

1 февраля 2012 г.

## Polymetal International PLC

Per aspera ad Astra

Данияр Журежбаев  
dzhurekbaev@bcc-invest.kz

Polymetal International PLC является новой холдинговой структурой, где сосредоточены активы ОАО “Полиметалл”, по которой мы проводили анализ в недавнем прошлом. В связи со сменой юрисдикции и проведения Институционального обмена акциями, мы прекратили покрытие ОАО “Полиметалл”.

Следует заметить, что новая холдинговая структура уже начала приносить свои плоды: акции Polymetal International PLC вошли в представительский индекс 100 крупнейших компаний, имеющих листинг на Лондонской фондовой бирже, FTSE 100.

Вхождение в FTSE100 подразумевает высокий уровень Корпоративного управления, что значительно повышает инвестиционную привлекательность компании.

В 2011 году Polymetal Int. было произведено 443 тыс. тройских унций золота, 19.9 млн. тонн серебра и 6 915 тонн меди.

За период с последнего обзора по ОАО “Полиметалл” мы выделяем запуск производства золота и концентрата на месторождении Албазино.

Компания по-прежнему придерживается стратегии по расширению производственной мощности до 1.4 млн. унций в золотом эквиваленте.

### Инвестиционные возможности

По нашему мнению в текущее время акции Polymetal International PLC оценены справедливо.

Мы считаем, что акции компании “перегреты” к своим аналогам исходя из сравнительного анализа по мультипликаторам P/E, EV/EBITDA и EV/Sales.

Также для определения справедливой теоретической стоимости мы используем Модель дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков (DCF-FCFF). По нашему мнению, перспектива наращивания производства драгоценных металлов в ближайшие три года позитивно повлияет на способность генерирования свободных денежных потоков.

Для расчета целевой цены мы использовали взвешивание результатов двух методов оценки с равными долями, в результате чего мы выставляем ориентир 1 163 пенса.

Вследствие отсутствия катализаторов роста в краткосрочном периоде мы выставляем рекомендацию “ДЕРЖАТЬ” по простым акциям Polymetal International PLC.

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

### ДЕРЖАТЬ

<b>Капитализация, млн. GBP</b>	<b>4 365.57</b>
<b>Простые акции</b>	<b>POLY LN</b>
В составе индекса	FTSE 100
Beta	-
Диапазон, последние 52 нед.	875 - 1 176 GBp
Последняя цена	1 137 GBp
Целевая цена	1 163 GBp
Потенциал роста/снижения	+2.28%
Рекомендация	<b>ДЕРЖАТЬ</b>
<b>Простые акции</b>	-
В составе индекса	-
Диапазон, последние 52 нед.	-
Последняя цена	-
Целевая цена	-
Рекомендация	-
<b>Депозитарные расписки</b>	-
Диапазон, последние 52 нед.	-
Последняя цена	-
Целевая цена	-
Рекомендация	-
<b>Кредитные рейтинги</b>	-
Moody's	-
Standard and Poor's	-
Fitch	-

Динамика котировок акций Polymetal Int., GBp



## Инвестиционное резюме

### Производство

Производственные результаты за 2011 год оказались возле нижней планки прогноза руководства. Так, общий объем производства составил 810 тыс. тройских унций в золотом эквиваленте (исходя из коэффициентов перерасчета: серебро/золото – 1:60 и медь/золото – 5:1), при плановом объеме 800 – 850 тыс. тройских унций.

В целом, за год объем производства золота остался на уровне 2010 года – 443 тыс. тройских унций, а серебра вырос на 15.0% до 19.9 млн. тройских унций. В 2012 году компания планирует произвести 590 – 640 тыс. тройских унций золота, 21 – 23 млн. тройских унций серебра и 6 – 7 тыс. тонн меди, что соответствует планке 970 – 1 058 тыс. тройских унций в золотом эквиваленте.

### Финансовые результаты

По итогам 2011 года выручка компании выросла на 44% до \$1 338 млн, вследствие увеличения цен на драгоценные металлы, так как объемы реализации остались на уровне 2010 года.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	925	1 357	1 881	2 025	2 155
ЕБИТДА	2 419	659	1 113	1 044	1 075
Маржа ЕБИТДА	261%	49%	59%	52%	50%
Чистая прибыль	239	450	769	722	750
Коэффициент чистой рентабельности	26%	33%	41%	36%	35%

Источник: данные компании, прогноз BCC Invest

В ближайшие три года мы ожидаем существенный рост выручки по завершению масштабных проектов по расширению производства золота: Майское месторождение и Амурский ХАБ.

### Оценка стоимости

Мы проводим оценку стоимости простых акций Polymetal Int. методом дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков на фирму (DCF-FCFF) и сравнительным анализом.

В подходе DCF-FCFF мы используем ставку дисконтирования 10.31%, которая по нашему мнению отражает риски инвестирования в акции Polymetal International PLC. Рассчитанная нами справедливая теоретическая стоимость одной акции составила 1 376 пенса.

