

Петропавловск: акционеры конфликтуют, продажи растут

13 июля 2020г.



ОЛМА брокер

Мы начинаем аналитическое покрытие компании Петропавловск (Petropravlovsk plc) с рекомендации «ПОКУПАТЬ» обыкновенные акции с целевой ценой 47.0 руб., определенной методом сравнительного анализа.

1. О компании

Petropravlovsk plc – зарегистрированная в Великобритании корпорация с золотодобывающими активами в Амурской обл. РФ. Компания основана в 1994г. Павлом Масловским и Питером Хамбро, основные месторождения (Пионер, Маломыр, Албын) были приобретены в 2001-2005гг. на стадии greenfield, в настоящее время Петропавловск входит в тройку крупнейших компаний РФ по запасам и объемам производства золота.

В 2002г. акции компании были допущены к торгам на Лондонской фондовой бирже (в секции AIM), с 25.06.20 торгуются на Московской бирже с расчетами в рублях под тикером POGR. Акционерный капитал Петропавловска разделен между большим количеством акционеров, ни у одного из которых нет контрольной доли. Максимальный пакет акций (22.4%) находится во владении группы Южуралзолото, которая контролирует еще примерно 6% акций Петропавловска через финансовые инструменты (подробные данные доступны по [ссылке](#)).

В июне текущего года собрание акционеров Петропавловска утвердило обновленный состав совета директоров, в который не вошли некоторые из независимых директоров и один из основателей компании, ее генеральный директор П. Масловский. В ответ фонд Everest Alliance обратился в суд с намерением оспорить легитимность состава совета директоров. В настоящее время Лондонским судом введены ограничения на действия совета директоров, окончательный вердикт ожидается в кратчайшие сроки.

Наблюдаемый конфликт между акционерами – не первый в истории Петропавловска, но все предыдущие противостояния между группами акционеров не помешали компании за прошедшие три года увеличить объемы производства, повысить технологическую оснащенность производственных мощностей и улучшить финансовые показатели. Мы полагаем, что текущий дисконт в оценке Петропавловска рынком по отношению к ближайшим аналогам лишь частично может быть оправдан рисками, связанными с корпоративным конфликтом. По нашему мнению, инвесторы с высокой готовностью к принятию риска имеют хорошую возможность для включения акций Петропавловска в долгосрочный портфель при условии соблюдения надлежащих ограничений на долю эмитента в портфеле.

Тикеры: POG LN, POGR RX

Целевая цена (ao): 47.0 руб.

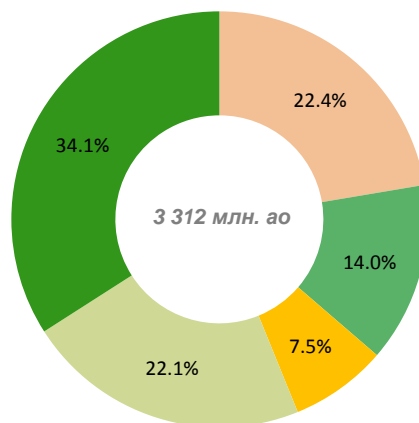
Потенциал роста: 83%

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Динамика цены акций на LSE (в GBP)



Акционерный капитал (доли владения)::



- ГК Южуралзолото
- Prosperity Capital Management
- EVEREST ALLIANCE ltd
- Фонды с долями от 2% до 5%
- Прочие миноритарии

Источники: Bloomberg, данные компании

2. Производство и ресурсная база

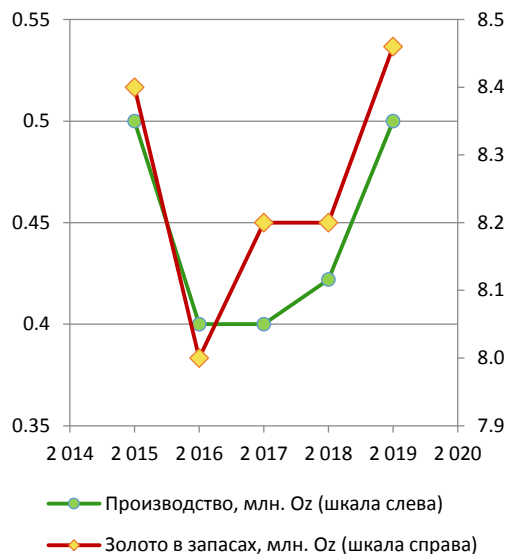
Петропавловск ведет разработку золоторудных месторождений в Амурской области РФ преимущественно открытым способом. Запасы компании имеют сравнительно низкое содержание золота в расчете на тонну руды, что ставит Петропавловск на третье место в РФ по объему запасов (доказанные+вероятные) в пересчете на чистое золото. В портфель активов Петропавловска входит Покровский автоклавно-гидрометаллургический комбинат (АГК), позволяющий вести переработку упорных золотосодержащих руд по технологии автоклавного окисления (РОХ – Pressure Oxidation). Проект РОХ-hub стартовал в 2011г., комбинат начал работу в 2018г. после ввода флотационной установки на месторождении Маломир. Запуск флотационной установки на месторождении Пионер для переработки упорных руд на Покровском АГК планируется в 4-м квартале 2020г. Технология РОХ реализована лишь на двух предприятиях в РФ (второй РОХ-hub принадлежит Полиметаллу).

