

POLYMETAL INTERNATIONAL

Убежище от бури

ПОКУПАТЬ

Целевая цена
Потенциал1 250 пен.
21%

Код Bloomberg	POLY LN
Цена (акция, пенсов)	1 037
Потенциал роста	21%

ДАнные по акциям

Кол-во об. акций (млн)	430.0
Ср. об. торг. за 3М (\$ млн)	14.0
Free float (%)	46%
Рын. кап-я (\$ млн)	5,555
EV (\$ млн)	6,885

Основные акционеры

Александр Несис	27%
Петр Келлер	13%

ФИНАНСЫ (\$ млн)	2017П	2018П	2019П
Выручка	1 766	2 057	2 339
ЕБИТДА	816	1 033	1 249
ЕБИТ	618	821	1 039
Чистая прибыль	648	585	799
EPS	1,5	1,4	1,9
DPS	0,7	0,8	0,9

ОЦЕНКА

P/E (x)	8,6	9,5	7,0
EV/ЕБИТДА (x)	8,4	6,7	5,5
EV/продажи (x)	3,9	3,3	2,9
P/BV (x)	4,6	3,6	2,8
RoCE (%)	25%	32%	38%
RoE (%)	53%	38%	40%
Див. дох-ть (%)	5,4%	6,5%	7,2%
Дох-ть FCF (%)	2,9%	8,6%	12,6%

ДИНАМИКА

1М (%)	13%
3М (%)	17%
С начала года (%)	21%
52-нед. макс.	1 191
52-нед. мин.	655

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Мы начинаем аналитическое освещение компании Polymetal с рекомендации ПОКУПАТЬ и целевой цены 1 250 пенсов за акцию. Мы занимаем конструктивную позицию по золоту и в 2018 ожидаем среднюю цену \$1 350 за унцию. Мы считаем, что опасения ужесточения политики ФРС перевешиваются грядущим Brexit, Трампономикой и Евроскептицизмом, а также беспокойством в отношении оценки S&P (P/E 29x с корректировкой на цикличность) и растущей инфляцией. Polymetal предлагает среднегодовые темпы роста производства 10% до 2020, показатель FCF выше среднего по сектору, интересный долгосрочный портфель роста с добычей 600 тыс унций золотого эквивалента в год при IRR 24%. Около 70% денежных затрат Polymetal номинировано в рублях, и в 2017 мы ожидаем средний курс доллара 59 руб., поскольку текущие уровни представляются неустойчивыми. Дальнейшие сделки M&A, способствующие росту стоимости, специальные дивиденды (доходность 2%) и включение в FTSE-100 поддержат акции Polymetal, на наш взгляд.

Конструктивная позиция по золоту: в 2018 ожидаем среднюю цену \$1 350 за унцию

Мы считаем, что Brexit, Евроскептицизм, Трампономика и беспокойство в отношении оценки S&P (P/E 29x на локальных максимумах с корректировкой на цикличность) подпитывают неопределенность на рынке, а инвесторы в золото любят неопределенность. Растущая глобальная инфляция увеличивает спрос со стороны инвесторов и заставляет золото сиять еще ярче. Мы ожидаем, что после разочаровывающего 2016 спрос в ювелирном секторе восстановится, поскольку проблемы с ликвидностью в Индии ослабевают. Ужесточение политики ФРС – самый тревожный фактор для перспектив золота, однако будущие повышения ставки уже частично учтены в цене.

Привлекательная оценка: EV/ЕБИТДА с учетом перспектив роста – 6.1x

Polymetal торгуется с мультипликатором EV/ЕБИТДА 2017 равным 8.4x, что соответствует среднему значению у мировых производителей золота, но компания предлагает один из самых высоких темпов роста производства в мире (среднегодовое значение 10% до 2020), свободные денежные потоки выше среднего по сектору (доходность 9%), дивиденды (6%) и полную себестоимость добычи ниже среднего (AISC \$776/унция). С учетом перспектив роста Polymetal торгуется с мультипликатором EV/ЕБИТДА 6.1x, предлагая дисконт 21% к мировым аналогам, по нашей оценке. Прохождение пика капзатрат в 2017 должно высвободить \$120 млн свободного денежного потока к 2019, в то время как ожидаемое ослабление рубля должно положительно сказаться на финансовых показателях.

Катализаторы акций: сделки M&A, включение в FTSE-100, специальные дивиденды

Мы полагаем, что удачный опыт сделок M&A, способствующих росту стоимости, может продолжиться и будет позитивно воспринят рынком: Polymetal предпочитает активы, которые могут быть интегрированы в его производственную цепочку, и часто использует доленое финансирование. Мы считаем, что переход в FTSE-100 из FTSE-250 может быть еще одним катализатором: рыночная капитализация Polymetal составляет 4,5 млрд фунтов против 3,8 млрд фунтов у Intu Properties, самой небольшой компании в индексе. Мы ожидаем, что Polymetal выплатит специальные дивиденды в размере \$0,23 на акцию (доходность 2%) за 2017, вдобавок к \$467 млн уже выплаченным ранее.

Проект Кызыл продвигается по плану; интересный долгосрочный портфель роста

Строительства проекта Кызыл находится на завершающем этапе, и первый концентрат должен быть добыт в ЗК18. Мы считаем, что риски, связанные с этим масштабным проектом, уже начали уменьшаться. Согласно нашим прогнозам, Кызыл достигнет уровня производства 80 тыс унций в 2018 и 280 тыс унций в 2019 и станет самым сильным катализатором роста производства и пополнения запасов (+7,3 млн унций) для компании. По нашим оценкам, Прогноз (серебро) и Нежданское месторождение (золото) по спотовым ценам имеют чистую приведенную стоимость \$180 млн и \$120 млн соответственно.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано (-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности и изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевыми ценными бумагами либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2017. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационными целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендует на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов во времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.