



Российские облигации / Добыча драгметаллов

«СЕЛИГДАР»

Идея к первичному размещению

BUY

ПАО «Селигдар»	
Номер эмиссии	001P-01
Дата сбора заявок	27.10.2022
Планируемый объем	3 млрд руб.
Номинал	1 000 руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Нет
Ориентир по дюрации	2,65 года
Амортизация	нет
Ориентир по доходности	G-curve на сроке 3 года + не более 325-350 б.п.
Периодичность купона	182 дня
Организаторы	Газпромбанк, МКБ, РСХБ

Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Инвестиционный горизонт	2 года
Рекомендуемая доля выпуска в портфеле	до 10%

Кредитные рейтинги эмитента (дата релиза)

Эксперт РА	НКР	НРА
ruA+, стаб.	A+, стаб.	AA- ru , стаб.
03.12.2021	06.12.2021	02.12.2021

Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчётный период	2019	2020	2021	LTM 1П22
Финансовые показатели, млн руб.				
Выручка	22,1	33,3	35,6	35,9
ЕБИТДА	9,4	14,5	19,2	18,7
Чистые процентные расходы	-1,4	-2,0	-1,8	-1,9
Чистая прибыль	2,1	0,0	10,4	17,3
Общий долг	26,1	41,5	39,9	49,1
в т.ч. заем в золоте	24,2	37,5	38,5	28,6
долг от связ. сторон	0,0	3,7	3,7	2,7
Чистый долг	25,4	38,0	39,2	45,4
Скorr. чистый долг*	1,2	-3,2	-3,0	14,1
Краткосрочный долг	0,6	2,3	6,2	12,1
Скorr. краткосрочный долг*	0,6	0,5	0,3	5,4
Денежные средства	0,7	3,6	0,7	3,7
Запасы	16,7	17,4	26,0	34,7
Капитал	21,3	23,1	31,5	37,7
Активы	57,7	75,4	85,3	106,9

Кoeffициенты и долговые метрики

Рентабельность ЕБИТДА	42,6%	43,5%	54,0%	52,1%
Чистый долг / ЕБИТДА	2,7x	2,6x	2,0x	2,4x
Скorr. чистый долг / ЕБИТДА	0,1x	-0,2x	-0,2x	0,8x
ЕБИТДА/процентные расходы	7,0x	7,1x	10,5x	9,8x
Ден. средства / Скorr. краткоср. долг	129,7%	673,0%	197,3%	68,8%
Достаточность капитала	36,9%	30,6%	36,9%	35,3%

Прим: * - без учета займа в золоте и долга от связанных сторон
Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

- Предлагаем принять участие в первичном размещении облигаций «Селигдар». Привлекательность выпуска обеспечивают как высокое кредитное качество эмитента, так и предлагаемая премия к облигациям сопоставимой дюрации и кредитного рейтинга, которая по нашим расчётам превышает 100 б.п.
- ПАО «Селигдар» — один из ведущих золотодобывающих холдингов России и крупнейший в стране производитель рудного олова. Входит в топ-10 золотодобывающих компаний России и в топ-5 российских компаний по объёму запасов золота. На долю Селигдара приходится более 90% производства олова в России, а по объёму запасов олова холдинг входит в топ-5 мировых компаний.
- У компании высокие кредитные рейтинги (A+ от «Эксперт РА» и НКР, AA- от «НРА») и хорошие долговые метрики. 58% совокупного долга приходится на долгосрочный заем в золоте — погашение этого долга и процентов по нему осуществляется продукцией компании, что естественным образом хеджирует валютный и ценовой риски.
- Высокая рентабельность бизнеса и продуктовая диверсификация выручки: в I полугодии 2022 г. примерно 67% выручки обеспечил золотой дивизион и 33% — оловянный. Рентабельность ЕБИТДА обоих дивизионов достаточно близка: 50% по золоту и 48% по олову.
- Ориентир организаторов по доходности в размере значения g-curve на сроке 3 года + не более 325–350 б.п. по состоянию на 24 октября транслируется в доходность 11,59–11,84% годовых. Справедливую доходность займа оцениваем на уровне порядка 10,70–11% годовых.

О Компании

ПАО «Селигдар» — один из ведущих золотодобывающих холдингов России. В его структуре два дивизиона: золото- и оловодобывающий. Активы компании расположены в шести регионах страны, месторождения характеризуются хорошей транспортной доступностью. Текущей ресурсной базы достаточно на 15 лет работы. Также у компании есть совместный с государственной Атомредметзолото (входит в Росатом) проект по разработке золотоуранового месторождения «Лунное».

