



# GV Gold – IPO

25 марта 2021

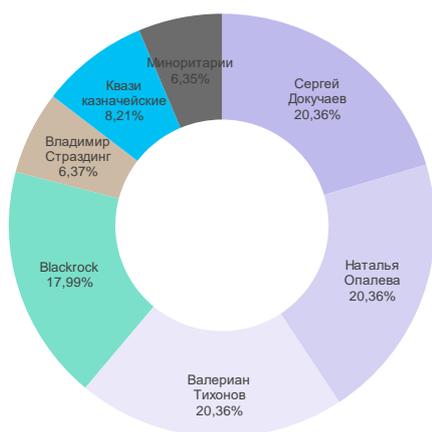
GV Gold	
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Диапазон цены акций (IPO)	₽1 650-2 050
Капитализации (IPO)	₽90,7-112,7 млрд

## Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2019	2020	2021П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, \$ млн	335	471	548
Выручка, г/г	-7,5%	40,6%	16,3%
EBITDA, \$ млн	120	248	282
EBITDA, г/г	-27,3%	106,7%	13,8%
Чистая прибыль, \$ млн	72	141	186
Чистая прибыль, г/г	-12,1%	96,7%	32,5%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность EBITDA	35,8%	52,7%	51,5%
Чистый долг / EBITDA	1,6x	0,8x	0,7x
P/E (по нижней границе)	16,9x	8,6x	6,5x
EV/EBITDA (по нижн. гран.)	11,6x	5,6x	4,9x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, руб.	42	126	152
Дох-ть (по нижней гран.)	2,6%	7,6%	9,2%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 1. Структура акционеров GV Gold



Источники: Данные компании, расчеты Открытие Research

- GV Gold – динамично развивающаяся компания, входящая в ТОП-10 крупнейших российских золотодобытчиков. За последние 5 лет компания увеличила объем производства золота практически в два раза до 272 тыс. унций в год, а в следующие 5 лет до 2025 года планируется, что добыча перешагнет рубеж в 400 тыс. унций.
- Общие денежные затраты (ТСС) GV Gold сегодня чуть ниже средних по индустрии. В прошлом году показатель сократился на 4%, до \$694/унция, и в перспективе компания планирует его дальнейшее снижение за счет увеличения добычи на более эффективных проектах.
- На сегодняшний день леверидж GV Gold составляет менее 1,0x, что позволяет компании платить акционерам максимальные дивиденды в размере 40% от EBITDA. При сохранении сегодняшних цен на золото выплаты по итогам 2021 года составят более 150 руб. на акцию, что потенциально делает акции компании привлекательной дивидендной историей.
- Сравнительная оценка GV Gold с учетом имеющихся производственных планов и стабильных цен на золото дает основания говорить о том, что покупка акций компании в нижней половине диапазона оценки организаторами IPO может быть интересной долгосрочной инвестиционной идеей.

## О компании

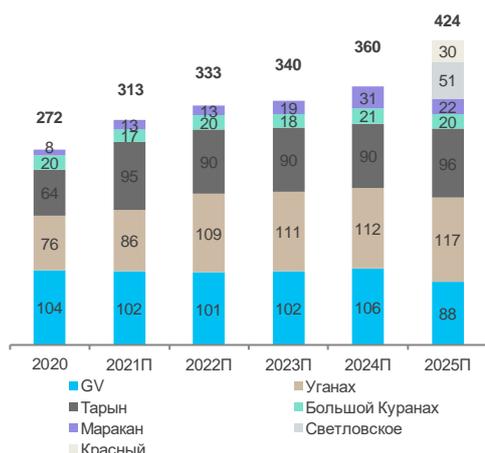
ПАО «Высочайший» (GV Gold) – динамично развивающаяся золотодобывающая компания, ведущая операционную и геологоразведочную деятельность в Иркутской области и Республике Саха (Якутия). Компания была основана в 1998 г. и входит в ТОП-10 крупнейших российских золотодобытчиков. По итогам 2020 г. на активах компании произведено 272 тыс. унций золота против 260 тыс. унций золота в 2019 г.