Схема расположения производственных мощностей:



Источник: petropavlovsk.net

Динамика запасов и объемов производства:



Петропавловск - запасы по состоянию на 31.12.2019 (JORC):

Месторождение	Доказанные запасы, млн. тонн руды	Всего запасы, млн. тонн руды	Доля упорной руды в запасах	Содержание золота в запасах, г/т	Запасы в млн. унций золота
Маломир	18.8	102.0	99%	0.93	3.04
Пионер	21.5	93.9	77%	0.90	2.72
Албын	12.9	78.5	31%	0.99	2.50
Всего	55.3	278.6	71%	0.94	8.46

Источник: данные компании

Сравнение с ближайшими аналогами:

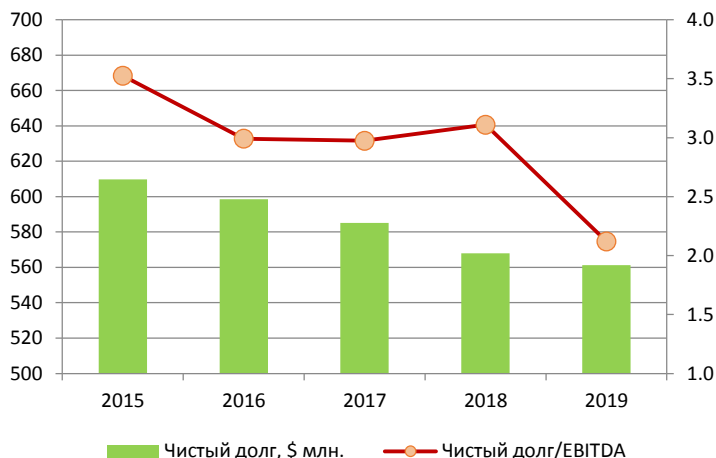
Компания	Тикер	Запасы, млн. унций 3.Э.	Содержание металла в запасах, г/т 3.Э.	Производство, млн. Oz 3.Э.	Средний срок службы рудника
Полюс	PLZL	61	1.8	2.84	21
Полиметалл	POLY	25.2	3.7	1.61	16
Петропавловск	POGR	8.5	0.94	0.52	18
Селигдар	SELG	3.4	2,1	0.21	н.д.

Источник: данные компаний, Bloomberg

3. Финансовые показатели

В 2019 году Петропавловск увеличил выручку на 48%, основными факторами роста стали увеличение физических объемов производства и продаж и рост средней цены реализации золота. Последний фактор, по нашему мнению, останется в силе и в текущем году. Так, средняя цена золота на рынке спот за первое полугодие текущего года составила \$1648/Oz – на 18% выше средней цены за прошедший год, текущая цена находится вблизи \$1800/Oz, консенсус-прогноз Bloomberg подразумевает среднюю цену по итогам 2020г. \$1670/Oz. Мы ожидаем, что рост выручки, снижение CAPEX и сокращение долговой нагрузки позволят компании реализовать потенциал создания добавленной стоимости для акционеров уже по итогам текущего года.

Динамика долговой нагрузки:



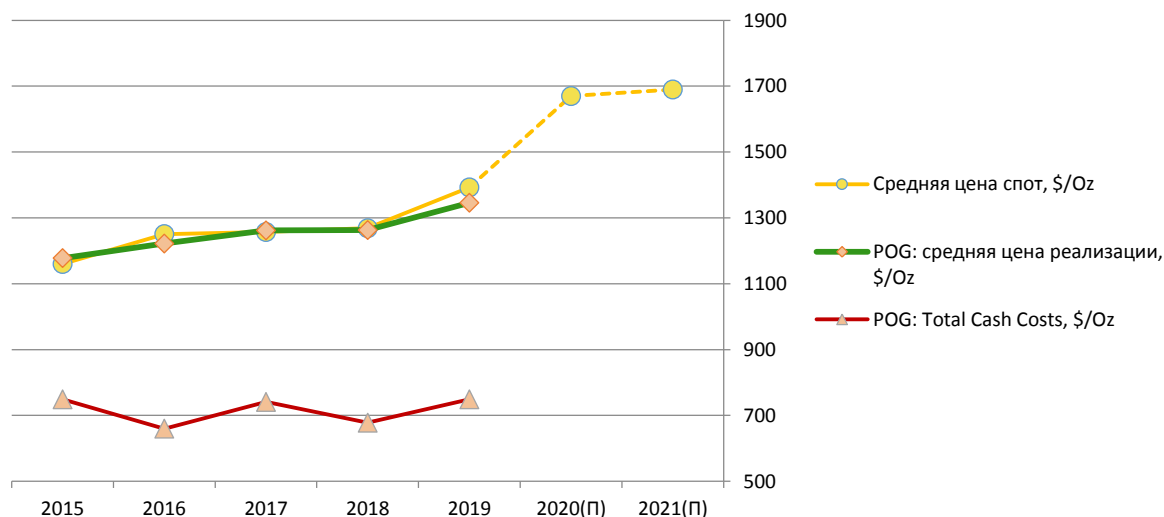
Источники: данные компании, оценки ИФ «ОЛМА»

Петропавловск – основные фин. показатели:

Период	Выручка (\$ млн.)	EBITDA (\$ млн.)	Чистая прибыль (\$ млн.)	Чистый долг (\$ млн.)	Объем продаж (млн. Oz З.Э.)	Средняя цена реализации (\$/Oz)
2020г. (наш прогноз)	1035.4	362.4	41.4	561.3	0.62	1670
2019г.	741.6	264.8	26.9	561.3	0.51	1346
2018г.	499.8	182.7	24.5	568	0.37	1263
2017г.	587.4	196.8	41.5	585.1	0.4	1262
2016г.	540.7	200.1	31.7	598.6	0.4	1222
2015г.	599.9	173	-190.2	609.8	0.5	1178

Источник: данные компании, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

Динамика цен и издержек:



Источник: данные компании, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

4. Сравнение с сектором и оценка справедливой стоимости

В целях получения оценки справедливой стоимости компании мы сравнили Петропавловск с ближайшими российскими аналогами, а также с мировыми золотодобывающими компаниями (три и 16 компаний соответственно). Оценки по итогам сравнения с двумя группами аналогов вошли в финальную оценку с равными весами (50%). Оценка проводилась по пяти сравнительным мультипликаторам (см. таблицы ниже), к оценкам мы применили дисконт 25% (российские аналоги) и 35% (мировых аналоги), отражающий различие между Петропавловском и компаниями-аналогами в масштабах производства, капитализации и ликвидности акций, а также риски, связанные с корпоративным управлением. В оценке мы использовали финансовые показатели за 2019 год, считая такой подход консервативным (оценка не учитывает ожидаемый рост финансовых показателей по итогам текущего года).

Петропавловск и ближайшие российские аналоги:

Компания	Тикер	МСар, млрд. руб.	EV/S	EV/EBITDA	P/E	EV/объем производства	EV/запасы
Полюс	PLZL	1 769	7.6	11.4	17.2	5.4	0.25
Полиметалл	POLY	676	5.3	12.7	21.8	3.7	0.24
Селигдар	SELG	26	2.3	7.0	10.7	1.8	0.11
Среднее по аналогам		824	6.6	11.6	18.1	4.7	0.24
Петропавловск	POGR	85	2.5	7.0	51.1	1.9	0.12

Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

Оценка сравнительным методом:

	EV/S	EV/EBITDA	P/E	EV/объем производства	EV/запасы	Итого
Вес в оценке	20%	20%	20%	20%	20%	100%
Аналоги РФ	6.6	11.6	18.1	4.7	0.24	
Мировые аналоги	3.6	8.0	47.1	4.7	0.68	
Оценка МСар POGR (млрд. руб.)						
Аналоги РФ (дисконт 25%)	209	123	23	198	171	145
Мировые аналоги (дисконт 35%)	89	67	51	174	452	166
Среднее (РФ+мир)	149	95	37	186	312	156
В расчете на акцию, руб.	45.0	28.6	11.1	56.1	94.1	47.0
Потенциал роста	75%	12%	-57%	112%	267%	83%

Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

Наша финальная оценка справедливой стоимости Петропавловска составляет 155 696 млн. руб. или 47.0 руб. в расчете на акцию, что подразумевает потенциал роста 83% по отношению к текущей цене на Московской бирже. Мы считаем потенциал роста достаточным, чтобы оправдать включение акций компании в долгосрочный портфель (даже с учетом рисков, связанных с корпоративным конфликтом), и рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Петропавловска.

Заметим, что оценка доказанных запасов Петропавловска по текущей цене золота (spot) составляет 176 млрд. руб. или 53.2 руб. в расчете на акцию.



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИРМА «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-133-2685
www.olma.ru

Управление торговых операций

Николай Григорьев
Тел: 7 (495) 174-7841, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Антон Манаев
Тел: +7 (495) 174-7841, доб. 1194
E-mail: manaev@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 174-7841, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев, CFA
Тел: +7 (495) 174-7841, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Управление инвестиционного консультирования

Андрей Карпов
Тел: +7 (495) 174-7841, доб. 1608
E-mail: akarпов@olma.ru

Алексей Черемисин
Тел: +7 (495) 174-7841, доб. 1268
E-mail: cheremisin_av@olma.ru

© 2020 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».