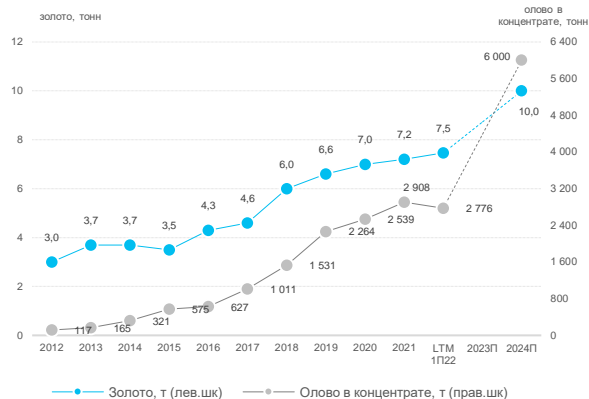
ПАО «Селигдар» — публичная компания, акции которой обращаются на Московской бирже. Ключевыми бенефициарами компании являются акционеры инвестиционной группы «Русские фонды» и менеджмент ПАО «Селигдар», free-float составляет 26%.

Итоги 1 полугодия 2022 года по МСФО

Полугодовая выручка увеличилась г/г на 2,4% до 11,6 млрд руб.: падение выручки золотого дивизиона на 11,1% до 7,7 млрд руб. было компенсировано ростом выручки оловянного дивизиона на 47,1% до 3,8 млрд руб. Полугодовая ЕБИТДА сократилась г/г на 8,7% до 5,7 млрд руб. — ЕБИТДА золотого дивизиона снизилась на 19,8%, а оловянного — выросла на 32,9% г/г. Чистая прибыль за полугодие составила 10,7 млрд руб. — рост на 184,5% г/г. Значительная часть прибыли обусловлена прибылью от курсовых разниц (10,3 млрд руб.) — так как существенная часть долга компании предоставлена займом в золоте, поэтому снижение рублёвых цен на золото приводит к переоценке и снижению долга.

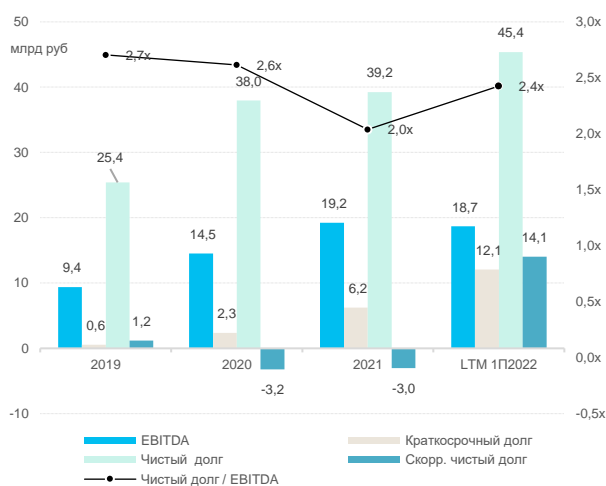
Соотношение чистого долга к ЕБИТДА LTM, по нашим оценкам, увеличилось за полугодие с 2,0x до 2,4x. Примерно 58% совокупного долга, в том числе 55% краткосрочного долга, приходится на заём в золоте, который погашается золотом собственного производства. Денежные средства на балансе компании покрывают 69% краткосрочного финансового долга (без учета краткосрочных обязательств в золоте). Существенную поддержку ликвидности баланса оказывают значительные запасы в составе оборотных активов (34,7 млрд руб. или 32,5% валюты баланса), которые состоят из готового золота, золота на стадии

Основные производственные показатели: производство золота и олова в концентрате



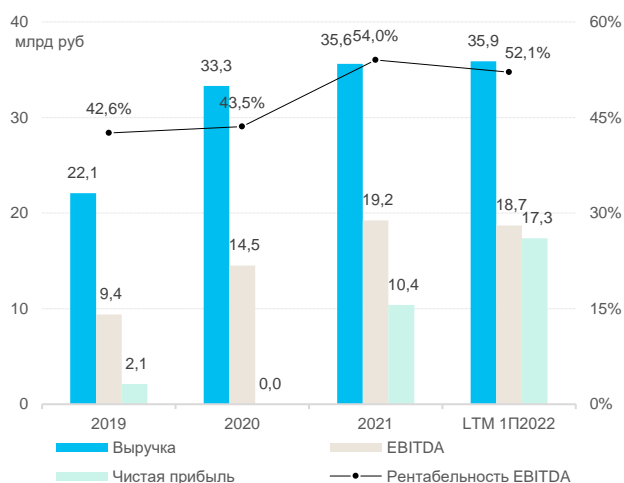
Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Основные долговые показатели, млрд руб.



