

Селигдар: есть ли точки роста

Оцениваем перспективы золотодобывающей компании

Акции Селигдара привлекают внимание инвесторов на фоне рекордных цен на золото. Разбираемся, стоит ли включать эти бумаги в портфель в надежде на рост драгметалла.

С учётом ухода Полиметалла, банкротства Петропавловска в 2022 году и делистинга Highland Gold в 2020 году выбор акций золотодобывающего сектора в России сузился до Полюса, ЮГК и Селигдара. Между тем, цены на золото на фоне геополитической напряжённости по всему миру, торговых войн и высокого спроса мировых ЦБ бьют рекорды.

Селигдар — растущий бизнес
Селигдар выглядит как компания роста: за шесть лет до 2030 года она планирует увеличить производство золота в 2,6 раза, до 20 т в год. Правда, другие золотодобытчики также нацелились на рост добычи: Полюс — в два раза до 2030 года, ЮГК — на 69% к 2028 году.

Основные действующие золотодобывающие активы Селигдара — это небольшие месторождения, обеспеченные в среднем запасами на 10 лет. В 2024 году на них было произведено 7,4 т золота, вероятно, такие же объёмы сохранятся в ближайшие годы.

Денежные затраты на унцию (AISC) в 2024 году — \$1343 против \$1300 у ЮГК и \$767 у Полюса. AISC показывает, сколько компания тратит на производство одной унции. У Селигдара этот показатель находится на уровне или немного ниже мировых лидеров.

Активы и запасы

	Производство в 2024	Запасы на 31.12.2024	Производство в 2030
<i>Золото, запасы и производство в кг</i>			
Нижнеякокитский	2 558	35 300	Якутия
Рябиновый	2 772	8 404	Якутия
Самолазовский	714	10 600	Якутия
Юрский	223	3 200	Якутия
Подголецный	325	3 900	Якутия
Поиск	490	200	Алтайский край
Сининда	321	7 500	Бурятия
Всего	7 403	69 104	20 000
Запасы с учетом проектов развития		285 000	
<i>Олово, запасы и производство в тоннах</i>			
Солнечный	1 224	32 500	Хабаровский край
Правоурмийский	1 242	58 900	Хабаровский край
Всего	2 466	91 400	16 000
Запасы с учетом проектов развития		412 000	

Источник: Селигдар

@alfa_invest 

Рост добычи золота должны обеспечить два проекта: запущенное на днях Хвойное с мощностью 2,5 т золота в год и Кючус с мощностью 10 т. Правда Хвойное принадлежит Селигдару только на 40%, а Кючус — инфраструктурно и технологически очень сложный проект, и доля в нём составляет 51%.

С возможностью заработать на росте золота тоже возникают вопросы: 57% долга, или 61 млрд руб. номинированы в золоте и серебре. При росте цен на золото увеличивается не только выручка, но и долг.

Выручка от продажи золота в прошлом году составила 52 млрд руб. Если цены на золото вырастут на 10%, выручка при стабильных объёмах производства вырастет также на 10%, или 5,2 млрд руб.

Есть ли дисконт
Селигдар не растёт вместе с ценами на золото. За последние три года акции Селигдара подскочили на 36% при том, что золото в рублях выросло в 2,7 раза, акции Полюса — на 146%, Индекс МосБиржи — на 30%.

Если цена на золото и курс рубля до конца года не изменятся, мультипликатор P/E Селигдара будет 6,6, EV/EBITDA — 5,3. Дисконт к средним за последние 5 лет мультипликаторам Полюса составит 7–22%.

Мультипликаторы Селигдара, Полюса, ЮГК

EV/EBITDA	2020	2021	2022	2023	2024	Текущие	2025П
Селигдар	29,11	4,58	5,79	72,66	29,17	8,44	5,33
Полюс	11,18	7,63	7,13	6,99	2,03	-0,51	
ЮГК						6,0	

P/E	2020	2021	2022	2023	2024	Текущие	2025П
Селигдар	8762,63	4,85	9,12	-5,92	-3,72	21,7	6,57
Полюс	17,25	10,32	9,07	8,05	3,73	1,88	
ЮГК						15,34	

Источник: Cbonds, Альфа-Инвестиции

@alfa_invest



Точка роста 1: Хвойное

Хвойное было запущено 22 июля 2025 года, инвестиции составили 15 млрд руб., с учётом сопутствующей инфраструктуры — 30 млрд руб. В этом году месторождение должно дать 250 кг золота, в 2026 году — 1000 кг и в 2027 году выйти на проектную мощность 2500 кг.

При цене золота \$3300 за унцию Селигдар будет получать прибыль от Хвойного в размере 2,7 млрд руб. в год после выхода на проектную мощность. Прирост производства и EBITDA составит около 13%.

Кроме того, в 2024 году Селигдар предоставил Хвойному заём на 9,1 млрд руб. Проценты по займу также отражаются в доходах Селигдара и в этом году составят около 2 млрд руб.

Точка роста 2: Кючус

Кючус — крупный объект мирового уровня с потенциальными запасами 250 т золота. Текущие балансовые запасы оцениваются в 175 т при высоком содержании золота в руде 7,09 г/т. Проект долго не мог найти своего недропользователя — это сложные упорные (сульфидные) руды с содержанием токсичных примесей и отсутствием инфраструктуры.

