

ЗОЛОДОДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ РОССИИ

23 июля 2004

НОВАЯ ЗОЛОТАЯ ЖИЛА

Золотодобывающая промышленность России растет самыми быстрыми в мире темпами, и данным отчетом мы начинаем регулярный анализ этой отрасли. Многочисленные игроки спешат заполнить активы российских золотодобывающих компаний и приступить к производству этого драгоценного металла, и поэтому мы посвящаем отчет ведущим золотодобытчикам, специализирующимся на России, и компаниям из республик бывшего СССР.

Основное внимание в нашем обзоре уделяется таким лидерам отрасли, как Highland Gold, Peter Hambro и Celtic Resources, акции которых являются наиболее ликвидными. Хотя золото в России добывают многие другие компании, выбранная нами тройка представлена самыми крупными золотодобытчиками, которые специализируются на России. Кроме того, мы представляем вниманию потенциальных инвесторов ряд компаний, работающих в других странах, и несколько интересных примеров из республик бывшего СССР, включая государства Средней Азии.

По нашим оценкам, объем добычи золота в России в течение следующих пяти лет будет расти в среднем на 8.2% в год, в основном – за счет крупных игроков с высоким уровнем капитализации. Самым амбициозным из них является ГМК "Норильский никель", однако для этого гиганта золото считается побочным продуктом. Highland Gold, Peter Hambro и Celtic Resources намерены занять лидирующие позиции по добыче золота через несколько лет. Заметим, что в России себестоимость производства золота на 23% ниже среднемирового показателя.

Цены на золото служат основным критерием оценки стоимости компаний. Мы приняли консервативный подход, предположив, что в долгосрочной перспективе золото будет стоить \$360 за унцию, хотя сейчас оно торгуется на уровне \$400 за унцию. Наш прогноз соответствует средневзвешенному значению за последние 20 лет. Оценка отрасли может быть пересмотрена, если на рынке возобладает мнение, что цены на золото достигли нового долгосрочного средневзвешенного уровня подобно ценам на нефть, о чем часто говорится в последнее время.

Акции золотодобывающих компаний служат средством защиты от падения цен в условиях "медвежьего" рынка, поскольку корреляция между ценами на золото и общей динамикой рынка обычно бывает отрицательной. Представленные в отчете российские золотодобывающие компании обладают некоторыми особенностями, т.к. помимо способности выполнять роль инструмента защиты они обладают значительным потенциалом роста, хотя немалая его часть уже учтена рынком в текущих котировках.

Нашим фаворитом является компания Highland Gold, акции которой обладают потенциалом роста на 18%. Компания владеет крупными запасами золота и имеет четкий бизнес-план, который пока исправно выполняется. Следует обратить внимание также на компанию Trans-Siberian, которая находится в начале своего пути, но имеет привлекательные активы. Недавно AngloGold Ashanti приобрела 30% ее акций. Заслуживает упоминания только что отделившаяся от Camesco компания Centerra Gold, разрабатывающая Кумторский прииск в Кыргызстане. Celtic Resources, несомненно, также может увеличить объем добычи, но все зависит от сделки с АЛРОСА, российским партнером компании. Кроме того, на это потребуются несколько лет. Акции Peter Hambro, судя по текущим ценам, уже превысили уровень обоснованной оценки.

Фаворит – Highland Gold, Trans-Siberian и Centerra заслуживают внимания

По состоянию на 22.07.04	Тикер	Рекомендация	Цена, \$	Прогнозир. уемая цена, \$	Потенциал роста	Рын. кап., \$ млн.	Запасы, млн. унций	EV/запасы, \$/унция	Добыча, 2003, тыс. унций	Примечания
Highland Gold	HGM LN	Покупать	4.12	4.86	18%	493	7.69	78	194	Фаворит, партнер компании Barrick
Peter Hambro	POG LN	Продавать	7.58	5.87	-23%	561	2.73	217	149	Слишком дорогая компания, низкосортная руда
Celtic Resources	CER LN	Держать	7.15	6.75	-6%	358	3.26	116	31	Будущее зависит от сделки с АЛРОСА
Bema Gold	BAU LN	-	2.59	n/a	n/a	1032	3.05	346	225	Есть активы в России, ЮАР, Чили
Centerra Gold	CG CN	-	11.97	n/a	n/a	840	4.16	185	678	Крупный Кумторский прииск
Oxus Gold	OXS LN	-	0.98	n/a	n/a	219	3.26	67	0	Активы только в Средней Азии
High River Gold	HRG CN	-	1.13	n/a	n/a	123	1.65	115	118	Истощенные прииски
Trans-Siberian	TSG LN	-	2.37	n/a	n/a	108	1.80	27	0	Хорошие активы, партнер компании AngloGold

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены компанией Атон и предназначены исключительно для сведения клиентов. Компания "Атон" сотрудничает или ищет возможность организовать партнерские отношения с компаниями, упоминаемыми в данном отчете. Инвесторы должны рассматривать данное исследование лишь в качестве одного из факторов при принятии бизнес-решений. Другая важная информация, требующая раскрытия, представлена на последней странице отчета.

Аналитический отдел

Москва

Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (095) 777-8877, ext. 3120

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

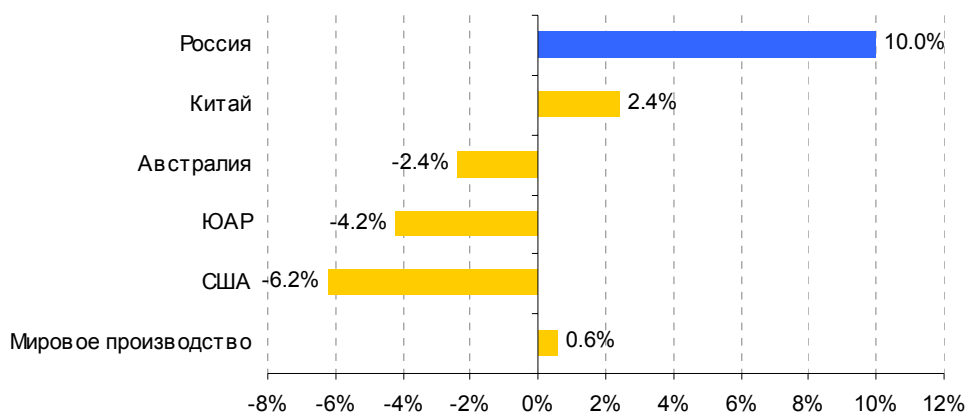
ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ РОССИИ: НОВАЯ ЗОЛОТАЯ ЖИЛА

До недавнего прошлого иностранные инвесторы не проявляли особого интереса к российской золотодобывающей промышленности из-за ее чрезмерной раздробленности и относительно устаревшей технологии добычи. Однако в результате недавней консолидации отрасли появились достаточно крупные компании, которые не остались незамеченными на рынке капитала. Благодаря нарастающему внедрению передовых технологий горнорудных работ добыча золота стала привлекать внимание как стратегических, так и портфельных инвесторов. Кроме того, в отличие от производителей стали и цветных металлов, золотодобывающим компаниям нужна помощь финансовых рынков для осуществления своих амбициозных планов, поэтому их управленческие команды стремятся обеспечить прозрачность финансовой отчетности, наладить отношения с инвесторами и увеличить ценность компании для акционеров. Хотя устойчивое повышение котировок, отмечавшееся в течение последних нескольких месяцев, является отражением роста интереса инвесторов, мы полагаем, что в некоторых случаях рынок еще не полностью учел возможности будущего роста в ценах акций.

Лидер роста на мировом рынке

Золотодобывающая промышленность России отличается сочетанием таких благоприятных факторов, как низкий уровень операционных затрат и огромные возможности роста добычи в будущем. На территории страны расположено несколько месторождений золота мирового уровня, в недрах которых скрыты крупные залежи руды высокого качества. Более того, на многих из них золото стало добываться совсем недавно, или начало добычи запланировано на ближайшее будущее. Такое положение резко отличается от состояния отрасли в других странах, являющихся крупнейшими поставщиками золота, где в течение последних пяти лет отмечался спад добычи. Кроме того, там нет новых крупных месторождений.

Среднегодовые темпы роста добычи золота за последние пять лет: Россия лидирует



Кроме того, меняется характер добычи золота в России: теперь примерно половина этого металла извлекается из твердых пород, тогда как 15 лет назад этот показатель составлял всего 20%. Для этого способа добычи требуется больше капиталовложений, чем для извлечения металла из россыпи, однако повышается предсказуемость объемов, и увеличиваются сроки эксплуатации. В результате по мере роста потребностей в инвестициях, необходимых для финансирования разработки месторождений в твердой породе, российские добывающие предприятия будут все чаще обращаться за помощью к рынку капиталов. Это означает, что наметившийся в отрасли подъем продолжится после пуска в эксплуатацию новых крупных приисков. По нашим оценкам, составленным на основе данных инвестиционных планов крупнейших российских золотодобывающих компаний, в течение ближайших пяти лет среднегодовые темпы роста добычи золота в России составят 8.2%.

Основные игроки

Самой крупной в России золотодобывающей компанией является ГМК "Норильский никель", которая поставила перед собой амбициозную задачу – увеличить объем добычи к 2007-2008 годам с текущих 40 т в год до 100 т. Для реализации своего плана ГМК активно скупает действующие прииски и еще не разработанные месторождения. Однако компания за счет реализации поставленных задач просто стремится диверсифицировать поток выручки, поэтому ее акции нельзя назвать наиболее подходящим инструментом для участия в развитии золотодобывающей промышленности России.

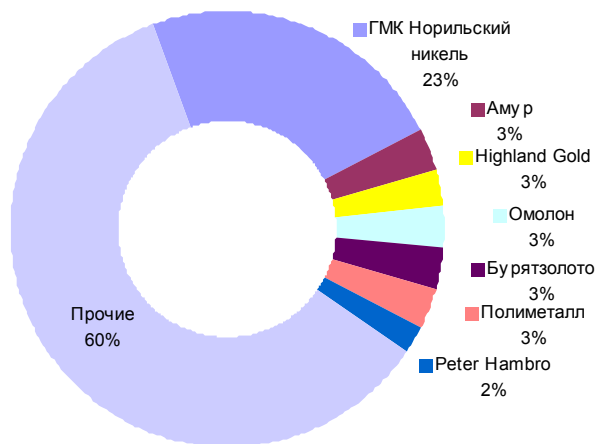
Среди других заметных игроков можно выделить три независимые компании – Highland Gold, Peter Hambro и Celtic Resources. Все они обладают значительными активами и немалым потенциалом роста в течение ближайших нескольких лет, имеют листинг на AIM, поставляют продукцию западным потребителям и отличаются эффективным управлением. На долю Highland Gold и Peter Hambro приходится соответственно 3% и 2% совокупного объема добычи золота в России, тогда как Celtic пока находится на начальном этапе деятельности. Частная компания "Полиметалл" (3% суммарной добычи) специализируется на добыче серебра, хотя золота она производит тоже довольно много. Значительный удельный вес в общем показателе принадлежит Бурятзолоту (3%), но она является дочерней структурой High River Gold, зарегистрированной в Канаде, и не может похвастаться существенным потенциалом роста. Компания "Амур" (3%) практически недоступна для сторонних акционеров, "Омолон" (3%) почти полностью принадлежит канадскому горнорудному гиганту Kinross. Trans-Siberian – новичок в отрасли, поскольку только начинает разработку и отличается низким уровнем капитализации, хотя не лишен многообещающих активов.

В отрасли работают и другие компании, как государственные, так и частные, но они либо слишком малы, либо в России расположена только часть их бизнеса. Ярким примером может служить Bema Gold, которая добывает немало золота в России, но также занимается разработкой крупных месторождений в ЮАР и Чили. Такие компании, как Bema Gold и High River Gold (владеющие приисками по всему миру), не гарантируют инвесторам участия в развитии исключительно российских активов.

В данном отчете основное внимание уделяется таким компаниям, как Highland Gold, Peter Hambro и Celtic Resources, которые могут заинтересовать инвесторов, поскольку специализируются на России, владеют достаточно крупным бизнесом, и их акции достаточно ликвидны. Мы также представляем ряд компаний, помимо Trans-Siberian, которые добывают золото не только в России (Bema, High River), а

также несколько привлекательных золотодобытчиков из бывшего СССР/Средней Азии (Centerra, Oxus).

Ведущие золотодобывающие компании России: совокупный объем добычи в 2003 году составил 184 т



Источники: СМИ, оценки "Атона"

Ключевое преимущество – низкие операционные затраты

Очень низкий уровень операционных затрат является одним из главных преимуществ золотодобывающей промышленности России перед другими странами. Совокупные денежные затраты на добычу одной унции золота в среднем на 23% ниже мирового уровня, в основном – за счет низких затрат на оплату труда и электроэнергии, а также благоприятной для отрасли нормативно-правовой базы.

Затраты на добычу золота в России на 23% ниже

Мировая добыча золота	Средние совокупные денежные затраты в 2003 г., \$/унция
ЮАР	312
Австралия	291
США	277
Россия	205
Канада	277
Прочие	249
Средневзвешенные совокупные денежные затраты без учета России	267
Средние совокупные денежные затраты в России	205
Относительное преимущество России по уровню затрат	23%

Источники: GFMS, оценки "Атона"

Какие факторы влияют на рентабельность?

Поскольку возможности повышения стоимости компании за счет увеличения выручки ограничены, уровень денежных затрат становится единственным операционным показателем, позволяющим сравнивать различных производителей. Кроме того, уровень затрат является косвенным свидетельством компетенции руководства и качества активов.

Золотопромышленникам трудно увеличить выручку. Их конечная продукция совершенно равноценна, поэтому никто не может получить преимущество по той причине, что его золото "лучше". Реальный потенциал добавления стоимости также отсутствует. Было бы странно, если бы добывающая компания занималась изготовлением ювелирных изделий. Процесс продаж невероятно прост благодаря рынку: огромному, ликвидному и унифицированному. Поэтому коммерческие

расходы практически равны нулю, т.к. состоят только из зарплаты сотрудника, который принимает заказы по телефону. Конечно, есть еще хеджирование, требующее больше отчислений в ФОТ, однако ни одна из рассматриваемых в отчете компаний не хеджирует выручку от продажи золота.

Итак, именно разница в затратах определяет рентабельность золотодобытчиков. В свою очередь, затраты зависят от двух основных факторов – содержание золота в добываемой руде и стоимость получения золота из руды.

Во всем мире применяется примерно одна и та же технология извлечения металла из руды, поэтому качество последней играет ключевую роль в достижении определенного уровня рентабельности. Компания может контролировать в той или иной степени издержки на переработку тонны руды, но не в состоянии влиять на содержание в ней золота. Если в тонне руды меньше двух грамм металла, то она считается низкосортной, а если больше шести грамм, то высокосортной. Однако пригодность рудного тела к промышленной разработке определяется не только содержанием золота в одной тонне руды. На уровень затрат влияет также вид руды и степень золотого оруднения. В целом, сортность руд в залежах, принадлежащих компаниям из России и бывшего СССР, представленных в данном отчете, выше, чем у аналогичных мировых производителей.

Больше всего на затраты влияет характер золотоносного месторождения. Важную роль играет трудоемкость выемки. Легче всего добывать рассыпные руды, и труднее – руду из твердой породы. Кроме того, окисленные твердые породы более податливы, а открытые разработки дешевле в эксплуатации, чем подземные.

Равнение на совокупные денежные затраты

При расчете затрат на добычу используются два ключевых показателя: денежные операционные затраты на унцию и совокупные денежные затраты на унцию. По сути, операционные затраты – это ни что иное, как EBITDA до учета административных затрат управленческой компании прииска. В состав совокупных затрат входят роялти и налог на добычу.

Заметим, что ни в одном из показателей не учитывается амортизация. Действительно, в горнорудном деле отношение к амортизации можно назвать уникальным, поскольку в процессе разработки месторождения добывается руда (затратная статья), но одновременно с этим создается прииск (основные фонды).

Структура затрат

	Операционные денежные затраты	Совокупные денежные затраты	Примечания
Прямые эксплуатационные расходы	X	X	
Кредитование производства побочной продукции	X	X	Возвращаются в виде выручки от продаж других металлов
Издержки третьих сторон	X	X	Издержки на привлечение подрядчиков для плавки и аффинажа
Прочие	X	X	
Роялти		X	
Налог на добычу		X	

Источники: данные компаний, оценки "Атона"

Однако в учете денежных затрат есть один тонкий момент. В золотоносной руде содержатся ценные связанные металлы, добываемые как побочная продукция. Выручка от их продаж (серебро, цинк и т.д.) используется для "кредитования" денежной части затрат на добычу золота. Так, например, по оценкам специалистов

компании Celtic Resource, когда в 2008 году добыча на Нежданнинском золоторудном месторождении достигнет проектной мощности, ее денежные затраты составят \$87/унция, что гораздо ниже средневзвешенного мирового показателя за прошлый год, составившего \$222/унция. Частично это объясняется высоким содержанием серебра в руде: 3-4 грамма серебра на грамм золота.

Таким образом, хотя величина денежных затрат является наиболее объективным показателем при проведении сравнительного анализа золотодобывающих компаний, инвесторам необходимо иметь в виду фактическое содержание руды и ее совокупную стоимость.

Итак, что следует помнить инвесторам?

Два основных момента: качество месторождений золота и совокупные денежные затраты на добычу одной унции. Первый показатель дает инвесторам общее представление о естественном преимуществе компании перед аналогичными предприятиями. Золоторудные залежи встречаются редко, поэтому трудно себе представить, что две компании могут располагать схожими активами, т.е. преимущества проявляются еще до начала добычи. Второй показатель указывает на профессионализм управленческой команды, а также на благоприятность налогового режима на территории той юрисдикции, где добывается руда. Низкий уровень операционных издержек сам по себе мало что значит, если плата роялти за разработку прииска съедает все преимущества, получаемые за счет эффективного руководства и высокого качества руды

Запасы: долговечность; обычно золота больше, чем значится в отчетах; следует опасаться чрезмерного оптимизма

Все рассматриваемые нами компании добывают относительно мало золота, однако располагают большими запасами. Это типичная черта российских производителей сырья. В нефтегазовой промышленности, к примеру, сроки эксплуатации месторождений (исчисляемые как резервы, поделенные на годовой объем добычи) гораздо больше, чем у аналогичных мировых компаний.

Долговечность запасов российских золотодобытчиков

	Коэффициент резервы/добыча 2003
Ведущие мировые производители	
Newmont	12
Barrick Gold	16
Anglogold Ashanti	13
Gold Fields	19
Placer Dome	16
Harmony	15
Средние производители	
Cambior	13
Randgold Resources	7
Croesus Mining	2
Northgate	7
Inmet	10
Resolute	5
Hecla	4
Rio Narcea	2
Highland Gold	40
Peter Hambro	18
Celtic Resources	99

Источники: данные компаний, оценки "Атона"

Следует отметить, что высокие показатели долговечности запасов Highland Gold и Celtic Resources будут уменьшаться из-за высоких темпов роста добычи. Если запасы не увеличатся, то к 2007 году долговечность запасов этих двух компаний сократится до 14 и 13 лет соответственно.

Тем не менее, наши предположения о значительном росте в среднесрочной перспективе подтверждаются данными о наличии у российских золотопромышленников обширных природных ресурсов.

Заметить, что при составлении классификации своих запасов и ресурсов (по степени вероятности) российские золотодобывающие компании обычно придерживаются российских, т.е. бывших советских стандартов. Инвесторы только сейчас начинают воспринимать их, вникнув в суть различных категорий. Мы пришли к заключению, что запасы "B" по российской классификации очень близки к доказанным запасам по западной шкале, "C1" соответствует вероятным запасам, а "C2" – предварительно оцененным. Таким образом, мы обладаем достаточно точными данными о запасах и ресурсах, взятыми из отчетов рассматриваемых компаний.

Интересно отметить, что во многих случаях в процессе выемки руды обнаруживается, что золота в залежах больше, чем предполагалось ранее, поскольку активный метод геологической разведки позволяет получить больше данных, чем во время предварительной оценки (при разумных затратах). Хорошим примером может служить прииск "Дарасун" компании Highland Gold. Добыча руды на этом месторождении велась в течение ста лет, однако со временем запасы фактически только росли, поскольку в ходе дополнительных изыскательских работ и исследований выяснялось, что запасы превышают первоначальные прогнозы.

С точки зрения оценки на основе модели DCF величина запасов за 20 лет горных работ мало сказывается на текущей стоимости. Но если учесть, что в начале эксплуатации большинства приисков предполагалось, что они просуществуют семьдесят лет, показатель объема добычи спустя десять лет, несомненно, будет иметь положительное влияние на оценку стоимости. Несмотря на то, что на большинстве месторождений запасы превысили начальные оценки, мы хотели бы предостеречь инвесторов – не стоит думать, что запасы никогда не иссякнут.

Цены на золото и прогноз

За последние несколько лет цены на золото существенно выросли, особенно в связи с тем, что оно снова стало рассматриваться в качестве альтернативной валюты, тогда как в 1990-х годах его считали пережитком прошлого.

Динамика спот-цен на золото на LME



Источники: Bloomberg

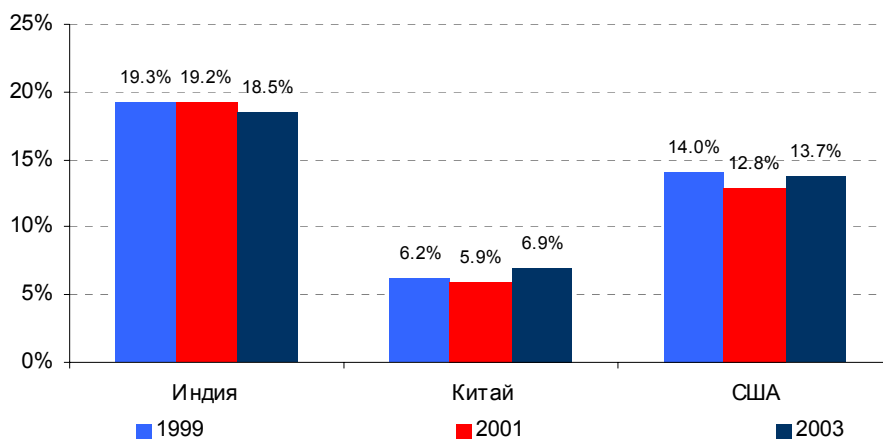
Золото пользуется существенной долгосрочной поддержкой не только за счет перемен в представлениях о роли этого металла в мировой экономике, но и благодаря постоянному отставанию предложения от спроса, и такое положение вряд ли изменится в ближайшем будущем, несмотря на колебания цен. Таким образом, высокая стоимость золота в будущем будет обеспечиваться влиянием следующих основных факторов: 1) сохранение повышенного спроса со стороны Китая и Индии, находящихся на стадии экономического подъема; и 2) дальнейшее ослабление позиций американского доллара.

Динамика развития рынка золота: постоянный дефицит

Тонн	2001	2002	2003	2004П	2005П
Добыча	2604	2543	2570	2550	2535
Продажи ЦБ	504	400	400	400	400
Повторное использование	706	727	749	750	750
Хеджирование	-147	-120	-100	0	0
Предложение	3667	3557	3619	3700	3685
Спрос	3822	3818	3781	3795	3861
Избыток/дефицит	-155	-261	-162	-95	-176

Источник: ГМК "Норильский никель"

Ведущие страны-потребители золота

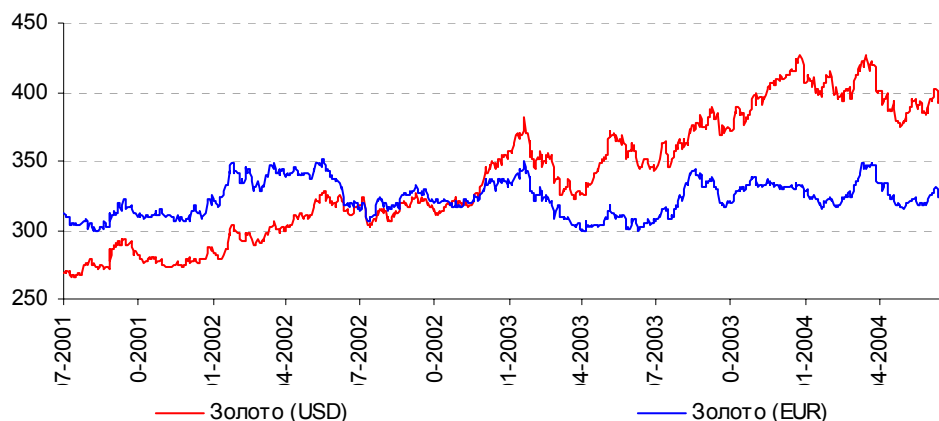


Источник: GFMS

В отношении американского доллара можно сказать, что в течение ближайших двух лет он будет подвержен негативному давлению из-за наблюдающегося дефицита счета текущих операций США в размере свыше 4% ВВП, а также превышения расходной части бюджета над доходной на \$500 млрд.

Последствия ослабления американской валюты заметны при сравнении цен на золото в долларах и евро. Как показано на представленном ниже графике, в течение рассматриваемого периода цены на золото в европейской валюте практически не менялись, т.е. удорожание золота в значительной степени является результатом снижения курса доллара. Следствием ослабления американской валюты становится необходимость увеличения номинальной стоимости золота в долларовом выражении, чтобы компенсировать падение покупательной способности доллара за пределами США.

Цены на золото в долларах и евро: динамика определяется выбором валюты



Источники: Bloomberg

В рамках данного исследования мы придерживаемся осторожного предположения, что долгосрочная средневзвешенная цена на золото составит \$360/унция. Это соответствует его среднему значению за последние 20 лет, но выше усредненных величин за последние пять-десять лет. Кроме того, волатильность цен на золото должна увеличиться в связи с ускорением консолидации отрасли и, что особенно важно, в связи с политикой центральных банков многих стран, которые отказываются от практики сокращения золотых запасов. Именно она была основной причиной падения цен в течение последних десяти лет.

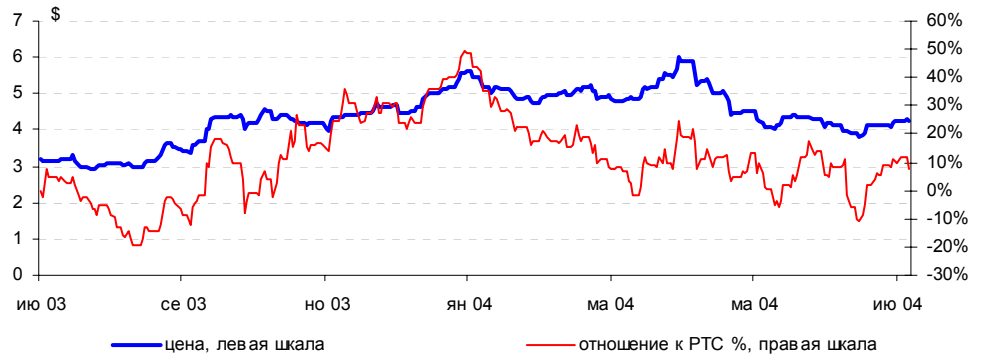
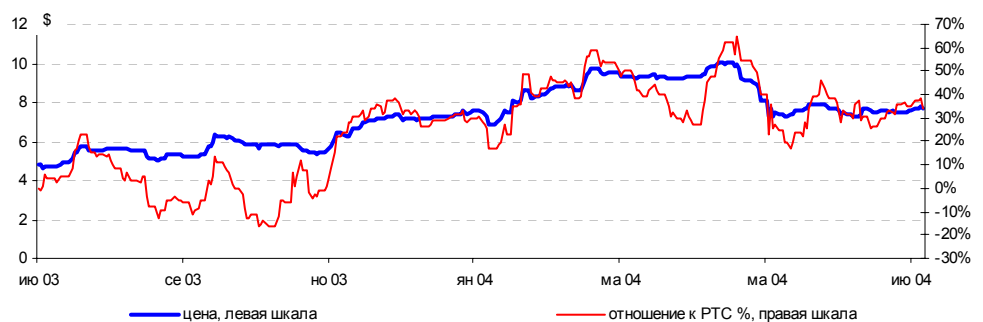
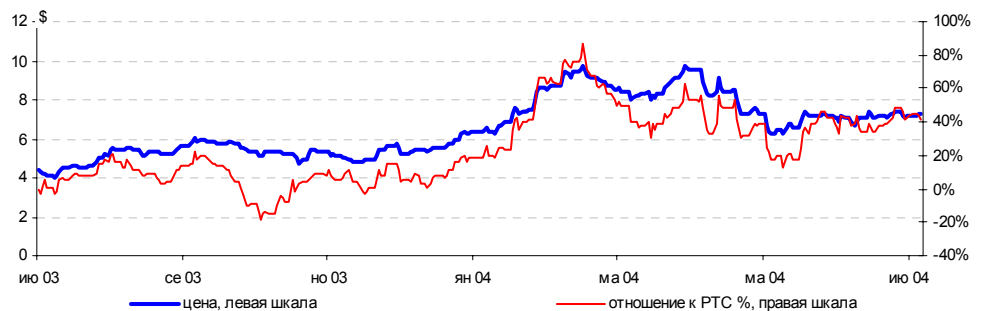
Прогноз цен на золото: долгосрочный ориентир – средневзвешенное значение за последние 20 лет \$360/унция

\$/унция	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П
Средневзвешенная цена на золото	311	363	400	380	360	360	360

Источники: Bloomberg; оценки "Атона"

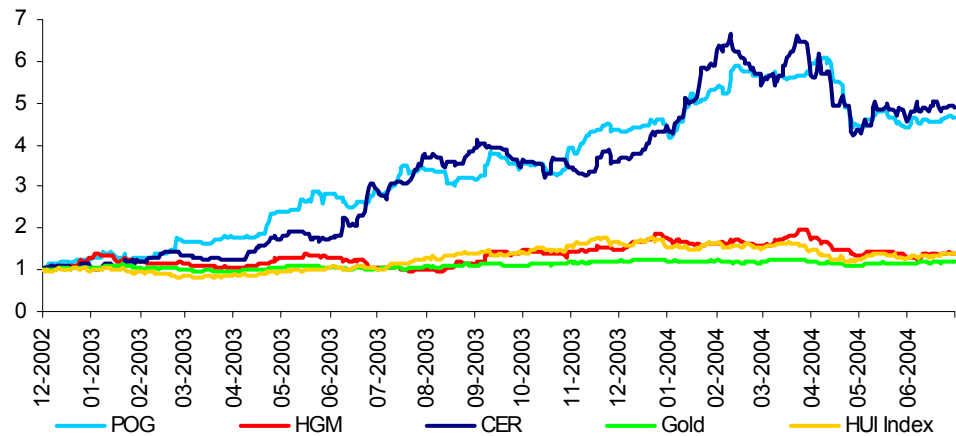
Динамика котировок

Динамика котировок акций российских золотодобывающих компаний была положительной вплоть до весны этого года. Рост цен был вызван, в первую очередь, повышением привлекательности отрасли благодаря растущему интересу к российским металлургическим компаниям, а также восстановлением уровня цен на золото, которые стремительно наращивали темпы роста в начале текущего года. Однако в апреле началась распродажа акций этих компаний, по всей видимости, из-за изменения общего мнения участников рынка о России и ухудшения отношения инвесторов к рынку металлов в связи тревожными тенденциями экономического роста в Китае. Мы уже были свидетелями похожих массовых продаж акций сталелитейных компаний и ГКМ "Норильский никель". Тем не менее, за прошедший год акции золотодобытчиков хорошо зарекомендовали себя в качестве защитного инструмента и опередили индекс РТС на 10-40%.