По результатам сравнительного анализа мы можем сказать, что акции Polymetal Int. несколько “перегреты” к отрасли. Справедливая стоимость - 1 010 пенса.

### Инвестиционная привлекательность

Polymetal Int. это компания, имеющая премиальный список на Лондонской фондовой бирже, акции которой входят в представительский список FTSE100. Начиная с 2012 года, руководство компании намерено выплачивать дивиденды по простым акциям, при этом коэффициент выплаты составляет до 20% от чистой прибыли за период.

**Основными катализаторами роста/снижения стоимости акций в среднесрочном периоде мы выделяем публикацию годовой отчетности, операционных результатов за первый квартал текущего года и обновления статуса геологоразведки на перспективных районах.**

Основными рисками являются задержки в реализации проектов, и колебания валютных курсов, так как все операции сосредоточены в России и частично в Казахстане.

**Вследствие отсутствия явных катализаторов роста в краткосрочном периоде мы выставляем нашу рекомендацию на уровне “ДЕРЖАТЬ”.**

## Общая информация

Polymetal International PLC, зарегистрированная на о. Джерси, Нормандские острова, является одним из лидеров по производству первичного серебра и занимает одну из ведущих позиций по производству золота в России. В 2011 году компания произвела 443 тыс. тройских унций золота, 19.9 млн. тройских унций серебра и 6 тыс. тонн меди.

24 октября 2011 года компанией Polymetal International PLC и ее 100%-ой дочерней компанией PMTL Holdings Limited было объявлено о том, что последняя получила акцепты в отношении 296 457 685 обыкновенных акций и 35 089 096 Глобальных депозитарных расписок ОАО “Полиметалл” в рамках предложения о приобретении до 100% уставного капитала акционерного общества в обмен на акции Polymetal International PLC (известного как “Институциональный Обмен Акций”).

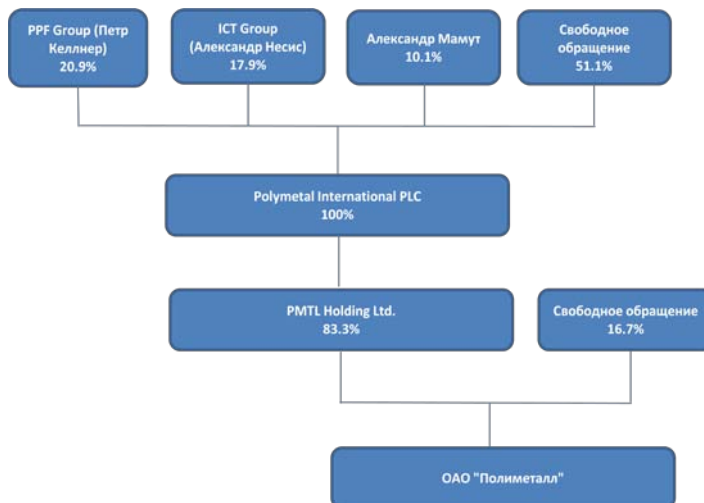
Институциональный Обмен Акций связан с намерением компании Polymetal International PLC и некоторых крупнейших акционеров ОАО “Полиметалл” изменить структуру владения обществом, в результате чего компания становится новой холдинговой компанией в отношении общества.

2 ноября 2011 года, компания объявила о допуске своих акций в сегмент премиального листинга Официального списка Управления Великобритании по финансовым услугам и к торгам на основной площадке Лондонской фондовой биржи с торговым кодом “POLY”.

28 октября 2011 года, Polymetal International PLC в ходе Первичного размещения акций на Лондонской фондовой бирже разместила 53 350 000 обыкновенных акций по цене 920 пенса. Таким образом, компания привлекла около 490.8 млн. фунтов стерлингов.

7 декабря 2011 года, FTSE Group объявила, что обыкновенные акции Polymetal International PLC включены в расчетный список индекса FTSE 100.

На момент размещения акций структура владения компании выглядела следующим образом:



Источник: Данные компании, Bloomberg

**Полный обзор по компании ОАО “Полиметалл” с описанием производственных активов Вы можете найти у нас на сайте в разделе “Аналитика” или перейти по ссылке: [http://bcc-invest.kz/download/files/BCC\\_Invest\\_PMTL\\_-2011-05-05.pdf](http://bcc-invest.kz/download/files/BCC_Invest_PMTL_-2011-05-05.pdf)**

## Корпоративное управление

С получением премиального листинга в Великобритании компания обязана соответствовать высоким стандартам корпоративного управления.

Совет директоров Polymetal International PLC состоит из 9 членов, 4 из которых являются независимыми директорами, что соответствует Кодексу Корпоративного управления Великобритании, за исключением Председателя Совета директоров количество независимых составляет половину.