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Основные финансовые показатели



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

переработки и рудных отвалов, т.е. могут быть преобразованы в ликвидную форму в достаточно короткие сроки.

Преимущества

- **Высокая рентабельность бизнеса и продуктовая диверсификация выручки.** У компании два дивизиона: золотой и оловянный, на которые приходится 67% и 33% выручки и в I полугодии 2022 г. снижение выручки одного дивизиона компенсировалось ростом выручки другого. У дивизионов схожая рентабельность — 50% и 48% за I полугодие 2022 г. соответственно.
- **Диверсификация добывающих активов и технологии круглогодичной работы.** Компания ведёт добычу в 6 регионах России, на долю крупнейшего месторождения приходится не более 39% добычи золота. У месторождений хорошая транспортная доступность. Компания применяет технологию круглогодичного ручного выщелачивания золота, что значительно снижает сезонность производственного процесса.
- **Отсутствие зависимости от доступа к рынкам недружественных стран.** 75% продукции золотодобывающего дивизиона в 2022 реализовано на территории РФ (главным образом — банкам), 25% экспортировано в Китай, Турцию, Арабские Эмираты. 70% оловянных концентратов поставляется для дальнейшей переработки на НОК (Новосибирск), а 30% экспортируется, главным образом в Китай.
- **Значительная ресурсная база и перспективы роста добычи.** Текущие запасы составляют 277 т. золота и 399 тыс. т. олова — компания обеспечена запасами минимум на 15 лет работы. Компания планирует к 2024 г. увеличить производство золота с текущих 7,2 т до 10 т в год, а производства олова в концентрате с 2,9 тыс. т до 6 тыс. т.
- **Комфортная структура долга и уровень долговой нагрузки.** Совокупный долг компании на 30 июня 2022 г. составлял 49 млрд руб., из них 28,6 млрд руб. приходится на заём в золоте (погашается физическим металлом, т.е. собственной продукцией холдинга) и 2,7 млрд руб. — долг от связанных сторон. Соотношение чистого долга к EBITDA LTM на 30 июня 2022 г. составляет 2,4x, а соотношение скорректированного чистого долга (без учёта займа в золоте и долга от связанных сторон) к EBITDA — всего 0,8x.
- **Хорошие показатели ликвидности баланса.** Денежные средства покрывают почти 69% краткосрочного долга (без учёта займа в золоте). Поддержку ликвидности баланса оказывают существенные запасы в составе оборотных активов (на 34,7 млрд руб. или 32,5% валюты баланса) которые представлены готовым золотом, а также промежуточной продукцией, которая достаточно быстро может быть преобразована в готовое золото.

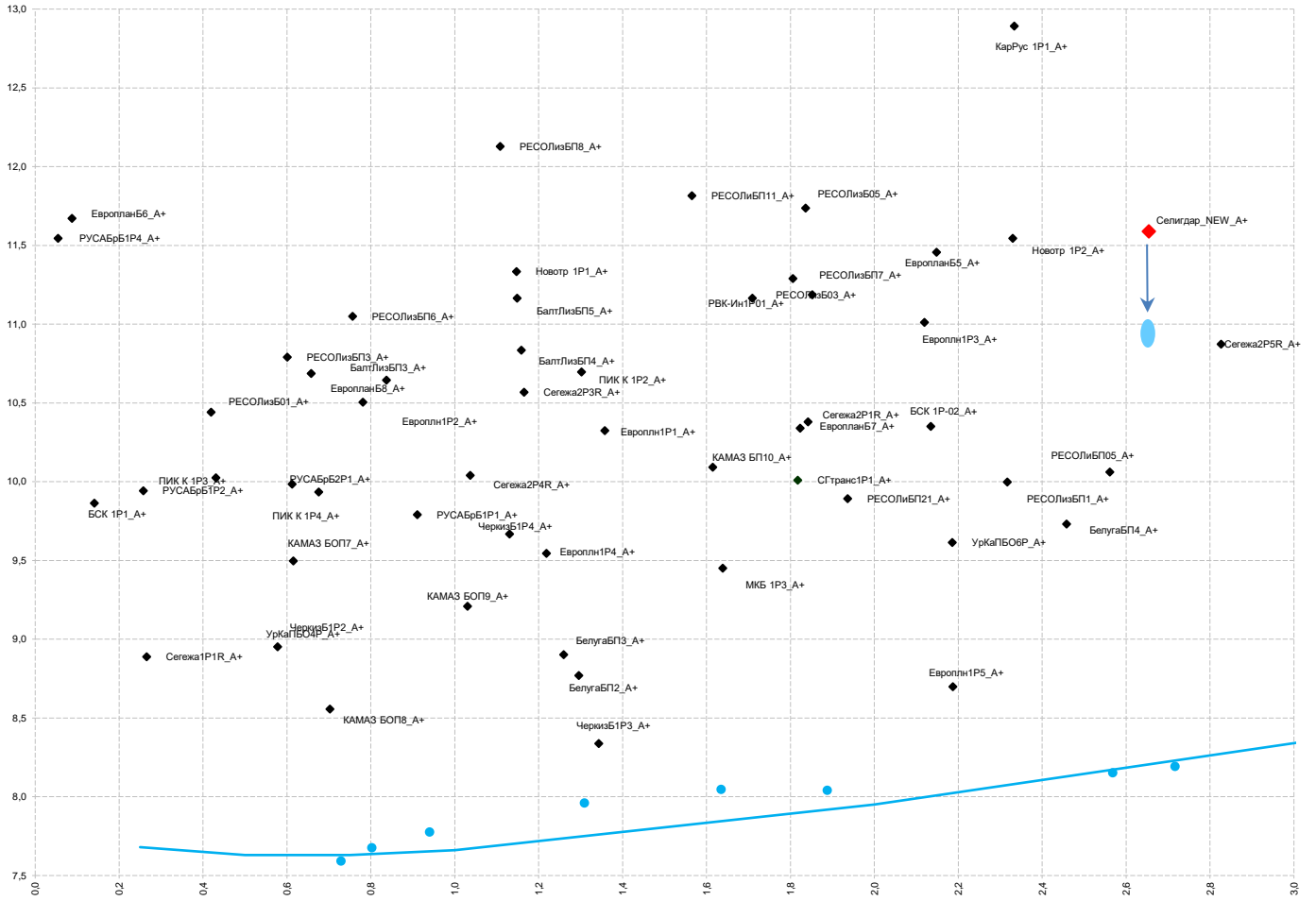
Риски

- **Крепкий рубль и ухудшение ценовой конъюнктуры на рынке золота и олова** в условиях роста себестоимости могут оказать давление на рентабельность бизнеса. В тоже время, снижение цен на золото приводит к снижению долга по займу в золоте, что положительно влияет на долговые метрики.

Оценка кредитных спредов и инвестиционный тезис

- Перспективы развития бизнеса компании выглядят привлекательными и достижимыми, кредитные метрики — достаточно крепкими и устойчивыми. Продуктовая диверсификация выручки и комфортная структура долга оказывают поддержку кредитному качеству компании.
- Ориентир организаторов по доходности в размере значения g-sigme на сроке 3 года + не более 325–350 б.п. по состоянию на 24 октября транслируется в доходность 11,59–11,84% годовых.
- По нашему мнению, выпуск предлагает премию порядка 80–180 б.п. к облигациям сопоставимой дюрацией и кредитным рейтингом, что обуславливает его привлекательность для участия в первичном размещении.

Карта доходностей рублевых облигаций с рейтингом на уровне «А+» на 24 октября 2022 г.



Источники: «МосБиржа», расчеты Открытие Research

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ОБЛИГАЦИЯМ

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации превышает средние значения для данного кредитного качества. В облигации есть факторы роста цен, способствующие ускоренной реализации потенциала в краткосрочном периоде.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации находится на уровне средних значений для данного кредитного качества. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность от инвестиций является не компенсирует инвестиционные риски. На динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>
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/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Открытие © 2022

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. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею 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 Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) 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), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. 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
vk.com/openbroker
fb.com/openbroker

Личные брокеры

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

Инвестиционные консультанты

<https://pb.open.ru/finance-capital/>
8 800 222-02-22

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

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

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российский рынок акций

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа дольгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, еврооблигации

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования