

ЗОЛОТЫЕ ОБЛИГАЦИИ СЕЛИГДАРА: БЛЕСК ПРОДОЛЖАЕТСЯ

Селигдар 10 октября планирует начать сбор заявок на второй выпуск золотых облигаций. Срок обращения выпуска – 6,23 года, но за счет предусмотренной амортизации, дюрация составит 4,3 года. Объявленный индикатив по ставке купона – 5,50%.

Весной 2023 г. Селигдар дебютировал с новым для российского долгового рынка инструментом – золотыми облигациями. В отчете *«Селигдар: золотой дебют»* мы подробно рассмотрели структуру такого инструмента, основные факторы, формирующие доход по нему, в том числе цены на золото и курс рубля.

С момента размещения золотые облигации уже принесли инвесторам совокупный доход более 16%. В данном отчете мы рассмотрим факторы, обеспечившие такой доход, и причину, по которой золотые облигации Селигдара сохраняют свою привлекательность.

Золотые облигации справились с функцией защиты капитала инвесторов

Подробно с механикой инструмента золотых облигаций можно ознакомиться в нашем отчете, посвященном дебютному выпуску Компании, *«Селигдар: золотой дебют»*.

Напомним, что для локальных инвесторов доход от вложений в золотые облигации складывается из трех основных компонент:

- изменения номинала в зависимости от динамики цены золота,
- изменения номинала в зависимости от динамики курса рубля к доллару,
- купонного дохода, размер которого изменяется в зависимости от первых двух компонент, хотя и имеет фиксированную ставку.

С момента размещения дебютного выпуска золотых облигаций в апреле 2023 г. они принесли инвесторам совокупный доход (Total Return – TR) более 16,6%.

Основной компонентой, обеспечившей высокий TR, стал рост учетной цены золота ЦБ РФ (в рублях). Последняя увеличилась на 19%, несмотря на небольшую коррекцию мировых цен на золото (в долларах на 4%). Таким образом, повышение было обеспечено 23%-м ослаблением рубля.

Как видно из результатов, золотые облигации хорошо справились с функцией защиты капитала инвесторов.

Ожидается рост мировых цен на золото

По итогам 8М23 средняя цена золота составила ~1 930 долл./унц. против ~1 800 долл./унц. в 2022 г., что объясняется растущим спросом (+5% г/г в 1П23 до 2 460 т). По данным World Gold Council¹, основными драйверами стали покупки мировых ЦБ (387 т). Поддержку также оказал спрос на слитки и драгоценности (582 т), особенно в Турции (117 т.).

Участники рынка ожидают, что рост спроса на золото будет превалировать над предложением, что продолжит оказывать поддержку ценам. Рыночный консенсус предполагает постепенный рост цен на золото до ~2 200 долл./унц. к 2026 г.

Среди основных факторов, которые будут поддерживать рост цен, можно выделить:

- продолжение закупок золота мировыми ЦБ;
- сохраняющуюся высокой мировую инфляцию;
- рост себестоимости добычи;
- волатильность доллара и геополитические риски;
- смягчение ДКП мировыми ЦБ в среднесрочной перспективе.

Мы прогнозируем ослабление рубля

Российский рубль с начала года ослаб на 37% к доллару вследствие сжатия профицита внешней торговли и активного оттока капитала. Это обеспечило 41%-й рост учетной цены ЦБ РФ на золото с начала года до 5 916,79 руб./г.

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5 64 53
Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Андрей Кулаков, CFA, FRM

+7 (499) 277 25 30
Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Эмитент	ПАО «Селигдар»
Серия	GOLD02
Объем	Будет определен позднее
Срок обращения	6,23 года
Амортизация	11,12,15,16 купоны – по 10% номинала; 22,23,24,25 купоны – по 15% номинала
Купонный период	91 день
Ориентир по ставке купона	5,50%
Рейтинги:	
Эксперт РА:	ruA+

¹World Gold Council <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2-2023>

По мере ожидаемого восстановления экспортных доходов в 4К23 и попыток властей стабилизировать ситуацию на валютном рынке, мы прогнозируем откат курса рубля в диапазон 85–90 /долл. до конца 2023 года. Однако на более долгосрочном горизонте, по нашему мнению, **тенденция к постепенному ослаблению рубля сохранится и курс может достичь отметки 102/долл. к концу 2026 г.**

Привлекательность золотых облигаций остается высокой

Таким образом, мы ожидаем, что два ключевых фактора, обеспечивших высокий TR вложений в золотые облигации в текущем году, продолжают поддерживать спрос на такой инструмент.

Отдельно напомним и про третий фактор – ставку купона, которая выгодно отличает золотые облигации от других «золотых» инструментов (ОМС, физическое золото, ETF и др.). Подробнее сравнение «золотых» инструментов между собой мы проводили в Приложении 3 отчета *«Селигдар: золотой дебют»*.

Что произошло с Компанией с момента публикации последнего отчета

Напомним, что Селигдар – один из крупнейших в России производителей золота и крупнейший производитель рудного олова. По объемам запасов золота Компания входит в ТОП-5 в России с 272 т (включая лицензию на месторождение Кючус), а по объемам запасов олова (405 тыс. т) – в ТОП-5 в мире².

С момента публикации последнего отчета Компания представила операционные и финансовые показатели за 1П23. Остановимся на них подробнее.

Операционные показатели демонстрируют рост производства и ресурсной базы

Операционные показатели за 1П23 свидетельствуют о сохранении позитивного тренда как в золотом дивизионе (производство золота увеличилось на 8% г/г до 2,7 т), так и в оловодобывающем (+14% г/г до 1,4 тыс. т).

Компания продолжает работу над расширением ресурсной базы за счет новых лицензий и разведочных работ на уже имеющихся месторождениях:

- Компания приобрела лицензию на освоение флангов Кючусского рудного поля, прогнозные ресурсы которых составляют 32,8 т золота;
- завершены буровые работы на Кючусе, идут исследования проб руды;
- в результате разведочных работ запасы золота Нижнеякобитского рудного поля увеличены на 13,5 т. Компания ожидает, что по итогам разведки 2016–2022 гг. общий прирост запасов месторождений рудного поля составит более 36 т.

Кредитный профиль продолжает укрепляться

Финансовые результаты Селигдара по МСФО за 1П23 демонстрируют дальнейшее улучшение кредитного профиля.

Выручка от основной деятельности Компании по итогам 1П23 увеличилась на 28% г/г до 14,8 млрд руб. за счет роста объема реализации золота (+66% г/г до 11,3 млрд руб.). Кроме этого, Компания реализовала 1,3 т золота третьих лиц на сумму 6,2 млрд руб. Таким образом, **совокупная выручка по итогам 1П23 подскочила на 81% г/г до 21,0 млрд руб.**

ЕБИТДА по итогам 1П23 увеличилась на 4% г/г до 5,9 млрд руб. Рассчитываемая компанией «банковская» ЕБИТДА повысилась на 7% г/г до 6,9 млрд руб., рентабельность по ней составила 33%. Снижение рентабельности относительно 2022 г. объясняется разовыми операциями по реализации покупного золота. Без учета таких операций рентабельность по ЕБИТДА золотодобывающего сегмента оценивается в 48% (59% годом ранее).

Высокие результаты операционной деятельности, высвобождение оборотного капитала и сокращение инвестиций (-60% г/г до 4,2 млрд руб.) позволили Селигдару получить **внушительные 8,7 млрд руб. свободного денежного потока (СДП).**

Решение не выплачивать дивиденды за 2022 г. также оказало поддержку кредитному профилю (в 2022 г. Компания выплатила 4,5 млрд руб. дивидендов за 2021 г.) и позволило направить существенную часть СДП на погашение обязательств (нетто-погашение 7,4 млрд руб.) и увеличение остатков денежных средств и эквивалентов (+11% п/п до 20,9 млрд руб.).

² Данные по запасам на 01.01.2023 г.