Динамика котировок акций Highland Gold (HGM LN)

Источники: Bloomberg
Динамика котировок акций Peter Hambro (POG LN)

Источники: Bloomberg
Динамика котировок акций Celtic Resources (CER LN)

Источники: Bloomberg

Если посмотреть на относительную динамику, то начиная с декабря 2002 года (первичное размещение акций Highland Gold) курсовая стоимость бумаг двух компаний, Peter Hambro и Celtic Resources, существенно опережала рост цен на золото и отраслевой индекс GOLD BUGS (HUI), который составляется на основе котировок акций самых крупных золотодобытчиков. Акции Celtic Resources стали расти в основном после того, как компания вновь встала на ноги, получив долгожданное финансирование с приходом нового руководства. Peter Hambro проявила незаурядное мастерство в налаживании отношений с инвесторами и смогла значительно увеличить объем добычи за рассматриваемый период времени. На момент первичного размещения акций Highland Gold была, пожалуй, самой "продвинутой" российской компанией, что отразилось на оценке ее стоимости, которая оказалась более устойчивой.

Относительная динамика: Peter Hambro и Celtic Resources резко выросли. Highland Gold отстает от коллег, но была более развитой с самого начала



Источник: Bloomberg

Оценка стоимости

Все компании, рассматриваемые в данном отчете, являются в некоторой степени новичками, которые запланировали высокие темпы роста, поэтому модели DCF более всего подходят для оценки их стоимости. Принимая во внимание наши финансовые прогнозы, представленные более подробно в последующих разделах, мы полагаем, что величина свободного денежного потока всех рассматриваемых компаний будет отрицательной в течение нескольких ближайших лет. По нашим оценкам, свободный денежный поток Highland Gold перейдет в область положительных величин в 2006 году, после того, как три прииска выйдут на проектную мощность. Компании Peter Hambro требуется значительный объем капитальных затрат для разработки прииска "Пионерский", поэтому его свободный денежный поток станет положительным в 2007 году. Наконец, Celtic Resources предстоит осуществить амбициозные планы развития, но она начинает с довольно низких исходных величин, поэтому достигнет того же рубежа в 2008 году.

В соответствии с нашими допущениями по методологии оценки стоимости основных фондов (CAPM), средневзвешенное значение стоимости капитала (WACC) у "большой тройки" составляет около 12%, поэтому мы полагаем, что, с точки зрения дисконтированного денежного потока только акции Highland Gold обладают потенциалом роста. Если предположить, что долгосрочная цена золота составит \$400/унция, то акции Celtic Resources станут более привлекательными, хотя даже в этом случае Peter Hambro сможет достичь лишь ограниченного прироста стоимости.

Ключевые показатели оценки стоимости

	Highland Gold	Peter Hambro	Celtic Resources
WACC	11.9%	12.1%	12.4%
Валовой долг/акционерный капитал (рыночная стоимость)	21.1%	7.5%	6.0%
Остаточная стоимость	5%	5%	5%
Доля остаточной стоимости в совокупной стоимости	72.9%	76.2%	104.1%
Текущая цена, \$ (21.07.04)	3.85	7.50	7.09
Прогнозируемая стоимость (основной сценарий – \$360 за унцию)	4.89	5.87	6.75
Потенциал роста	27%	-22%	-5%
Прогнозируемая стоимость (\$400 за унцию)	6.20	7.82	9.16
Потенциал роста	61%	4%	29%

Источники: данные компаний, оценки "Атона"

Чтобы проверить, как все обстоит на самом деле, мы провели анализ активов рассматриваемых компаний и обнаружили, что их запасы и ресурсы в два, а то и в четыре раза дешевле, чем у аналогичных мировых компаний среднего звена. Однако дисконт по запасам российских золотодобывающих компаний по отношению к подобным западным золотодобытчикам в значительной степени объясняется высоким коэффициентом запасы/добыча в России, тогда как у мировых компаний долговечность запасов меньше, и движение их денежных потоков не совпадает по времени.

Для тех, кому не часто приходится сталкиваться с оценками стоимости акций золотодобывающих компаний, их финансовые коэффициенты, на первый взгляд, могут показаться заоблачными. Однако они всегда были столь высоки, поскольку золото считается альтернативной валютой с низким риском с точки зрения морального устаревания или ликвидности. И все же, акции российских золотодобытчиков кажутся нам переоцененными по сравнению с их западными аналогами. По всей видимости, рынок уже учел значительную часть их краткосрочного роста.

Заметим, что самыми дорогими из них являются акции Celtic, что вполне понятно, поскольку они обладают самым существенным потенциалом роста в краткосрочной перспективе. В то же время, мы полагаем, что Highland Gold будет расти такими же темпами, как Peter Hambro, и этот рост будет более заметным, поэтому премия за ее акции по отношению к бумагам Peter Hambro может увеличиться. Мы также хотели бы отметить привлекательные коэффициенты High River и Centerra.

Заключение и рекомендации

Совершенно очевидно, что стоимость российских золотодобывающих компаний выглядит весьма привлекательно по сравнению с аналогичными мировыми компаниями. Благодаря этому, а также многочисленным, но мало разрабатываемым запасам, в последнее время российские компании отрасли стремительно наращивали темпы роста добычи, которые, скорее всего, сохранятся в среднесрочной перспективе. Однако, несмотря на благоприятные перспективы развития отрасли в целом, рынок уже учел значительную долю этого потенциала в ценах акций.

Акции золотодобывающих компаний служат средством защиты от падения цен в условиях "медвежьего" рынка, поскольку корреляция между ценами на золото и общей динамикой рынка обычно бывает отрицательной. Кроме того, представленные в отчете российские золотодобывающие компании обладают огромными возможностями для своего дальнейшего развития, поэтому инвесторы не только получают инструмент защиты, но и смогут воспользоваться плодами роста компаний.

Нашим фаворитом является компания Highland Gold, которая имеет четкий бизнес-план и пока исправно его выполняет. Судя по текущим котировкам, акции Peter Hambro переоценены, хотя в том случае, если компания займется рационализацией портфеля своих активов и увеличит запасы и добычу, ее фундаментальная стоимость может вырасти. Celtic Resources обладает значительным потенциалом роста благодаря месторождению мирового уровня "Нежданинское", хотя ее будущий успех зависит от отношений с региональным партнером АЛРОСА. Однако даже с учетом благополучного заключения сделки акции Celtic Resources, по существу, заслуживают только рекомендации "Держать", т.к. компания сможет существенно увеличить свои показатели только через несколько лет, хотя рынок уже учел значительную часть этого роста в котировках акций.

Следует обратить внимание также на компанию Trans-Siberian, которая находится на начальном этапе развития, но имеет привлекательные активы. Недавно AngloGold Ashanti приобрела 30% ее акций. Заслуживает упоминания только что отделившаяся от Camesco компания Centerra Gold, разрабатывающая Кумторский прииск в Кыргызстане.

Фаворит – Highland Gold, Trans-Siberian и Centerra заслуживают внимания

По состоянию на 22.07.04	Тикер	Рекомендация	Цена, \$	Прогнозируемая цена, \$	Потенциал роста	Рын. кап., \$ млн.	Запасы, млн. унций	EV/запасы, \$/унция	Добыча, 2003, тыс. унций	Примечания
Highland Gold	HGM LN	Покупать	4.12	4.86	18%	493	7.69	78	194	Фаворит, партнер компании Barrick
Peter Hambro	POG LN	Продавать	7.58	5.87	-23%	561	2.73	217	149	Слишком дорогая компания, низкосортная руда
Celtic Resources	CER LN	Держать	7.15	6.75	-6%	358	3.26	116	31	Будущее зависит от сделки с АЛРОСА
Bema Gold	BAU LN	-	2.59	n/a	n/a	1032	3.05	346	225	Есть активы в России, SA, Чили
Centerra Gold	CG CN	-	11.97	n/a	n/a	840	4.16	185	678	Крупный Кумторский прииск
Oxus Gold	OXS LN	-	0.98	n/a	n/a	219	3.26	67	0	Активы только в Средней Азии
High River Gold	HRG CN	-	1.13	n/a	n/a	123	1.65	115	118	Истощенные прииски
Trans-Siberian	TSG LN	-	2.37	n/a	n/a	108	1.80	27	0	Хорошие активы, партнер компании AngloGold

РЫНОК ЗОЛОТА

БЛЕСК ВОЗВРАЩАЕТСЯ

"Бедняки добывают золото из глубины земных недр и отдают его богачам, которые тотчас прячут его в подземные хранилища"

Майк Гардинг

В последние годы инвесторы стали все чаще обращать внимание на золото в связи с резким ростом цен этого металла. В период экономического спада 2001 года они упали до \$253/унция, самой низкой отметки с начала 1979 года. В настоящее время золото торгуется на уровне \$400 за унцию. Его средневзвешенная стоимость за последние 20 лет составляет \$360/унция, хотя в конце 1990-х годов многие эксперты заявляли, что золото перестало играть роль средства накопления. Однако последний скачок цен свидетельствует о том, что золото не утратило своего блеска, особенно на фоне всеобщего беспокойства, связанного с курсом американского доллара и состоянием мирового рынка ценных бумаг.

Мировая золотодобывающая промышленность в зеркале статистики

В прошлом году мировой объем золотодобычи достиг 2570 т, на 1.1% больше, чем в 2002 году. Основные производители – ЮАР, Австралия и США – сохранили свои позиции. На их долю пришлось 36% совокупной добычи, хотя это на 5.5% меньше в годовом сопоставлении. Снижение уровня добычи мировых лидеров компенсировалось ростом производства в России, Китае и Перу. Россия отличается самым стремительным ростом добычи, которая увеличилась в прошлом году на 7.3%, при этом среднегодовые темпы за пять лет достигли 10%. В настоящее время мировое предложение золота (с учетом вторичной переработки и продаж банковских резервов) приблизилось к 3600 т в год. Если говорить о потреблении, то около 80% металла используется в ювелирной промышленности, 10% в других отраслях, остальное оседает в основном в личных накоплениях или резервах центральных банков.

По итогам прошлого года денежные операционные затраты мировых золотодобывающих компаний выросли на \$23/унция до отметки \$222/унция в основном из-за динамики валютного рынка, в частности, вследствие укрепления южноафриканского ранда. В результате ожидавшийся на фоне повышения цен рост рентабельности мировой добычи золота был нивелирован более высоким уровнем издержек.

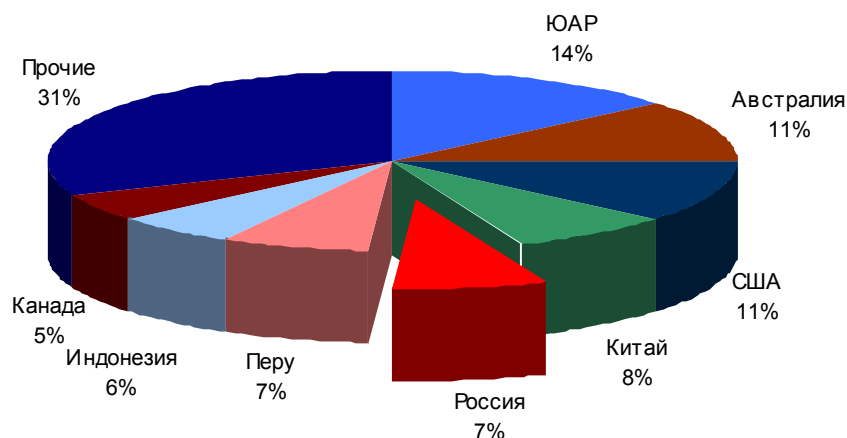
Россия наращивает добычу

Такая задача, как поставка на мировой рынок дополнительных партий золота, постепенно переходит от уже упомянутой тройки ведущих производителей к новичкам, которым удалось существенно увеличить собственную долю рынка и объем добычи за последние десять лет. ЮАР сохраняет положение крупнейшего в

мире золотодобытчика, однако ее удельный вес постоянно падает по мере истощения приисков, которые не замещаются новыми запасами.

В течение длительного периода низких цен на золото, продолжавшегося с конца 1990-х до 2002 года, в разведку и разработку новых месторождений вкладывался относительно небольшой объем средств. Однако, несмотря на ценовое затишье, новички наращивали добычу. Это относится, в первую очередь, к России, Китаю и Перу. Теперь, когда цены на золото восстановились, инвесторы повернулись лицом к новым игрокам.

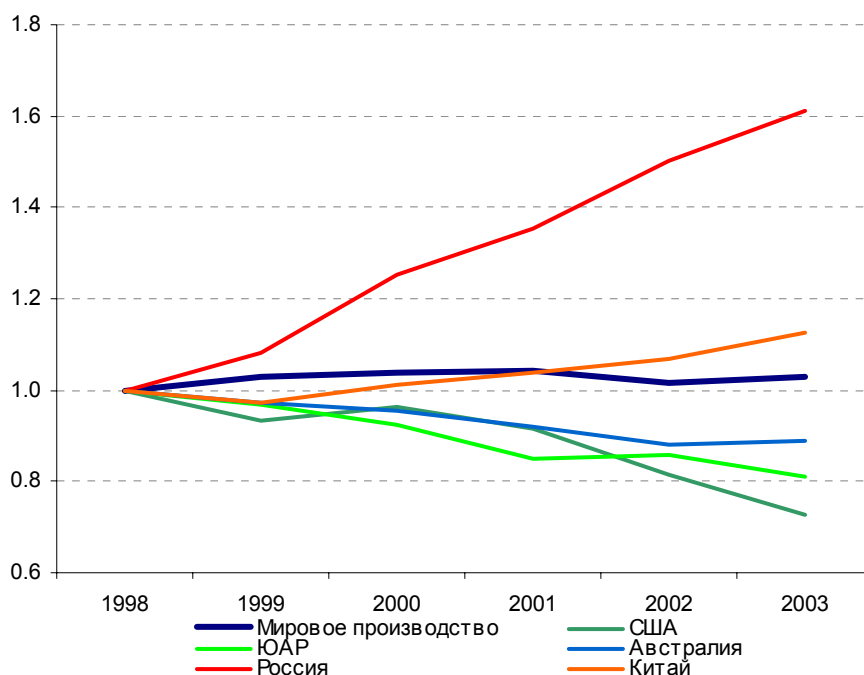
Мировое производство золота, 2003 (2570 т)



Источник: World Gold Council

Как показано выше, в течение последних пяти лет объем добычи ведущих производителей золота постоянно снижался, тогда как его совокупный показатель практически не менялся. Такая динамика объясняется в основном ростом добычи в России и Китае, которые смогли в сжатые сроки компенсировать падение производства в странах первой тройки. При сохранении текущих тенденций в ближайшие три-пять лет Россия займет второе или третье место в мире после ЮАР и Австралии.

Рост добычи золота по сравнению с 1998 годом: в России на 61%, в мире – только на 3%



Источники: СМИ, оценки "Атона"

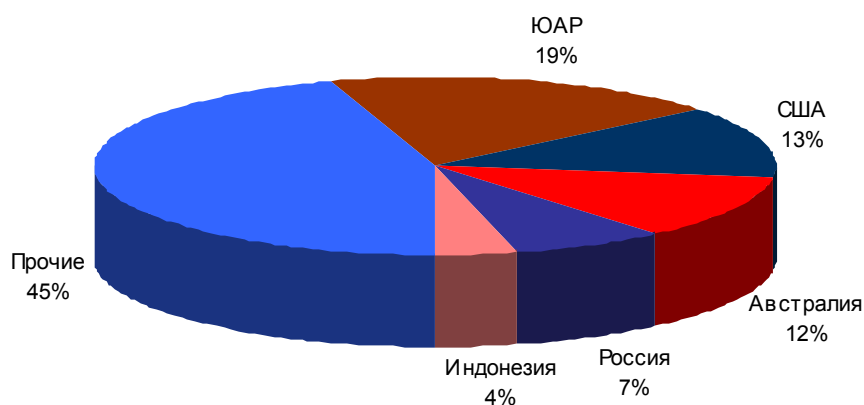
Если ведущий поставщик нефти – Саудовская Аравия – может без труда увеличить добычу благодаря низким эксплуатационным затратам и обилию неразработанных нефтяных месторождений, в золотодобывающей промышленности дело обстоит совершенно иначе. Несмотря на то, что ЮАР занимает первое место как по добыче, так и по запасам, она не в состоянии резко повысить объем производства металла, чтобы завоевать дополнительную долю рынка.

По мере истощения запасов легко извлекаемых руд южноафриканские компании все больше полагаются на использование различных технологий и сложных горнорудных работ. Так, например, в ЮАР расположена самая глубокая шахта в мире: руда, содержащая 5.7 г золота на тонну, вынимается с глубины 3 тыс. 777 метров. Содержание металла примерно такое же, как у руды на принадлежащем Highland Gold месторождении "Многовершинное" или на Нежданинском руднике компании Celtic Resources, хотя горнорудные работы там не такие сложные, и ведутся на меньшем расстоянии от поверхности земли.

Мировые запасы и добыча: золото встречается повсюду

Добыча золота широко распространилась по всему земному шару, поэтому политические риски здесь очень малы, даже если одна из стран решит сократить производство. То же можно сказать и о запасах: золоторудные месторождения разбросаны по всей планете, что уменьшает зависимость этого металла от политики.

Мировые запасы золота (43 тыс. т)



Источник: US Geological Survey

Обычно аналитики проявляют большую осторожность в оценке известных запасов, поскольку компании неохотно проводят необходимые геологоразведочные работы для их подтверждения, если этого не требуется для текущей коммерческой деятельности. Залежи золота на многих месторождениях могут разрабатываться до бесконечности (по меньшей мере, с точки зрения DCF) по мере выявления новых рудных тел в ходе горных работ.

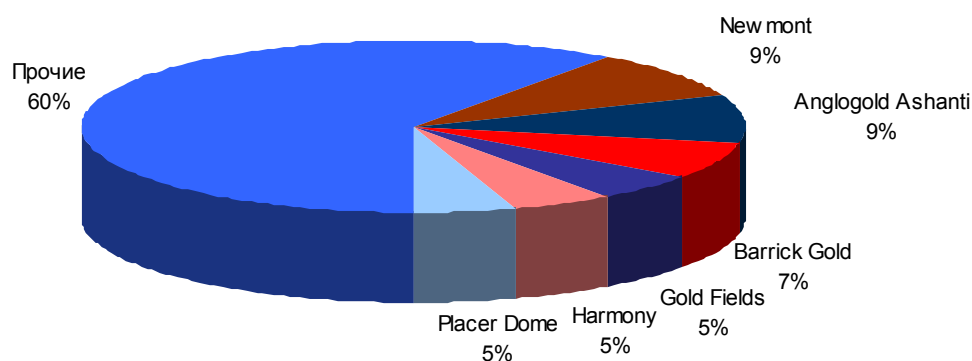
Обычно долговечность запасов африканских производителей гораздо выше, чем у коллег по цеху. При сохранении текущего уровня добычи в России залежей золота ей хватит на 20 лет. Однако если золотодобытчики думают выдавать на-гора больше металла, они должны позаботиться о повышении показателя запасов, чтобы соотношение запасов и добычи осталось прежним.

Консолидация отрасли: локомотив роста

Добыча золота не является таким капиталоемким бизнесом, как производство никеля или меди, однако по мере того, как компании будут переходить на разработку крупных месторождений руды с низким содержанием металла, потребуются более значительный объем капиталовложений. В отрасли уже произошла существенная

консолидация, что привело к динамичным переменам, т.к. после многочисленных слияний и поглощений возникли крупные компании, способные финансировать масштабные проекты. В результате этих процессов на мировой арене появились три ведущих золотодобывающих концерна – Newmont, AngloGold и Barrick.

Доля компаний в мировой добыче золота, 2003 г.



Источник: *Goldsheet mining directory*

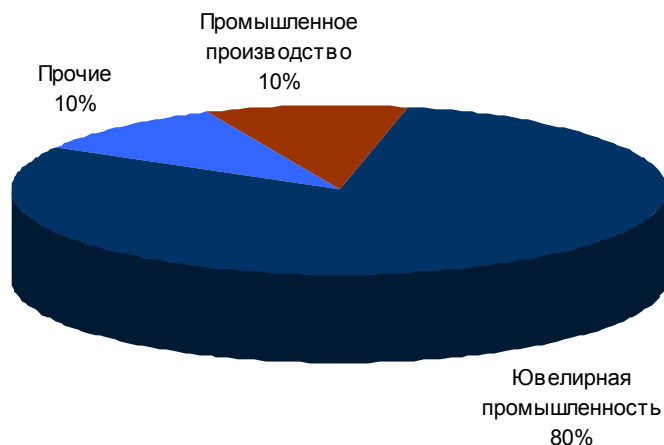
Положение в золотодобывающей промышленности в настоящее время очень похоже на состояние нефтяной отрасли, когда компании объединяют свои усилия для реализации совместных проектов, чтобы уменьшить риски. Именно по этой причине в России возникли стратегические союзы между средними специализированными игроками и крупными мировыми золотодобытчиками с более высоким уровнем капитализации (Highland Gold и Barrick, Peter Hambro и Rio Tinto).

Больше всего обсуждаются взаимоотношения между ГМК "Норильский никель" и Gold Fields, хотя они носят несколько иной характер, поскольку комбинат приобрел миноритарный пакет (20%) золотодобывающей компании и вряд ли может рассчитывать на эффект производственной синергии. Однако эта сделка может быть всего лишь прелюдией к покупке контрольного пакета. Кроме того, если учесть масштабность и сложность новых золотодобывающих проектов ГМК (Наталкинское и, возможно, Сухой Лог), покупка акций могла использоваться для получения доступа к ноу-хау и управленческому опыту Gold Fields.

Золотодобывающая промышленность России по-прежнему отличается высокой степенью раздробленности, однако отрасль не остается в стороне от мировых тенденций. В процессе консолидации лидирует "Норильский никель". Так, в прошлом году он приобрел ряд активов и намерен реализовать свой амбициозный план, предусматривающий увеличение объема добычи золота к 2007-2008 годам до 100 т (39 т в 2003 году). Однако независимые производители также не сидели сложа руки и покупали месторождения.

Потребление золота: ликвидный рынок

Подавляющая доля спроса (80%) приходится на ювелирную промышленность, однако это самый ненадежный и непредсказуемый рынок. В последнее время золото снова оказалось в центре внимания, вернув себе статус средства накопления на фоне падения курса доллара США. Так или иначе, будучи альтернативой валютой, золото ведет себя не так, как другие металлы, имеющие лишь промышленное применение. Рынок золота отличается высоким уровнем ликвидности, на нем всегда присутствует почти неограниченное количество покупателей. Даже мелкие производители без труда реализуют свою продукцию.

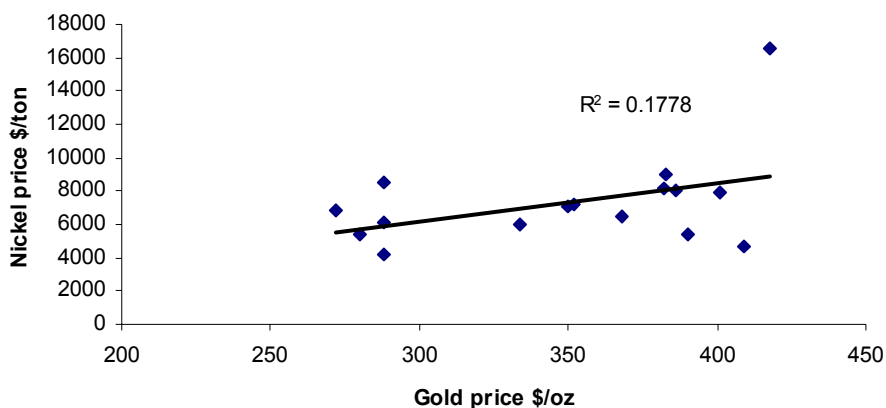
Потребление золота


Источники: данные компаний, оценки "Атона"

Противоположная цикличность колебаний цен?

Анализ динамики за 15 лет подтвердил, что циклические колебания цен на золото прямо противоположны циклическим колебаниям мировой экономики, и поэтому золото может использоваться в качестве инструмента хеджирования. Средневзвешенный коэффициент корреляции R^2 между ценами на золото и никель (последний лучше всего отражает колебания мировой экономики) за 15 лет составил всего 0.18 (исходя из цен на конец каждого года).

Не поддающееся циклам золото: низкая годовая корреляция между ценами на никель и золото начиная с 1989 года ...



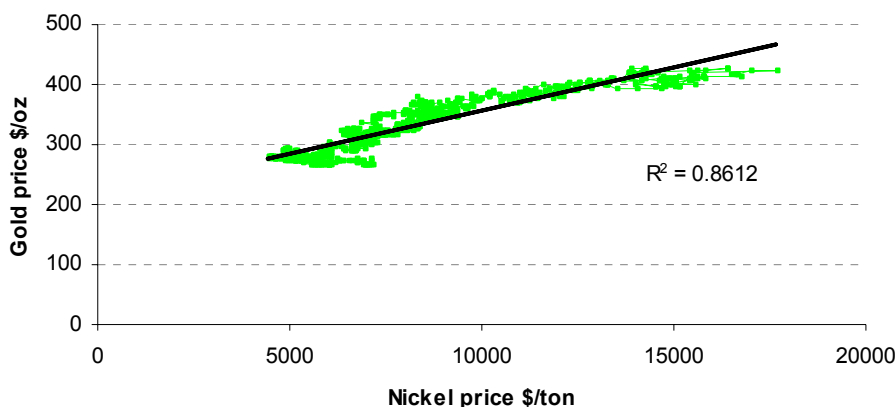
Источник: Bloomberg

Хотя в долгосрочной перспективе золото сохранит за собой роль потенциального средства защиты от волатильности мировой экономики, этот механизм может не работать в течение небольших отрезков времени. Например, как видно на представленном ниже графике, в течение последних трех лет отмечалась высокая степень корреляции между золотом и никелем (R^2 равный 0.86 по ежедневной динамике), поскольку инвесторы скупали все металлы и сырье на фоне падения котировок ценных бумаг на мировых финансовых рынках и ослабления американского доллара.

Таким образом, инвесторы, желающие использовать акции золотодобывающих компаний в качестве средства хеджирования от цикличности мировой деловой

активности, должны осознавать, что долгосрочные преимущества этого метода могут нивелироваться краткосрочными явлениями, которые снижают сопротивляемость золота циклическим колебаниям.

...стала повышенной в течение трех последних лет



Источники: Bloomberg, оценки "Атона"

Горнорудные работы: россыпь или рудная залежь?

Горнорудные работы по добыче золота можно подразделить приблизительно на два вида в зависимости от типа извлекаемой руды. Аллювиальные или россыпные месторождения являются результатом скопления золота в дельте русла существующих или уже исчезнувших рек. Иногда содержание металла так велико, что его можно намывать вручную.

Однако обычно такие залежи отличаются небольшим объемом, и добыча зависит от погодных условий, что резко снижает ее производительность. Кроме этого, уровень запасов россыпного золота трудно поддается прогнозированию, прежде всего, из-за случайного характера концентрации металла в одном месте.

Вторым видом золотоносной руды является твердая порода или жильная руда. Рудная залежь – это крупное месторождение, в котором металл либо рассредоточен по всему рудному телу, либо вкраплен в разветвленную сеть узких жил. Такая руда может быть упорной или рыхлой. Первая представляет собой орудненную породу, в которой основная часть золота заключена в сернистых соединениях или других минералах и плохо растворяется в растворе цианидов (в отличие от окисленной руды) даже после тонкого размельчения. Окисленная руда (рыхлая) – это орудненная порода, подвергшаяся действию природных условий и окислению первичными минералами. В результате окисления увеличивается пористость руды, что повышает ее проницаемость для растворов цианидов, поэтому минералы легко растворяются. Жильная руда добывается подземным или открытым способом. В обоих случаях для ее добычи требуются больше капиталов, чем для россыпного золота.

В данном отчете мы старались по возможности сократить описание геологических характеристик руды, поскольку существует много разновидностей указанных выше основных типов месторождений, отличающихся различной степенью трудности разработки. При составлении наших моделей мы использовали такие ключевые характеристики, как сорт руды, поставляемой на обогатительную фабрику или для кучного выщелачивания, и прогноз выхода металла. Операционные расходы прииска определяются этими параметрами.

Переработка руды: подушки выщелачивания, мельницы и цианид

За выемкой следует обогащение руды. Россыпное золото легко отделяется от других материалов. Для обогащения жильной руды требуются более сложные технологии – от обычного гравитационного отделения, когда легкий рудный материал и золото разделяются за счет более высокой удельной массы металла, до более сложных процессов с применением химических реагентов для выщелачивания золота из сопутствующих рудных веществ. Самым простым способом выщелачивания является кучное выщелачивание, при котором поверхность породной подушки обрабатывается слабым раствором цианида. Раствор проходит через руду и выщелачивает золото, которое стекает в центральный коллектор. Весь раствор собирается в этой закрытой системе, что позволяет избежать загрязнения почвы. Выход металла при такой технологии обычно небольшой – около 70%.

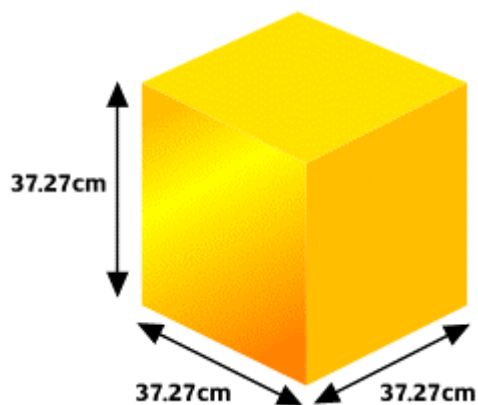
Чаще применяется более сложная технология выщелачивания с использованием активированного угля. Для этого золотосодержащая руда измельчается в мелкий шлам, который затем подвергается окислению под давлением в автоклаве и заливается в чаны для ошелачивания. В чанах содержится уголь, который соединяется с золотом протекающего шлама. После этого уголь вынимается из резервуаров и помещается в установку для удаления резиста, в которой золотосодержащий раствор отделяется от угля при помощи промывания горячим раствором соды. Далее полученный раствор прокачивается через электролизные ячейки или контур для осаждения цинка, где выделяется само золото. Наконец, полученное золото помещается в печь и разливается в формы, чтобы получить слитки.

Существует также другие технологии обогащения руды, включая "уголь в пульпе", "смола в пульпе" и биоокисление, хотя все они предполагают прохождение нескольких этапов разложения и последующее извлечение золота при помощи реагента.

Немного перспективы: годовое производство в шкафчике в спортзале

Инвесторам бывает трудно судить о масштабах конкретной отрасли по часто упоминающимся единицам измерения разных видов сырья. Например, что представляет собой тонна золота? С точки зрения объема она невелика, поскольку золото – тяжелый металл, его удельный вес больше железа почти в три раза, а серебра – в 1.7 раза. Фактически по своим размерам тонна золота сравнима с коробкой для обуви, поэтому вся продукция, например, Highland Gold за целый год (6 т) легко поместится в шкафчике в спортзале.

Одна тонна золота: примерно как коробка из-под обуви



Источник: World Gold Council

Когда человек представляет себе этот объем, ему легче объяснить проблемы инфраструктуры золотых приисков. Если для того, чтобы получить одну тонну золота, необходимо поднять на-гора 150-200 тыс. т руды, и на месте добычи нужна развитая инфраструктура, то для доставки конечной продукции на рынок достаточно автомобильной дороги или вертолетной площадки.

Цены на золото и прогноз

За последние несколько лет цены на золото существенно выросли, особенно в связи с тем, что оно снова стало рассматриваться в качестве альтернативной валюты, тогда как в 1990-х годах его считали пережитком прошлого.

Динамика спот-цен на золото на LME



Источник: Bloomberg

Помимо перемен в представлениях о роли золота, оно также получает весомую долгосрочную ценовую поддержку благодаря постоянному отставанию предложения от спроса, и такое положение вряд ли изменится в ближайшем будущем, несмотря на колебания цен. Таким образом, высокая стоимость золота в будущем будет обеспечиваться влиянием следующих основных факторов: 1) сохранение повышенного спроса со стороны Китая и Индии, находящихся на стадии экономического подъема; и 2) дальнейшее ослабление американского доллара.

Динамика развития рынка золота: постоянный дефицит

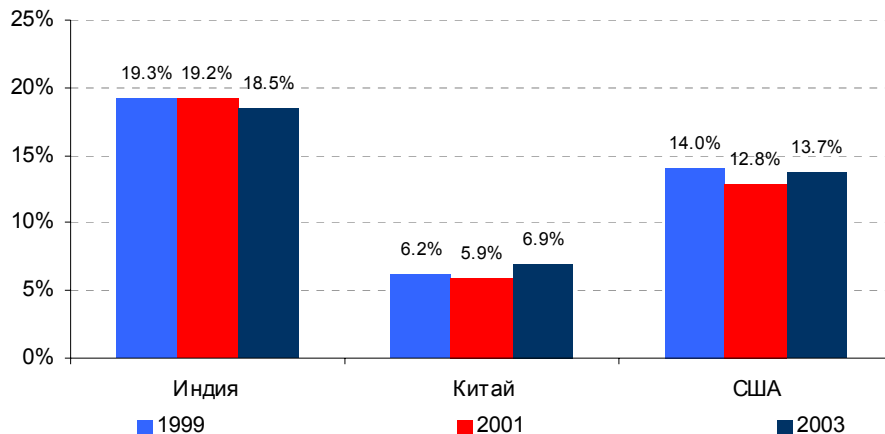
т	2001	2002	2003	2004П	2005П
Добыча	2604	2543	2570	2550	2535
Продажи ЦБ	504	400	400	400	400
Вторичная переработка	706	727	749	750	750
Хеджирование	-147	-120	-100	0	0
Предложение	3667	3557	3619	3700	3685
Спрос	3822	3818	3781	3795	3861
Избыток/дефицит	-155	-261	-162	-95	-176

Источник: ГМК "Норильский никель"

Китай и Индия занимают первое и третье место в мире по потреблению золота (второе принадлежит США). В течение последних нескольких лет в обеих странах отмечался резкий подъем, и их удельный вес в потреблении оставался стабильными. Высокий спрос на золото в Китае и Индии обуславливается рядом факторов, связанных с культурой этих стран, а также ограниченностью других инвестиционных возможностей и слабостью банковского сектора. В Индии золото используется на свадебных церемониях и служит женщинам в качестве средства накопления. В Китае золото является признаком богатства, поэтому спрос на него увеличивается со стороны стремительно растущего среднего класса.

Огромный спрос на золото в развитых странах подтверждает его привлекательность в качестве средства накопления и инвестиционного инструмента, несмотря на наличие развитых финансовых рынков. Так, например, США занимают второе место в мире по уровню потребления золота, хотя в стране существует широкий спектр других инвестиционных возможностей.

Ведущие страны-потребители золота

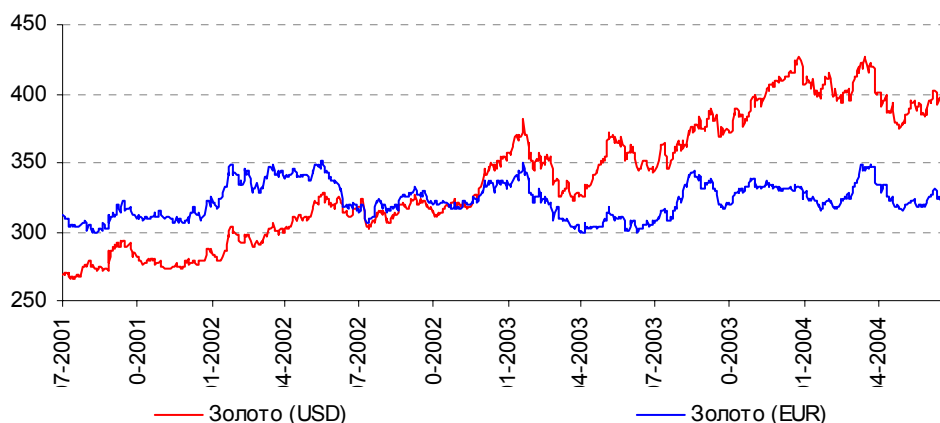


Источник: GFMS

Доллар США в течение ближайших двух лет будет подвержен давлению из-за наблюдающегося дефицита счета текущих операций (свыше 4% ВВП), а также превышения расходной части бюджета над доходной на \$500 млрд. Для уменьшения текущего торгового дефицита США необходима повышенная доля в общем объеме мировой торговли, но эта цель вряд ли достижима в условиях сложившейся системы торговли и высокого уровня конкуренции. Кроме того, последние неблагоприятные события на мировой арене и недавнее снижение ставок налогообложения свидетельствуют о неизбежности дефицита бюджета, по меньшей мере, в кратко- и среднесрочной перспективе. В результате у США остается только один экономический рычаг, используя который можно снизить отрицательное сальдо счета текущих операций, – ослабление доллара.

Последствия такой политики заметны при сравнении цен на золото в долларах и евро. Как показано на представленном ниже графике, в течение рассматриваемого периода времени цены на золото в валюте ЕС практически не менялись, т.е. подорожание золота в значительной степени является результатом снижения курса доллара и, как следствие, необходимости увеличения номинальной стоимости золота в долларовом выражении, чтобы компенсировать падение покупательной способности доллара за пределами США.

Цены на золото в долларах и евро: динамика определяется выбором валюты



Источник: Bloomberg

При прогнозировании цен на золото подводных камней еще больше, чем при оценке стоимости других металлов, поскольку золото отличается высоким уровнем ликвидности и является скорее финансовым активом, нежели товаром. Поэтому мы оставляем эту задачу специалистам по товарно-сырьевым ресурсам, которые работают в аналитических департаментах мировых инвестиционных банков. В рамках данного исследования мы придерживаемся осторожного допущения, что долгосрочная средневзвешенная цена на золото составит \$360/унция. Это соответствует его среднему значению за 20 лет, но выше усредненных величин за пять-десять лет. Кроме того, волатильность цен на золото должна увеличиться в связи с ростом консолидации отрасли и, что особенно важно, в связи с политикой центральных банков многих стран, которые отказываются от практики сокращения золотых запасов. Именно она была основной причиной падения цен в течение последних десяти лет.

Прогноз цен на золото: средневзвешенная цена за 20 лет, составляющая \$360/унция, является ориентиром на долгосрочную перспективу

\$/унция	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П
Средневзвешенная цена на золото	311	363	400	380	360	360	360

Источники: Bloomberg, оценки "Атона"

ЗОЛОДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ РОССИИ

В прошлом году объем добычи золота в России достиг 184 т, и она заняла пятое место в мире после ЮАР, Австралии, США и Китая. Основная часть продукции, 82% общего объема, как и большинство других металлов, была поставлена на экспорт. Запасы золота в России оцениваются в 3500 т. Именно на этом основании построен наш прогноз высоких темпов роста добычи золота в краткосрочной перспективе.

Общий обзор

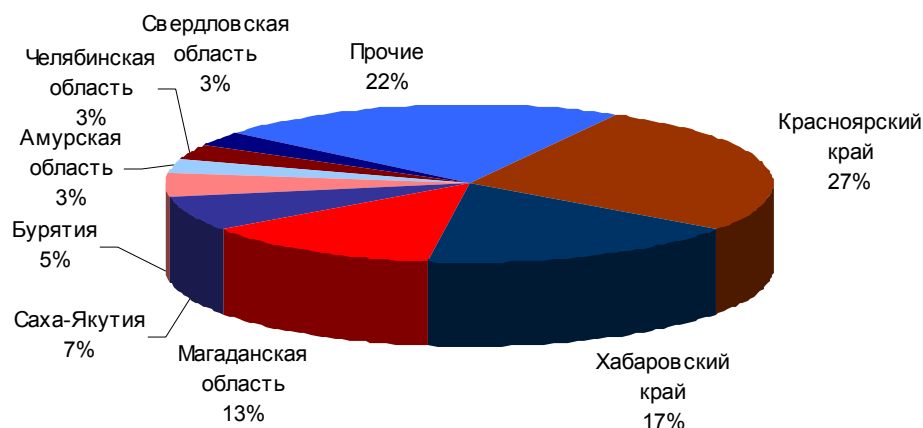
В последнее время в золотодобывающей промышленности России произошли серьезные перемены, связанные с ужесточением конкуренции с иностранными компаниями и усилением борьбы за капитал. **Главное изменение состоит в том, что разработка россыпных месторождений сменяется добычей золота из рудных залежей.** В 1999 году около 20% всего золота извлекалось из твердой породы, а к 2003 году – больше 50%. Такая структура добычи больше соответствует составу запасов, поскольку 80% их объема в России приходится на рудные залежи и только 20% – на россыпи.

Основным следствием этой тенденции является увеличение финансовых средств, необходимых для проведения горнорудных работ, и поэтому затраты приобретают постоянный характер. В результате наблюдается стремительная консолидация предприятий отрасли. В 2001 году на долю первой пятерки золотодобытчиков приходилось только 30% всей добычи. К 2003 году пять ведущих компаний контролировали 35% добычи, и дальнейшая консолидация не за горами. Кроме этого, есть несколько неразработанных золоторудных месторождений, и государство уже либо выдало лицензии на их эксплуатацию по итогам аукционов, либо намерено организовывать новые тендеры. Не исключено, что в ближайшем будущем из-за перехода добычи золота на рудные залежи и роста объемов финансирования, необходимого для эксплуатации приисков, в золотодобывающей промышленности останется четыре или пять игроков.

География добычи

В России золото добывается в основном в Сибири и на Дальнем Востоке. Самым крупным золотодобывающим регионом является Красноярская область, главным образом, благодаря ОАО "Полнос", самому крупному золотодобытчику страны. Второе место занимает Хабаровский край, где золото активно добывают ЗАО "Артель старателей Амур" и Highland Gold. В европейской части России нет сколько-нибудь заметного месторождения золота. Наиболее крупные залежи находятся в самых отдаленных областях, отличающихся суровыми климатическими условиями и другими неблагоприятными факторами, включая отсутствие инфраструктуры.

Добыча золота в регионах: на долю первой тройки приходится 57% совокупной добычи в стране



Источники: Прайм-ТАСС, оценки "Атона"

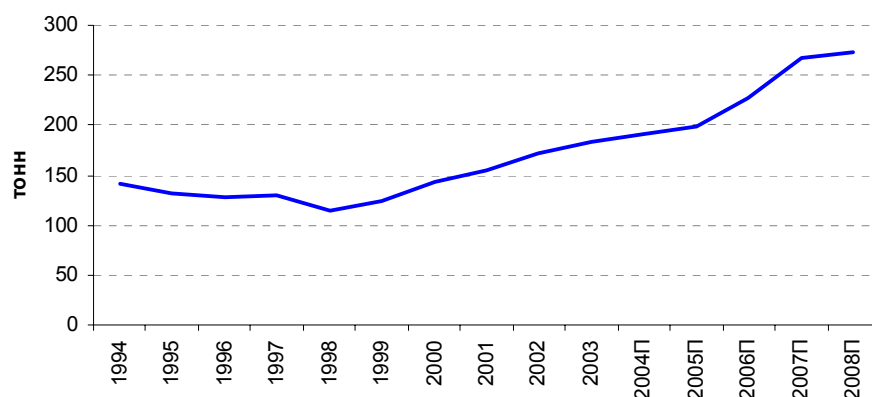
Стремительный рост добычи в России

Добыча золота в странах, традиционно считавшихся мировыми лидерами, – ЮАР, Австралия и США – постоянно снижалась на протяжении последних пяти лет. Более того, несмотря на интенсивные геологоразведочные работы и относительную доступность рынков капитала, в развитых странах было заложено мало новых приисков, поэтому шансы обнаружения дополнительных крупных залежей все время тают. Открытое в 60-х годах месторождение Карлин (штат Невада), скорее всего, одно из последних богатых месторождений в США.

В России наблюдается совершенно обратная картина, поскольку страна обладает хорошими возможностями для увеличения добычи в самое ближайшее время. От других стран, где добыча золота стремительно растет, например, Перу и Индонезии, Россия отличается минимальным риском геологоразведочных работ. Главный вопрос повестки дня новых горнодобывающих компаний – как найти золото – для России неактуален благодаря наличию огромного количества неиспользуемых данных геологической разведки, и компаниям требуется только средства и управленческие навыки, чтобы начать разработку запасов.

Более того, вследствие экономических проблем, которые переживала Россия в конце 80-х и в 90-х годах, были приостановлены работы на многих месторождениях, и там осталась необходимая инфраструктура, а иногда даже готовые штольни. Для возобновления добычи на таких объектах требуется мало времени и относительно немного затрат.

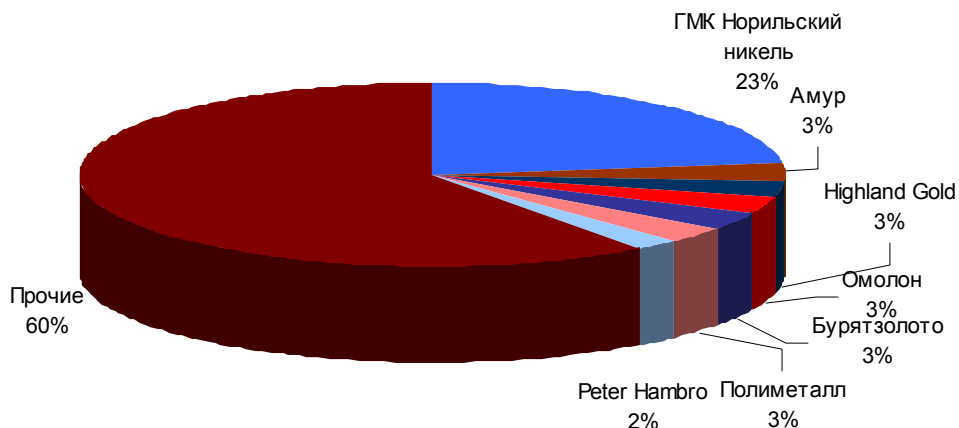
По нашим осторожным прогнозам, добыча золота в России будет расти в среднем на 8.2% в год в течение пяти лет. В основе наших отчетов лежат опубликованные производственные планы крупнейших золотодобывающих компаний. Мы также предположили, что объем добычи других производителей не изменится. Согласно этой модели добыча золота в России в 2008 году приблизится к 273 т, что на 184 т больше, чем в 2003 году. Ни у какой другой страны нет перспектив такого стремительного роста. Если эта цель будет достигнута, то в 2008 году Россия может занять второе или третье место в мире после ЮАР и, возможно, Австралии, при этом на ее долю будет приходиться 11% мирового рынка.

Высокие темпы роста добычи золота в России: в среднем 8.2% ежегодно в течение пяти лет


Источник: Госкомстат, данные компаний, оценки "Атона"

Основной прирост, по всей вероятности, будет обеспечиваться крупными компаниями с более высоким уровнем капитализации. Самая значительная и амбициозная из всех них – это ГКМ "Норильский никель", добывшая в прошлом году около 39 т, что позволило ей занять первое место в России и десятое место в мире. На долю компании приходится примерно 1.5% мирового рынка золота. ГКМ наметила себе долгосрочную цель – довести объем добычи к 2007-2008 годам до 100 т в год, что позволит ей войти в первую пятерку мировых золотодобывающих компаний и увеличить долю мирового рынка почти до 4%. Весь прирост добычи будет достигнут за счет российских месторождений.

Однако "Норильский никель" не единственная российская компания, которая собирается наращивать объем добычи. В золотодобывающей промышленности России идет стремительная консолидация, открываются новые возможности для увеличения добычи. Для достижения этой цели используется в основном покупка бедствующих или заброшенных приисков (Highland Gold купила "Многовершинное" и "Дарасун") или получение лицензии на разработку месторождений с нуля (Peter Hambro в Амурской области).

Добыча золота в России в 2003 году: дальнейшая консолидация неизбежна


Источники: СМИ

В результате консолидации т.н. производственные кооперативы, как "Омолон" и "Амур", скорее всего, исчезнут со сцены из-за неспособности обеспечить финансирование своего дальнейшего роста. Скрытый "Полиметалл" либо канет в небытие по той же причине, либо откроет всему миру свои бухгалтерские книги, чтобы выйти на рынок капитала (что вполне может произойти, т.к. компания

планирует выпуск евроноут в ближайшее время). А пока более мелкие производители, такие как Celtic Resources и Trans Siberian, смогут разрабатывать месторождения и привлекать финансирование, а впоследствии будут выкуплены со значительной премией. Две компании с достаточно высокой капитализацией, Highland Gold и Peter Hambro, постараются стать серьезными участниками российского рынка и принять участие в консолидации.

Крупнейшие в России месторождения по объему предполагаемых запасов

Месторождение	Объем запасов (т)	Владелец
Сухой Лог	1029	Государство
Олимпиадинское	450	ГМК "Норильский никель"
Нежданинское	450	Celtic Resources
Наталкинское	245	ГМК "Норильский никель"
Куранахское	230	Государство
Майское	138	Highland Gold
Многовершинное	120	Highland Gold
Балей	109	Государство
Покровское	100	Peter Hambro
Воронцовское	100	Полиметалл

Источники: ГМК "Норильский никель", оценки "Атона"

Консолидация золотодобывающей промышленности России: отправная точка для оценки стоимости

В течение последних двух лет было совершено немало сделок по купле-продаже золотодобывающих компаний, что дает нам довольно точный ориентир стоимости золотодобычи в России. В нашей выборке средневзвешенная цена покупки унции запасов, включая необходимые для разработки новых месторождений издержки, составила \$49.2. Нет ничего удивительного в том, что запасы действующих мощностей стоят дороже еще не разработанных месторождений. Заметим также, что высокая цена, которую ГМК "Норильский никель" заплатила за Лензолото (\$54.4/унция), объясняется стратегическим характером месторождения и наличием инфраструктуры. Благодаря этой покупке ГМК заняла выгодную позицию, которая может обеспечить ей победу на аукционе по "Сухому Логу". Напротив, "Титимухта" обошлось "Норильскому никелю" очень дешево – \$27.9/унция, включая капзатраты, так как месторождение находится вблизи уже работающего прииска.

Интересно отметить, что в мае Министр природных ресурсов Юрий Трутнев сказал, что золоторудное месторождение "Сухой Лог", скорее всего, будет выставлено на аукцион этим летом, а начальная цена составит \$150 млн.

Если прибавить еще \$1.0-1.3 млрд., необходимые, согласно оценкам, для разработки месторождения, то цена будет равна \$33.9-\$42.6/унция, что соответствует средневзвешенной стоимости приобретения нового месторождения – \$43.1/унция.

Последние приобретения: сделка компании Trans-Siberian знаменует новую эру оценки стоимости

Актив	Покупатель	Дата сделки	Сумма сделки, \$ млн.	Предполагаемая цена за 100%, \$ млн.	Запасы, млн. унций	Цена к запасам, \$/унция	Необходимые инвестиции, \$ млн.	Совокупная стоимость (цена + инв.)/ запасы, \$/унция.
Действующие прииски								
Highland Gold	Barrick	1/04	40.0	571.4	7.7	74.2	n/з	74.2
Лензолото	Норильский никель	9/03	152.0	338.5	(россыпное) 6.2	54.4	n/з	54.4
Новые месторождения								
Trans-Siberian	AngloGold Ashanti	7/04	32.0	107.1	2.0	53.9	50	79.0
Ямалзолото	Peter Hambro	4/04	5.0	5.6	1.0	5.5	n/a	n/a
Майское	Highland Gold	12/03	34.9	34.9	3.7	9.4	90	33.8
Титимухта	Норильский никель	9/03	10.1	10.1	1.1	9.2	20	27.9
Им. Матросова	Норильский никель	8/03	34.1	89.7	7.8	4.3	220	32.4
Сухой Лог*	n/a	n/a		150.0	34.0	4.4	1300	42.6
Средневзвешенная совокупная стоимость одной унции – все месторождения, \$								49.2
Средневзвешенная совокупная стоимость одной унции – новые месторождения, \$								43.1

*Возможная стартовая цена на аукционе

Данные о запасах основаны на сведениях компаний и информации СМИ и обычно относятся к категории C2

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Наибольшее количество золотодобывающих активов приобрела ГМК

"Норильский никель", обладающая финансовой мощью и способная перебить предложения менее крупных соперников. Компания собрала богатую коллекцию месторождений, на которых уже сейчас добываются или будут добываться большие объемы золота. Самые заметные из них – это прииск им. Матросова и Лензолото. Независимые компании также не остались в стороне, скупая все активы, которые могли себе позволить. Из недавних наиболее заметных событий можно отметить покупку компанией Peter Hambro 90% акций Ямалзолота, запасы которого оцениваются в 34 т золота (34 т – P1 и выше, 13 т – C2).

Ключевой сделкой из представленных в таблице является недавнее приобретение AngloGold Ashanti, которая купила 29.9% акций Trans-Siberian за \$32млн. Trans-Siberian только появилась в отрасли и еще ничего не добывает, но владеет несколькими интересными, хотя и небольшими приисками. AngloGold Ashanti заплатила за запасы невероятную сумму – \$53.9/унция. Кроме того, Trans-Siberian потребуется, во всей видимости, не менее \$50 млн. инвестиций для пуска приисков в эксплуатацию, т.е. еще \$25/унция. До сих пор за неразработанные запасы, включая капзатраты, стоили \$43.1/унция.

Таким образом, сделка AngloGold Ashanti устанавливает новую, значительно более высокую точку отсчета в стоимости запасов золота в России и указывает на те суммы, которые другим участникам рынка придется платить в будущем. Мы уверены в том, что торги по лицензиям на разработку новых и работающих приисков, особенно среди независимых игроков, будут весьма оживленными, поскольку гигант отрасли, ГМК "Норильский никель", теперь займется развитием приобретенных активов.

"Сухой Лог": предрешенный исход?

Многие аналитики считают "Сухой Лог" главным активом золотодобывающей промышленности России. Кроме того, это крупнейшее из разведанных в Евразии месторождений, запасы которого составляют 1029 т. У него месторождения достаточно бурная история: в 1990-х годах его приватизировали, но затем возвратили местной администрации по причине невыполнения условий сделки.

Многие члены Совета Федерации считают "Сухой Лог" стратегическим активом, и поэтому в январе они предложили Правительству запретить иностранным компаниям участвовать в аукционе по его продаже. Хотя этот запрос не имеет юридической силы, он говорит о потенциальном риске для инвесторов-нерезидентов.

Единственной компанией, способной получить необходимые средства для финансирования разработки месторождения, является, несомненно, ГМК "Норильский никель", поэтому именно ей, скорее всего, и достанутся гигантские залежи золота.

Министр природных ресурсов Юрий Трутнев заявил в мае, что месторождение "Сухой Лог" может быть выставлено на аукцион этим летом, а первоначальная цена составит \$150 млн. Однако он отметил, что окончательная цена может быть выше (заметим, что впоследствии Правительство не подтвердило дату продажи). Если судить по двум еще не разрабатываемым месторождениям, которые ГМК "Норильский никель" купила в прошлом году, то \$150 млн. – это как раз столько, сколько компания готова заплатить за "Сухой Лог". Если месторождение действительно уйдет за \$150 млн., то стоимость одной унции составит \$4.4 – примерно столько же компания заплатила за рудник им. Матросова. Если приплюсовать сюда необходимые для пуска прииска в эксплуатацию инвестиции, которые, по оценкам ГМК, достигают \$1.3 млрд., стоимость одной унции с учетом

капзатрат вырастет до \$33.9 , что также соответствует аналогичным данным по руднику им. Матросова.

Хотя независимые игроки тоже могли бы получить долю «Сухого Лога», они весьма ограничены в своих возможностях, чтобы участвовать в торгах, даже если их к ним допустят. По рыночной стоимости «Норильский никель» превышает самого крупного их представителя, Highland Gold, больше чем в 20 раз, а лимит его заимствований еще далеко не исчерпан. С точки зрения финансовых средств, единственным российским конкурентом в борьбе за «Сухой Лог» может быть РУСАЛ, третий в мире производитель алюминия, который выразил заинтересованность в покупке месторождения.

Однако не совсем понятно, зачем РУСАЛу нужно месторождение золота и есть ли у него необходимое ноу-хау для его разработки и для выполнения требований лицензии, касающихся условий добычи. В любом случае, несмотря на перспективность «Сухого Лога» ни одна из представленных в данном отчете компаний не способна купить лицензию на его разработку.

Низкие операционные затраты

Очень низкие затраты на добычу являются одним из главных преимуществ золотодобывающей промышленности России перед другими странами.

Совокупные затраты на добычу одной унции золота в среднем на 23% ниже мирового уровня, в основном – за счет низких затрат на оплату труда и электроэнергии, а также благоприятной для отрасли нормативно-правовой базы (т.е. небольшие ставки налогообложения, помимо налога на прибыль, и роялти).

Затраты на добычу в России на 23% ниже среднемирового уровня

Мировой объем добычи золота	Средние совокупные затраты, 2003, \$/унция
ЮАР	312
Австралия	291
США	277
Россия	205
Канада	277
Прочие	249
Средневзвешенные совокупные затраты без учета России	267
Средние совокупные затраты в России	205
Относительное преимущество России	23%

Источники: GFMS, оценки "Атона"

Именно это естественное конкурентное преимущество российских золотодобывающих компании, в сочетании с достаточно обширным объемом запасов, и привлекает иностранные компании на рынок России. Так, многим иностранным золотодобытчикам удалось существенно повысить свои консолидированные финансовые результаты благодаря тому, что в их структуре есть низкзатратные российские подразделения.

Самым заметным примером является компания Bema Gold, которая ведет добычу золота как в России, так и в ЮАР. В прошлом году совокупные денежные затраты в ЮАР составили \$394/унция, в России – \$148/унция. После консолидации средневзвешенный показатель по всей компании был равен \$278/унция. Хотя разница между себестоимостью добычи в ЮАР и в России объясняется в основном высоким курсом рэнда, пример Bema Gold показывает, что низкие затраты на добычу российского золота могут положительно сказаться на совокупных финансовых показателях транснациональной золотодобывающей компании.

Налогообложение: ноша не тянет

В России режим налогообложения золотодобывающих компаний сложностью не отличается. Размер роялти за добычу металла составляет 6% от объема продаж. Экспортная пошлина установлена на уровне 0.5% совокупных продаж за рубеж, но ее можно уменьшить, если вывозить продукцию через Беларусь, которая заключила с Россией договор об экспортных поставках и технически не является экспортным рынком. Большое значение имеет освобождение внутренних продаж золота от НДС. Это огромное преимущество золотодобытчиков перед другими российскими сырьевыми компаниями. Заметим, что экспортная пошлина в размере 0.5% ничтожно мала по сравнению со ставкой 5-10% на экспорт никеля, меди и МПГ, 30% на газ и до 25% на сырую нефть.

Налоги в золотодобывающей промышленности: очень благоприятный режим

	Ставка	Налогооблагаемая база	Распределение
Роялти	6%	Объем продаж	Федеральный бюджет: 2.4% Местный бюджет: 3.6%
НДС	0%	нет	нет
Экспортные пошлины	0.5%	Объем продаж на экспорт	Федеральный бюджет

Источник: Highland Gold

Запасы в России: обоснованные сведения

В последнее время слышно много разговоров о качестве оценок запасов золота российских компаний, поскольку инвесторами удобнее использовать более привычные данные западных аудиторов и показатели западной классификации, а к российским аудиторским отчетам отношение настороженное. Тревоги инвесторов вполне понятны, однако освоение российских данных о запасах и их деления способствует преодолению страхов и улучшает понимание.

Советская геологическая наука: данные о горнорудной промышленности

Советское правительство финансировало геологические экспедиции по всей стране и сумело собрать огромный материал о запасах металлов. Был установлен определенный статистический порог, превышение которого служило основанием для дополнительных, более глубоких геологоразведочных работ. Полученные в советское время данные лежат в основе нынешней информации о запасах золота в России. Заметим, что многие ветераны отрасли, которые принимали участие в инвентаризации залежей золота в СССР, перешли на работу в частные горнорудные компании. Их богатый опыт дает им и их работодателям исключительные конкурентные преимущества. Поэтому нет ничего удивительного в том, западные инвесторы иногда не могут понять, почему компания проявляет интерес к тому или иному месторождению.

Самым поразительным примером такого информационного разрыва является покупка прошлым летом рудника им. Матросова "Норильским никелем". Руднику принадлежат права разработки Наталкинского месторождения, которое, как было указано в первоначальных приватизационных материалах, обладает запасами золота в размере 245 т. Торги были очень напряженными, и по итогам аукциона стартовая цена, установленная РФФИ, была превышена в 13 раз. Что стало причиной таких упорных торгов? По данным газеты "Ведомости", обнародованным в феврале этого года, реальная цифра потенциальных запасов Наталкинского месторождения не 245 т, а 800-1500 т, т.е. на уровне "Сухого Лога", крупнейшего неразработанного месторождения золота в Евразии.

Если продолжить эту линию, можно вспомнить, что не случайно золотодобывающие компании владеют не одним прииском в регионе, поскольку связи и контакты, накопленные в ходе осуществления первого проекта, ведут к новым разработкам с использованием местных геологических данных, которые находятся в ведении местных администраций.

Хотя инвесторы зачастую не доверяют российским геологическим данным, факт остается фактом: во времена Советского Союза были собраны исчерпывающие и обоснованные сведения. Основное отличие заключается в том, что западные методы классификации запасов больше открыты для толкования на основе частных случаев, тогда как российское деление основано на строгой системе статистической вероятности.

В российской классификации при оценке запасов используется критерий экономической целесообразности. Кроме того, результаты геологоразведочных работ и выведенные на их основе данные о запасах унифицированы в масштабах всей страны, т.к. эта работа финансировалась государством.

Букварь российских геологических данных

Различиям между российской и западной системами классификации запасов и ресурсов уделяется самое пристальное внимание, и наша цель состоит в том, чтобы

описать их и выявить преимущества и недостатки российского подхода. Российские золотодобытчики предоставляют основные данные по российской системе, поэтому при составлении оценки стоимости компаний важно понимать категории этого деления и их значение.

В российской системе указано, какой объем геологических работ и исследований необходимо провести, прежде чем ресурсам или запасам будет присвоена та или иная категория. Запасы и ресурсы золота подразделяются на три основные категории – В, С и Р, которые имеют также более мелкое деление.

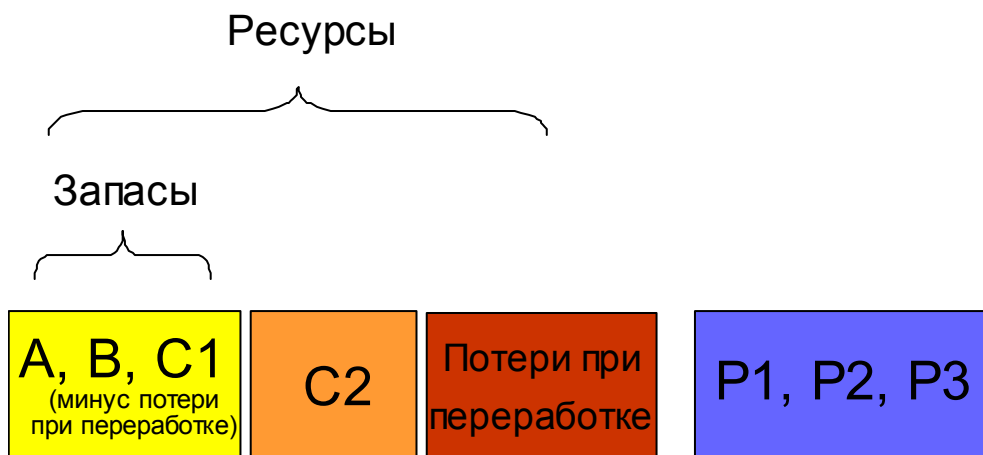
Основной предпосылкой в системе ранжирования является статистическая возможность обнаружения определенного количества золота на данном участке. Категория В, высшая оценка, используемая золотодобывающими компаниями, определяется как уровень статистической достоверности 75%. Проще говоря, вероятность реального наличия запасов, выведенных на основе данных геологоразведки, составляет 75%.

Затем следует категория С. У самой высокой подкатегории С1 статистическая достоверность равна 50%. Для того, чтобы присвоить участку эту категорию, необходимо опробовать и переработать не менее 350 т руды, произвести пробное бурение на расстоянии не более 40 м и представить подземные пробы для подтверждения геологических выводов.

Следующая категория рейтинга, С2, предполагает еще более низкую степень статистической достоверности по сравнению с С1. Бурение должно производиться не более чем через 80 м и опробовать можно всего 0.5 т руды. Кроме того, требуется предварительное ТЭО, подготовленное и утвержденное Правительством.

За С2 идет группа Р, которая характеризуется самыми большими допущениями и самой высокой степенью неопределенности. В лучшем случае, актив заслуживает упоминания, если ему присвоена категория Р1, хотя ее нужно рассматривать лишь как примерный показатель того, что может находиться в недрах земли. Фактически, категория Р1 представляет собой первоначальную оценку, которая служит основанием для продолжения дальнейшего исследования месторождения. Р2 и Р3 практически ничего не значат, поскольку для присвоения этих категорий используется минимум данных, и статистическая достоверность обнаружения запасов чрезвычайно мала.

Расчет запасов и ресурсов на основе российских данных: осторожный подход самый лучший

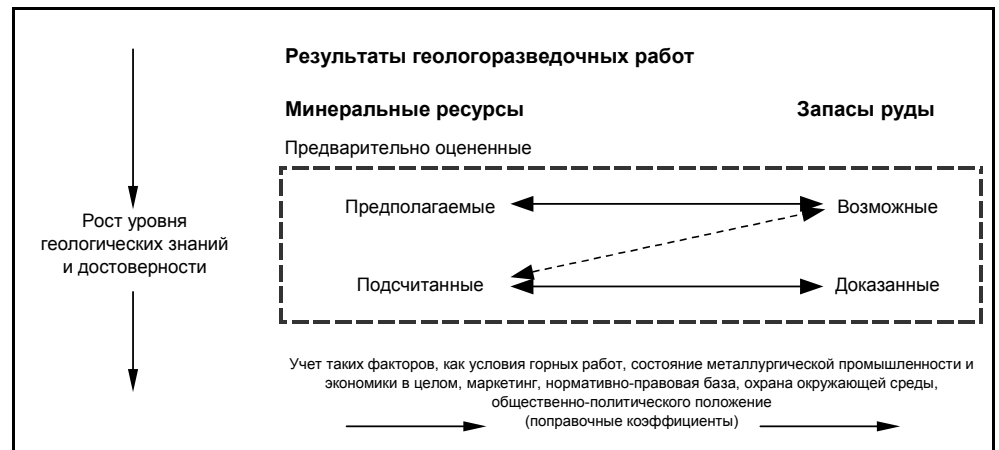


Источники: данные компаний, оценки "Атона"

Западная классификация также зиждется на целом ряде параметров оценки данных геологоразведки. Однако главное отличие российской системы от западной лежит в области поправочных коэффициентов, которые в западной методологии дают группе специалистов, занимающихся геологическим анализом, больше свободы при принятии решения. Тем не менее, обобщенно можно сказать, что российская категория В примерно соответствует доказанным запасам, В+С1 – доказанным и вероятным (2Р) или предполагаемым, С2 – предварительно оцененным (примерно соответствует вероятным запасам в нефтяной промышленности). Более того, совокупный объем запасов категорий В и С1 совпадает с понятием "запасы" по западной классификации, а В+С1+С2 – с "ресурсами".

Такая свобода действий дает опытным геологам возможность шире использовать свои практические знания при составлении экспертного заключения, поэтому месторождение, которое, с точки зрения строгой статистики, не представляет из себя ничего ценного, в действительности может оказаться выдающимся и получить соответствующую категорию. Возможно также и обратное, в зависимости от компетенции и опыта (или прямого подлога) специалистов, использующих западную систему.

Основные параметры западной классификации



Источник: JORC

Лицензирование: пока все гладко

Следующим по значимости вопросом после размера и потенциальной стоимости актива являются права собственника и их предоставление. Согласно российскому законодательству все подземные недра считаются собственностью государства, и их использование контролируется и регулируется рядом государственных органов при помощи сложной системы федерального и регионального законодательства, определяющего порядок лицензирования, а также целого ряда различных положений. В целом, существующий в настоящее время порядок лицензирования разработки подземных недр не отличается высокой степенью эффективности из-за многочисленного дублирования функций федеральных и региональных регулирующих органов.

Обычно лицензии выдаются сроком на 10-20 лет, и в них указываются конкретные права держателя лицензии на ресурсы, а также условия, которые он должен выполнить для сохранения лицензии в силе. Чаще всего это минимально допустимая рентабельность инвестиций, сроки и обязательства по развитию.

В лицензии также определяется круг налоговых сборов, который должен вносить в бюджет ее владелец, а также такие вопросы, как право собственности на геологоразведочные данные, безопасность и конфиденциальность. Выполнение

условий лицензии имеет большое значение для ее сохранения, хотя на практике в течение лицензионного срока держатели лицензии часто добиваются отмены некоторых требований и внесения поправок. Правом на подобные изменения обладают как федеральные, так и местные власти, что усугубляет проблемы лицензирования.

Инвесторам необходимо помнить о различии между обладанием лицензией и правами собственности на активы конкретного месторождения. Благодаря этому последнему аргументу риск, связанный с лицензиями в России, выглядит не так мрачно, как это может показаться на первый взгляд. С точки зрения конкурента горнодобывающей компании лицензия на разработку месторождения мало что значит без права собственности на активы и инфраструктуру. Это хорошо видно на таких примерах, как прииск им. Матросова и Наталкинское месторождение. Вокруг них расположено немало активов, которые скупил ГМК "Норильский никель". Та же логика прослеживается и в отношении "Сухого Лога", если вспомнить, что тот же "Норильский никель" приобрел Лензолото, являющееся собственником ключевых звеньев инфраструктуры, которые потребуются для будущего держателя лицензии на разработку "Сухого Лога".

Лицензии предоставляются на основе результатов государственных тендеров и аукционов, хотя многие из действующих в настоящее время лицензий выдавались автоматически в 1992-1993 годах государственным горнодобывающим компаниям, чтобы те могли продолжать работать. Таких компаний очень много по всей России, и все они могут стать легкой добычей нынешних игроков. Так, совсем недавно Peter Hambro присоединил к себе Ямалзолото. Как уже отмечалось выше, прежде чем подать заявку на новую лицензию, компании обычно первым делом покупают физические активы, расположенные вблизи соответствующего месторождения. В результате часто бывает так, что в тендере участвует только один претендент.

Лицензия дает право собственности на добываемое золото?

Согласно условиям лицензии ее держатель имеет право собственности на добываемое золото и другие металлы. Таким образом, право собственности на металл принадлежит лицу, которое его добывает.

Следует отметить, что государство обладает правом преимущественной покупки российского золота. До реформы золотодобывающей промышленности 1998 года, отменившей государственный контроль над сбытом драгоценных металлов, это было серьезной проблемой, т.к. мало того, что государство было первоочередным покупателем, оно само устанавливало цены. В настоящее время государство сохраняет право преимущественной покупки, но цены на золото устанавливаются на рынке. Если государство отказывается покупать золото, тогда продавец может реализовать его российским или иностранным потребителям.

Доступ к информации о запасах: нужны связи

Присмотревшись к российским золотодобывающим компаниям, можно заметить, что обычно их основная деятельность сосредоточена в одном регионе. Это не случайно. На первый взгляд может показаться, что такое положение является следствием особых отношений компании с региональной администрацией, благодаря которым золотодобытчикам легче осуществлять каждый последующий проект. Однако это только половина дела.

Главная причина заключается в региональной базе геологических данных, полученных благодаря масштабной разведке недр, которая финансировалась советским правительством по всей стране. Полученные в результате проведенных работ данные хранились и в Москве, и в столицах краев и областей, хотя в регионах

обычно оставались наиболее полные и подробные геологические отчеты, тогда как в главный город страны отправляли сокращенный вариант.

Именно благодаря такой базе данных преобладающая часть активов компании Peter Hambro находится в Амурской области, а Highland Gold – в Читинской области. Для горнодобывающих компаний хранитель результатов геологических изысканий считается самым ценным сотрудником региональной администрации, поскольку он обладает информацией, знание которой позволяет сэкономить очень много времени и средств, если подсказать компании правильное направление, когда она ищет новые залежи золота или подает заявку на лицензию.

После предстоящих перемен в законодательстве о лицензировании разработки золотосных месторождений значение геологических данных возрастет. В настоящее время компании должны передавать результаты геологоразведочных работ в региональную базу данных. Местные власти используют эту информацию, когда проводят открытый аукцион по лицензии на разработку месторождения. При таком положении у компании нет заинтересованности в проведении геологоразведки, т.к. она может провести испытания и найти интересную залежь, но не исключено, что при продаже лицензии месторождение достанется не ей, а конкуренту.

После внедрения новой системы компания будет подавать заявку на право эксплуатации участка и получит все права на данные геологоразведки, которые будут накоплены в ходе работ. В то же время, ей придется торговаться "вслепую", поэтому особое значение приобретает доступ к региональной базе данных, позволяющей узнать, что скрывается в толще земли.

ПРОГНОЗ И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

ИСХОДНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ МОДЕЛИ DCF И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Все компании, описанные в настоящем обзоре, в той или иной степени находятся на начальном этапе развития и планируют значительный рост, поэтому модели DCF представляются особенно уместными для оценки. Наши прогнозы в целом соответствуют внутренним прогнозам руководства компаний, однако в нескольких случаях внутренний прогноз либо выглядит излишне оптимистичным, либо основывается на недостаточном объеме информации. В таких случаях мы старались придерживаться максимально возможного консерватизма оценки. Если предположить, что долгосрочная средняя цена золота составит \$360/унцию, а средневзвешенная стоимость капитала – около 12%, только Highland Gold будет иметь привлекательную оценку стоимости на основе модели DCF.

Исходные данные, заложенные в модель

Выручка

Во всех случаях мы рассчитывали валовую выручку на основе нашего прогноза цен на золото и количества тройских унций, относимых на счет компании. В случае участия анализируемой компании в СП мы приняли решение вычитать выручку, не приходящуюся на счет анализируемой компании из совокупной выручки совместного предприятия.

Прогноз цен на золото: долгосрочный прогноз приравнен к средней величине за 20 лет (\$360/унцию)

\$/унцию	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П
средняя цена золота	311	363	400	380	360	360	360

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

В тех случаях, когда компания планирует производить сопутствующие металлы, мы установили фиксированную цену для оценки размера выручки от их продажи – \$5 за тройскую унцию серебра. В тех двух случаях, где имеет место значительный объем производства сопутствующего серебра, на Новоширокинском месторождении Highland Gold и на Нежданнинском месторождении Celtic Resources, фактическая доля добываемого серебра в совокупном объеме продаж не превышает 3-4%.

Мы прогнозируем значительный рост выручки всех рассматриваемых компаний в связи с ростом объемов добычи. Максимальные темпы роста в будущем (в среднем 37% в год на протяжении пяти ближайших лет) должна демонстрировать компания Celtic Resources после начала промышленного производства на Нежданнинском месторождении. На втором месте находится Peter Hambro (среднегодовые темпы роста 25%), тогда как прогнозируемые среднегодовые темпы роста Highland Gold за этот же период должны составить 17%.

Разумеется, объем выручки также определяется ценами на золото, и как мы уже отмечали, нами был выбран крайне консервативный подход к их прогнозу – мы предположили, что после 2006 года цена золота будет находиться на уровне \$360/унцию. Если цена золота останется на текущем уровне \$400/унцию, наш прогноз стоимости Highland Gold окажется заниженным на 27%, Peter Hambro – на 33%, а Celtic Resources – на 36%. Ни одна из анализируемых компаний не занимается хеджированием, и мы предположили, что данная ситуация сохранится и в будущем.

Затраты на реализацию

Ни одна из компаний, рассматриваемых в настоящем обзоре, не выделяет расходы на энергоносители и на оплату труда в качестве отдельных статей. Впрочем, мы воспользовались информацией компаний для моделирования затрат на оплату труда и других операционных расходов по отдельным месторождениям каждой компании, а затем учли воздействие инфляции и изменений обменного курса рубля. Каждое месторождение имеет свой характер затрат, который зависит от размера месторождения, характера его операций и прогнозируемых показателей роста. При расчете денежных затрат учитываются валовые показатели всех месторождений компании (до принятия во внимание доли месторождения, принадлежащего компании).

Расчет амортизации в золотодобывающей промышленности является делом довольно сложным, так как процесс добычи руды одновременно является и статьей затрат, и способом создания актива. Золотодобывающие компании в основном используют метод начисления амортизации по единицам выпуска, при котором амортизация определяется как отношение произведения балансовой стоимости актива на объем добычи за год к совокупным запасам месторождения. В результате при реклассификации ресурсов в разряд запасов амортизационные отчисления иногда даже сокращаются, хотя в операционном плане не произошло никаких изменений.

По прогнозам, затраты на реализацию должны увеличиваться примерно пропорционально росту объемов добычи, хотя по мере увеличения масштабов производства увеличение производительности в связи с эксплуатацией более крупных рудников позволит компаниям более эффективно компенсировать связанное с инфляцией повышение затрат на оплату труда и других расходов на добычу.

Совокупные денежные затраты должны остаться на низком уровне, и любые значительные изменения со временем будут связаны с началом разработки новых месторождений, себестоимость которых отразится на средневзвешенном показателе компании. Увеличение денежных затрат Peter Hambro будет больше, чем у остальных компаний, рассмотренных в этом обзоре, и это произойдет в связи с низким содержанием металла в рудах компании, которое будет вести к поступательному удорожанию производства. Celtic Resources утверждает, что совокупные денежные затраты на основном месторождении компании, Нежданинском, составят менее \$100/унцию, хотя, по нашему мнению, компания недооценивает стоимость добычи золота в таком труднодоступном и удаленном районе; кроме того, геологические характеристики месторождения являются чрезвычайно сложными.

Совокупные денежные затраты

\$/унцию	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Highland Gold	185	205	198	185	177	173	176
Peter Hambro	138	147	140	151	174	181	182
Celtic Resources	252	237	215	201	195	202	191

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Одна важнейшая статья неденежных расходов – амортизация – должна сильно возрасти, в особенности у Peter Hambro, так как увеличение добычи при неизменных запасах золота означает рост амортизационных отчислений.

Коммерческие, общие и административные расходы, как ожидается, должны быть незначительными, в особенности у Celtic Resources, и оставаться на низком уровне, так как управление месторождениями не требует значительных затрат, а сбытовые расходы практически равны нулю.

Баланс и денежные потоки

Основным вопросом, требующим внимания для всех рассмотренных в обзоре компаний, является их структура капитала в будущем, поскольку всем им для реализации планов разработки месторождений потребуется дополнительное финансирование. Большинство рассмотренных компаний исследуют возможности использования проектного финансирования, и мы включили в нашу модель такой уровень данного типа заемного капитала, который является, по нашему мнению, обоснованным. Мы предположили, что все дополнительно привлекаемые по мере необходимости заемные средства будут иметь вид краткосрочного кредитования. Мы также предположили, что любой излишек денежных средств будет использоваться для погашения задолженности, поэтому в нашу модель для каждой компании встроена единая статья "чистый долг".

Мы предполагаем, что оборотные средства компаний будут находиться на довольно невысоком уровне, так как нет причин для поддержания товарных запасов золота. В настоящее время объем товарно-материальных запасов проанализированных компаний не высок, главным образом, в связи с накоплением руды в преддверии пуска новых установок для переработки. После ввода в действие таких установок оборот товарных запасов должен возрасти. Мы предположили, что сроки дебиторской и кредиторской задолженности будут относительно небольшими, и размер рабочего капитала окажется незначительным у всех анализируемых компаний.

Ожидается, что изменения рабочего капитала будут достаточно значительны в ходе подготовки к началу разработки месторождений, поскольку компании будут накапливать руду для переработки. Однако после такого накопления руды, как ожидается, изменения в размере рабочего капитала будут относительно незначительными. В этом плане Celtic Resources является аномалией, так как компания сосредоточила силы, в первую очередь, на плавке руды на Нежданском месторождении, а не на извлечении руды (из-за опасений, связанных с обработкой трудной в геологическом отношении руды), поэтому ожидается, что накопление руды на месторождении будет оставаться на минимальном уровне.

Уровень капитальных затрат определялся или на основании операционных планов компаний или, в тех случаях, когда отдельные компании не предоставляли таких планов, по аналогии с информацией сопоставимых компаний. Как отмечалось выше, уровни задолженности, как краткосрочной, так и долгосрочной, определяются прогнозируемым уровнем основных финансовых показателей и зависят от операционных нужд компании и ее потребности в капитальных затратах.

Прогнозируемый размер капитальных затрат установлен на высоком уровне для всех анализируемых компаний, так как они планируют наращивать объемы производства; однако размер таких затрат относительно невелик по сравнению с капитальными затратами производителей стали и никеля. Кроме того, капитальные затраты на ремонтно-профилактические работы, по прогнозам, будут небольшими, так как активы золотоплавильного производства отличаются небольшим размером и простотой, а рудники требуют минимального ремонта и профилактики после введения в строй, в особенности рудники, разрабатываемые карьерным способом.

Модель оценки стоимости капитала CAPM

Для определения стоимости акционерного капитала и средневзвешенной стоимости капитала (WACC) мы использовали наши стандартные исходные данные модели оценки стоимости капитальных активов (CAPM). Среднемесячный объем торгов акциями всех компаний, рассмотренных в обзоре, превышает \$10 млн., но не достигает до отметки \$100 млн., поэтому прогнозируемый коэффициент "бета", отражающий уровень ликвидности, составляет 1.25. Мы отмечаем, что золотодобывающие компании традиционно имеют очень низкий коэффициент "бета" по сравнению с экономикой в целом; у пяти крупнейших в мире золотопромышленных компаний средневзвешенный коэффициент "бета" без учета долга в структуре капитала составляет 0.2. Однако мы понимаем, что инвесторы стремятся получить достаточную отдачу от вложенного капитала, который компенсировал бы, в частности, относительно небольшой размер компаний, освещенных в настоящем обзоре, и тот факт, что они ведут деятельность на территории России. Если относить золото к классу активов, рыночная стоимость которых изменяется в противофазе с экономическим циклом, можно обосновать использование более низкой дисконтной ставки. В таком случае прогнозируемая стоимость анализируемых компаний оказалась бы значительно выше. При учете долга в формуле мы использовали стоимость долга после уплаты налогов.

Основные допущения модели DCF

Фактор модели	Допущение	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка	5.7%	Средняя доходность US Treasuries 30 за последние 10 лет; в настоящий момент около 5.7%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.7%	Разница между 30-летними US Treasuries и еврооблигациями России на конец 2003 года.
Стандартная премия за риск инвестиций в акции	4%	Соответствует прогнозируемой премии за инвестиции в акции, рассчитанной в недавнем исследовании (Roger Ibbotson and Peng Chen, Financial Analysts Journal)
Стоимость долга/коэффициент "бета" с учетом долга	Скорректировано с учетом стоимости долга после уплаты налогов	Отражает растущую способность российских компаний исключать уплачиваемые проценты по кредитам из налогооблагаемой прибыли
Прогнозируемый коэффициент "бета"	1.25	Прогноз основан на среднемесячном объеме торгов; низкая ликвидность=высокая волатильность
Долгосрочные темпы роста свободного денежного потока	5%	Значительные возможности роста в России и СНГ, а также повышение производительности и эффективности операционной деятельности

Источник: оценки "Атона"

Остаточные темпы роста

В наших моделях DCF использованы остаточные темпы роста на уровне 5%. Хотя такие темпы роста могут показаться излишне оптимистичными, нас оправдывает наличие огромных возможностей роста в России и СНГ и низкий текущий уровень производительности труда в этом регионе, которому, по сути, остается только повышаться. По мере повышения эффективности и расширения объемов российских месторождений увеличивается также и простор для роста денежных потоков. Остаточный свободный денежный поток не зависит от увеличения выручки, хотя мы подчеркиваем, что наш долгосрочный прогноз цен на золото крайне консервативен, и это означает, что при любом конкретном уровне производства имеется возможность получения превышающей прогноз выручки в связи с более высокими ценами на драгоценный металл.

Заключение

Основываясь на наших финансовых оценках (см. раздел "Характеристика компаний"), мы прогнозируем, что в ближайшие годы все рассматриваемые компании будут иметь отрицательные свободные денежные потоки. Highland Gold начнет генерировать положительные свободные денежные потоки в 2006 году; к этому времени три месторождения начнут промышленную добычу и выйдут на проектную мощность. Peter Hambro, по прогнозам, принесет положительный денежный поток только в 2007 году, поскольку месторождение "Пионер" требует больших капитальных затрат. Наконец, Celtic Resources, вынашивающая очень амбициозные планы развития и начинающая деятельность с очень низкой отметки, должна начать генерировать положительный свободный денежный поток только в 2008 году.

Согласно нашим допущениям в модели оценки капитальных активов CAPM, которая подразумевает средний показатель средневзвешенной стоимости капитала "Большой тройки" производителей на уровне 12%, только Highland Gold обладает потенциалом повышения оценочной стоимости при оценке на основе модели DCF. Если предположить, что долгосрочная цена золота в будущем составит \$400/унцию, привлекательность Celtic Resources также повысится, однако Peter Hambro обладает ограниченным потенциалом повышения стоимости даже при таком допущении.

Основные показатели оценки

	Highland Gold	Peter Hambro	Celtic Resources
Средневзвешенная стоимость капитала WACC	11.9%	12.1%	12.4%
Совокупный долг/акционерный капитал (по рыночной стоимости)	21.1%	7.5%	6.0%
Остаточные темпы роста	5%	5%	5%
Остаточная стоимость, в % от совокупной оценочной стоимости	72.9%	76.2%	104.1%
Текущая цена, \$ (на 21/7/2004)	3.85	7.50	7.09
Прогнозируемая стоимость (при цене на золото в \$360 за унцию)	4.89	5.87	6.75
Потенциал повышения	27%	-22%	-5%
Прогнозируемая стоимость (при цене на золото в \$400 за унцию)	6.20	7.82	9.16
Потенциал повышения	61%	4%	29%

Источник: данные компании; оценки "Атона"

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НА БАЗЕ АКТИВОВ

Оценка стоимости российских компаний представляется невысокой по сравнению с зарубежными аналогами, особенно низкой при сопоставлении выглядит оценка по отношению EV к запасам/ресурсам. Принимая во внимание планы компаний по быстрому увеличению производства, мы отмечаем, что оценка стоимости на базе объемов добычи находится ближе к показателям компаний-аналогов.

Высокое отношение запасов к объемам добычи отражается на оценке стоимости

Несмотря на то, что все анализируемые нами компании пока являются производителями скромных размеров, все они имеют вполне солидные рудные ресурсы. Данная ситуация является характерной для российских компаний, занимающихся разработкой природных ископаемых. Например, российские нефтегазовые компании имеют возможность разрабатывать свои запасы (которая определяется отношением невыработанных запасов к ежегодному объему добычи) в течение гораздо более долгого времени, чем их зарубежные аналоги. Независимые золотопромышленные компании намереваются восполнять выработку руды новыми запасами, и поскольку в отрасли сохраняется значительное пространство для роста, судя по всему, сроки промышленной эксплуатации этих компаний будут оставаться значительными еще в течение продолжительного времени.

Будущая продолжительность разработки запасов, лет

	Отношение запасов к объему добычи в 2003 году
Крупнейшие мировые горнодобывающие компании	
Newmont	12
Barrick Gold	16
Anglogold Ashanti	13
Gold Fields	19
Placer Dome	16
Harmony	15
Средние горнодобывающие компании	
Cambior	13
Randgold Resources	7
Croesus Mining	2
Northgate	7
Inmet	10
Resolute	5
Hecla	4
Rio Narcea	2
Highland Gold	40
Peter Hambro	18
Celtic Resources	99

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

На сегодняшний день Highland Gold и Celtic Resources отличаются очень высокой продолжительностью потенциальной эксплуатации своих месторождений (рассчитанной как отношение R/P – т.е. запасов к добыче). Однако мы отмечаем, что в связи со значительным увеличением объемов добычи их коэффициенты R/P должны снизиться, что не может не отразиться на сравнительной оценке стоимости этих компаний. Предполагая, что со временем размер запасов не увеличится, продолжительность промышленной эксплуатации месторождений Highland Gold к 2007 году сократится до 14 лет, а Celtic Resources – до 13 лет. Что касается Peter

Hambrø, то за последние два года компания собрала большое количество ресурсов на предварительной стадии разведки, которые мы не учитывали при оценке стоимости компании. Впрочем, когда компания проведет переклассификацию своих ресурсов категории Р в категории С1 и выше, а это неизбежно произойдет, когда на месторождениях "Пионер" и "Покровском" будет добыто большее количество золота и будет собрана новая информация, срок промышленной эксплуатации месторождений компании увеличится с текущего уровня – 18 лет.

Основным выводом, который можно сделать, учитывая высокое отношение запасов к добыче у российских золотопромышленных компаний, заключается в том, что именно это явление во многом объясняет, почему российские компании в среднем должны торговаться со скидкой по сравнению с западными аналогами. У западных коллег, характеризующихся более коротким сроком промышленной добычи, денежные потоки сосредоточены в ближайшем будущем, и будут в основном получены раньше, чем у российских компаний. Кроме того, относительно небольшие объемы добычи при значительных запасах объясняют высокое отношение запасов к годовой добыче, характерное для проанализированных российских компаний.

Оценка стоимости запасов и ресурсов

В соответствии с вышесказанным оценка стоимости запасов и ресурсов российских компаний действительно оказывается значительно ниже уровня зарубежных аналогов, и это также повышает привлекательность российских компаний для поглощения. Кроме того, мы уже имели возможность наблюдать на рынке поглощений, как инвесторы начинают переоценивать стоимость этих запасов, как произошло в случае со сделкой AngloGold Ashanti с Trans-Siberian, которая подняла оценку запасов золота на неразработанном новом месторождении на новый уровень – почти \$54/тройскую унцию.

Нет ничего удивительного в том, что относительная оценка добычи является высокой, тогда как оценка стоимости на базе запасов остается низкой. Данная ситуация объясняется приведенными выше аргументами. Удивительно другое: рыночная стоимость запасов остается крайне низкой в абсолютном выражении. Что касается ресурсов, большая часть которых находится в непосредственной близости от действующей установки для переработки руды и активно разрабатываемого месторождения, рынок оценивает их на уровне, лишь незначительно превосходящем оценку стоимости целинного неразработанного месторождения, несмотря на то, что ресурсы действующих месторождений, очевидно, имеют высокую вероятность обращения в денежные средства.

Сравнительная оценка стоимости: Российские компании имеют высокую оценку по уровню добычи, низкую по запасам и ресурсам

Цены на 21.07.04	EV/объем производства	капитализац. /объем производства	EV/запасы	Капитализация/ запасы	EV/ресурсы	Капитализация/ ресурсы
Данные на конец 2003 года, \$/унцию						
Крупнейшие золотодобывающие компании						
Newmont	2584	2244	220	191	141	122
Barrick Gold	1919	1942	123	124	82	83
Anglogold Ashanti	1286	1169	100	90	24	22
Gold Fields	996	1092	52	57	54	59
Placer Dome	1901	1768	121	113	139	129
Harmony	800	777	54	53	8	8
Средневзвешенный показатель	1896	1731	143	128	94	85
Средние компании						
Cambior	1398	1400	106	106	77	77
Randgold Resources	1311	1584	176	213	35	42
Croesus Mining	767	891	319	370	69	81
Northgate	1221	1034	174	148	34	29
Inmet	1748	2269	178	231	106	138
Resolute	2009	2004	391	390	83	83
Hecla	2867	3380	690	813	338	399
Rio Narcea	1295	1286	698	693	260	258
Средневзвешенный показатель	1689	1926	317	360	129	151
Highland Gold	3082	2599	78	66	36	30
<i>По сравн. с крупнейшими компаниями</i>	<i>1.63</i>	<i>1.50</i>	<i>0.55</i>	<i>0.51</i>	<i>0.38</i>	<i>0.36</i>
<i>По сравн. со средними компаниями</i>	<i>1.83</i>	<i>1.35</i>	<i>0.25</i>	<i>0.18</i>	<i>0.28</i>	<i>0.20</i>
Peter Hambro	3971	3784	217	207	94	90
<i>По сравн. с крупнейшими компаниями</i>	<i>2.09</i>	<i>2.19</i>	<i>1.52</i>	<i>1.62</i>	<i>1.01</i>	<i>1.06</i>
<i>По сравн. со средними компаниями</i>	<i>2.35</i>	<i>1.96</i>	<i>0.68</i>	<i>0.57</i>	<i>0.73</i>	<i>0.60</i>
Celtic Resources	11982	11447	116	111	41	39
<i>По сравн. с крупнейшими компаниями</i>	<i>6.32</i>	<i>6.61</i>	<i>0.81</i>	<i>0.87</i>	<i>0.44</i>	<i>0.46</i>
<i>По сравн. со средними компаниями</i>	<i>7.10</i>	<i>5.94</i>	<i>0.37</i>	<i>0.31</i>	<i>0.32</i>	<i>0.26</i>
Прочие золотодобывающие компании, действующие в России / СНГ						
Bema Gold	4692	4585	346	338	65	64
High River Gold	1608	1042	115	75	65	42
Trans Siberian	NM	NM	24	54	15	33
Oxus Gold	NM	NM	67	67	40	40
Centerra Gold	1136	1239	185	202	97	106

Источник: данные компаний; Bloomberg; оценки "Атона"

Размер активов и объемы добычи: представление о масштабе

Ниже приводится перечень компаний-представителей отрасли, использовавшихся нами при сравнительной оценке, с указанием их размера по объему добычи и активам. Перечень дает представление о масштабе компаний отрасли, и представляется очевидным, что российские золотопромышленные компании уже сейчас имеют достаточный объем ресурсов, чтобы обеспечить себе положение в средней весовой категории участников отрасли. С увеличением объемов добычи все три анализируемые нами компании могут войти в двадцатку крупнейших в мире.

Сопоставление компаний по размерам

	добыча в 2003 году (тыс. унций)	запасы (млн. унций)	ресурсы (млн. унций)
Крупнейшие золотодобывающие компании			
Newmont	7384	86.9	135.4
Barrick Gold	5510	86.0	128.5
Anglogold Ashanti	7215	93.2	381.9
Gold Fields	4256	81.5	78.9
Placer Dome	3861	60.5	52.9
Harmony	4216	62.0	410.0
Средние компании			
Cambior	522	6.9	9.5
Randgold Resources	318	2.4	12.1
Croesus Mining	253	0.6	2.8
Northgate	294	2.1	10.5
Inmet	255	2.5	4.2
Resolute	167	0.9	4.0
Hecla	204	0.8	1.7
Rio Narcea	174	0.3	0.9
Прочие золотодобывающие компании, действующие в России / СНГ			
Bema Gold	225	3.1	16.2
High River Gold	118	1.7	2.9
Trans Siberian	0	2.0	3.2
Oxus Gold	0	3.3	5.5
Highland Gold	194	7.7	16.7
Peter Hambro	149	2.7	6.3
Celtic Resources	31	3.3	9.3

Источник: данные компании; оценки "Атона"

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА НА ОСНОВЕ ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

На первый взгляд, коэффициенты оценки стоимости компаний в золотодобывающей отрасли могут показаться заоблачными. Однако, учитывая тот факт, что золото, по сути, является альтернативной валютой и имеет незначительный уровень риска, связанного с возможностью выхода из обихода или низкой ликвидностью, золотодобывающие компании традиционно характеризуются высокими коэффициентами оценки. Тем не менее, российские золотодобывающие компании представляются переоцененными в сопоставлении с мировыми аналогами, что указывает на то, что их рост в краткосрочной перспективе уже полностью отражен в текущих котировках.

Сравнительная оценка стоимости

Российские золотодобывающие компании являются более высокими по сравнению с зарубежными аналогами по финансовым коэффициентам оценки; скорее всего данный факт свидетельствует о том, что рынок ожидает от российских компаний значительного повышения объемов добычи и, следовательно, денежных потоков. "Большая тройка" российских золотопромышленных компаний, представленная в настоящем обзоре, начнет получать основной объем денежных потоков и создавать стоимость после 2005 года, так как к тому времени значительные проекты начнут генерировать прогнозируемые прибыли.

Мы отмечаем, что самой дорогой из российских компаний является Celtic Resources; и это можно понять, принимая во внимание больший потенциал роста в краткосрочной перспективе, которым обладает эта компания. В то же время, мы считаем, что Highland Gold обладает сходным с Peter Hambro потенциалом роста, однако при этом имеет большую прозрачность, и это означает, что премия Highland Gold по сравнению с Peter Hambro потенциально может увеличиться.

Мы также отмечаем, что очень привлекательные коэффициенты оценки имеют High River Gold и Centerra Gold.

Сравнение на основе финансовых коэффициентов: оценка российских добывающих компаний соответствует оценке крупнейших мировых производителей, рынок ожидает увидеть их рост

цены на 21.07.04	цена \$	капитализация \$ млрд.	EV \$ млрд.	EV/EBITDA			P/E			P/CF		
				2003	2004П	2005П	2003	2004П	2005П	2003	2004П	2005П
Крупнейшие золотодобывающие компании												
Newmont	41.18	16.6	19.1	15.0	10.6	10.2	34.8	30.4	24.5	28.8	12.9	12.5
Barrick Gold	20.14	10.7	10.6	13.8	14.6	12.1	53.5	59.5	40.9	20.8	15.9	13.9
Anglogold Ashanti	31.78	8.4	9.3	11.7	10.1	7.2	22.1	25.3	16.0	12.4	12.8	8.8
Gold Fields	9.45	4.6	4.2	5.7	10.1	5.9	9.6	23.2	12.7	6.6	12.0	9.1
Placer Dome	16.53	6.8	7.3	15.2	11.0	9.9	29.8	28.3	22.0	20.7	13.0	11.7
Harmony	10.21	3.3	3.4	9.6	18.0	5.8	31.3	NA	10.3	8.4	137.9	3.7
Средневзвешенный показатель				13.2	11.8	9.4	33.4	32.8	24.2	19.9	21.6	11.2
Средние компании												
Cambior	3.02	0.7	0.7	22.8	12.6	9.5	NM	38.4	17.3	22.2	15.7	10.4
Randgold Resources	8.54	0.5	0.4	6.5	14.3	13.6	10.6	23.1	16.7	9.6	5.0	NA
Croesus Mining	0.69	0.2	0.2	3.6	3.0	3.7	15.1	15.0	11.7	24.5	4.2	4.9
Northgate	1.52	0.3	0.4	8.0	7.1	5.9	31.7	9.7	7.1	10.1	5.9	5.3
Inmet	14.35	0.6	0.4	6.7	2.6	2.6	4.3	6.3	6.0	9.0	6.6	5.9
Resolute	1.89	0.3	0.3	10.0	9.1	5.6	15.7	18.7	14.3	15.0	7.8	5.4
Hecla	5.83	0.7	0.6	16.4	12.5	8.8	NA	32.1	18.8	25.3	18.5	11.5
Rio Narcea	1.97	0.2	0.2	27.1	10.3	3.2	58.6	52.8	4.5	9.4	10.1	3.6
Средневзвешенный показатель				13.7	9.7	7.4	10.9	25.0	13.4	16.6	10.6	6.8
Highland Gold	3.85	0.5	0.6	17.2	14.5	10.5	25.6	27.7	19.8	NM	15.7	15.0
<i>По сравн. с крупнейшими</i>				1.31	1.23	1.11	0.76	0.85	0.82	NM	0.73	1.34
<i>По сравн. со средн.компаниями</i>				1.26	1.48	1.42	2.34	1.11	1.48	NM	1.48	2.22
Peter Hambro	7.50	0.6	0.6	25.7	17.5	8.7	53.5	30.8	14.5	115.1	18.2	13.2
<i>По сравн. с крупнейшими</i>				1.95	1.48	0.92	1.60	0.94	0.60	5.79	0.85	1.18
<i>По сравн. со средн.компаниями</i>				1.88	1.79	1.17	4.90	1.23	1.08	6.95	1.71	1.95
Celtic Resources	7.09	0.4	0.4	83.6	44.9	25.3	27.4	67.7	41.4	NM	39.3	80.0
<i>По сравн. с крупнейшими</i>				6.35	3.81	2.68	0.82	2.07	1.71	NM	1.82	7.15
<i>По сравн. со средн.компаниями</i>				6.13	4.61	3.41	2.51	2.71	3.09	NM	3.70	11.83
Прочие золотодобывающие компании, действующие в России / СНГ												
Bema Gold	2.54	0.9	0.9	NA	56.2	20.0	NA	NA	NA	NA	63.6	21.0
High River Gold	1.11	0.1	0.2	11.7	7.7	6.2	NA	33.9	11.1	12.3	9.7	9.2
Trans Siberian	2.35	0.1	0.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Oxus Gold	0.97	0.2	0.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NM	NA	NA
Centerra Gold	11.97	0.8	0.8	8.9	NA	NA	NM	NA	NA	NA	NA	NA

Источник: данные компаний; Bloomberg; оценки "Атона"

Мы отмечаем, что крупнейшие мировые компании имеют более высокие коэффициенты оценки, чем их коллеги средних размеров. Мы объясняем данную премию тем, что крупные компании диверсифицируют риски, связанные с эксплуатацией конкретных месторождений (имея разработанные месторождения в ряде стран), и обладают повышенной стабильностью благодаря крупномасштабным активам с устоявшимися операционными характеристиками. Это еще одна причина, объясняющая целесообразность слияний и поглощений в отрасли; вероятнее всего, деятельность в этой сфере интенсифицируется в ближайшие годы, так как крупнейшие компании могут достаточно недорого приобрести своих коллег меньшего масштаба в ходе сделок с обменом акций.

При этом маловероятно, чтобы объектом поглощения по схеме обмена акций стали российские золотопромышленные компании, так как их оценочные коэффициенты превышают коэффициенты крупнейших мировых участников отрасли. Основное преимущество, которое дает российским золотопромышленным компаниям союз с крупнейшей мировой компанией, – это объем балансовых активов и средств, которые во многих случаях необходимы для эффективного финансирования запланированных проектов или для того, чтобы обеспечить технико-экономическую целесообразность более смелых проектов и их реализацию. Поэтому любые слияния и поглощения в России, скорее всего, будут и в дальнейшем осуществляться с оплатой денежными средствами, а не акциями. Денежными средствами оплачивались и прошлые сделки в отрасли.

ХАРАКТЕРИСТИКА КОМПАНИЙ

НЕЗАВИСИМЫЕ РОССИЙСКИЕ ЗОЛОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ

Хотя в России действуют многочисленные производители золота, три компании стали несомненными лидерами отрасли, выделяясь также быстрыми темпами роста и расширения объемов деятельности. Хотя три лидера отрасли уступают в размерах российскому металлургическому гиганту – ГК "Норильский Никель", каждая из рассматриваемых ниже компаний предоставляет возможность непосредственного участия в быстрорастущей российской золотодобывающей отрасли, обеспечивая инвесторам преимущества, связанные с сильной управленческой командой и достаточным уровнем финансовой и операционной прозрачности.

Основные участники рынка золота

К трем крупнейшим российским производителям золота по размеру капитализации относятся Highland Gold, Peter Hambro и Celtic Resources. Первые две компании ведут золотодобычу исключительно в России, тогда как Celtic Resources кроме разработки золотодобывающих активов в России ведет также значительный объем деятельности в Казахстане. Все три компании включены в листинг секции AIM лондонской фондовой биржи и более полно раскрывают корпоративную информацию по сравнению с большинством российских компаний, в частности – публикуют финансовую отчетность по UK GAAP. Корпоративная структура этих компаний в общих чертах представлена зарегистрированной в западной юрисдикции компании, прошедшей процедуру листинга, которой принадлежит российское юридическое лицо, непосредственно обладающее лицензией на разработку месторождения. Листинг на международной торговой площадке вынуждает компании вести отчетность по западным стандартам, прошедшую аудиторскую проверку, и поддерживать достаточно высокую степень прозрачности.

Существует также целый ряд компаний, которые дают инвесторам возможность прямого участия в золотодобыче в России и СНГ, хотя в некоторых случаях такое участие оказывается опосредованным, и (или) компания работает исключительно в СНГ и не представлена в России. Две компании, Vema Gold и High River Gold, кроме активов на территории России имеют значительные операционные мощности в других странах; компания Trans-Siberian, занимающаяся в настоящий момент геологоразведочными работами исключительно на территории России, имеет капитализацию ниже \$100 млн. Наконец, на сцене также присутствуют две относительно крупные компании, Centerra Gold и Oxus, которые предлагают инвесторам возможность непосредственного участия в золотодобывающих активах в Средней Азии и не ведут операционной деятельности в России.

Далее в обзоре мы приводим подробные описания восьми крупнейших компаний, перечисленных выше, хотя прогноз финансовых показателей и оценку стоимости на

основе модели DCF мы приводим только для "Большой тройки" российских золотодобывающих компаний. В конце данного раздела мы также приводим список некоторых менее крупных компаний, занимающихся разведкой месторождений на территории России и бывшего СССР, капитализация которых является совсем незначительной, но которые могут представлять интерес для инвесторов, интересующихся спекулятивными активами.

Дальнейшие перспективы с точки зрения "Большой тройки"

Базовая стратегия трех крупнейших независимых золотодобывающих компаний России заключается в том, чтобы воспользоваться низкими операционными расходами и относительно невысокими затратами на разработку месторождений в России и СНГ и, используя местные управленческие команды, рабочую силу и ноу-хау, быстро расширять производство. В результате, по сектору прокатилась волна поглощений и сделок, осуществленных тремя компаниями с целью приобретения действующих золотых приисков, а также лицензий на разработку и разведку запасов. Всплеск активности наблюдался относительно недавно, в основном в первом полугодии этого года, так как в прошлом году скупкой добывающих активов целеустремленно занималась ГК "Норильский никель", вытеснив с рынка поглощений менее крупных конкурентов.

"Большая тройка" на фоне иностранных компаний-аналогов

Три компании, рассматриваемые в настоящем обзоре, сильно различаются по уровню операционных расходов; нагляднее всего это различие демонстрируют совокупные денежные затраты на добычу. Лидером по этому параметру с большим отрывом является Peter Hambro, совокупные денежные затраты на добычу у компании находятся на очень низком уровне – \$132/тройскую унцию, тогда как Highland Gold занимает среднюю позицию (\$184/унцию). В прошлом году показатели деятельности Celtic Resources оставляли желать лучшего, и совокупные денежные затраты на добычу составили \$246/унцию, значительно превысив показатель компаний-аналогов в связи с операционными проблемами. Впрочем, объем добычи планируется быстро увеличить с текущего уровня, и денежные затраты на добычу в 2003 году не являются характерными для потенциального уровня затрат в среднесрочной перспективе.

Сопоставление с зарубежными компаниями-аналогами: низкая себестоимость у Highland Gold и Peter Hambro, высокая у Celtic Resources

	Денежные затраты (\$/тр. унцию), 2003
Крупнейшие золотодобывающие компании	
Newmont	203
Barrick Gold	189
Anglogold Ashanti	254
Gold Fields	299
Placer Dome	218
Harmony	242
Средневзвешенный показатель	234
Средние компании	
Cambior	241
Randgold	100
Croesus	381
Northgate	215
Inmet	259
Resolute	213
Hecla	154
Rio Narcea	156
Средневзвешенный показатель	215
Highland Gold	184
Peter Hambro	132
Celtic Resources	246
Среднее по России	205

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Какие стратегические цели они преследуют?

Три компании имеют различные стратегические планы относительно своей будущей структуры. **Highland Gold** в краткосрочной и среднесрочной перспективе намеревается очень активно разрабатывать свои действующие активы, сохраняя позиции сильной независимой горнорудной компании, хотя есть вероятность, что по достижении запланированных задач (в течение будущих 4-5 лет) компания будет выкуплена транснациональной горнорудной корпорацией. Очевидно, что именно на это рассчитывает крупнейший акционер компании – Fleming Family and Partners, и присутствие в реестре акционеров транснациональной горнорудной компании Barrick Gold подкрепляет эту теорию.

Peter Hambro, вероятнее всего, предпримет в среднесрочной перспективе попытку привлечь крупную мировую компанию отрасли к покупке доли в акционерном капитале. Пример других российских горнодобывающих компаний показывает, что иностранные инвесторы заинтересованы в российском рынке, и предпочитают иметь доступ к золотодобывающим проектам на территории России через местного российского партнера. Проще всего получить такой доступ за счет приобретения доли в акционерном капитале, при этом на практике крупная мировая компания покупает миноритарный блокирующий пакет местной добывающей компании. Усилия Peter Hambro по расширению портфеля активов, и потребность в значительных средствах для финансирования все новых проектов указывают на то, что союз с крупнейшей мировой компанией отрасли в будущем был бы очень логичным решением.

Celtic Resources – единственный весомый игрок, крупным совладельцем которого является российская компания – ИГ "АЛРОСА", хотя последняя является крайне закрытой непрозрачной организацией, средне- и долгосрочные намерения которой относительно ее миноритарной доли в капитале Celtic Resources неясны. Мы склонны предполагать, что в качестве среднесрочной задачи Celtic Resources сосредоточит силы в основном на разработке своего крупнейшего месторождения – Нежданинского; в случае удачи проекта акционеры Celtic Resources могли бы реализовать прибыль от своих инвестиций, продав свои пакеты ИГ "АЛРОСА", которая выкупила бы доли других инвесторов и стала мажоритарным владельцем компании.

HIGHLAND GOLD MINING

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения				
HGM LN	ПОКУПАТЬ	\$3.85	\$4.89	27%				
Капитализация и информация об акциях		Обык.	Финансовые показатели UK GAAP, \$ млн.		2002	2003	2004П	2005П
Капитализация, \$ млн.		461	Выручка		32	72	96	129
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		92	ЕБИТДА		11	32	38	53
EV, \$ млн.		555	Чистая прибыль		7	18	17	23
Кол-во выпущенных акций, млн.		119.8	Операционный денежный поток		5	0	29	31
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		29%	Оценка стоимости					
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.02	EV/ЕБИТДА		52.1	17.2	14.5	10.5
Дивидендная доходность		0.39%	P/E		64.3	25.6	27.7	19.8
			P/CF		86.7	NM	15.7	15.0

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Краткая информация о компании

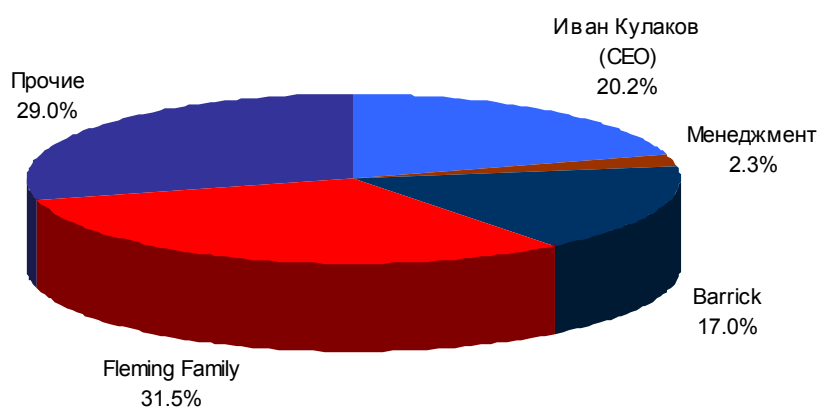
Highland Gold (HGM) произвела 194 тыс. тройских унций золота в прошлом году, а в 2004 году планирует добыть 235 тыс. унций. Предприятие стало открытой компанией в декабре 2002 года и с тех пор поддерживало быстрые темпы роста путем поглощения компаний и приобретения активов. Highland Gold имеет два действующих золотоносных актива – месторождение Многовершинное и месторождение Дарасун; кроме того, компании принадлежит менее масштабное Новоширокинское месторождение, добыча на котором должна начаться в 2005 году. До приобретения компанией Highland Gold все эти активы были выработанными заброшенными месторождениями. Highland Gold специализируется в основном на восстановлении добычи на заброшенных рудниках; в настоящее время компания также вынашивает планы постепенного перехода к разработке новых месторождений. До сих пор стратегия компании строилась на покупке заброшенных месторождений, обладающих значительной готовой инфраструктурой, позволяющей возобновить разработку рудников в кратчайшие сроки. Опираясь на денежные потоки от восстановленных таким образом месторождений, Highland Gold планирует диверсифицировать деятельность и заняться разработкой новых "целинных" месторождений, которые, по мнению руководства компании, могут обеспечить значительные возможности роста в России и в СНГ, так как на этом пространстве имеется множество привлекательных по цене золотоносных месторождений большого размера. Первым шагом на этом пути стала покупка месторождения Майское в Магаданской области в конце прошлого года; недавно компания также объявила о приобретении лицензий на разведку двух месторождений в Читинской области, в которой компания уже зарекомендовала себя с лучшей стороны на примере Дарасунского и Новоширокинского месторождений.

Структура акционерного капитала

Highland Gold обладает, вероятно, самой диверсифицированной и стабильной структурой акционерного капитала среди всех компаний, рассматриваемых в данном обзоре. На наш взгляд, миноритарии выигрывают, за счет того, что в реестре компании в качестве основных акционеров присутствуют крупная, обладающая значительными ресурсами финансовая структура (Fleming Family and Partners) и Barrick – третья по величине золотодобывающая компания в мире. Первоначальный план предусматривал, что компания Barrick должна была приобрести пакет в 29% Highland Gold, однако впоследствии размер пакета был сокращен до 17%. Вместо

приобретения более крупного пакета Barrick выбрала право вносить дополнительные инвестиции в любые конкретные проекты, которые предпримет Highland Gold после передачи пакета. В самом деле, данное решение является взаимно оптимальным: с одной стороны, Highland Gold получает дополнительные вливания капитала для финансирования роста и начала новых проектов, с другой – Barrick получает доступ к российскому золотопромышленному сектору (и к конкретным проектам HGM), сохраняя возможность финансировать непосредственно только те проекты, которые представляются интересными самой компании. Такая схема также сокращает размер будущих требований о внесении дополнительного капитала, с которыми HGM будет обращаться к акционерам.

Структура акционерного капитала Highland Gold: высокая степень диверсификации



Источник: данные компании

Деятельность и активы компании

В настоящее время Highland Gold имеет четыре месторождения, три из которых уже снабжены всей необходимой для разработки инфраструктурой, тогда как четвертое пока остается нетронутым. Самым первым и крупнейшим активом компании является золоторудное месторождение Многовершинное. Из-за некомпетентности предыдущего руководства Многовершинное едва не закрылось в 1998 году, когда месторождение было выкуплено Highland Gold. Квалифицированное управление и денежные вливания позволили компании резко улучшить эксплуатационные показатели месторождения: если в 1999 году объем добычи составлял 48 625 унций, то к 2003 году он был доведен до 194 тыс. унций, таким образом, среднегодовые темпы роста составили 41%.

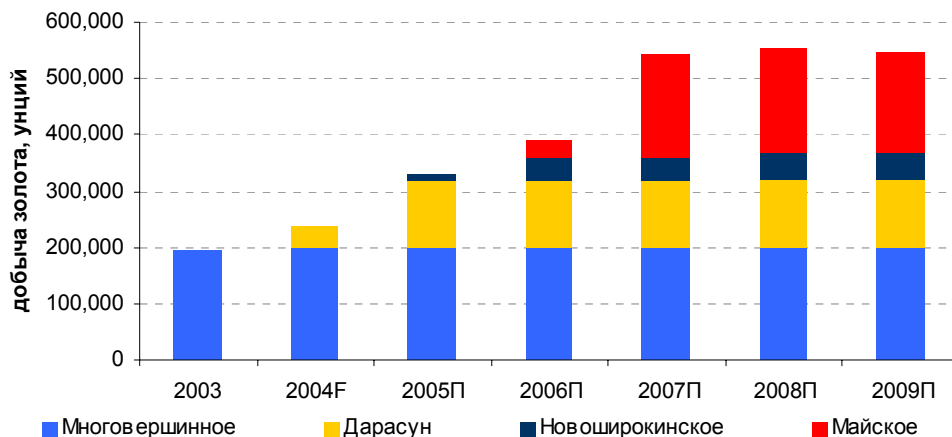
Опираясь на высокие показатели Многовершинного, в 2002 году компания приобрела Драсунское и Новоширокинское золотые месторождения в Читинской области.

Хотя объем добычи на Дарасунском месторождении меньше, чем на Многовершинном, месторождение занимает большую площадь и имеет более развитую инфраструктуру, поскольку его разработка началась более 100 лет назад. Менеджеры, сыгравшие ключевую роль в исправлении ситуации на Многовершинном, перешли на Дарасун, и в этом году добыча золота возобновилась; ожидается, что месторождение выйдет на полную мощность в 2005 году.

Новоширокинское – меньшее по размеру месторождение, заброшенное еще в 1970-х годах. В отличие от других горнорудных участков компании, месторождение наряду с золотом содержит значительные запасы сопутствующих металлов, в том числе серебра, свинца и цинка. Новоширокинское месторождение должно начать добычу в

2005 году. Четвертое месторождение компании – Майское, расположенное в Чукотском АО – представляется наиболее перспективным. Месторождение пока совершенно не тронут и является одним из крупнейших в России. Майское было приобретено в 2003 году, а производство золота должно начаться в конце 2006 года.

Динамика добычи Highland Gold без учета побочных металлов: амбициозный прогноз роста



Источник: данные компании

Затраты на добычу и операционные затраты

Highland Gold значительно улучшила финансовые и операционные показатели Многовершинного месторождения, обеспечив низкую себестоимость, которую, судя по всему, удастся поддерживать в течение долгого времени, так как месторождение уже прошло стадию роста и сейчас представляет достаточно надежный источник годового дохода. Иными словами, нет никаких причин для повышения затрат в будущем, за исключением инфляции и роста курса рубля. Основным преимуществом Многовершинного является руда с высоким содержанием золота – в среднем 9.88 г/т по сравнению со среднемировым показателем 5.7 г/т; хотя с учетом размывания и потерь золота в процессе его извлечения фактическое содержание руды снижается примерно до 7.5 г/т, все еще очень высокого уровня.

В результате денежные операционные затраты на Многовершинном месторождении составили \$159/ унцию в 2003 году. Дарасунское месторождение, добыча на котором началась в конце первого полугодия 2004 года, будет характеризоваться несколько более высокой себестоимостью, хотя этот недостаток будет компенсироваться высоким содержанием металла в руде. Правление компании рассчитывает, что денежные операционные затраты месторождения в 2005 году составят \$189/унцию.

Расходы на добычу стабильны – месторождение Майское компенсирует повышение затрат на Многовершинном и Дарасунском

\$/тр. унцию	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Средние операционные денежные затраты	161	178	172	161	152	149	151
Средние совокупные денежные затраты	185	205	198	185	177	173	176

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Новоширокинское является самым небольшим по размерам, но при этом, вероятно, самым интересным месторождением в портфеле активов Highland Gold, так как оно содержит огромное количество сопутствующих металлов, в том числе серебра, цинка и свинца. Выручка от продажи сопутствующих металлов будет "зачитываться" в счет стоимости добычи золота, тем самым значительно понижая его себестоимость. Когда

месторождение начнет промышленную добычу металлов в 2006 году, денежные затраты на добычу, по нашим оценкам, составят приблизительно \$126/унцию.

Однако самым большим козырем Highland Gold является гигантское месторождение Майское, которое в будущем должно стать крупнейшим источником дальнейшего роста компании. Добыча на Майском начнется не раньше конца 2006 года, а когда месторождение выйдет на проектную мощность в 2007 году, денежные операционные затраты должны составить, по прогнозам, \$144/унцию благодаря очень высокому (11.45 г/т) среднему содержанию золота в руде.

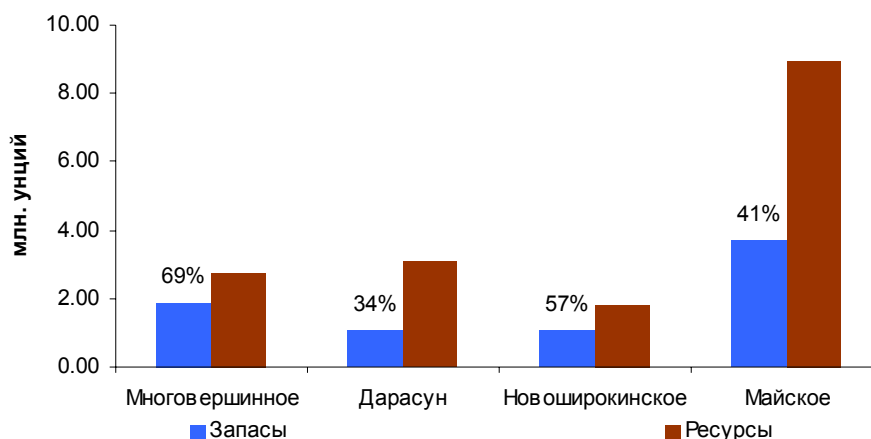
Запасы и ресурсы месторождений компании

Основным конкурентным преимуществом Highland Gold является высокое качество золотосодержащих активов компании; среднее содержание золота 10 г/т значительно превышает среднемировой показатель 5.7 г/т.

Кроме того, компания поддерживает доверие инвесторов, используя консервативные критерии оценки месторождений, включая в состав рудных залежей только ресурсы категории выше C2, и проводит четкое разграничение между запасами и ресурсами месторождений, отражающее последствия размывания и потерь при выработке залежей. Совокупные ресурсы компании на конец 2003 года составляли 16.7 млн. тройских унций золота, а запасы – 7.7 млн. унций.

Запасы и ресурсы: основные месторождения хорошо разведаны и изучены, самый значительный потенциал открытия новых запасов на Майском

(в % приведено отношение запасов к ресурсам)



Источник: данные компании; оценки "Атона"

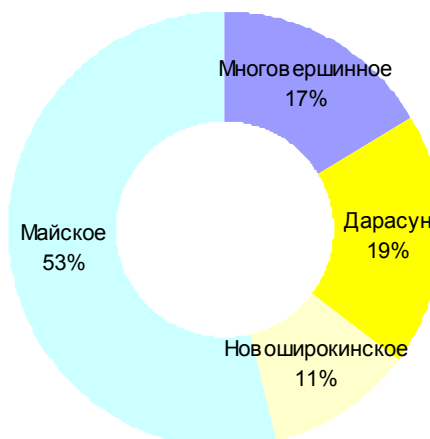
Все месторождения компании являются рудно-скальными; это означает, что на каждом руднике имеется (или будет создана в последствии) значительная инфраструктура добычи. Кроме того, за исключением нескольких участков Многовершинного месторождения, все участки разрабатываются или будут разрабатываться подземно-шахтным способом. В случае Майского месторождения данная особенность позволит компании ограничить воздействие сезонного фактора, который препятствует разработке аллювиальных месторождений в русле рек Чукотского АО в связи с экстремальными климатическими условиями.

Характеристика ресурсов по месторождениям: руды Highland Gold имеют высокое содержание металла

	Средн. содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла	Комментарий
Многовершинное	9.88	92%	Содержание: 80 г/т серебра, 3.45% свинца, 1.53% цинка
Дарасун	10.28	88%	
Новоширокинское	6.05	86%	
Майское	11.45	NA	
Средний показатель по всем месторождениям	10.00		

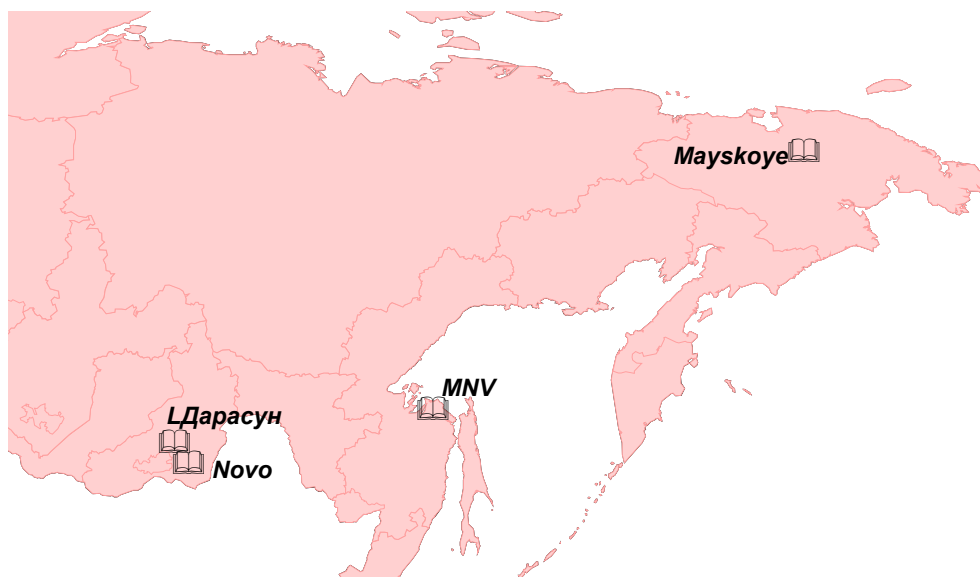
Источник: данные компании

В настоящее время Многовершинное является единственным месторождением компании, на котором был добыт достаточный объем металла, чтобы точно определить процент извлечения золота из руды. В приведенной выше таблице процент извлечения металла указывается по оценкам компании, основанным на характеристиках горнорудного оборудования, используемого в настоящее время на каждом из месторождений, запланированном объеме капитальных затрат и свойствах рудной породы.

Ресурсы по отдельным месторождениям: основным источником роста в будущем станет Майское

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Компания рассматривает Майское как основной источник будущего роста объемов, хотя значительная часть ресурсов компании находится на Многовершинном и Дарасунском месторождениях, позволяя компании поддерживать диверсификацию месторождений в будущем. Ни в одном из своих прогнозов Highland Gold не делала допущений об увеличении запасов на основании результатов геологоразведки на Быстринском и Лубавинском месторождениях, однако судя по некоторым признакам, каждое из них потенциально может оказаться не менее Дарасунского, с дополнительными преимуществами, выражающимися в том, что одно из новых месторождений, Быстринское, находится всего в 15 км от Новоширокинского, с потенциалом использования существующей инфраструктуры.

Местоположение активов и рудников Highland Gold



Источник: данные компании

Заключение

Highland Gold имеет очень четкую стратегию на будущее, и деятельность компании в прошлом подтверждает, что поставленные цели являются реальными и достижимыми; это еще раз подтвердило недавнее начало добычи на Дарасунском месторождении – в срок и без превышения бюджета. Сильный состав акционеров компании, крупнейшими из которых являются Fleming Family and Partners и Barrick, является важным положительным фактором для портфельных инвесторов, так как Fleming работает над увеличением акционерной стоимости компании, тогда как Barrick обеспечивает финансовую устойчивость, которая значительно расширяет спектр возможностей роста компании. Highland Gold уже сейчас является устойчивой золотодобывающей компанией средних размеров, в значительной степени свободной от рисков начальной стадии развития. Благодаря такому удачному сочетанию надежной базы запасов золота, диверсифицированной структуры реестра и возможности с большой степенью уверенности оценить среднесрочные перспективы компании, Highland Gold является нашим фаворитом в "Большой тройке" российских золотопромышленных предприятий. **Мы рекомендуем "Покупать" акции компании, прогнозируемая цена на конец года – \$4.89.**

Финансовые показатели и прогноз

Отчет о прибылях и убытках

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	32	72	96	129	150	205
<i>Рост, %</i>	<i>NA</i>	<i>125.0%</i>	<i>34.0%</i>	<i>34.3%</i>	<i>16.5%</i>	<i>36.6%</i>
Затраты на реализацию	-19	-35	-58	-80	-90	-120
Валовая прибыль	13	36	38	49	60	85
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>39.6%</i>	<i>50.5%</i>	<i>39.3%</i>	<i>38.3%</i>	<i>40.2%</i>	<i>41.5%</i>
Коммерческие, общие и административные расходы	-4	-8	-9	-10	-11	-12
<i>Коммерческие, общие и административные расходы (в % выручки)</i>	<i>-12.0%</i>	<i>-11.6%</i>	<i>-9.1%</i>	<i>-7.8%</i>	<i>-7.7%</i>	<i>-5.8%</i>
ЕВИТ	9	28	29	39	49	73
<i>Рентабельность ЕВИТ</i>	<i>27.6%</i>	<i>39.0%</i>	<i>30.3%</i>	<i>30.5%</i>	<i>32.6%</i>	<i>35.7%</i>
Процентные расходы	-1	-4	-7	-9	-10	-8
Прочие неоперационные расходы	2	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	10	25	22	31	39	65
<i>Балансовая рентабельность</i>	<i>26.2%</i>	<i>34.4%</i>	<i>22.8%</i>	<i>23.8%</i>	<i>25.9%</i>	<i>31.6%</i>
Налог на прибыль	-3	-7	-5	-7	-9	-16
<i>Эффективная ставка налогообложения</i>	<i>-27.2%</i>	<i>-26.7%</i>	<i>-24.0%</i>	<i>-24.0%</i>	<i>-24.0%</i>	<i>-24.0%</i>
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	7	18	17	23	30	49
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>22.3%</i>	<i>25.2%</i>	<i>17.3%</i>	<i>18.1%</i>	<i>19.7%</i>	<i>24.0%</i>
ЕВИТ	9	28	29	39	49	73
Амортизация основных средств и нематериальных активов	-2	-4	-9	-14	-16	-23
ЕВИТДА	11	32	38	53	65	96
<i>Рентабельность ЕВИТДА</i>	<i>33.2%</i>	<i>45.1%</i>	<i>40.0%</i>	<i>41.1%</i>	<i>43.5%</i>	<i>46.9%</i>

Баланс

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
АКТИВЫ						
Денежные средства и эквиваленты	27	5	5	5	10	10
Расходы будущих периодов	1	2	2	3	3	4
Товарно-материальные запасы	13	28	29	32	36	40
Предоплаченные налоги текущего периода	4	8	12	16	19	26
Дебиторская задолженность	7	15	16	21	25	34
Всего краткосрочные активы	51	59	64	77	92	114
Здания, сооружения и оборудование	52	146	174	215	240	230
Отрицательный goodwill	0	-8	-8	-8	-8	-8
Всего активы	103	196	229	284	324	335

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ

Краткосрочная задолженность и часть долгосрочных обязательств, подлежащая оплате в текущий период	16	67	76	40	48	0
Кредиторская задолженность	4	4	7	9	10	14
Обязательства перед бюджетом	3	2	6	8	10	13
Другие краткосрочные обязательства	2	3	6	8	9	12
Всего краткосрочные обязательства	24	77	95	66	76	39
Долгосрочные кредиты	9	31	31	91	91	90
Другие долгосрочные обязательства	9	12	12	12	12	12
Всего обязательства	42	119	138	169	179	141
Доля меньшинства	0	1	1	1	1	1
Акционерный капитал	61	76	90	114	143	193
Всего обязательства и акционерный капитал	103	196	229	284	324	335

Отчет о движении денежных средств

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль	7	18	17	23	30	49
Амортизация	2	4	9	14	16	23
(увеличение) сокращение операционного рабочего капитала	-4	-22	3	-6	-7	-11
Операционный денежный поток	5	0	29	31	39	61
Инвестиционный денежный поток						
Капитальные затраты	-8	-57	-37	-55	-41	-13
(Увеличение) сокращение прочих долгосрочных активов	-2	-12	0	0	0	0
Дивидендные выплаты	0	-3	-2	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности						
Выпуск новых акций (нетто)	25	0	0	0	0	0
Проектное финансирование	0	0	0	60	0	0
Привлечение краткосрочных кредитов	8	10	9	-36	7	-48
Привлечение долгосрочных кредитов	0	39	0	0	0	-1
Совокупное изменение баланса денежных средств	25	-21	0	0	5	0
Баланс ден. ср. на начало периода	2	27	5	5	5	10
Совокупное измен. баланса ден. ср.	25	-21	0	0	5	0
Баланс ден. ср. на конец периода	27	5	5	5	10	10

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Оценка стоимости Highland Gold на основе модели DCF

\$ млн.	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	96	129	150	205	212	209	209	209
Операционные затраты	-58	-76	-85	-109	-109	-110	-111	-113
ЕБИТДА	38	53	65	96	102	99	97	96
Амортизация	-9	-14	-16	-23	-24	-25	-26	-27
Операционная прибыль (ЕБИТ)	29	39	49	73	78	74	72	69
Минус: налог на прибыль	-7	-9	-12	-18	-19	-18	-17	-17
Минус: капвложения	-37	-55	-41	-13	-8	-8	-8	-8
Минус: изменение WC	3	-6	-7	-11	-2	1	0	0
Плюс: амортизация	9	14	16	23	24	25	26	27
Свободный денежный поток	-2	-18	5	54	74	74	72	71
Коэффициент дисконта (WACC)	1.00	1.12	1.25	1.40	1.57	1.76	1.96	2.20
PV будущих свободных денежных потоков	-2	-16	4	39	47	42	37	32

Совокупная PV будущих свободных денежных потоков	183
---	------------

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточные свободные денежные потоки, \$ млн.	71	Долгосрочная безрисковая ставка	5.7%	Среднемесячный объем торгов*	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	5%	Премия за риск инвестиций в Россию	1.7%	(обыкн. + привилег.), \$ млн.	1.00
Остаточная ставка дисконта	11.9%	Безрисковая ставка в России	7.4%	> 100	1.25
Остаточная стоимость, \$ млн.	1,087	Стандартная премия за акции	4.0%	10-100	1.50
PV остаточной стоимости, \$ млн.	496	Прогнозируемый коэффициент "бета"	1.25	1-10	2.00
		Прогнозируемый коэффициент "бета" с учетом долга	1.45	0.1-1	3.00
		Стоимость акционерного капитала	13.2%	< 0.1	
				*На основании совокупного объема торгов за 3 месяца в РТС, ММВБ и рынке АДР	
PV остаточной стоимости + будущие свободные денежные потоки, \$ млн.	679				
Минус: Чистый долг (денежные средства), \$ млн.	92				
Минус: доли меньшинства, \$ млн.	1				
		Расчет WACC		Структура капитала, \$ млн.	
		Совокупный долг, % от капитализации	17.5%	Совокупный долг (на конец 2003 года)	98
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	586	Стоимость долга (после уплаты налогов)	5.6%	Рыночная стоимость обыкновенных акций	461
		Акционерный капитал, % от капитализации	82.5%	Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	461
Кол-во выпущен. обыкн. акций, млн.	120	Стоимость акционерного капитала	13.2%	Совокупная капитализация	559
		WACC	11.9%		

Прогнозируемая стоимость на акцию, \$	4.89
--	-------------

Источник: данные компании; оценки "Атона"

PETER HAMBRO MINING

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения				
POG LN	ПРОДАВАТЬ	\$7.50	\$5.87	-22%				
Капитализация и информация об акциях		Обык.	Финансовые показатели UK GAAP, \$ млн.		2002	2003	2004П	2005П
Капитализация, \$ млн.		555	Выручка		23	44	53	112
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		27	ЕБИТДА		14	23	33	67
EV, \$ млн.		583	Чистая прибыль		5	10	18	38
Кол-во выпущенных акций, млн.		74.0	Операционный денежный поток		6	5	30	42
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		50%	Оценка стоимости					
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	EV/ЕБИТДА		40.4	25.7	17.5	8.7
Дивидендная доходность		NM	P/E		108.7	53.5	30.8	14.5
			P/CF		96.9	115.1	18.2	13.2

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Информация о компании

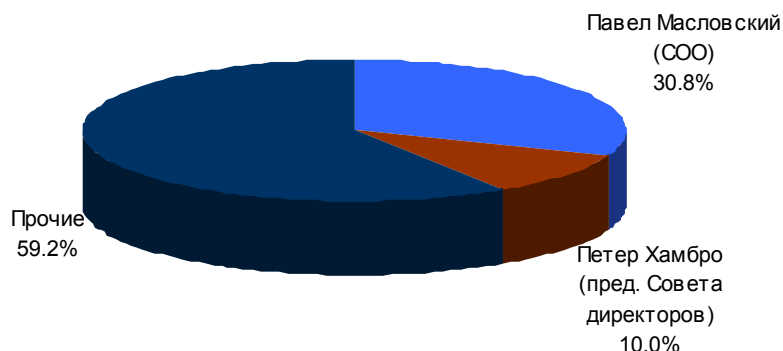
Компания Peter Hambro осуществила первичное публичное предложение акций в 2002 году. Основным активом компании является ОАО "Покровский рудник", который был образован в 1999 году. С тех пор компания сильно расширила свою деятельность в Амурской области, поглотив несколько целинных неразработанных месторождений, а также разработанный и закрывшийся ранее рудник и прииски. Приобретя 90% в капитале Ямалзолота в апреле этого года, компания впервые вышла за пределы Амурской области, и с тех пор начала уделять внимание другим регионам. В настоящее время Peter Hambro ведет предварительные переговоры о приобретении месторождения золота на Камчатке.

Хотя в ближайшие годы компания намерена увеличить объем производства, на сегодняшний день Peter Hambro является скорее геологоразведочной компанией, активно занимающейся разработкой перспективных участков Амурской области. Наиболее значительным результатом геологоразведочных работ стала разведка месторождения "Пионер", ресурсы которого составляют 2.2 млн. унций (учитывая ресурсы категории С2 и выше). "Пионер" находится в непосредственной близости (всего в 40 км) от Покровского рудника, что дает возможность экономии при разработке месторождения, так как большую часть инфраструктуры смогут использовать оба прииска.

Структура акционерного капитала

40.8% акций Peter Hambro принадлежат Павлу Масловскому и Питеру Хамбро, которые контролируют компанию. Количество акций в свободном обращении составляет приблизительно 20%, а остальная часть акций принадлежит портфельным инвесторам. Хотя компания довольно тесно сотрудничает с Rio Tinto в разработке одного месторождения, данное взаимодействие сосредоточено на операционном уровне, и стратегический партнер не имеет доли в капитале компании.

Структура акционерного капитала Peter Hambro: музыку заказывают два человека

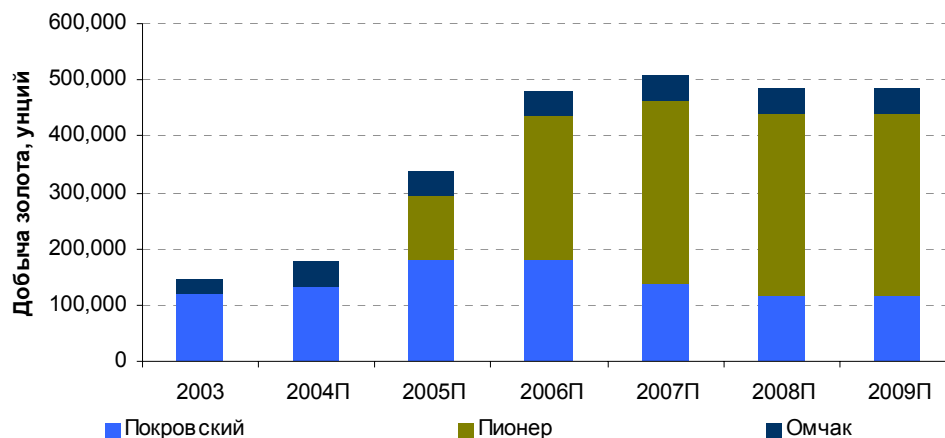


Источник: Данные компании

Операционная деятельность и активы

В настоящее время Peter Hambro ведет разработку Покровского месторождения, расположенного в Амурской области неподалеку от границы с КНР. На это месторождение приходится 81% всей золотодобычи, относимой на счет компании. Peter Hambro также принадлежит 50% доля СП "Омчак", ведущего разработку аллювиальных месторождений в Магаданской области. Совокупный объем производства, отнесенный на счет Peter Hambo в 2003 году, составил 148 789 унций, а в 2004 году компания планирует повысить объем добычи до 176 600 унций, а также завершить подготовку месторождения "Пионер" и начать добычу в 2005 году.

Динамика добычи Peter Hambro: многое зависит от нового месторождения "Пионер"



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Руководство Peter Hambro утверждает, что к 2008 году компания сможет ежегодно добывать 1 млн. тройских унций золота – уровень, который кажется нам нереалистично высоким, учитывая, что для его достижения потребуется увеличить прошлогодний объем добычи почти в семь раз. Учитывая проектную мощность горнообогатительного комплекса, который обслуживает Покровский рудник и месторождение "Пионер" (7 млн. т), и средний уровень качества ресурсов (категории С2 и выше) – от 2 г/т до 2.5 г/т, верхний предел добычи основных проектов Peter Hambro, судя по всему, находится на отметке около 500 тыс. унций. По оценкам, такой уровень добычи будет достигнут к 2007 году. Основной объем добычи будет поступать с Покровского рудника и месторождения "Пионер", разработка которого должна начаться в ближайшем будущем.

Активы СП "Омчак" примерно на 75% представлены аллювиальным золотом, тогда как остальные 25% приходятся на скально-рудное золото; несмотря на то, что руда СП имеет очень низкое содержание золота, она довольно легко поддается переработке, и потому ее разработка является рентабельной. СП также владеет несколькими рудниками, которые вели добычу в прошлом, но на сегодняшний день закрыты. Наиболее значительным из них является месторождение Токур, обладающее ресурсом в размере 740 тыс. унций. Однако из бесед с представителями компании у нас сложилось впечатление, что Peter Hambro, вероятнее всего, сосредоточит внимание на Покровском руднике и месторождении "Пионер", в то время как разработка менее значительных месторождений может быть начата лишь в том случае, если в будущем сложится оптимальная для этого ситуация.

Затраты на добычу и операционные расходы

На сегодняшний день разработки Peter Hambro характеризуются очень низкой себестоимостью, благодаря тому, что компания использует недорогой низкотехнологичный метод извлечения золота – кучное выщелачивание. После того, как преобладающая часть производства будет переведена на дробление руды, затраты, как ожидается, возрастут, хотя это будет также сопровождаться ростом производства. В среднем денежные операционные затраты Покровского месторождения, по прогнозам, составят в 2004 году \$105/унцию, хотя к 2008 году этот показатель должен возрасти до \$165/унцию – к тому времени компания истощит запасы руды с более высоким содержанием металла и перейдет на разработку руды со средним содержанием золота 1.87 г/т.

Месторождение "Пионер" во многом похоже на Покровское, хотя его мощность производства, как ожидается, должны вдвое превзойти показатели Покровского. К 2007 году, когда месторождение достигнет максимальной мощности переработки руды (5 млн. т) и будет использовать руду со средним содержанием золота 2.24 г/т, денежные операционные затраты, по оценкам, составят \$165/унцию. Впрочем, важным фактором, определяющим низкую себестоимость Peter Hambro, станет использование наиболее богатых руд нового месторождения "Пионер" в первые два-три года его эксплуатации. Хотя среднее содержание золота в ресурсах месторождения "Пионер" составляет всего 2.24 г/т, первоначально компания может перерабатывать руду со средним содержанием 4 г/т.

СП "Омчак", занимающееся разработкой преимущественно аллювиальных месторождений, служит компании источником дополнительного дохода. Хотя при добыче приходится перерабатывать огромные объемы руды, игра стоит свеч, и себестоимость добычи остается невысокой. В 2004 году прогнозируемые операционные денежные затраты СП "Омчак" должны составить \$160/унцию. Поскольку СП не планирует ни расширение, ни существенной перестройки действующих мощностей, изменения себестоимости будут связаны исключительно с инфляцией и повышением курса национальной валюты.

Невысокие затраты Peter Hambro на добычу золота, вероятнее всего, не будут слишком высокими и в будущем

\$/унцию	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Средние операционные денежные затраты	112	118	112	125	148	155	155
Средние совокупные денежные затраты	138	147	140	151	174	181	182

Источник: данные компании; оценки "Атона"

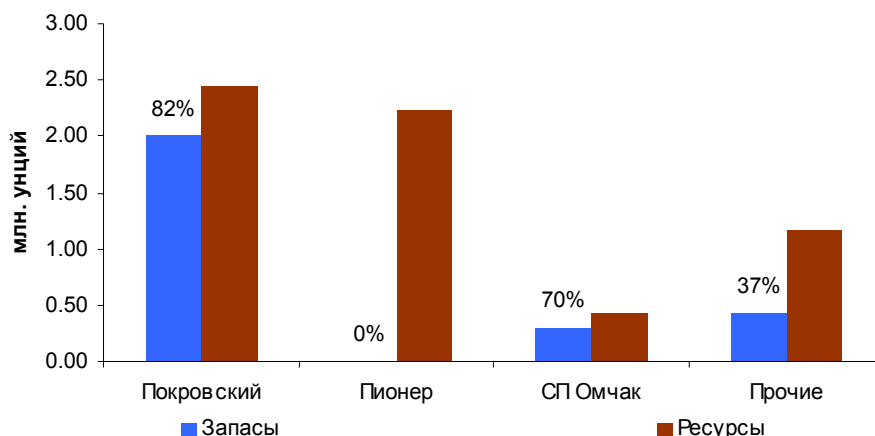
Преимуществом Peter Hambro является также близкое расположение двух основных месторождений (всего 40 км друг от друга), что значительно упрощает задачи снабжения, логистики и управления. Основное преимущество близости

месторождений – повышенная гибкость компании при распределении добытой руды и дробильных мощностей, так как в данных обстоятельствах должно быть несложно при необходимости перераспределять нагрузку с одного месторождения на другое. Однако компании повезло гораздо меньше с ее другими активами, прежде всего – с месторождением Токур, небольшим по размеру и удаленным от других активов Peter Hambro.

Запасы и ресурсы месторождений компании

В годовом отчете Peter Hambro приводит классификацию каждого из принадлежащих компании золоторудных месторождений, хотя при этом не делает разграничения между запасами и ресурсами (в категорию "ресурсы" обычно включается содержание металла, который будет вымыт и потерян при добыче). Компания также приводит в годовом отчете данные всех нижних категорий – от P1 до P3. При оценке стоимости мы относили все золото категории C2 и выше к разряду ресурсов, все залежи по категории C1 и выше (за вычетом 5% на вымывание и потерю металла в ходе добычи) – к разряду запасов. На конец 2003 года совокупные ресурсы компании составляли 6.3 млн. унций, а запасы – 2.7 млн. унций (объем запасов оценен нами самостоятельно, исходя из информации по ресурсам за вычетом 5%).