Состав Совета директоров	
Бобби Годселл	Председатель Совета директоров
Виталий Несис	Главный исполнительный директор
Янаков Константин Периклович	Неисполнительный директор
Гренберг Марина Вячеславовна	Неисполнительный директор
Жан Паскаль Дювезарт	Неисполнительный директор
Чарльз Балфор	Старший Независимый Неисполнительный директор
Джонатан Бест	Независимый Неисполнительный директор
Рассел Скирроу	Независимый Неисполнительный директор
Леонард Хоменюк	Независимый Неисполнительный директор

Источник: Данные компании, Bloomberg

Также, для соответствия стандартам корпоративного управления в компании созданы комитет по аудиту и рискам, комитет по вознаграждению и комитет по кадрам.

Комитет по аудиту и риску возглавляет Независимый директор Дж. Бест, а членами являются Р. Скирроу и Ч. Балфор. Функциями комитета по аудиту и рискам являются:

- контроль целостности отчетов и финансово-хозяйственной деятельности;
- пересмотр годовой и промежуточной отчетности;
- рассмотрение на соответствие законодательству, нормам, в том числе положениям Кодекса корпоративного управления Великобритании и Управления по финансовым услугам;
- анализ эффективности Внутреннего контроля и системы управления рисками.

Комитет по кадрам возглавляет Б. Годселл, члены – Л. Хоменюка и Ч. Балфора. Функцией комитета по кадрам является подготовка рекомендаций Совету директоров по кадровой политике.

Комитет по вознаграждению возглавляет Л. Хоменюк, члены – Дж. Бест и Ч. Балфор. Функциями комитета являются подготовка рекомендаций по политике вознаграждения руководства, и определения вознаграждения председателя Совета директоров, Корпоративного секретаря, членов высшего руководства, в том числе, права на получение пенсий и прочие компенсационные выплаты.

## Миссия и стратегия

Миссией группы является достижение большей доходности наряду с соблюдением высоких стандартов корпоративного гражданства. В целях реализации миссии Группа придерживается следующие элементы стратегии:

- Реализация проектов для достижения производственной мощности до 1.4 млн. унций в золотом эквиваленте в год в 2014 году.
- Инвестирование в разведку для увеличения резервов и объема производства
- Инвестирование в отдельные проекты геологоразведки для создания к 2013 году возможности для подготовки двух новых отдельных месторождений
- Рассмотрение потенциальных приобретений способных оказать синергетический эффект с существующим производством
- Соблюдение высоких стандартов корпоративного управления и принципов устойчивого развития

## Минерально-сырьевая база

На 1 июля 2011 года минерально-сырьевая база компании выглядела следующим образом:

Месторождение	Тоннаж, в млн. т.	Содержание, в г/т (медь в %)				Содержание, в тыс. унций (медь в млн. фунтов)			
		Золото	Серебро	Медь	Зол. Экв.	Золото	Серебро	Медь	Зол. Экв.
<b>РЕЗЕРВЫ (ДОКАЗАННЫЕ И ВЕРОЯТНЫЕ)</b>									
<i>Предприятия Дуката</i>									
Дукат	13,17	1,2	544,0		10,2	495	230 308		4 333
Лунное	2,84	1,8	367,1		7,9	166	33 468		724
Арылах	0,86	0,6	433,1		7,9	18	12 015		218
<i>Омолонские предприятия</i>									
Биркачан	13,08	2,5	10,5		2,7	1 070	4 404		1 143
Сопка Кварцевая	3,66	4,4	151,7		7,0	523	17 832		820
<i>Амурский хаб</i>									
Албазино	17,55	4,1			4,1	2 308			2 308
Майское	7,88	9,6			9,6	2 426			2 426
<i>Хаканжинское предприятие</i>									
Хаканжинское	2,46	3,5	230,7		7,3	273	18 249		578
<i>Воронцовское предприятие</i>									
Воронцовское	15,54	2,8	3,9		2,9	1 393	1 945		1 425
<i>Варваринское предприятие</i>									
Варваринское	28,45	0,9		0,47%	1,2	818		109	1 066
<b>Итого резервы</b>	<b>10 548</b>	<b>2,8</b>	<b>93,8</b>		<b>0,47%</b>	<b>9 490</b>	<b>318 221</b>	<b>109</b>	<b>15 041</b>
<b>РЕСУРСЫ (ИЗМЕРЕННЫЕ, ВЫЯВЛЕННЫЕ И ПРЕДПОЛАГАЕМЫЕ)</b>									
<i>Предприятия Дуката</i>									
Дукат	6,13	0,6	298,0		5,6	117	58 757		1 096
Лунное	2,63	1,5	359,2		7,5	130	30 416		637
Арылах	0,47	0,7	462,4		8,4	11	7 027		128
Гольцовое	1,61		858,2		14,3		44 534		742
Перевальный	1,17		364,1		6,1		13 742		229
<i>Омолонские предприятия</i>									
Биркачан	3,89	2,8	15,4		3,1	352	1 920		384
Сопка Кварцевая	0,23	3,3	123,4		5,3	25	932		40
Цоколь Кубака	1,3	8,1	13,3		8,3	337	552		346
Ороч	1,93	3,3	167,0		6,0	201	10 341		374
<i>Амурский хаб</i>									
Албазино	6,41	2,8			2,8	584			584
Майское	18,12	8,3			8,3	4 845			4 845
Кутын	5,51	4,1			4,1	717			717
<i>Хаканжинское предприятие</i>									
Хаканжинское	0,98	2,6	168,1		5,4	83	5 292		171
Авлякан	1,6	7,6	65,4		8,7	391	3 369		447
Киранкан	0,14	6,5	8,5		6,7	30	39		30
Светлое	4,08	5,8	4,1		5,9	767	544		776
Озерный	1,91	5,5	24,0		5,9	337	1 474		361
<i>Воронцовское предприятие</i>									
Воронцовское	1,54	1,6	3,1		1,6	77	151		80
<i>Варваринское предприятие</i>									
Варваринское	41,88	0,8	0,0	0,44%	1,1	1 125		165	1 500
<b>Итого минеральных ресурсов</b>	<b>101,54</b>	<b>3,1</b>	<b>54,9</b>		<b>0,44%</b>	<b>10 129</b>	<b>179 089</b>	<b>165</b>	<b>13 489</b>

Источник: данные компании

## Операционная деятельность

Ниже представлены производственные результаты ОАО “Полиметалл” за четвертый квартал и 2011 года в целом.

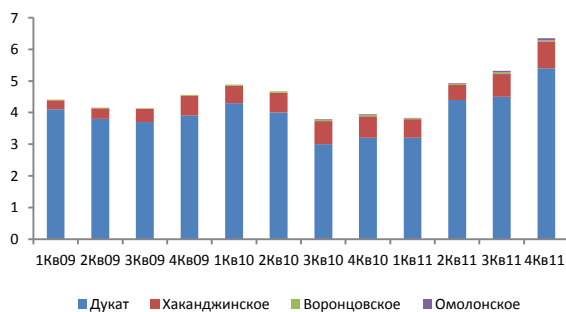
	4Кв 2011	4Кв 2010	Изменение	2011	2010	Изменение
<b>Дукат</b>						
Золото, в тыс унций	11,8	8,1	46%	36,6	37,9	-3%
Серебро, в млн унций	5,40	3,20	69%	17,00	14,50	17%
<b>Хаканджинское</b>						
Золото, в тыс унций	26,3	31,5	-17%	84,4	127,0	-34%
Серебро, в млн унций	0,85	0,68	25%	2,60	2,60	0%
<b>Воронцовское</b>						
Золото, в тыс унций	41,5	50,1	-17%	157,2	183	-14%
Серебро, в млн унций	0,03	0,06	-46%	0,15	0,17	-12%
<b>Варваринское</b>						
Золото, в тыс унций	21,5	20,3	6%	92	78,3	17%
Серебро, в млн унций	1 608	1 067	51%	6 915	4 003	73%
<b>Омолонское</b>						
Золото, в тыс унций	11,8	9,4	26%	43,2	18,3	136%
Серебро, в млн унций	0,07	0,02	311%	0,15	0,03	344%
<b>Албазино</b>						
Золото, в тыс унций	22,9			29,8		
<b>Общее производство</b>						
Золото, в тыс унций	136	119	14%	443	444	0%
Серебро, в млн унций	6,40	3,90	64%	19,90	17,30	15%
Медь, в тоннах	1 608	1 067	51%	6 915	4 003	73%
<b>Реализация</b>						
Золото, в тыс унций	153	116	32%	452	441	2%
Серебро, в млн унций	5,00	3,80	32%	17,00	17,90	-5%
Медь, в тоннах	2 734	1 067	156%	5 984	4 003	49%
<b>Выручка, в млн долларов США</b>	<b>419</b>	<b>267</b>	<b>57%</b>	<b>1 339</b>	<b>992</b>	<b>35%</b>

Источник: данные компании

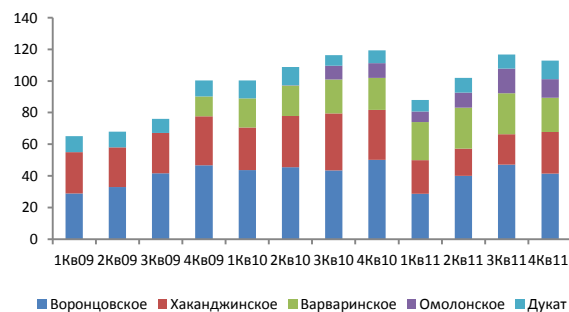
Производственные результаты за 2011 год оказались возле нижней планки прогноза руководства. Так, общий объем производства составил 810 тыс. тройских унций в золотом эквиваленте (исходя из коэффициентов перерасчета: серебро/золото – 1:60 и медь/золото – 5:1), при плановом объеме 800 – 850 тыс. тройских унций.

Следует отметить, что в четвертом квартале 2011 года, компания продемонстрировала увеличение производства золота на 9.7% (Кв-к-Кв) до 136 тыс. тройских унций, серебра на 20.8% (Кв-к-Кв) до 6.4 млн. тройских унций, благодаря увеличению производства драгоценных металлов на предприятиях Дуката, Хаканджи и экспорта концентрата с Албазино.

Производство серебра, млн. тройских унций



Производство золота, тыс. тройских унций



Источник: данные компании

В некоторых предприятиях было отмечено снижение объема производства золота в 4Кв11:

- На Омолонском предприятии производство золота снизилось на 24% из-за работ по запуску участка Меррил Кроу на фабрике Кубаки
- Воронцовское предприятие продемонстрировало снижение производства золота на 12% в связи с прекращением поставок руды с месторождения “Дегтярское”

В целом, за год объем производства золота остался на уровне 2010 года – 443 тыс. тройских унций, а серебра вырос на 15.0% до 19.9 млн. тройских унций. В 2012 году компания планирует произвести 590 – 640 тыс. тройских унций золота, 21 – 23 млн. тройских унций серебра и 6 – 7 тыс. тонн меди, что соответствует планке 970 – 1 058 тыс. тройских унций в золотом эквиваленте.

### Проекты развития и инвестиционная программа

В 2011 году было запущено производство золотого концентрата из концентрата Албазино. С момента запуска было произведено 29.8 тыс. унций золота.

Характеристики Албазино

Месторождение	Албазино
Ресурсы	21.3 млн. тонн руды со средним содержанием Au 4.3 г/т
Резервы	17.6 млн. тонн руды со средним содержанием Au 4.1 г/т
Переработка	Флотационное обогащение, транспортировка концентрата для переработки на Амурском ГОКе
Производительность	1.5 млн. тонн руды в год
Запуск	2011 год

Источник: данные компании

Теперь на линии:

- Запуск участка Меррил Кроу на фабрике Кубака Омолонского предприятия в марте 2012 года, и
- запуск производства золота с Майского месторождения в 3Кв 2012 года.

На 2012 год компания намерена направить \$370 млн. для реализации проектов на развитие, что превышает ранее предположение руководства о капитальных затратах.



Источник: данные компании

В итоге плановый объем производства в 1.4 млн. тройских унций в золотом эквиваленте поставлен на 2014 год.

Следует заметить, что в ходе телеконференции с руководством Виталий Несис, Главный исполнительный директор сообщил, что возможно в марте текущего года компания выпустит различные обновленные отчеты по результатам геологоразведки.

## Финансовые результаты

Финансовые результаты ОАО «Полиметалл» за первое полугодие 2011 года в соответствии с МСФО.

В миллионах долларов США, если не указано иное

	6М 2011	6М 2010	Изменение
Выручка	544,5	421,7	29,1%
Себестоимость	-258,8	-220,3	17,5%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>285,7</b>	<b>201,4</b>	<b>41,8%</b>
Общие, коммерческие и административные расходы	-85,4	-35,7	139,3%
Прочие операционные расходы	-19,1	-26,8	-
Доля прибыли в СП	-0,4	-0,7	-
<b>Операционная прибыль</b>	<b>180,7</b>	<b>138,3</b>	<b>30,7%</b>
Прибыль от выбытия дочерних компаний	4,9	-	-
Курсовые разницы	43,9	-8,7	-
Изменение ССПФИ	-1,9	-1,5	-
Изменение ССУОВВ	-4,0	-1,3	-
Финансовые доходы	0,6	0,3	-
Финансовые расходы	-13,7	-9,4	-
<b>Доход до налогообложения</b>	<b>210,7</b>	<b>117,7</b>	<b>79,0%</b>
Налог на прибыль	-59,6	-32,3	84,8%
<b>Чистая прибыль за период</b>	<b>151,1</b>	<b>85,5</b>	<b>76,8%</b>
Доход на акцию (\$/акция)			
Базовый	0,42	0,24	75,0%
Разводненный	0,39	0,24	62,5%
<b>Прочие показатели</b>			
ЕБИТДА	258,7	163,6	58,1%
Маржа ЕБИТДА	48%	39%	+870 б.п.
Маржа чистой рентабельности	28%	20%	+749 б.п.

Источник: данные компании

По результатам первого полугодия 2011 года, чистая прибыль увеличилась на 76.8% до \$151.1 млн. Показатель ЕБИТДА вырос на 58.1% до \$258.7 млн. с опережением выручки по темпу роста, чему способствовали выросшие цены на металлы: золото +25%, серебро +98%.

Продажи золота снизились на 10.5% до 188 тыс. унций, серебра – на 23.8% до 7 268 тыс. унций, а меди, занимающую незначительную долю выручки, выросли на 40% до 2.7 тыс. тонн.

Таким образом, основной вклад в рост выручки и ЕБИТДА внесли существенно выросшие цены на драгоценные металлы в первом полугодии 2011 года.

Суммарные денежные затраты, посчитанные методом попутного продукта выросли на 23% до 671% за унцию золотого эквивалента по следующим причинам:

- усиления курса рубля к доллару США (на 15%),
- запуск производства на Омолоне из-за высоких удельных издержек, так как предприятие работает не на полной загрузке.

В дальнейшем, основными факторами, которые могут повлиять на себестоимость продукции, руководство отмечает инфляцию, валютный курс рубля к доллару и стоимость дизельного топлива.

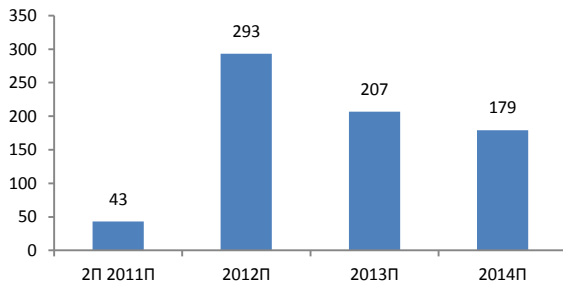
Следует заметить более высокий уровень Общих, коммерческих и административных расходов - более трети в них занимают расходы по опционной программе вознаграждения.



## Финансовое положение

На 1 июля 2011 года компания имела обязательства по займам в размере \$954 млн., при этом 83% ссуд в долларах США. Средневзвешенная стоимость займов по нашим расчетам составила 3.54%.

График погашения задолженности, в млн.



Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

Мы считаем, что способность компании генерировать денежные потоки с легкостью покрывает выплаты по займам.

Следует заметить, что **руководство Polymetal Int. намерено выплачивать дивиденды в размере до 20% от чистой прибыли**, при сохранении следующих параметров: уровень чистого долга к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации не должен превышать коэффициент 1.75.

За финансовый год, закончившийся 31 декабря 2011 года, компания намерена выплатить дивиденды в размере 20 центов США на акцию, если не произойдут какие-либо непредвиденные обстоятельства, которые могут оказать негативное влияние на возможность выплаты дивидендов.

## Прогноз операционных и финансовых результатов

Ниже представлен наш прогноз по операционным результатам и ожидаемым отпускным ценам на продукцию:

	2012П	2013П	2014П
Золото тыс унций	670	670	864
Средняя цена реализации золота, \$/унция	1 728	1 818	1 739
Серебро тыс унций	20 718	20 709	20 699
Средняя цена реализации серебра, \$/унция	33	35	31
Медь, тонн	4 420	10 180	2 910
Средняя цена реализации меди, \$/тонна	8 486	8 600	8 318

Источник: Bloomberg, прогнозы BCC Invest

**Мы придерживаемся более консервативного прогноза, включающего производство драгоценных металлов на уровне 1 050 тыс. унций в золотом эквиваленте в 2012 и 2013 году и 1 245 тыс. унций в 2014 году.**

Гипотетическая финансовая модель ОАО "Полиметалл", в миллионах долларов США

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	561	925	1 338	1 883	2 031	2 162
Себестоимость	(284)	(458)	(674)	(830)	(951)	(1 069)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>277</b>	<b>467</b>	<b>664</b>	<b>1 053</b>	<b>1 081</b>	<b>1 093</b>
Общехозяйственные, коммерческие и административные расходы	(54)	(82)	(142)	(135)	(144)	(153)
Прочие операционные расходы	(44)	(56)	(39)	(41)	(42)	(43)
Доля в прибыли в ассоциированных компаниях и СП	(0)	(1)	(0)	-	-	-
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>179</b>	<b>328</b>	<b>483</b>	<b>877</b>	<b>894</b>	<b>896</b>
Доход от выбытия дочерних компаний	-	4	5	-	-	-
Доход от выгодной сделки	36	-	-	-	-	-
Положительные/(отрицательные) курсовые разницы, нетто	8	(0)	44	-	-	-
Изменение ССПФИ	(42)	(1)	(2)	-	-	-
Изменение ССУОВВ	(13)	(4)	(4)	-	-	-
Финансовые доходы	1	1	1	-	-	-
Финансовые расходы	(44)	(22)	(30)	(32)	(22)	(15)
<b>Прибыль до налога и чрезвычайных доходов</b>	<b>124</b>	<b>306</b>	<b>497</b>	<b>845</b>	<b>872</b>	<b>882</b>
Расход по налогу на прибыль	(35)	(67)	(123)	(186)	(192)	(194)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>89</b>	<b>239</b>	<b>374</b>	<b>659</b>	<b>680</b>	<b>688</b>
<b>АКТИВЫ</b>						
Денежные средства и их эквиваленты	28	11	147	280	644	1 052
Дебиторская задолженность	31	73	89	126	135	144
Товарно-материальные запасы и запасные части	290	369	541	659	711	757
Прочие оборотные активы	79	99	112	112	112	112
<b>Итого оборотные средства</b>	<b>429</b>	<b>551</b>	<b>889</b>	<b>1 177</b>	<b>1 602</b>	<b>2 064</b>
Основные средства	1 243	1 643	2 067	2 203	2 266	2 327
Гудвил	116	115	125	125	125	125
Прочие долгосрочные активы	111	111	146	146	146	146
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>1 470</b>	<b>1 869</b>	<b>2 337</b>	<b>2 473</b>	<b>2 537</b>	<b>2 597</b>
<b>АКТИВЫ</b>	<b>1 899</b>	<b>2 420</b>	<b>3 226</b>	<b>3 650</b>	<b>4 139</b>	<b>4 662</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ</b>						
Кредиторская задолженность	68	90	142	201	216	230
Кредиты и займы	109	91	293	207	179	192
Прочие краткосрочные обязательства	18	22	42	42	42	42
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>477</b>	<b>449</b>	<b>437</b>	<b>464</b>
Долгосрочные кредиты и займы	331	595	618	411	231	39
Прочие долгосрочные обязательства	307	260	183	183	183	183
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>639</b>	<b>856</b>	<b>800</b>	<b>593</b>	<b>414</b>	<b>222</b>
Акционерный капитал	6	6	6	6	6	6
Резервы в том числе нераспределенная прибыль	1 060	1 355	1 943	2 602	3 282	3 970
<b>Итого собственные средства акционеров</b>	<b>1 066</b>	<b>1 361</b>	<b>1 949</b>	<b>2 608</b>	<b>3 288</b>	<b>3 976</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>1 899</b>	<b>2 420</b>	<b>3 226</b>	<b>3 650</b>	<b>4 139</b>	<b>4 662</b>
<b>Денежные средства от операционной деятельности</b>	<b>148</b>	<b>215</b>	<b>383</b>	<b>656</b>	<b>731</b>	<b>747</b>
<b>Денежные средства от инвестиционной деятельности</b>	<b>(242)</b>	<b>(410)</b>	<b>(333)</b>	<b>(230)</b>	<b>(160)</b>	<b>(160)</b>
<b>Денежные средства от финансовой деятельности</b>	<b>118</b>	<b>178</b>	<b>108</b>	<b>(293)</b>	<b>(207)</b>	<b>(179)</b>
<b>Увеличение/(уменьшение) денежных средств</b>	<b>24</b>	<b>(17)</b>	<b>135</b>	<b>133</b>	<b>364</b>	<b>407</b>
Влияние перерасчета валют на денежные средства	-0,116	-0,216	0,945			

Источник: данные компании, Bloomberg, прогноз BCC Invest

## Оценка акций

Мы проводим нашу оценку акций Polymetal International PLC с помощью двух методов оценки: сравнительным анализом (RV) и метод дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков (DCF-FCFF).

### Сравнительный анализ

Сравнительную оценку мы провели путем анализа рыночных мультипликатора “P/E” (Цена акции/Прибыль на акцию), демонстрирующую удельную доходность деятельности на акцию, а также мультипликаторов “EV/EBITDA” (Стоимость предприятия/Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации) и “EV/Sales” (Стоимость предприятия/Выручка), принимающую во внимание долговую нагрузку.

Валюта	Компания	Торговый код	Цена	Капитализация, в млн	P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
					2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
RUB	Polyus Gold OJSC	PLZL RM	1 023,20	195 050	11,05	9,30	7,97	5,50	4,60	3,94	2,63	2,19	2,35
CAD	High River Gold Mines Ltd	HRG CT	1,23	1 033	4,82	5,52	6,83	3,16	3,45	3,49	1,70	1,87	1,78
GBp	Highland Gold Mining Ltd	HGM LN	176,25	573	7,31	5,12	4,52	3,81	2,74	2,38	2,09	1,59	1,34
USD	Yamana Gold Inc	AUY US	17,27	12 878	18,14	14,25	10,88	9,61	7,87	6,41	5,77	4,85	3,95
CAD	Centerra Gold Inc	CG CN	19,85	4 691	12,63	9,41	7,56	7,50	5,57	4,91	4,06	3,38	2,97
USD	Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM US	37,40	6 383	21,42	12,55	9,82	8,90	6,50	5,46	3,78	3,38	3,04
GBp	Hochschild Mining PLC	HOC LN	494,30	1 671	14,13	16,97	14,49	4,26	4,68	4,00	2,42	2,58	2,39
USD	Eldorado Gold Corp	EGO US	15,11	8 336	24,29	16,21	13,25	12,91	8,78	7,65	7,59	5,62	4,81
CAD	Kinross Gold Corp	K CN	11,33	12 888	13,98	10,89	8,91	6,00	5,12	4,38	3,11	2,61	2,37
ZAr	AngloGold Ashanti Ltd	ANG SJ	35 900,00	138 465	12,98	8,08	7,33	6,61	4,43	4,09	3,10	2,33	2,16
ZAr	Gold Fields Ltd	GFI SJ	12 835,00	92 953	12,16	7,75	6,88	5,60	3,85	3,69	2,53	1,96	1,86
USD	Barrick Gold Corp	ABX US	49,26	49 272	10,24	8,83	7,60	7,06	6,02	5,34	4,33	3,76	3,37
CAD	IAMGOLD Corp	IMG CN	16,73	6 289	13,98	12,39	9,59	6,37	5,33	4,46	3,12	2,93	2,47
	<b>Среднее</b>				<b>13,63</b>	<b>10,56</b>	<b>8,90</b>	<b>6,71</b>	<b>5,30</b>	<b>4,63</b>	<b>3,56</b>	<b>3,00</b>	<b>2,68</b>
GBp	Polymetal International PLC	PMTL LI	1 137,00	4 389	18,49	10,50	10,17	12,60	7,29	7,14	5,29	3,76	3,48

Источник: Bloomberg, прогноз и расчет BCC Invest

По нашему мнению в текущее время простые акции Polymetal International PLC торгуются с премией к отрасли. В расчете сравнительной стоимости мы использовали мультипликаторы со следующим порядком взвешивания результатов: 50% на P/E, и по 25% на EV/EBITDA - EV/Sales, в результате чего мы получили справедливую теоретическую стоимость одной акции компании на уровне 953 пенса.

### Модель дисконтирования ожидаемых свободных потоков на фирму

Наша оценка на основе дисконтирования ожидаемых свободных денежных потоков на фирму построена на период трех лет. Компания имеет хорошие инвестиционные проекты с перспективой наращивания выпуска продукции до 2014. И именно 2014 год мы рассматриваем как период для расчета конечной стоимости компании.

Наш расчет средневзвешенной стоимости капитала включает совокупное значение стоимости акционерного и долгового капитала. Стоимость акционерного капитала составила 11.20%, исходя из безрисковой ставки доходности в 4.37%, риска за инвестирование в акции 10.05% и Бета коэффициента 0.68 (к индексу ММВБ за последние 5 лет с учетом корректировки на выравнивание к рынку:  $0.66 * \text{статистический коэффициент Бета} + 0.34 * 1.00$ ). Стоимость долга мы определили из средневзвешенной стоимости по долгосрочным займам (3.54%) с учетом “налогового щита” (за эффективную ставку налога на прибыль мы взяли 22.00%) на уровне 2.76%. Исходя из структуры капитала  $E/(D+E) = 89.4\%$  и  $D/(D+E) = 10.6\%$  мы определили средневзвешенную стоимость капитала на уровне 10.31%.

Темп роста в постпрогнозируемом периоде взят на уровне 3.00%.



## Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит

Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж

Телефон: +7 (727) 244-32-30, факс: +7 (727) 244-32-31

E-mail: [info@bcc-invest.kz](mailto:info@bcc-invest.kz)

Web: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Управление брокерского обслуживания:

Тогжан Раисова

Телефон: +7 (727) 244-32-30 (вн. 7218)

E-mail: [traisova@bcc-invest.kz](mailto:traisova@bcc-invest.kz)

Управление маркетинга и продаж:

Сания Биниязова

Телефон: +7 (727) 2-44-32-30 (прямой)

E-mail: [sbiniyazova@bcc-invest.kz](mailto:sbiniyazova@bcc-invest.kz)

Аналитическое управление:

Адиль Табылдиев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7215)

E-mail: [atabyldiev@bcc-invest.kz](mailto:atabyldiev@bcc-invest.kz)

Данияр Журежбаев

Телефон: +7 (727) 2-598-598, 244-32-30 (вн. 7240)

E-mail: [dzhurekbaev@bcc-invest.kz](mailto:dzhurekbaev@bcc-invest.kz)

Аналитические материалы доступны на сайте компании: [www.bcc-invest.kz](http://www.bcc-invest.kz)

Страница в Bloomberg: [BССК <GO>](#)

### **Бесплатный телефонный круглосуточный автоматический сервис Auto Call Center (авто справка по банковским вопросам)**

Всю интересующую информацию о продуктах и услугах нашей компании, Вы можете получить в бесплатной круглосуточной телефонно-автоматической справочной службе Auto Call Center.

Позвонив к нам, Вы можете в режиме дозвона на внутренние телефонные номера (авто соединение), прослушать интересующую Вас банковскую информацию, набрав указанный № ячейки (см. информацию ниже)

- Звонок по Казахстану БЕСПЛАТНЫЙ 8- 8000 8000 88 далее \* 5156
- Звонок по Алматы 2 598-598 или 244- 32- 44 далее \* 5156

## Заявление об ограничении ответственности

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

АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО "BCC Invest", его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. АО "BCC Invest" не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения АО "BCC Invest". Компания не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

© BCC Invest 2012