Сегодня GV Gold ведет отработку четырех месторождений открытым способом (GV, «Маракан», «Уганах» и «Тарын»), а также имеет одну бизнес-единицу («Большой Куранах»), занимающуюся добычей россыпного золота. В 2025 году компания также планирует запустить производство на двух новых проектах «Светловское» и «Красный» в Иркутской области (см. диаграмму 2).

Компания обладает обширной сырьевой базой. По состоянию на конец 2020 года доказанные и вероятные запасы по стандартам JORC составляют 5,3 млн унций со средним содержанием золота 1,2 г/т, ресурсы - 10,8 млн унций. Срок отработки запасов на основании объемов производства 2020г. составляет 19 лет. При этом компания в совокупности владеет 34 лицензиями в регионах присутствия, более половины которых пока даже не поставлены на баланс JORC.

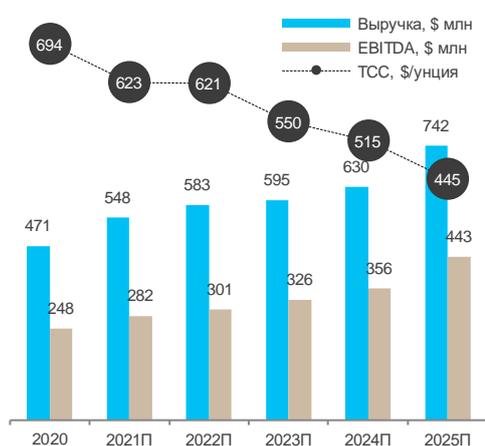
Компания контролируется своими основателями – Сергеем Докучаевым, Натальей Опалевой и Валерианом Тихоновым, каждый из которых владеет по 20,36% акций. Крупным миноритарием GV Gold является глобальный управляющий активами BlackRock, владеющий через два дочерних фонда 17,99% акций компании. (см. диаграмму 1).

Диаграмма 2. Производство золота GV Gold



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 3. Прогнозы основных финансовых результатов GV Gold (при неизменных ценах на золото)



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Таблица 1. Сравнительная оценка стоимости

	MCap, \$ млн	EV/EBITDA	
		2020	2021П
Полюс	24 783	8,2	7,1
Polymetal	9 320	6,4	5,9
Petropavlovsk	1 343	5,6	4,4
<b>Среднее</b>		<b>6,7</b>	<b>5,8</b>
Newmont Mining	48 159	9,8	6,6
Barrick Gold	35 664	6,1	6,0
Newcrest Mining	26 868	8,7	6,9
Agnico Eagle	14 349	10,5	6,9
Anglogold Ashanti	8 414	4,5	3,7
Kinross Gold	8 382	3,4	4,0
Gold Fields	8 040	3,9	3,7
Yamana Gold	4 297	5,6	4,8
Harmony Gold	2 505	9,4	2,6
Centerra Gold	2 573	2,7	2,2
<b>Среднее</b>		<b>6,5</b>	<b>4,7</b>
GV Gold EBITDA	\$ млн	248	282
GV Gold EV	\$ млн	1 636	1 489
Капитализация	\$ млн	1 455	1 307
<b>Цена акции, P</b>		<b>1 985</b>	<b>1 783</b>

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

## Финансовые показатели и перспективы

GV Gold за последние 5 лет увеличила объем производства практически в два раза. В текущем году компания планирует увеличить показатель еще на 15%, а по итогам 2025 года перешагнуть рубеж в 400 тыс. унций. Высокие темпы роста бизнеса выгодно отличают компанию от коллег по отрасли, у которых в большинстве случаев добыча стагнирует. На ближайшие годы основной прирост добычи запланирован именно на 2025 год, когда GV Gold запустит два новых проекта «Светловское» и «Красный» (см. диаграмму 2). Запуск новых проектов станет драйвером роста выручки компании.