Отношение запасов к ресурсам: высокое на Покровском руднике, информации по месторождению "Пионер" все еще недостаточно (в % указано соотношение между запасами и ресурсами)



Источник: данные компании; Оценки "Атона"

Как видно из представленной выше диаграммы, содержание золота в рудах Покровского месторождения определено достаточно точно (в результате широкой программы геологоразведки, проведенной в прошлом), но необходим сбор дополнительной информации о месторождении "Пионер", которое должно стать основной движущей силой роста компании в будущем. В настоящее время в наличии есть только информация по ресурсам месторождения.

Однако по мере наращивания интенсивности работ на месторождении "Пионер" дополнительные геологические работы позволят более точно определить запасы месторождения. Более того, одной из основных задач компании на 2004-2005 годы является ускорение разработки месторождения "Пионер". В этой связи появится необходимость в сборе более точных данных геологоразведки, в результате чего будет собрано большее количество информации для классификации запасов по категориям не ниже C1.

Распределение ресурсов по месторождениям: месторождения "Пионер" и Покровское остаются важными для Peter Hambro



Только категория C2 и выше

Источник: данные компании; оценки "Атона"

В своем годовом отчете компания утверждает, что объем ресурсов составляет 55 млн. унций. Однако этот показатель основывается на всех категориях информации, начиная с P3. Как отмечалось выше, категории с индексом P дают очень низкий статистический уровень вероятности, и только ресурсы категории C2 сертифицированы Правительством РФ для оценки месторождений. При сопоставлении с аналогами мы исключили информацию о запасах и ресурсах Peter Hambro по всем категориям P и выяснили, что ресурсы компании по категории C2 и выше составляют 6.3 млн. унций. Мы отмечаем, что на данном этапе развития Peter Hambro является скорее геологоразведочной, нежели золотодобывающей компанией. Поэтому компания пока не сталкивалась с насущной необходимостью производить необходимые полевые геологоразведочные работы, чтобы подтвердить информацию о запасах компании более высокой категории, так как разработка на многих месторождениях начнется лишь через несколько лет. Однако мы отмечаем чрезмерно оптимистический подход компании при включении в отчетность данных по категориям P2 и P3, отличающихся высокой степенью неопределенности. Сама компания объясняет использование данных о запасах низких категорий P тем, что сопряженные залежи руд близко расположенных месторождений Покровское и "Пионер" будут также подвергнуты разработке, и Peter Hambro предпочитает включить такие залежи в состав своих активов. Компания утверждает, что ресурсы категории P, находящиеся в непосредственной близости от действующего рудника стоят больше, чем ресурсы P вдали от готовой инфраструктуры. Кроме того, руководство Peter Hambro заявило, что предпринимаются шаги по повышению категории запасов с уровня P до C2, соответствующего более высокой вероятности.

Категоризация ресурсов по месторождениям: руды Peter Hambro не отличаются особой привлекательностью

C2 и выше	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла	Дополнит. информация
Покровский	1.87	91%	Среднее содержание золота 0.15, в т.ч. в аллювиальных залежах
"Пионер"	2.24	NA	
СП "Очак"	11.27	89%	
Прочие	3.65	NA	
Всего средн.	2.28		

Источник: Данные компании

В среднем качество руд компании достаточно низкое. Несмотря на то, что на некоторых рудных участках содержание золота в руде доходит до 14 г/т, средний

показатель на основных месторождениях компании, Покровском и "Пионер", составляет приблизительно 2 г/т. Аллювиальное месторождение, которое разрабатывает СП "Омчак", имеет очень низкое содержание золота, однако благодаря простоте эксплуатации месторождение остается рентабельным. На других месторождениях Peter Hambro содержание золота превышает средний уровень основных месторождений. Особенно при этом выделяется Ямалзолото, у которого содержание золота в ресурсах категории С2 составляет целых 14.7 г/т! Однако масштаб таких месторождений ограничен, и представители компании заявили о том, что в среднесрочной перспективе большая часть финансовых и других ресурсов будет направлена на разработку основных проектов компании.

Местоположение активов и рудников Peter Hambro



Источник: данные компании

Заключение

Peter Hambro придерживается стратегии роста путем поглощения компаний и приобретения новых активов. В результате деятельности компании был собран широкий спектр золотоносных участков, которые могут оказаться привлекательными после дальнейших разведывательных работ и разработки, для чего потребуются дополнительные капитальные затраты. Основные действующие рудники компании, Покровский и "Пионер", являются вполне рентабельными, так как компания сумела организовать добычу золота из низкокачественной руды с очень низкими затратами. Впрочем, пока компания не начнет широкомасштабную разработку на своих участках и месторождениях, она останется не более чем скоплением интересных активов, которые, по всей видимости, превысили рубез обоснованной оценки при текущих котировках бумаг компании. **Наша рекомендация – "Продать", прогнозируемая цена – \$5.87.**

Финансовые показатели и прогноз

Отчет о прибылях и убытках

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка, включая деятельность СП	23	54	71	129	173	183
За вычетом выручки СП	0	-11	-18	-17	-16	-16
Выручка	23	44	53	112	157	167
Рост, %	NA	91.7%	20.6%	112.3%	40.3%	6.4%
Затраты на реализацию	-8	-22	-25	-55	-96	-114
Валовая прибыль	15	22	28	56	61	53
Валовая рентабельность	65.5%	49.5%	52.6%	50.4%	38.7%	31.6%
Коммерческие, общие и административные затраты	-4	-8	-10	-13	-13	-14
Коммерческие, общие и административные затраты (в % выручки)	-19.5%	-17.9%	-19.4%	-11.3%	-8.4%	-8.2%
ЕБИТ	10	17	26	51	54	46
Рентабельность ЕБИТ	45.9%	40.1%	49.7%	45.8%	34.7%	27.5%
Процентные расходы	0	4	9	8	7	7
Прочие неоперационные затраты	0	1	0	0	0	0
Балансовая прибыль	9	16	24	52	53	45
Балансовая рентабельность	41.4%	37.2%	46.4%	46.4%	34.0%	27.1%
Налог на прибыль	-1	-5	-6	-12	-13	-11
Эффективная ставка налогообложения	-6.8%	-32.4%	-24.0%	-24.0%	-24.0%	-24.0%
Доля меньшинства	-4	-1	-1	-1	-1	-1
Чистая прибыль	5	10	18	38	39	33
Чистая рентабельность	22.4%	23.8%	34.2%	34.2%	25.1%	20.0%
ЕБИТ	10	17	26	51	54	46
Амортизация основных средств и нематериальных активов	-4	-5	-7	-16	-31	-33
ЕБИТДА	14	23	33	67	85	78
Рентабельность ЕБИТДА	63.3%	52.0%	63.4%	60.0%	54.3%	47.1%

Баланс

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
АКТИВЫ						
Денежные средства и эквиваленты	1	15	50	5	10	38
Запасы	8	11	12	22	38	38
Дебиторская задолженность	5	14	11	23	33	35
Всего краткосрочные активы	14	40	73	50	81	111
Здания, сооружения и оборудование	46	39	84	130	182	155
Долгосрочные инвестиции	1	12	12	12	12	12
Нематериальные активы	23	73	73	73	73	73
Всего активы	83	164	242	266	348	351
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ						
Краткосрочная задолженность и часть долгосрочных обязательств, подлежащая оплате в текущий период	18	38	0	0	31	0
Кредиторская задолженность	1	2	2	5	9	11
Обязательства перед бюджетом	1	0	1	2	3	3
Другие краткосрочные обязательства	2	2	5	11	19	22
Всего краткосрочные обязательства	23	42	8	18	62	36
Долгосрочные кредиты	12	4	30	5	5	0
Другие долгосрочные обязательства	0	2	2	2	2	2
Всего обязательства	34	48	40	25	68	37
Доля меньшинства	1	1	1	1	1	1
Акционерный капитал	48	116	202	240	279	313
Всего обязательства и акционерный капитал	83	164	242	266	348	351

Отчет о движении денежных средств

UK GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль	5	10	18	38	39	33
Амортизация	4	5	7	16	31	33
(увеличение) сокращение операционных оборотных средств	-3	-11	5	-12	-13	4
Операционный денежный поток	6	5	30	42	57	70
Инвестиционный денежный поток						
Капитальные затраты	-12	-8	-52	-62	-83	-5
(Увеличение) сокращение прочих долгосрочных активов	-1	-16	0	0	0	0
Дивидендные выплаты	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности						
Выпуск новых акций (нетто)	3	26	68	0	0	0
Проектное финансирование	0	0	30	0	0	0
Привлечение краткосрочных кредитов	9	14	-38	0	31	-31
Привлечение долгосрочных кредитов	-3	-8	-4	-25	0	-5
Совокупное изменение баланса денежных средств	0	13	35	-45	5	28
Баланс ден. ср. на начало периода	1	1	15	50	5	10
Совокупное измен. баланса ден. ср.	0	13	35	-45	5	28
Баланс ден. ср. на конец периода	1	15	50	5	10	38

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Оценка стоимости Peter Hambro на основе модели DCF

\$ млн.	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	53	112	157	167	159	159	159	159
Операционные затраты	-19	-45	-72	-88	-89	-89	-91	-92
ЕБИТДА	33	67	85	78	70	70	68	67
Амортизация	-7	-16	-31	-33	-31	-31	-31	-31
Операционная прибыль (ЕБИТ с учетом СП)	26	51	54	46	39	39	37	36
Минус: налог на прибыль	-6	-12	-13	-11	-9	-9	-9	-9
Минус: капвложения	-52	-62	-83	-5	-5	-5	-5	-5
Минус: изменение WC	5	-12	-13	4	2	0	0	0
Плюс: амортизация	7	16	31	33	31	31	31	31
Свободный денежный поток	-20	-19	-24	66	57	55	54	53
Коэффициент дисконта (WACC)	1.00	1.12	1.26	1.41	1.58	1.77	1.99	2.23
PV будущих свободных денежных потоков	-20	-17	-19	47	36	31	27	24

Совокупная PV будущих свободных денежных потоков	110
---	------------

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточные свободные денежные потоки, \$ млн.	53	Долгосрочная безрисковая ставка	5.7%	Среднемесячный объем торгов*	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	5%	Премия за риск инвестиций в Россию	1.7%	(обыкн. + привилег.), \$ млн.	
Остаточная ставка дисконта	12.1%	Безрисковая ставка в России	7.4%	> 100	1.00
Остаточная стоимость, \$ млн.	785	Стандартная премия за акции	4.0%	10-100	1.25
PV остаточной стоимости, \$ млн.	352	Прогнозируемый коэффициент "бета"	1.25	1-10	1.50
		Прогнозируемый коэффициент "бета" с учетом долга	1.32	0.1-1	2.00
		Стоимость акционерного капитала	12.7%	< 0.1	3.00
				*На основании совокупного объема торгов за прошлые 3 месяца на РТС, ММВБ и рынке АДР	
PV остаточной стоимости + будущие свободные денежные потоки, \$ млн.	462				
Минус: Чистый долг (денежные средства), \$ млн.	27				
Минус: доли меньшинства, \$ млн.	1				
		Расчет WACC		Структура капитала, \$ млн.	
		Совокупный долг, % от капитализации	7.0%	Совокупный долг (на конец 2003 года)	42
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	434	Стоимость долга (после уплаты налогов)	4.6%	Рыночная стоимость обыкновенных акций	555
		Акционерный капитал, % от капитализации	93.0%	Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	555
Кол-во выпущен. обыкн. акций, млн.	74	Стоимость акционерного капитала	12.7%	Совокупная капитализация	597
		WACC	12.1%		
Прогнозируемая стоимость на акцию, \$	5.87				

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

CELTIC RESOURCES

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения				
CER LN	HOLD	\$7.09	\$6.75	-5%				
Капитализация и информация об акциях*		Обык.	Финансовые показатели по Iг GAAP, \$ млн.		2002	2003	2004F	2005F
Капитализация, \$ млн.		355	Выручка		9	12	26	44
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		13	EBITDA		4	4	8	15
EV, \$ млн.		371	Чистая прибыль		1	13	5	9
Кол-во выпущенных акций, млн.		50.1	Операционный денежный поток		2	-9	9	4
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		60%	Оценка стоимости					
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	EV/EBITDA		99.3	83.6	44.9	25.3
Доходность		NM	P/E		NM	27.4	67.7	41.4
			P/CF		NM	-37.7	39.3	80.0

* Используется информация о количестве акций и финансовые показатели после сделки с ИГ "АЛРОСА"

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Информация о компании

Celtic Resources – зарегистрированная в Ирландии открытая акционерная компания, которая начала работу в российской золотопромышленной отрасли в 1996 году, выкупив Нежданинское месторождение. Однако со временем Celtic Resources потратила имевшиеся у нее денежные ресурсы, так и не завершив разработку месторождения, пока в 1999 году в компанию не пришло новое руководство во главе с Кевином Фу, имеющее в своем распоряжении дополнительные средства на продолжение реализации проекта. Основным активом компании (и причиной, по которой компания поддерживалась даже в неприбыльном состоянии такое долгое время) является принадлежащая ей 50% доля в Нежданинском золотом месторождении, втором по величине в России, оценочные запасы которого составляют 450 т металла. Компании также принадлежат два других месторождения в Казахстане, а также незначительные активы углеводородного сырья, как в Казахстане, так и в Великобритании. Нам представляется, что у Celtic Resources долгое время не было определенной стратегии, так как сочетание золотопромышленных и нефтяных активов в самых различных географических областях, по-видимому, вело к перенапряжению ограниченных финансовых и операционных ресурсов компании. Однако в своем годовом отчете за 2003 год Celtic недвусмысленно дала понять, что планирует сосредоточить внимание исключительно на золотодобыче в СНГ и продать свои нефтяные активы в ближайшем будущем.

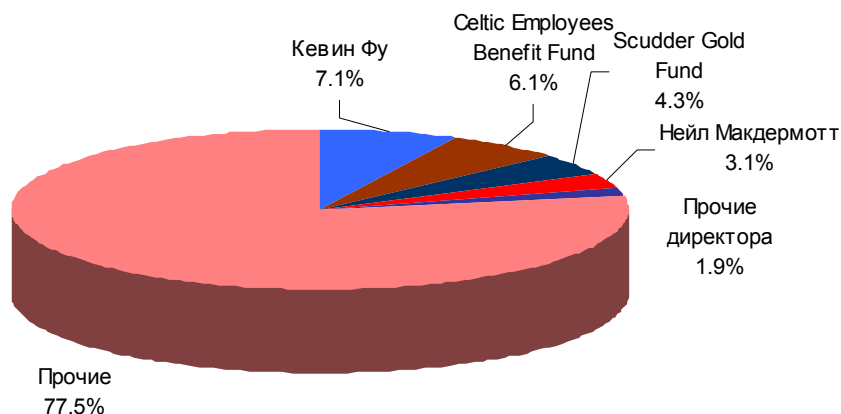
В настоящий момент выручка и прибыль Celtic Resources остаются на уровне, характерном для начинающей деятельности компании, каковой, в некотором смысле, и можно считать Celtic. Однако если судить по значительной операционной истории компании и размеру ее готовых к разработке активов, Celtic Resources заслуживает того, чтобы ее рассматривали в одной категории с Peter Hambro и Highland Gold – категории крупнейших золотодобывающих компаний России.

Структура акционерного капитала

Структура акционерного капитала Celtic Resources сильно диверсифицирована, самому крупному акционеру принадлежит всего 7.9%. У компании также имеется широкий спектр институциональных инвесторов. Данная ситуация должна измениться после того, как Celtic Resources завершит сделку по передаче пакета своих акций ИГ

"АЛРОСА" в обмен на оставшиеся 50% Нежданинского месторождения. Хотя данной процедуре явно не хватает прозрачности, наиболее детальный из упомянутых на сегодняшний день руководством компании планов подразумевает обмен 23% Celtic Resources (11.5 млн. акций) на 50% Нежданинского месторождения. В результате Celtic получит 100% контроль над Нежданинским, а ИГ "АЛРОСА" – два места в Совете директоров Celtic. Руководство компании также обсудило возможность, что в сделке с ИГ "АЛРОСА" будут задействованы другие активы, в том числе золотодобывающий рудник в Танзании; в этом случае Celtic может уступить свыше 30% акций компании; однако до тех пор, пока не будет обнародована более подробная информация, мы использовали в наших моделях и при оценке компании более детальный план, с обменом 23% компании на 50% месторождения. В ее сегодняшнем формате сделка будет способствовать значительному повышению акционерной стоимости Celtic, так как оценочная стоимость компании, по нашим прогнозам, может понизиться на 15-20%, если сделка не будет заключена.

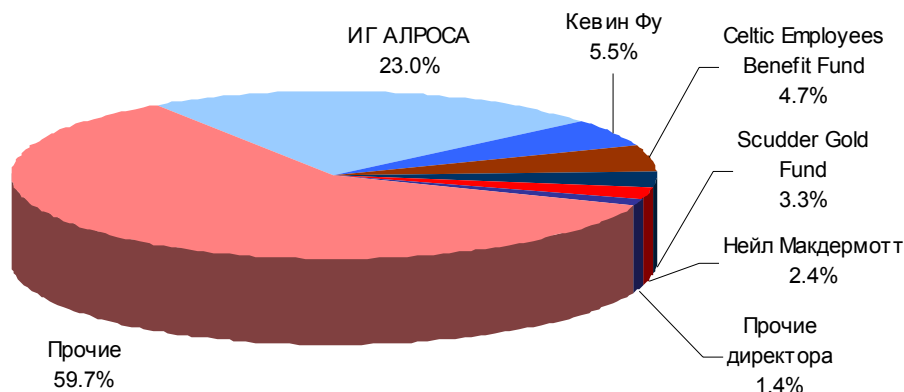
Структура капитала CER: серьезные пакеты в руках правления и работников компании



Источник: данные компании

ИГ "АЛРОСА" – это дочерняя компания АЛРОСА, второго по величине производителя алмазов в мире и самой значительной компании в республике Саха-Якутия. АЛРОСА тесно связана с региональной администрацией, и бывший президент компании Вячеслав Штыров в настоящий момент является президентом республики Саха. Важно отметить, что г-н Штыров стал президентом республики в 2001 году, после ожесточенной предвыборной борьбы с тогдашним президентом, стремившимся к переизбранию. Celtic приобрела 50% Нежданинского в 1996 году, при старом президенте Якутии.

Структура капитала CER после продажи пакета ИГ "АЛРОСА"



Источник: данные компании

Хотя сделка определенно является положительным фактором для Celtic и открывает для компании новые возможности привлечения капитала, она представляется скорее вынужденным компромиссом, чем дружественным союзом. Судя по всему, правительство Штырова было недоволено условиями, на которых Celtic приобрела 50% Нежданинского месторождения, и обмен акций станет наименее сложным решением проблемы. Если же после обмена станет очевидно, что руководство Celtic и представители ИГ "АЛРОСА" смогут успешно сотрудничать в области промышленной разработки Нежданинского месторождения, то будет устранен значительный источник неопределенности и риска, связанного с инвестированием в акции компании. Однако при неблагоприятном развитии событий эффект будет прямо противоположным; если сотрудничество не сложится, то внутренний конфликт между двумя крупными группами акционеров негативно скажется на котировках.

Варранты и опционы

Celtic Resources имеет масштабную программу варрантов для членов Совета директоров компании. На конец мая компания выпустила 1.72 млн. варрантов, цены исполнения которых варьировались от £1.40 до £2.00 (\$2.56-3.66). Кроме того, компания выпустила 28 500 опционов, срок действия которых начинает истекать в сентябре 2005 года, и цена исполнения которых составляет €1.27 (\$1.56). В рассчитанном нами совокупном количестве акций компании учитывались как варранты, так и опционы.

Компания также выпустила 2.5 млн. привилегированных акций, подлежащих выкупу, которые могут быть возвращены компании в обмен на номинальную стоимость (€1.26, или \$1.55) до 30 июня 2015 года, либо в случае приобретения мажоритарного пакета компании любым одним лицом после 30 июня 2005 года но до 30 июня 2015 года. Данные акции подлежат обмену на обыкновенные акции компании в соотношении 5:1, и потенциально могут привести к увеличению количества обыкновенных акций на 0.5 млн. бумаг. Однако, несмотря на наличие этого потенциального источника увеличения числа обыкновенных акций, мы не учли его в наших расчетах, так как дата потенциальной конвертации находится в относительно отдаленном будущем.

Операционная деятельность и активы

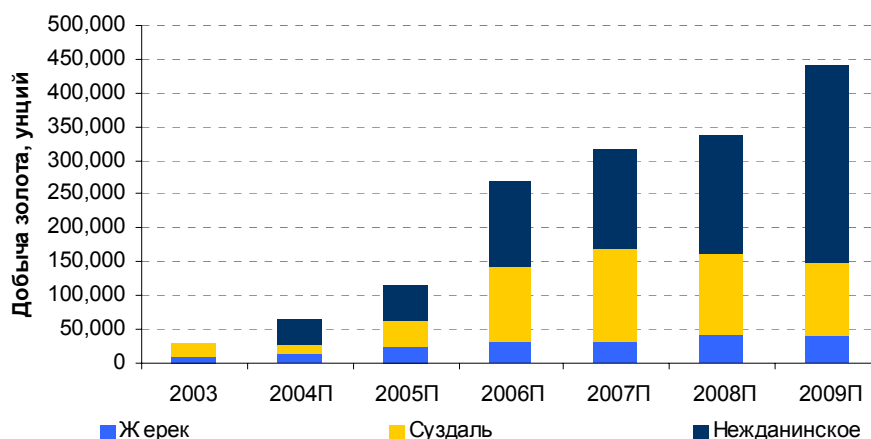
Важнейшим активом Celtic Resources является Нежданинское золоторудное месторождение, расположенное в 440 км к востоку от Якутска. Месторождение расположено в удаленном труднодоступном районе, в котором был зарегистрирован рекордно низкая температура для населенной территории – -75°C . Однако, несмотря на экстремальные условия и негостеприимное расположение, месторождение в полной мере заслуживает усилий, необходимых для его разработки, так как, по оценкам, до 450 т золота залегают на небольшой глубине в виде относительно богатой руды. Месторождение разрабатывалось с 1975 года до конца 1980-х годов, хотя масштабы добычи были незначительными. Однако с тех пор сохранилась значительная инфраструктура, в том числе горнорудный поселок около месторождения. По оценкам Celtic Resources, стоимость приобретения активов, эквивалентных имеющимся на Нежданинском, составляет \$400 млн., так как месторождение практически готово начать работу после вливания оборотного капитала и обеспечения рабочей силой.

Celtic Resources также владеет двумя месторождениями (Жерек и Суздаль) в Казахстане. Эти месторождения сильно уступают Нежданинскому по размерам, однако имеют положительную стоимость для компании, так как их разработка

несложна и, следовательно, недорога. Жерек – небольшое месторождение, которое должно производить до 50 тыс. унций в год при выходе на полную проектную мощность в 2005-2006 годах. Оно выпустило 11 270 унций в 2003 году и должно произвести 20 тыс. унций в текущем году. В качестве метода извлечения металла на месторождении используется кучное выщелачивание, характеризующееся низкой себестоимостью и требующее незначительных операционных усилий. Руды месторождения в среднем содержат 4.4 г золота на тонну, хотя до сих пор компания разрабатывала более бедные руды, и это вело к низкому уровню извлечения металла и превышению прогноза затрат. Однако мы прогнозируем, что к 2005 году месторождение начнет нормальную работу и будет использовать руды с содержанием золота, близким к среднему. Celtic Resources владеет 75% месторождения.

Месторождение Суздаль более крупное, и ожидается, что оно должно ежегодно производить порядка 100 тыс. унций к 2005-2006 годам. В настоящее время обработка руды ведется методом кучного выщелачивания, в 2005 году должна начать работу дробильная установка, которая полностью заменит кучное выщелачивание. В 2003 году месторождение Суздаль выпустило 21 820 унций золота, а в 2004 году объем добычи должен составить 12 тыс. унций. Снижение объема связано с накоплением извлеченной руды в ожидании начала работы дробильной установки.

Добыча золота Celtic Resources по месторождениям (без учета сопутствующих минералов)



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Celtic Resources также владеет рядом небольших нефтедобывающих активов в Казахстане и в Северном море, что несколько необычно для горнорудной компании. Балансовая стоимость этих активов на конец 2003 года составляла \$2.98 млн., и компания намеревается перевести их в отдельное юридическое лицо, акции которого будут предложены инвесторам в секции AIM в недалеком будущем. Компании также принадлежит 21.9% Eureka Mining (допущенной к листингу на AIM, тикер EKA), компании, которая была выделена из Celtic Resources в 2003 и имеет право на разработку большого полиметаллического (главным образом – молибденового) рудного месторождения в Казахстане, хотя в настоящий момент компания остается на самом раннем этапе развития. Капитализация Eureka составляет около \$34 млн. Текущая рыночная стоимость пакета, принадлежащего Celtic (\$7.5 млн.), лишь незначительно меньше балансовой стоимости этого актива.

Себестоимость добычи золота и операционные расходы

Затраты на извлечение золота у Celtic Resources были относительно высокими в 2003 году, главным образом – в связи с техническими проблемами на месторождении Жерек, на котором оценки руководства компании по содержанию золота в руде и

проценту извлечения металла превысили фактические показатели. Согласно нашей модели в 2004 году себестоимость добычи в расчете на одну унцию понизится лишь незначительно, а заметное снижение относительных затрат произойдет только после начала полномасштабной промышленной разработки месторождения Суздаль и после того, как годовой уровень добычи на Нежданнинском достигнет 150 тыс. унций золота в 2007 году. Как и с другими горнодобывающими компаниями, наша оценка себестоимости добычи была более консервативной, чем оценка руководства компании, так как мы считаем, что было недооценено воздействие инфляции, давление на компанию по поводу повышения зарплат, а также вероятная динамика курса рубля.

Затраты на добычу у Celtic Resources понизится только с увеличением добычи на Нежданнинском месторождении

\$/унцию	2003	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П
Средние операционные денежные затраты	224	208	193	182	178	185	174
Средние совокупные денежные затраты	250	237	218	204	200	208	197

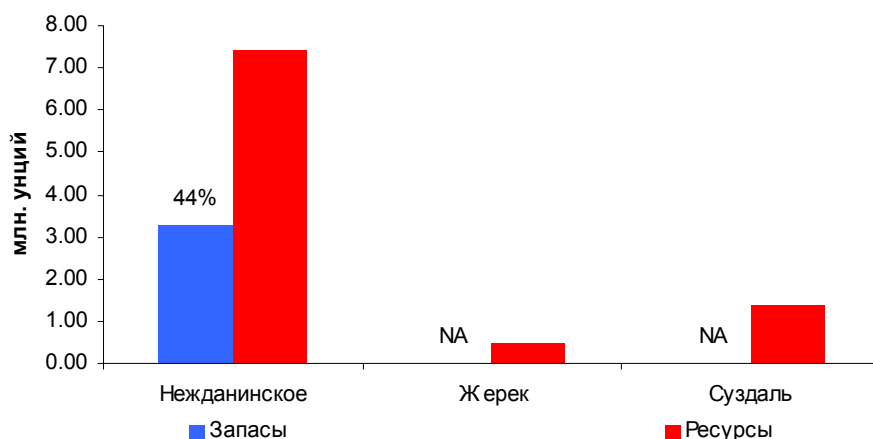
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Запасы и ресурсы

Компания классифицирует принадлежащие ей ресурсы как суммарную информацию по содержанию золота по категориям В, С1 и С2. Только в случае Нежданнинского месторождения данные по категории С2 выделяются в отдельную статью, и это позволяет отделить ресурсы от запасов данного месторождения. Однако в любом случае очевидно, что подавляющая часть запасов и ресурсов компании относится к Нежданнинскому месторождению. Месторождения в Казахстане относительно невелики, хотя они характеризуются невысокой себестоимостью (благодаря использованию кучного выщелачивания) и обеспечивают достаточные денежные потоки для того, чтобы компания могла дожидаться начала масштабной промышленной эксплуатации Нежданнинского месторождения. Ресурсы Celtic Resources на конец 2003 года составляли 9.3 млн. унций – и хотя в годовом отчете компании недостаточно информации для того, чтобы определить размер совокупных запасов компании, оценочные запасы Нежданнинского составляют 3.3 млн. унций (наша оценка основана на данных о ресурсах месторождения минус 5% нормальной убыли).

Кроме золота руды Нежданнинского месторождения имеют значительное содержание серебра (в среднем 20.7 г/т). Учитывая этот факт, а также достаточно высокое содержание золота в руде (5.1 г/т), Нежданнинское месторождение должно отличаться очень конкурентоспособной себестоимостью.

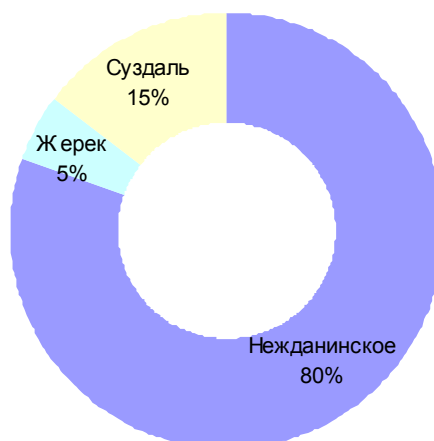
Отношение запасов к ресурсам: Высокое качество информации о ресурсах Нежданинского месторождения; данные по запасам казахских месторождений отсутствуют (в % приведено отношение запасов к ресурсам)



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Мы отмечаем в этой связи, что зависимость компании от Нежданинского месторождения еще больше подчеркивает важность заключения сделки с ИГ "АЛРОСА" для консолидации контроля над месторождением.