В 2021 году Кючус был куплен Селигдаром за 7,7 млрд руб.

Реализация проекта осложняется отсутствием у Селигдара опыта работы с упорными рудами и крупными проектами. Запасы месторождений, которые разрабатывает Селигдар, не превышали 50 т золота, а их руды, в отличие от Кючуса, не требовали сложных технологий.

Насколько прибыльным будет Кючус, покажет технико-экономическое обоснование (ТЭО), сроки подготовки которого Селигдар отложил на I квартал 2026 года.

В апреле 2024 года РБК писал со ссылкой на презентацию Селигдара, что без налоговых льгот проект был убыточным с IRR 11,3%. Однако неизвестно, по какой цене золота рассчитаны эти показатели. В 2021 году председатель Союза золотопромышленников РФ Сергей Кашуба оценивал IRR проекта в 12% при цене на золото \$1400 за унцию. Текущие цены существенно улучшают окупаемость: если при цене \$1400 за унцию проект даёт IRR 12%, то при \$2500 IRR будет 42%, а при \$3300 — уже 77%.

Союз золотопромышленников оценивал инвестиции в проект в \$1,2–1,5 млрд. По предварительной оценке Селигдара от марта 2022 года, капложения составят \$240–375 млн с оговоркой, что из-за удалённости затраты могут оказаться выше. Скорее всего, так и будет, так как в три раза меньшее Хвойное обошлось в 30 млрд руб. с учётом инфраструктуры.

Сроки и бюджеты таких масштабных проектов часто существенно отклоняются от планов. В 2020 году инвестиции в Хвойное Селигдар оценивал в 6,9 млрд руб., ввод в эксплуатацию планировался в 2023 году. В итоге производство было запущено в середине 2025 года с общим объёмом инвестиций 15 млрд руб.

Олово

Помимо золота, компания добывает олово. Этот сегмент малорентабельный при текущих ценах, его доля в выручке 12% или 7,5 млрд руб., ~~EBITDA~~ — 3% или 692 млн руб. Ключевой проект развития — Пыркакайские штокерки на Чукотке с запасами 243 тыс. т олова и 16 тыс. т триоксида вольфрама. Выход на проектную мощность намечен на 2031–2032 годы, сейчас идёт разработка ТЭО. Проект крупный, но капиталоемкий, труднодоступный и с низкой концентрацией олова в руде. В 2009–2016 годах развигать месторождение пыталась Millhouse Романа Абрамовича, но отказалась от лицензии.

Финансовые показатели

Производственные и финансовые показатели Селигдара

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025П
Производство золота, кг	6 014	6 561	7 018	7 218	7 563	8 300	7 600	7 850
AISC, долл на унцию	731	775	991	852	1 094	1 225	1 343	1 424
EBITDA, млрд руб.	6,4	9,4	14,5	19,2	11,8	18,6	23,6	26,4
Чистая прибыль, млрд руб.	0,7	2,1	0,0	10,4	4,1	-11,5	-12,8	7,8
Долг, млрд руб.	19,4	24,9	40,7	39,0	58,5	58,8	89,9	105,7
Денежные средства, млрд руб.	2,4	0,7	3,6	0,7	18,7	10,3	8,5	16,5
Чистый долг/EBITDA	2,7	2,6	2,6	2,0	3,4	2,6	3,5	3,4
Капзатраты, млрд руб.	2,5	3,7	5,1	9,9	23,0	12,6	12,0	15,0

Источник: Селигдар, прогноз Альфа-Инвестиции

@alfa_invest



Показатель Чистый долг / EBITDA достиг высокого уровня 3,5x. С учётом потребности в финансировании Кючуса и Пырकाкайских штокверков долг, вероятно, продолжит расти.

Убыток в 2023 и 2024 годах бумажный, это результат переоценки долга, номинированного в золоте и серебре.

Дивиденды

Дивидендная политика предполагает выплату не менее 30% прибыли при показателе Чистый долг / EBITDA менее 1x. При более высокой долговой нагрузке дивиденд снижается, а уровне более 3x — не выплачивается вовсе.

Однако по итогам 2024 и 2023 годов дивиденд был начислен, несмотря на полученный убыток. На прошедшем Дне инвестора была анонсирована новая дивидендная политика в ближайшие полгода-год.

Выводы

Основной драйвер роста акций — проект Кючус, ближайшим событием по которому станет подготовка ТЭО в начале 2026 года. Успешная отработка месторождения может

удвоить капитализацию компании

. Но есть существенные риски:

- Технологическая и организационная сложность ключевых проектов развития Кючуса и Пырकाкайских штокверков. Для более надёжной оценки акций Селигдара ждём ТЭО по обоим проектам.
- Высокий долг на уровне 3,5x EBITDA. Учитывая два крупных проекта в стадии развития, которые потребуют крупных инвестиций, долговая нагрузка будет расти.
- Дисконт по мультипликаторам к лидеру отрасли небольшой — не более 20%.

Дарья Фёдорова, инвестиционный аналитик

Альфа-Инвестиции