

POLYMETAL INTERNATIONAL

Анализ долгосрочного свободного денежного потока

ПОКУПАТЬ

Целевая цена
Потенциал1 250 пен.
14%

Код Bloomberg	POLY LN
Цена (акция, пенсов)	1 098
Потенциал роста	14%

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)	5 910
EV (\$ млн)	7 240

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)	9,1	10,1	7,4
EV/ЕБИТДА (x)	8,9	7,0	5,8
EV/продажи (x)	4,1	3,5	3,1
P/BV (x)	4,9	3,8	3,0
RoCE (%)	25%	32%	37%
RoE (%)	53%	38%	40%
Див. дох-ть (%)	5,0%	6,1%	6,7%
Дох-ть FCF (%)	2,7%	8,0%	11,8%

ДИНАМИКА

1М (%)	19%
3М (%)	19%
С начала года (%)	28%
52-нед. макс.	1191,3
52-нед. мин.	655,2

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рост FCF Polymetal за счет среднегодового роста производства на 10% до 2020 и снижения капзатрат, на наш взгляд, ограничен потенциальными инвестициями в месторождения Прогноз, Нежданинское, Викша и проект Автоклав-2. Для поддержания уровня производства и достижения его роста после 2020 компании придется разрабатывать новые проекты. Вопрос, на который мы отвечаем в этом отчете – будет ли FCF достаточно высоким, чтобы поддерживать уровень дивидендов выше среднеотраслевого после 2018. Наши приблизительные подсчеты показывают, что в 2019-21 отток денежных средств на новые проекты может составить до \$230-380 млн в год. Однако, даже при скорректированных по рынку цене золота и курсе рубля компания должна генерировать \$300-350 млн FCF, что предполагает дивидендную доходность 5-6% (против всего 1% у аналогов), по нашим оценкам. Мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ по Polymetal.

Доходность FCF с корректировкой по рынку и росту производства составит 5-6% в 2019-21

Дивидендная доходность Polymetal может составить 5-6% (намного выше среднего по сектору мирового показателя 1%), поскольку компания отдает приоритет распределению FCF в качестве дивидендов. Наши оценки основаны на спотовых показателях курса рубля и цен на золото, и мы исходим из того, что потенциальный отток денежных средств на новые проекты развития составит \$230-380 млн в год. По нашим подсчетам, скорректированный по рынку FCF Polymetal без учета новых проектов вырастет в два раза в 2021 по сравнению с 2017 (до \$730 млн с \$360 млн), а доходность увеличится до 12,4% благодаря: 1) среднему темпу роста производства на 10% в год; 2) снижению капзатрат с \$370 млн до \$230 млн; 3) снижению себестоимости.

Крупнейшие проекты: Прогноз, Нежданинское, Викша, Автоклав-2

- **Прогноз (серебро)** – строительство может начаться в 2020, капзатраты, по оценке компании, составят \$250 млн (при 100%-м контроле в проекте). Polymetal приобрел 5% за \$3 млн; по нашим оценкам, для контроля 100% проекта понадобится \$80 млн.
- **Нежданинское (золото)** – решение о разработке будет принято в 3К18, строительство начнется в 2019; наша приблизительная оценка капзатрат – \$140 млн.
- **Викша (МПП)** – строительство может начаться в 2020, низкое содержание металлов в руде предполагает необходимость в масштабных мощностях по обогащению; капзатраты, по нашим примерным подсчетам, составят \$100 млн.
- **Автоклав-2** – если соответствующее решение будет принято, строительство может начаться в 2019; совокупные капзатраты, согласно ранее представленной оценке Polymetal, составят \$250-300 млн.
- **Оборотный капитал** – новые проекты потребуют инвестиций в оборотный капитал.

Рис. 1. Долгосрочные FCF Polymetal с корректировкой по рынку

	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П
FCF, базовый сценарий	259	162	475	695	819	886
Курс рубля		-27	25	19	19	6
Цена золота		71	88	151	160	163
FCF с коррект. по рынку		119	362	525	641	718
Прогноз до 100%				-80		
Потенциальные сделки M&A	-107		-20	-20	-30	-30
Капзатраты (гринфилды)		0	-15	-135	-270	-350
Прогноз					-60	-120
Нежданинское				-30	-50	-60
Викша					-50	-50
Автоклав-2				-90	-90	-90
Оборотный капитал и прочее			-15	-15	-20	-30
FCF с коррект. по рынку		119	327	290	341	338
Дох-ть FCF с коррект. по рынку		2,1%	5,7%	5,0%	5,9%	5,8%

Источник: данные компании, Bloomberg, оценки Атона

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 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 долевых ценных бумаг 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», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным 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.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют 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 никакими представителем или гарантом, 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 доход 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 иметь интерес 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 время от 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