Если говорить про текущие общие денежные затраты на производство (TCC), то в целом для GV Gold они чуть ниже средних для отечественных аналогов показателей. В прошлом году показатель TCC сократился на 4%, до \$694/унция. В перспективе компания планирует его дальнейшее снижение за счет увеличения добычи на более эффективных проектах (см. диаграмму 3).

Выручка GV Gold в 2020 г. достигла \$471 млн против \$335 млн годом ранее, скорректированная EBITDA за год более чем удвоилась, составив \$248 млн при маржинальности на уровне 53%. Соотношение чистого долга к скорректированной EBITDA на конец 2020 г. составило всего 0,8x. При этом в долгосрочной перспективе компания сохраняет консервативный подход к уровню долговой нагрузки и планирует удерживать соотношение «чистый долг/EBITDA» в пределах 1,5x.

GV Gold четко придерживается принятой ранее дивидендной политики, в рамках которой осуществляет ежеквартальные выплаты акционерам в размере: 1) 40% от EBITDA, если левеидж составляет не более 1,5x; 2) 30% от EBITDA, если левеидж выше 1,5x, но не выше 2,5x; 3) до 20% EBITDA, если левеидж превышает 2,5x и не превышает 4,0x.

По нашим оценкам, при сохранении текущих цен на золото, финансовые результаты GV Gold за 2021 и 2022 годы окажутся близкими друг к другу. Рост EBITDA может начать ускоряться только в 2023 году на фоне снижения TCC. Но прогнозировать на столь отдаленную перспективу непросто в первую очередь за счет высокой неопределенности относительно цен на золото.

При сохранении текущей конъюнктуры на рынке золота, свободного денежного потока (CFO) хватит компании в ближайшие годы как на дивиденды, так и на инвестиции. Так что увеличения долговой нагрузки в этом случае не предвидится, а потому выплаты акционерам составят максимальные 40% от EBITDA. В этом случае совокупные форвардные дивиденды за 2021 и 2022 годы составят не менее 150 руб. на акцию.

## IPO и оценка стоимости

В настоящий момент GV Gold проводит IPO на «Московской бирже». Книга заявок открыта с 23 по 29 марта. Окончательный прайсинг ожидается 30 марта. Акции GV Gold, согласно сообщению МосБиржи, будут допущены к торгам 1 апреля. Ценовой диапазон в рамках IPO установлен на уровне 1650-2 050 рублей за акцию, что соответствует оценке капитализации всей компании в размере 90,7-112,7 млрд рублей.

Продающими акционерами станут основатели компании Сергей Докучаев, Наталия Опалева, Валериан Тихонов, а также фонды группы Blackrock и Сергей Васильев (один из миноритариев с долей 0,9%). Сама компания не будет продавать акции и не получит средств, привлеченных в рамках IPO.

Ожидается, что совокупный объем предложения составит приблизительно 37% акций. Впрочем, стабилизирующий менеджер, Goldman Sachs, может выкупить до 13% от предложения, и тогда объем сделки сократится примерно до 32%.

Lock-up период после сделки составит 180 дней для всех текущих акционеров и 360 дней для менеджмента.

Для оценки стоимости GV Gold сравним ее с российскими и глобальными конкурентами (см. таблицу 1). Формальная оценка по мультипликатору EV/EBITDA дает диапазон 1 783 – 1 985 руб. за акцию. Однако, если учесть тот факт, что менее крупные золотодобывающие компании традиционно тяготеют к более низким мультипликаторам, мы полагаем более аккуратной по отношению к GV Gold нижнюю оценку (1783 руб. за акцию). Ожидаемая дивидендная доходность акций по данной оценке составит 8,4%.

### Риски

- Возможная коррекция в ценах на золото является главным риском инвестиции в акции GV Gold.
- Компания может не выполнить производственные планы по увеличению добычи, что также негативно скажется на перспективах роста цены акций.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе **«Ваш финансовый аналитик»** <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>

Otkritie © 2021

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Николай Власов

Ведущий аналитик, долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования