.6	6.5	5.5	-7.9	13.7	11.9
GOLD FIELDS	GFI SJ	S. AFRICA	4 758	5 335	1.5	1.7	1.5	3.9	4.3	3.9	8.8	10.9	8.8
FREEPORT-MCMORAN	FCX US	US	14 855	26 162	1.5	1.2	1.1	3.3	2.6	2.4	5.0	3.7	3.3
BUENAVENTUR	BVN PE	PERU	5 465	5 703	6.8	6.8	6.8	15.4	15.4	13.9	11.4	11.4	9.2
KINROSS GOLD	K CN	CANADA	9 749	10 063	9.2	6.1	4.4	28.3	14.0	8.4	29.2	28.0	14.6
GOLDCORP	G CN	CANADA	18 957	17 815	8.1	6.9	5.5	16.5	14.1	10.7	41.2	35.7	23.8
NEWCREST MINING	NCM AU	AUSTRALIA	7 073	7 377	4.2	3.6	4.2	9.2	8.8	9.2	18.5	16.1	18.5
AGNICO-EAGLE MINES	AEM CN	CANADA	6 521	6 369	14.7	13.1	7.4	32.0	34.2	14.9	46.8	67.9	29.7
HARMONY GOLD MINING	HAR SJ	S. AFRICA	3 390	3 854	2.4	2.9	2.4	6.3	12.1	6.3	11.5	52.7	11.5
CENTERRA GOLD	CG CN	CANADA	580	482	1.3	0.7	0.6	4.8	1.5	1.3	-6.3	3.0	2.1
ELDORADO GOLD	ELD CN	CANADA	1 910	1 873	10.4	6.4	4.7	27.7	11.1	7.9	53.9	18.4	11.4
IAMGOLD	IMG CN	CANADA	1 334	1 239	1.8	1.5	1.5	6.5	3.5	3.8	-31.7	9.6	7.3
DRDGOLD	DRD SJ	S. AFRICA	165	163	0.6	0.7	0.6	2.7	4.7	2.7	4.7	3.2	4.7
NORTHGATE MINERALS	NGX CN	CANADA	235	212	0.6	0.4	0.4	3.1	1.1	1.0	6.0	3.1	2.9
LIHIR GOLD	LGL AU	N.GUINEA	3 473	3 411	6.9	4.7	3.2	21.6	9.5	5.8	neg	20.4	10.8
RANDGOLD RESOURCES	RRS LN	JERSEY	3 034	2 780	9.8	7.7	7.3	33.7	20.9	17.8	72.2	34.0	27.7
Медиана					3.8	3.2	2.9	12.3	9.2	6.0	10.1	13.7	11.1
Премия/(дисконт)					-42%	-47%	-46%	6%	-60%	-39%	693%	-29%	-11%
Производители золота – СНГ													
HIGHLAND GOLD MINING	HGM LN	BRITAIN	195	16	0.1	0.1	0.1	0.6	0.3	0.2	10.8	6.9	5.7
PETER HAMBRO MINING	POG LN	BRITAIN	613	898	4.0	2.8	1.7	10.0	5.3	2.9	15.9	6.8	3.3
HIGH RIVER GOLD MINES	HRG CN	CANADA	104	292	2.7	1.7	0.9	15.5	9.6	2.3	-9.3	-67.8	1.9
KAZAKHGOLD	KZG LI	JERSEY	264	383	2.2	1.2	0.8	5.1	2.5	1.7	13.6	4.6	3.0
Медиана					2.4	1.5	0.9	7.6	3.9	2.0	12.2	5.7	3.2
Премия/(дисконт)					-9%	16%	82%	72%	-4%	87%	557%	71%	214%

Источник: Bloomberg, оценка БКС

Сравнительный анализ Полюс Золото на основе производственных данных

Компания	Тикер	Страна	Рыночная капит-ция	Стоимость предпр-я	Объем пр-ва золота	Ст-ть компании / Объем пр-ва	Запасы Proven & Probable, млн унц	Ст-ть компании/запасы
			\$ млн	\$ млн	2007	2007	2008	2008
POLYUS GOLD-CLS	PLZL RU	RUSSIA	3 288	1 909	1.2	1 586	72.1	26
Производители золота – мир								
ANGLOGOLD ASHANTI	ANG SJ	S. AFRICA	5 985	7 803	5.5	1 426	73.1	107
BARRICK GOLD	ABX CN	CANADA	26 503	29 018	8.1	3 602	124.6	233
NEWMONT MINING	NEM US	US	14 847	18 632	5.3	3 525	87.0	214
GOLD FIELDS	GFI SJ	S. AFRICA	4 758	5 335	4.0	1 346	83.0	64
FREEPORT-MCMORAN	FCX US	US	14 855	26 162	2.2	11 833	41.0	638
BUENAVENTUR	BVN PE	PERU	5 465	5 703	1.1	5 324	14.9	384
KINROSS GOLD	K CN	CANADA	9 749	10 063	1.6	6 185	47.0	214
GOLDCORP	G CN	CANADA	18 957	17 815	2.3	7 769	92.0	194
NEWCREST MINING	NCM AU	AUSTRALIA	7 073	7 377	1.8	4 196	40.0	184
AGNICO-EAGLE MINES	AEM CN	CANADA	6 521	6 369	0.2	27 570	16.7	381
HARMONY GOLD MINING	HAR SJ	S. AFRICA	3 390	3 854	1.9	2 023	54.0	71
CENTERRA GOLD	CG CN	CANADA	580	482	0.6	868	7.0	69
ELDORADO GOLD	ELD CN	CANADA	1 910	1 873	0.3	6 666	7.7	245
IAMGOLD	IMG CN	CANADA	1 334	1 239	1.0	1 285	8.0	155
DRDGOLD	DRD SJ	S. AFRICA	165	163	0.4	434	7.9	21
NORTHGATE MINERALS	NGX CN	CANADA	235	212	0.4	492	0.3	628
LIHIR GOLD	LGL AU	N. GUINEA	3 473	3 411	0.9	3 985	22.9	149
RANDGOLD RESOURCES	RRS LN	JERSEY	3 034	2 780	0.4	6 247	7.8	357
Медиана						3 793		204
Премия/(дисконт)						-58%		-87%
Производители золота – СНГ								
HIGHLAND GOLD MINING	HGM LN	BRITAIN	195	16	0.2	103	12.8	1
PETER HAMBRO MINING	POG LN	BRITAIN	613	898	0.3	3 022	10.6	85
HIGH RIVER GOLD MINES	HRG CN	CANADA	104	292	0.1	2 098	2.3	127
KAZAKHGOLD	KZG LI	JERSEY	264	383	0.2	1 651	14.0	27
Медиана						1 875		56
Премия/(дисконт)						-15%		-53%

Источник: Bloomberg, оценка БКС

Учитывая то, что Полюс Золото входит в число крупнейших мировых производителей золота, а также занимает шестое место в мире по запасам этого металла, мы считаем, что более адекватным является сравнение компании с мировыми лидерами.

Согласно сравнительному анализу, компания недооценена на 40% по показателю EV/EBITDA на 2009 года и на 58% и 87% по показателям EV/объем производства золота и EV/запасы соответственно.

Отчет о прибылях и убытках (IFRS), \$ млн

Показатель	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Выручка	867	1 074	965	1 228	1 409	1 323	1 364	1 373	1 400
Себестоимость	(535)	(623)	(724)	(856)	(936)	(965)	(1 024)	(1 052)	(1 083)
в т. ч. амортизация	(92)	(107)	(135)	(175)	(208)	(235)	(250)	(265)	(274)
Валовая прибыль	332	451	242	372	473	358	340	320	316
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>38%</i>	<i>42%</i>	<i>25%</i>	<i>30%</i>	<i>34%</i>	<i>27%</i>	<i>25%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>
Коммерческие и административные расходы	(262)	(135)	(145)	(161)	(155)	(146)	(150)	(151)	(154)
Прочие операционные доходы/(расходы)	(17)	(13)	(12)	(15)	(17)	(16)	(16)	(16)	(17)
Операционная прибыль	54	303	85	197	301	197	173	153	146
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>6%</i>	<i>28%</i>	<i>9%</i>	<i>16%</i>	<i>21%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>
Внереализационные доходы/(расходы)	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT)	63	303	85	197	301	197	173	153	146
<i>Рентабельность по EBIT</i>	<i>7%</i>	<i>28%</i>	<i>9%</i>	<i>16%</i>	<i>21%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>
EBITDA	146	410	220	371	509	431	424	418	419
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	<i>17%</i>	<i>38%</i>	<i>23%</i>	<i>30%</i>	<i>36%</i>	<i>33%</i>	<i>31%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>
Процентные доходы	62	53	30	52	36	26	17	12	12
Процентные расходы	(7)	(1)	(1)	(51)	(46)	(42)	(37)	(34)	(31)
Прибыль до налогообложения (EBT)	118	355	114	198	291	182	153	130	127
<i>Рентабельность по EBT</i>	<i>14%</i>	<i>33%</i>	<i>12%</i>	<i>16%</i>	<i>21%</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>
Налог на прибыль	(77)	(106)	(34)	(59)	(87)	(54)	(46)	(39)	(38)
Отложенные налоговые обязательства	6	(6)	(7)	(8)	3	2	2	1	1
Прочие налоги	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	47	242	73	131	207	129	108	93	90
Доля миноритариев	(6)	(7)	(2)	(4)	(6)	(4)	(3)	(3)	(3)
Чрезвычайные доходы/(расходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль акционеров	41	235	71	127	201	125	105	90	88
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>5%</i>	<i>22%</i>	<i>7%</i>	<i>10%</i>	<i>14%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>

Источник: данные компании, оценка БКС

Баланс (IFRS), \$ млн

Показатель	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Всего активы	3 699	4 064	4 118	5 324	5 448	5 433	5 462	5 466	5 485
Оборотные активы	1 902	1 803	1 192	1 843	1 525	1 245	1 024	894	886
Запасы	232	268	241	307	352	331	341	343	350
Дебиторская задолженность	40	54	48	61	70	66	68	69	70
Налоги к получению из бюджета	112	118	106	135	155	146	160	150	120
Денежные средства	226	624	272	1 175	765	528	413	291	305
Краткосрочные инвестиции	1 271	698	483	123	141	132	-	-	-
Прочие текущие активы	21	41	41	41	41	41	41	41	41
Внеоборотные активы	1 797	2 260	2 926	3 481	3 923	4 188	4 438	4 572	4 599
Основные средства	1 783	2 246	2 912	3 467	3 909	4 174	4 424	4 558	4 585
Незавершенное строительство	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Нематериальные активы и goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Долгосрочные инвестиции	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Прочие внеоборотные активы	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Всего обязательства	463	513	512	1 619	1 587	1 474	1 421	1 355	1 306
Краткосрочные обязательства	198	219	247	283	301	302	318	323	332
Кредиторская задолженность	100	108	124	143	153	153	162	165	170
Задолженность связанным сторонам	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Задолженность по налогам и сборам	34	39	45	52	56	56	59	60	62
Краткосрочные займы и кредиты	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Прочие краткосрочные обязательства	43	50	58	67	71	72	76	77	79
Долгосрочные обязательства	265	294	264	1 336	1 286	1 172	1 102	1 032	974
Долгосрочные займы и кредиты	-	-	-	1 000	900	810	729	656	590
Займы связанных сторон	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	183	193	174	221	254	238	245	247	252
Резервы предстоящих платежей	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	81	101	91	115	132	124	128	129	131
Всего акционерный капитал	3 189	3 505	3 561	3 660	3 816	3 914	3 996	4 066	4 134
Уставный капитал	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Добавочный капитал	2 118	2 117	2 117	2 117	2 117	2 117	2 117	2 117	2 117
Резервы	457	586	586	586	586	586	586	586	586
Нераспределенная прибыль	1 337	1 521	1 576	1 675	1 831	1 929	2 011	2 081	2 150
Прочие счета акционеров	(730)	(725)	(725)	(725)	(725)	(725)	(725)	(725)	(725)
Доля миноритариев	47	45	45	45	45	45	45	45	45
Всего обязательства и акционерный капитал	3 699	4 064	4 118	5 324	5 448	5 433	5 462	5 466	5 485

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о движении денежных средств (IFRS), \$ млн

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Операционная деятельность									
Прибыль до налогообложения	118	355	114	198	291	182	153	130	127
Корректировки до чистых денежных потоков:									
амортизация	92	107	135	175	208	235	250	265	274
доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные расходы/(доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие корректировки	76	-	-	-	-	-	-	-	-
Изменение рабочего капитала	-48	517	288	288	-74	45	122	13	31
запасы	(50)	(36)	27	(66)	(45)	21	(10)	(2)	(7)
дебиторская задолженность	38	(14)	5	(13)	(9)	4	(2)	(0)	(1)
налоги к получению	1	(6)	12	(29)	(20)	9	(14)	10	30
кредиторская задолженность	1	8	15	19	10	1	9	3	5
задолженность связанным сторонам	14	-	-	-	-	-	-	-	-
задолженность по уплате налогов	(14)	6	6	7	4	-	3.3	1.0	1.7
прочие изменения рабочего капитала	-	560	222	369	(13)	9	137	1	2
Денежные средства от операционной деятельности	239	979	537	660	425	461	525	408	431
Чистые процентные доходы (платежи)	(2)	-	-	-	-	-	-	-	-
Налоговые платежи	(50)	(113)	(41)	(67)	(84)	(53)	(44)	(38)	(37)
Чистые денежные средства от опер-ой деятельности	187	866	496	593	341	408	481	371	394
Инвестиционная деятельность									
Средства, потраченные на приобретения	(38)	-	-	-	-	-	-	-	-
Средства от реализации активов	19	-	-	-	-	-	-	-	-
Капитальные затраты	(383)	(570)	(800)	(730)	(650)	(500)	(500)	(400)	(300)
Прочая инвестиционная деятельность	91	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные средства от инвест. деятельности	-311	-570	-800	-730	-650	-500	-500	-400	-300
Финансовая деятельность									
Поступления (выплаты) от займов и кредитов	1	0	0	1 000	-100	-90	-81	-73	-66
Средства от эмиссии акций	64	-	-	-	-	-	-	-	-
Выплаченные дивиденды	(22)	(59)	(18)	(32)	(50)	(31)	(26)	(23)	(22)
Прочая финансовая деятельность	(1)	160	(30)	72	49	(23)	11	2	7
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	42	102	-47	1 040	-101	-145	-96	-93	-80
Влияние изменений валютного курса	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Денежные средства на начало периода	294	226	624	272	1 175	765	528	413	291
Чистое изменение денежных средств	-68	398	-352	903	-410	-237	-115	-122	14
Денежные средства на конец периода	226	624	272	1 175	765	528	413	291	305

Источник: данные компании, оценка БКС

Аналитический отдел

+7 495 785 5336

Макс Шеин
Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msayno@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребтовары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Ирина Пенкина
Пищепром, розница, потребтовары
ifilatova@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Левченко
Переводчик
ellevchenko@msk.bcs.ru

Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

Евгений Старцев
estartsev@msk.bcs.ru

Ольга Карельская
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Андрей Бычин
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Павел Васев
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
amanaev@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
akletskiy@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Ирина Саченко
isachenko@msk.bcs.ru

Евгений Тупикин
etupikin@msk.bcs.ru

Александр Пименов
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
agubanov@msk.bcs.ru

Александр Микин
amikin@msk.bcs.ru

Павел Полухин
ppoluhin@msk.bcs.ru

Дэн Рапопорт
DanR@bcs.ru

Артем Спасский
aspasskiy@bcs.ru

Олег Байков
obaykov@bcs.ru

Арсен Хачатурянц
arsenK@bcs.ru

Давид Сиракян
davidS@bcs.ru

Генри Карпин
hkarpin@bcs.ru

Дмитрий Воронов
voronov@bcs.ru

Слава Енин
syenin@bcs.ru

Глеб Шапортов
gshaportov@bcs.ru

Марат Юнусов
myunusov@bcs.ru

Руслан Амонов
ramonov@bcs.ru

Ринат Темербеков
rinat@bcs.ru



Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.