

23 ноября 2021

ПОЛЮС (PLZL LI; ВЫШЕ РЫНКА)

Финансовые показатели за 3К21: верим в золото

- Полюс представил нейтральные результаты, на 2% превысив консенсус-прогноз по показателю EBITDA. Компания подтвердила прогноз по капзатратам (\$1.0-1.1 млрд) и денежным затратам (ТСС \$425-450 за унцию).
- Мы смотрим на золото в 2022 с осторожным оптимизмом □ неопределенность в отношении темпов инфляции, новые вспышки коронавирусной инфекции и слабеющий доллар будут перевешивать вероятные риски ужесточения ДКП.
- Мы рассматриваем Полюс, торгующийся с консенсус-мультипликатором EV/EBITDA 2022П 7.8x как экспозицию на цену золота с небольшим плечом и подтверждаем в качестве нашего фаворита Полиметалл, который торгуется с дисконтом в 27% к Полюсу.

Краткая оценка финансовых показателей □ рост кв/кв в рамках прогнозов

За 3К21 Полюс заработал \$1 400 млн выручки (+12% кв/кв), что соответствует ранее раскрытым данным по продажам, что обусловлено сильной операционной динамикой (продажи золота выросли на 14% кв/кв до 776 тыс. унций), показатель EBITDA увеличился до \$986 млн (+10% кв/кв).

Рентабельность EBITDA составила 70% (-2 пп кв/кв), снижение объясняется ростом общих денежных затрат (+9% кв/кв до \$427/унция) на фоне сезонного увеличения добычи на высокзатратных россыпных месторождениях, а также ускорением инфляции. В целом результаты соответствуют консенсус-прогнозу, при

этом показатель EBITDA на 2% выше консенсуса, отражающего ожидания рынка. Чистый долг сократился до \$1.95 млрд с \$2.37 млрд на конец 2K21), а отношение чистого долга к EBITDA снизилось до 0.5 x (против 0.6 x во втором квартале 21 года).

Наши прогнозы по прибыли □ снижение показателей в 4К, более сильная динамика в 2022

Показатели 4K21, как ожидается, в силу сезонного фактора будут слабее кв/кв, и мы предварительно прогнозируем EBITDA за 4K21 на уровне \$850 млн, в результате чего общий показатель за 2021, как ожидается, составит \$3.47 млрд (+7% против текущего консенсус-прогноза Bloomberg). Наш базовый прогноз по EBITDA на 2022 составляет \$3.6 млрд (+4% г/г), что соответствует дивидендной доходности 4%. Наш взгляд на золото остается позитивным – мы полагаем, что в 2022 металл вернет себе привлекательность, поскольку неопределенность в отношении темпов инфляции, новые вспышки коронавирусной инфекции и слабеющий доллар будут перевешивать риски ужесточения денежно-кредитной политики США.

Полюс: инвестиционный кейс □ ставка на золото с низким плечом

Полюс – «голубая фишка» среди мировых производителей золота, поскольку компания имеет самые низкие денежные затраты (ТСС) и самые крупные резервы в мире, которые полностью добываются открытым способом. Компания предлагает инвесторам умеренный рост добычи (с 2.7 млн унц. в 2021 до 2.9 млн унц. в 2023), а значит она, по сути, является ставкой на цену золота с низким плечом. Сухой Лог представляется привлекательным проектом роста с капзатратами \$3.3 млрд и производством 2.3 млн унц. при ТСС \$390/унц., но поскольку запуск планируется только в 2027, он вряд ли сейчас существенно влияет на инвестиционный профиль Полюса.

Дорогая оценка □ мы предпочитаем Полиметалл

Полюс торгуется с консенсус-мультипликатором EV/EBITDA 2022П 7.8x, что соответствует премии 16% к его среднему 5-летнему значению 6.7x и премии 24% к показателю 6.3x у крупных золотодобывающих компаний. Премия в значительной степени оправдана качеством активов и Сухим Логом, который обеспечивает потенциал роста, однако мы продолжаем отдавать предпочтение Полиметаллу, который торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2022П 5.7x.

Полюс: обзор финансовых результатов

USD млн	3K21	3K21П АТОН	vs АТОН	3K21 конс.	vs конс.
Осн. фин. показатели					
Выручка	1 400	1 400	0%	1 396	0%
EBITDA	986	971	2%	970	2%
Рентабельность EBITDA, %	70%	69%	1.1 пп	69%	0.9 пп
Чистая прибыль	663	н/д	-	648	2%
Рентабельность чистой прибыли	47%	н/д	-	46%	0.9 пп
	3K21	2K21	кв/кв %	3K20	г/г %
Осн. фин. показатели					
Выручка	1 400	1 245	12%	1 454	-4%
EBITDA	986	899	10%	1 103	-11%

Рентабельность EBITDA, %	70%	72%	-1.8 пп	76%	-5.4 пп
Чистая прибыль	663	582	14%	724	-8%
Рентабельность чистой прибыли	47%	47%	0.6 пп	50%	-2.4 пп
ДП					
Капзатраты	233	179	30%	130	79%
FCF	528	493	7%	795	-34%
Источник: данные компании, оценки АТОНа					

Андрей Лобазов
+7 (495) 213-03-37, Andrey.Lobazov@aton.ru

Мария Федорова
+7 (495) 777-90-90 | доб.: 3649 Maria.Fedorova@aton.ru
ATON LLC, regulated by the Central Bank of the Russian Federation