Долговая нагрузка стабилизировалась, риски рефинансирования – низкие

Чистый долг немного увеличился (+2% до 40,3 млрд руб.), что частично стало следствием бумажной переоценки золотых обязательств из-за роста цен на золото. **Показатель чистой долговой нагрузки практически не изменился с конца 2022 г. и составил 3,3х.** Рассчитываемое Компанией соотношение «ЧД/ЕБИТДА (банковская)» также осталось на уровне 2022 г. (~2,9х).

Весной 2023 г. Селигдар разместил дебютный выпуск золотых облигаций (балансовая стоимость 11,8 млрд руб.), средства от которого были направлены на рефинансирование золотого займа (остаток 28,6 млрд руб.). Таким образом, доля долга, так или иначе номинированного в золоте, по итогам 1П23 составила 66%. Несмотря на то, что оптически рост цен на золото может также приводить к увеличению балансовой стоимости обязательств, это компенсируется ростом доходной части и эффективно хеджирует Компанию.

Риски рефинансирования незначительны. По итогам 1П23 доля краткосрочных обязательств снизилась с 48% до 35%, а их покрытие денежными средствами выросло до ~1,0х. Общая величина краткосрочного долга составляет 21,6 млрд руб. и почти полностью представляет собой краткосрочную часть золотого займа. Помимо денежных средств на балансе Компании доступны кредитные линии со свободным остатком в 69 млрд руб. Более того, компания планирует направить средства от нового выпуска золотых облигаций на рефинансирование части «золотого» долга с погашением в 2023 г.

Ожидаем снижения долговой нагрузки в обозримом будущем

Компания ранее заявляла, что на 2022 г. пришелся пик инвестиций и в ближайшие годы ожидается их умеренное сокращение. **По нашему мнению, в кратко- и среднесрочной перспективе, по мере замедления инвестиционной активности, долговая нагрузка может снизиться до ~2,5х.**

Отметим, что на долгосрочном горизонте Компания планирует начать два крупных инвестиционных проекта:

- разработку месторождения Кючус (запасы золота – 175 т). Выход на проектную мощность запланирован на 2029–2030 гг.,
- разработку месторождения Пыркакайские штокверки (запасы олова – 243 тыс. т, триоксида вольфрама – 16 тыс.), инвестиции в который Компания недавно оценила в 300 млн долл. Реализацию проекта планируется завершить к 2030 г.

Однако реализация данных проектов, по нашей оценке, не приведет к устойчивому росту долговой нагрузки, т.к. будет сопровождаться увеличением объемов производства: по золоту – до 20 т в год к 2030 г. или на 165% к уровню 2022 г., по олову – до 16 тыс. т., что предполагает более чем 5-кратный рост к уровню 2022 г.

Мы считаем бизнес-профиль Селигдара сильным за счет устойчивых позиций Компании на рынке добычи золота и олова, а также хорошей ресурсной базы. Мы ожидаем постепенного снижения долговой нагрузки на среднесрочном горизонте и отмечаем комфортную структуру долга и высокую ликвидность, а значит, и низкие риски рефинансирования.

Селигдар: финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2019	2020	2021	2022	Г/Г	1П23	ИЗМ.
Выручка	22,1	33,3	35,6	34,7	7%	21,0	81%
ЕБИТДА (расчетная)	9,4	14,5	19,2	11,8	33%	5,9	4%
Активы	57,7	75,4	85,3	136,1	13%	150,1	10%
Капитал	21,3	23,1	31,5	38,4	37%	31,7	-17%
Чистый долг	24,2	37,1	38,4	39,6	3%	40,3	2%
Операционный денежный поток	-0,9	10,7	7,3	14,5	-32%	12,9	-478%
Приобретение основных средств и НМА	-3,1	-4,3	-8,6	-18,0	98%	-4,2	-60%
СДП	-4,0	6,4	-1,3	-3,4	-120%	8,7	
ЕБИТДА, рентабельность	43%	44%	54%	34%		28%	
Чистый долг/ЕБИТДА (расчетный)	2,6	2,6	2,0	3,3		3,3	
Чистый долг/ЕБИТДА (банковский)	2,4	2,4	2,1	2,9		2,9	
СДП/Чистый долг	-16%	17%	-3%	-9%		48%	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.