Ресурсы по месторождениям: судьба компании зависит от Нежданинского



Источник: Данные компании; оценки "Атона"

За исключением (отчасти) месторождения Жерек, месторождения Celtic Resources пока не достигли проектной мощности, и оценки уровня извлечения золота основаны на предварительных тестах и мнении правления компании. На месторождении Суздаль процент извлечения золота должен приблизиться к 85% при дробильной переработке руды, что несколько ниже, чем процент извлечения металла при кучном выщелачивании (92%). Основная причина такой разницы кроется в том, что руда, обрабатываемая кучным выщелачиванием, не обладает повышенной огнеупорностью, тогда как руда, предназначенная для дробильной обработки, пуск которой планируется в будущем, будет огнеупорной и более сложной для обработки, что приведет к снижению процента извлечения металла.

Категоризация ресурсов по месторождениям: руды Celtic – средние по содержанию золота, имеют значительное содержание серебра

	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения золота	Дополнит. информация
Нежданинское	5.1	90%	20.7 г/т серебра
Жерек	4.4	83%	
Суздаль	7.8	83%	
Общее средн.	5.2		

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Самым большим испытанием для компании станет извлечение золота из руд Нежданинского месторождения, так как минерализация этого рудного месторождения является весьма сложной. Компания произвела пробные работы по извлечению золота из образцов руд Нежданинского месторождения, что позволило руководству компании сделать заключение о том, что процент извлечения золота составит 90%, хотя процесс переработки руды пока еще не вышел на промышленные масштабы, и поэтому данный уровень извлечения металла остается частично неподтвержденным.

Местоположение активов и рудников Celtic Resources на территории России



Источник: Данные компании

Заключение

Celtic Resources готовится консолидировать 100%-ный контроль над превосходным месторождением "Нежданинское" в ходе сделки с ИГ "АЛРОСА", которая должна привести к значительному повышению акционерной стоимости компании. Благодаря большим запасам и высокому качеству руды месторождение является золотопромышленным активом мирового класса, способным достаточно быстро повысить объем добычи благодаря наличию существующей инфраструктуры. Кроме того, учитывая, что недра Республики Саха могут содержать значительное число потенциальных золотых ресурсов, заключение данной сделки должно открыть для Celtic новые возможности, менее доступные для других компаний отрасли. В то же время, потенциал роста компании в большой степени зависит от успешного завершения сделки, и хотя руководство компании заверило рынок в том, что это произойдет совсем скоро, если сделка по каким-либо причинам сорвется, привлекательность Celtic Resources сильно понизится. Кроме того, даже если сделка состоится, пройдет несколько лет, прежде чем ее потенциал сможет превратиться в реальные денежные потоки, и это приносит некоторый риск неэффективной разработки месторождения. **Наша рекомендация – "Держать", прогнозируемая цена на конец года – \$6.75.**

Финансовые показатели и прогноз основных статей отчетности

Отчет о прибылях и убытках

Иг GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	9	12	26	44	98	116
Рост, %	NA	30.6%	115.4%	68.3%	123.3%	18.6%
Затраты на реализацию	-4	-7	-16	-27	-61	-73
Валовая прибыль	5	5	10	17	37	44
Валовая рентабельность	55.7%	43.9%	38.6%	39.5%	37.7%	37.6%
Коммерческие, общие и административные расходы	-3	-2	-2	-5	-7	-7
Коммерческие, общие и административные расходы (в % выручки)	-34.5%	-19.2%	-9.3%	-10.3%	-6.8%	-6.0%
ЕВИТ	2	3	8	13	30	37
Рентабельность EBIT	21.2%	24.7%	29.3%	29.2%	30.9%	31.7%
Процентные расходы	0	0	0	0	0	0
Другие внеоперационные расходы	0	12	0	0	0	0
Балансовая прибыль	2	14	8	13	30	37
Балансовая рентабельность	25.1%	119.1%	29.3%	29.2%	30.9%	31.7%
Налог на прибыль	-1	-1	-2	-3	-7	-9
Эффективная ставка налогообложения	-61.7%	-10.1%	-24.0%	-24.0%	-24.0%	-24.0%
Доля меньшинства	0	0	-1	-1	-2	-2
Чистая прибыль	1	13	5	9	21	26
Чистая рентабельность	9.6%	107.0%	20.1%	19.5%	21.6%	22.5%
ЕВИТ	2	3	8	13	30	37
Амортизация основных средств и нематериальных активов	-2	-1	-1	-2	-8	-12
ЕВИТДА	4	4	8	15	38	49
Рентабельность EBITDA	40.4%	36.7%	31.7%	33.5%	39.2%	41.9%

Баланс

Иг GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
АКТИВЫ						
Денежные средства и эквиваленты	2	8	5	5	10	10
Расходы будущих периодов	0	8	8	8	8	8
Товарно-материальные запасы	2	3	8	11	24	24
Текущие налоговые активы	0	3	4	6	14	17
Дебиторская задолженность	4	3	6	10	16	19
Всего краткосрочные активы	9	26	30	40	73	78
Здания, сооружения и оборудование	6	12	37	72	134	199
Отрицательный goodwill	41	63	63	63	63	63
Всего активы	55	101	131	175	270	340
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ						
Краткосрочная задолженность и часть долгосрочных обязательств, подлежащая оплате в текущий период	0	1	15	0	0	34
Кредиторская задолженность	6	8	9	4	10	12
Обязательства перед бюджетом	0	0	1	1	3	4
Другие краткосрочные обязательства	5	1	10	17	40	47
Всего краткосрочные обязательства	11	10	35	23	53	97
Долгосрочные кредиты	2	20	20	68	112	112
Другие долгосрочные обязательства	0	0	0	0	0	0
Всего обязательства	13	31	56	92	165	209
Доля меньшинства	4	3	3	3	3	3
Акционерный капитал	38	67	72	80	102	128
Всего обязательства и акционерный капитал	55	101	131	175	270	340

Отчет о движении денежных средств

Иг GAAP, \$ млн.	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль	1	13	5	9	21	26
Амортизация	2	1	1	2	8	12
(увеличение) сокращение операционного рабочего капитала	-1	-24	3	-6	2	5
Операционный денежный поток	2	-9	9	4	31	43
Инвестиционный денежный поток						
Капитальные затраты	-19	-25	-26	-37	-70	-77
(Увеличение) сокращение прочих долгосрочных активов	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности						
Выпуск новых акций (чистый)	21	20	0	0	0	0
Проектное финансирование	0	0	0	50	50	0
Привлечение краткосрочных кредитов	-2	19	14	-15	0	34
Привлечение долгосрочных кредитов	0	0	0	-2	-6	0
Совокупное изменение баланса денежных средств	1	5	-3	0	5	0
Баланс ден. ср. на начало периода	1	2	8	5	5	10
Совокупное измен. баланса ден. ср.	1	5	-3	0	5	0
Баланс ден. ср. на конец периода	2	8	5	5	10	10

Источник: Данные компании; оценки "Атона"

Модель DCF для оценки стоимости Celtic Resources

\$ млн.	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	26	44	98	116	124	165	165	165
Операционные затраты	-18	-29	-60	-68	-74	-87	-88	-89
ЕБИТДА	8	15	38	49	50	77	76	75
Амортизация	-1	-2	-8	-12	-13	-18	-18	-18
Операционная прибыль (ЕБИТ)	8	13	30	37	37	60	59	57
Минус: налог на прибыль	-2	-3	-7	-9	-9	-14	-14	-14
Минус: капвложения	-26	-37	-70	-77	-34	-24	-4	-4
Минус: изменение WC	3	-6	2	5	1	-3	0	0
Плюс: амортизация	1	2	8	12	13	18	18	18
Свободный денежный поток	-16	-31	-37	-32	9	37	59	59
Коэффициент дисконта (WACC)	1.00	1.12	1.26	1.42	1.59	1.79	2.01	2.26
PV будущих свободных денежных потоков	-16	-28	-29	-23	6	21	29	26

Совокупная PV будущих свободных денежных потоков	-15
---	------------

Расчет остаточной стоимости

Остаточные свободные денежные потоки, \$ млн.	59
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконта	12.4%
Остаточная стоимость, \$ млн.	834
PV остаточной стоимости, \$ млн.	369

Расчет стоимости
акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.7%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.7%
Безрисковая ставка в России	7.4%
Стандартная премия за акции	4.0%
Прогнозируемый коэффициент "бета"	1.25
Прогнозируемый коэффициент "бета" с учетом долга	1.31
Стоимость акционерного капитала	12.6%

Расчет прогнозируемого
коэффициента beta

Среднемесячный объем торгов* (обыкн. + привилег.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.00
10-100	1.25
1-10	1.50
0.1-1	2.00
< 0.1	3.00

*На основании совокупного объема торгов за последние 3 месяца на РТС, ММВБ и рынке АДР

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущие свободные денежные потоки, \$ млн.	354
Минус: Чистый долг (денежные средства), \$ млн.	13
Минус: доли меньшинства, \$ млн.	3

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	5.6%
Стоимость долга (после уплаты налогов)	8.0%
Акционерный капитал, % от капитализации	94.4%
Стоимость акционерного капитала	12.6%
WACC	12.4%

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (на конец 2003 года)	21
Рыночная стоимость обыкновенных акций	355
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	355
Совокупная капитализация	376

Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	338
---	-----

Кол-во выпущен. обыкн. акций, млн.	50
------------------------------------	----

Кол-во выпущенных и эквивалентных выпущенным акций., млн.	50
---	----

Прогнозируемая стоимость на 1 акцию, \$	6.75
--	-------------

Источник: данные компании; оценки "Атона"

TRANS-SIBERIAN GOLD

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения
TSG LN	NR	\$2.37	NA	NA
Капитализация и информация об акциях		Обык.	Оценка стоимости	\$/унцию
Капитализация, \$ млн.		108	EV/объем добычи	NM
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		(59)	Капитализация/объем добычи	NM
EV, \$ млн.		48	EV/запасы	27
Кол-во выпущенных акций, млн.		45.5	Капитализация/запасы	60
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		50%	EV/ресурсы	16
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	Капитализация /ресурсы	35
Доходность		0.00%		

* Используется информация о количестве акций и баланс денежных средств после сделки с Anglogold

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Trans-Siberian – молодая золотопромышленная компания в начальной стадии развития, пока не ведущая добычу золота и владеющая лицензией на разработку крупного месторождения в Красноярском крае и двух небольших месторождений в Камчатской области. Акции компании допущены к листингу в секции AIM, тикер – TSG LN. В ходе IPO в ноябре 2003 года Trans-Siberian привлекла \$27 млн. для финансирования углубленной разведки имеющихся у нее активов и подготовки камчатских месторождений к началу добычи.

Совсем недавно, в июле этого года, компания стала сенсацией, продав 29.9% своих акций крупнейшей в мире золотодобывающей компании Anglogold Ashanti за \$32 млн. Сделка представляет Trans-Siberian в новом свете и практически полностью гарантирует, что начатые проекты будут полностью разработаны; также она подтверждает качество и потенциал активов компании. Ключевым аспектом сделки с Anglogold является относительно высокая цена, заплаченная за неразработанные золотые месторождения на территории России – почти \$54/унцию – тогда как до этой сделки средняя цена подобных активов составляла \$34/унцию (включая требуемые капитальные затраты).

Операционная деятельность и активы

Trans-Siberian имеет два месторождения в Камчатской области – Асача и Родниковое, которые, несмотря на небольшой размер, характеризуются очень высоким содержанием металла в руде. Благодаря этому, а также относительной простоте разработки, два месторождения должны стать для компании источником денежных потоков и позволить финансировать разработку гораздо более крупного месторождения Ведуга в Красноярском крае. Месторождения Асача и Родниковое в совокупности обладают ресурсами в 0.91 млн. унций золота; месторождение Асача имеет очень высокое содержание золота в руде (21.3 г/т), при содержании сопутствующего серебра 45.1 г/т, тогда как содержания месторождения Родниковое составляет 8.3 г/т золота с 84.7 г/т сопутствующего серебра. Два месторождения располагаются в непосредственной близости друг от друга, и это должно привести к снижению совокупных затрат на разработку месторождений, начало добычи на обоих месторождениях планируется в конце 2005 года. Совокупная проектная мощность двух месторождений должна составить 100 тыс. тройских унций в год; такой уровень добычи соответствует сроку эксплуатации менее чем в 10 лет. Trans Siberian принадлежит 90% камчатских активов, хотя компания имеет обязательство выкупить

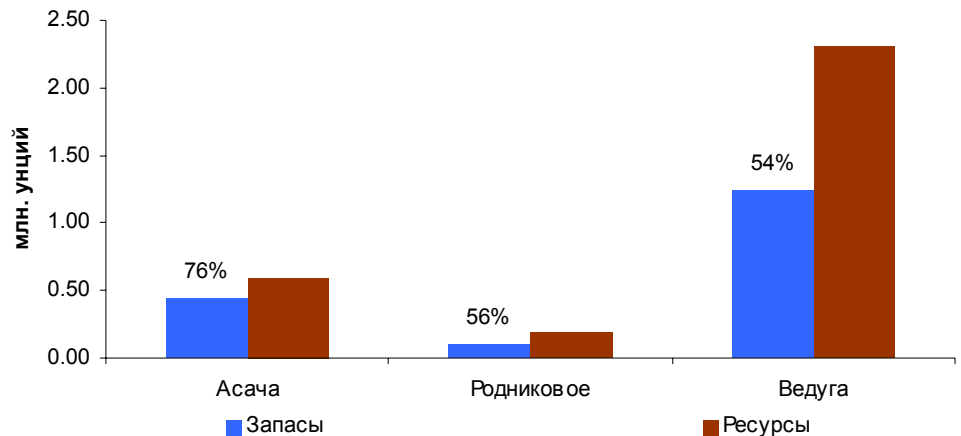
остальные 10% за \$1 млн., когда решение о начале разработки месторождений будет утверждено Советом директоров компании.

Характеристика ресурсов отдельных месторождений: высокое содержание металла на Камчатке, среднее – в Красноярском крае

	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла	Дополнит. информация
Асача	21.3	NA	45.1 г/т серебра
Родинкова	8.3	NA	84.7 г/т серебра
Ведуга	5.1	90%	
Совокупн. среднее	6.2		

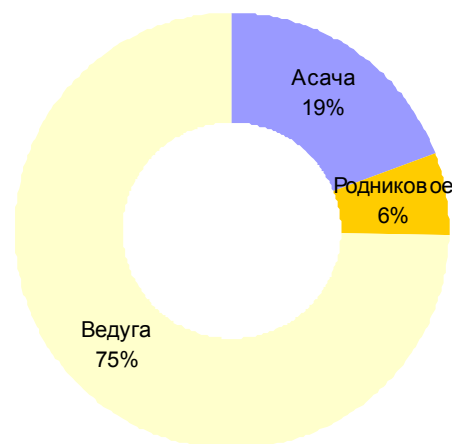
Источник: данные компании

Отношение запасов к ресурсам: имеется подробная геологоразведочная информация (в % приведено отношение запасов к ресурсам)



Источник: данные компании

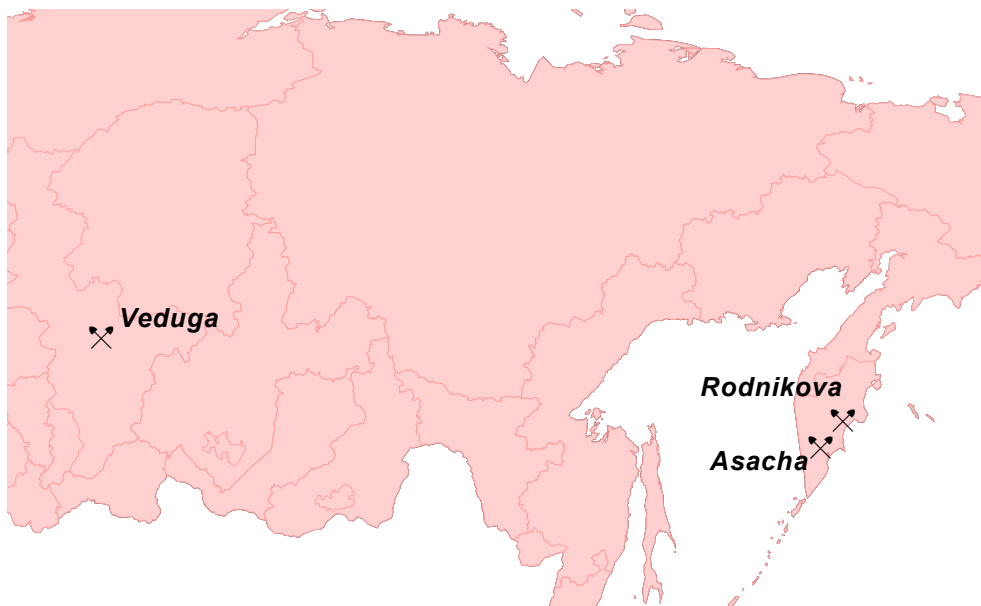
Ресурсы по отдельным месторождениям: основным источником стоимости компании является Ведуга



Источник: данные компании

Основным активом компании является месторождение Ведуга, на него приходится 72% ресурсной базы Trans-Siberian. Месторождение находится поблизости от принадлежащего "Норильскому никелю" месторождения Олимпиадинское и имеет сходные с ним геологические характеристики. Принимая во внимание, что уровень денежных затрат на Олимпиадинском месторождении – один из самых низких в России (\$140/унцию), вероятнее всего, Ведуга сможет без затруднений уложиться в прогноз затрат по версии правления компании (\$171/унцию), когда на нем в конце 2006 года начнется плановая добыча. По оценкам руководства компании, проектный годовой объем добычи на месторождении должен составить 200 тыс. унций.

Местоположение активов и рудников Trans-Siberian



Источник: Данные компании

Структура капитала

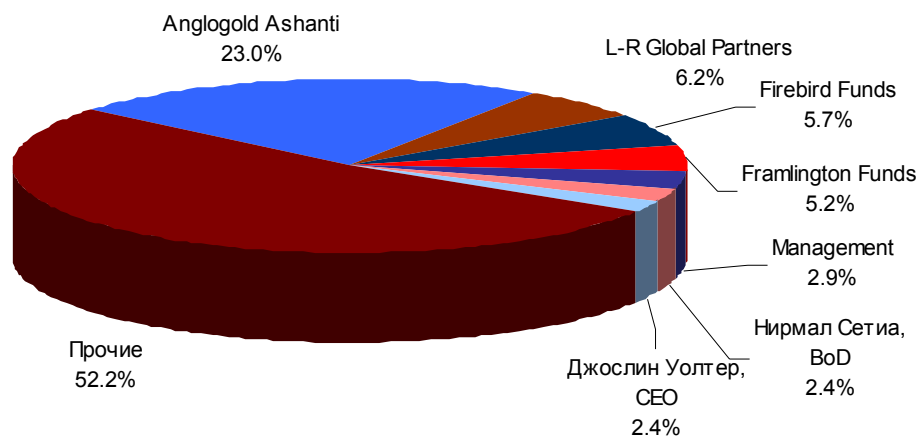
После завершения сделки по продаже 29.9% акций компании AngloGold Ashanti Trans-Siberian будет обладать диверсифицированной структурой акционерного капитала, в котором будет представлен крупный стратегический инвестор. Значительные пакеты акций также будут принадлежать руководству компании, инвестиционным фондам, и довольно большое количество акций будет находиться в свободном обращении. Компания предоставляет опционы для руководства и работников.

Выпущенные акции, опционы / варранты и AngloGold (млн.)

Количество выпущенных акций	28.8
Опционы/Варранты	4.5
Всего акций (с учетом акций, которые будут выпущены по опционам и варрантам)	33.3
AngloGold	12.3
Всего после сделки с AngloGold	45.5

Источник: данные компании

Структура капитала Trans-Siberian после сделки с AngloGold: хороший баланс



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Заключение

В настоящий момент Trans-Siberian – компания довольно небольших размеров, ее рыночная капитализация составляет после приобретения пакета акций компанией AngloGold всего около \$110 млн., хотя Trans-Siberian владеет некоторыми очень привлекательными активами. Вероятнее всего, Trans-Siberian будет позиционироваться как кандидат на поглощение для AngloGold, в связи с тем, что последняя уже имеет пакет акций Trans-Siberian, а действующее руководство и портфельные инвестиционные фонды, вероятнее всего, пожелают продать свои пакеты стратегическому инвестору вместо того, чтобы продавать акции по частям на открытом рынке.

Поскольку компания все еще находится на очень ранней стадии развития, мы не анализировали Trans-Siberian на основе модели DCF; поэтому у нас нет официальной рекомендации по акциям этой компании. Однако мы отмечаем, что отношение ее капитализации и EV к запасам и ресурсам является очень низким – \$27/унцию и \$16/унцию соответственно; акции пока не достигли уровня оценки, заложенного в сделку с AngloGold, и рынок оценивает компанию с дисконтом в 30% к Highland Gold и на 75% к Peter Hambro.

Таким образом, Trans-Siberian можно рассматривать как интересную, высокорискованную и высокодоходную компанию на стадии геологоразведки.

HIGH RIVER GOLD (БУРЯТЗОЛОТО)

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения
HRG CN	NR	\$1.13	NA	NA
Капитализация и информация об акциях		Обыкн.	Оценка активов	\$/oz
Капитализация, \$ млн.		123	EV/объем добычи	1608
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		36	Капитализация/объем добычи	1042
EV, \$ млн.		190	EV/запасы	115
Кол-во выпущенных акций, млн.		108.8	Капитализация/запасы	75
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		80%	EV/ресурсы	65
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	Капитализация /ресурсы	42
Доходность		0.00%		

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Бурятзолото

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения	
BYT GR	NR	\$10.42	NA	NA	
Капитализация и информация об акциях		Обыкн.	Привилегированные	Оценка активов	\$/oz
Капитализация, \$ млн.		71	0	EV/объем добычи	559
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		15		Mcap/output	Капитализация/объем добычи
EV, \$ млн.			86	EV/reserves	EV/запасы
Кол-во выпущенных акций, млн.		6.8	1.0	Капитализация/запасы	174
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		30%	0%	EV/ресурсы	94
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00		Капитализация /ресурсы	77
Доходность		0.00%			

Источник: Данные компании; оценки "Атона"

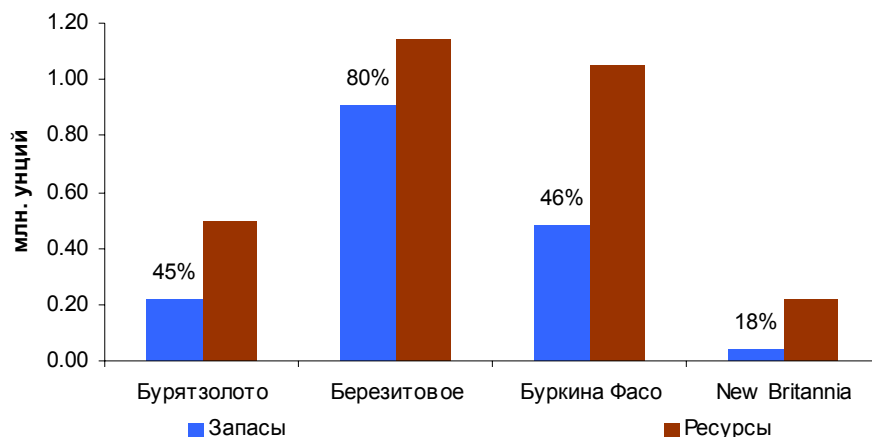
High River Gold – канадская компания, ведущая работу на территории России, Канады и Буркина-Фасо. Компания прошла процедуру листинга в Канаде, тикер – HRG CN. Основным активом High River Gold в России является 51% пакет акций ОАО "Бурятзолото" (с учетом всех опционов и прав на выпуск дополнительных акций), добывающей компании средних размеров в Бурятии (тикер АДР – BYR GR), которая ведет эксплуатацию двух месторождений. В 2003 году на ОАО "Бурятзолото" пришлось 70% золота, добытого High River Gold; в 2004 году российская компания планирует произвести 145 тыс. унций золота, по сравнению с 154 тыс. унций в 2003 и 153 тыс. унций в 2002 году. ОАО "Бурятзолото" – добывающая компания на зрелой стадии развития, имеющая ограниченные возможности расширения деятельности на базе существующего портфеля месторождений, так как совокупные ресурсы компании составляют всего 916 тыс. унций. Акции ОАО "Бурятзолото" торгуются в России и в Германии, однако отличаются очень низкой ликвидностью.

High River Gold также владеет 50% месторождения в Канаде, которое произвело 35 001 унций золота в 2003 году, доведя совокупный объем добычи компании до 118 182 унций (из них 83 181 унций составила доля High River Gold в золоте, добытом ОАО "Бурятзолото"). High River Gold также принадлежит неразработанное "целинное" месторождение в Буркина-Фасо. Доля компании в данных месторождениях соответствует 1.56 млн. унций совокупных запасов и 2.31 млн. унций ресурсов.

Операционная деятельность и активы

Контролируемые High River Gold рудники ОАО "Бурятзолото" будут полностью выработаны в течение нескольких лет, но канадская компания планирует сохранить присутствие в России – High River Gold принадлежит 100% нового месторождения Березитовое в Амурской области. Месторождение обладает 0.91 млн. унций запасов золота и 1.14 млн. унций ресурсов. Кроме того, месторождение содержит 6.48 млн. унций запасов серебра. Содержание золота в руде является низким (порядка 2.5 г/т), однако дробильная установка, которую планируется установить на месторождении, будет иметь достаточную мощность по переработке руды, чтобы обеспечить производство 100 тыс. унций золота в год, и должна вступить в строй в конце 2005 года. High River Gold сочла, что оптимальным вариантом для разработки месторождения Березитовое будет использование ОАО "Бурятзолото" в качестве российского оператора компании. По планам компании, ОАО "Бурятзолото" должно просто постепенно перенести акцент с разрабатываемых и быстро истощающихся месторождений на новые. В этих целях High River Gold объявила о намерении выкупить доли миноритариев Бурятзолота, хотя подробной информации об этой процедуре пока нет.

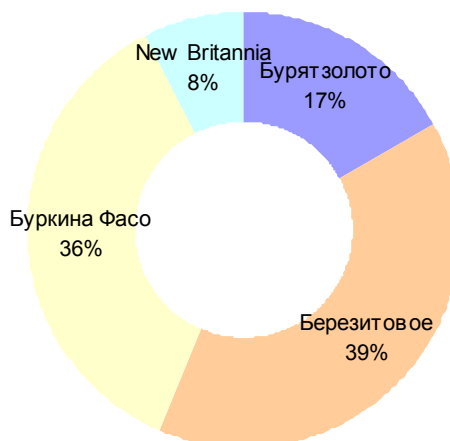
Отношение запасов к ресурсам: проведен значительный объем геологоразведки (в % приведено отношение запасов к ресурсам)



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Как и новое российское месторождение компании, принадлежащее High River Gold на 80% месторождение в Буркина-Фасо должно выйти на промышленные объемы добычи в конце 2005 года, при ежегодном объеме производства 100 тыс. унций. Приходящиеся на долю High River Gold запасы золота на данном месторождении составляют 0.48 млн. унций, ресурсы – до 1.12 млн. унций. Добыча на канадском месторождении New Britannia, принадлежащем High River Gold на 50%, началась в 1995 году. В 2004 году объем добычи на месторождении New Britannia должен составить 33 тыс. унций, по сравнению с 70 тыс. унций в 2003 году. Руководство компании планирует прекратить разработку этого месторождения до конца года.

Ресурсы по отдельным месторождениям: между Африкой и Россией



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Характеристика ресурсов отдельных месторождений: новые месторождения содержат бедную руду

	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла	Комментарий
Бурятиязолото	17.4	94%	
Березитовое	2.3	NA	11.71 г/т серебра
Буркина-Фасо	2.4	90%	
New Britannia	5.1	94%	
Совокупн. средн.	2.9		

источник: Данные компании; оценки "Атона"

Принадлежащие High River Gold российские месторождения позволили компании значительно сократить совокупные денежные затраты. Средние денежные затраты на месторождении New Britannia в 2003 году составили \$329/унцию, тогда как показатель ОАО "Бурятиязолото" был всего \$194/унцию, понизив средний консолидированный показатель High River Gold до \$234/унцию. Подобно другим операторам, присутствующим в России, High River Gold благодаря деятельности в стране значительно улучшает свои операционные показатели, которые выглядели бы довольно-таки плачевно без российских активов.

Местоположение активов и рудников High River Gold на территории России

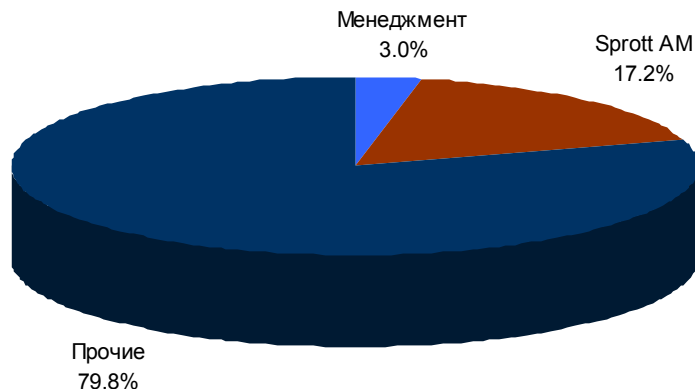


Источник: данные компании

Структура капитала

Компания выпустила 105.98 млн. акций; а также она выпустила 5.57 млн. warrants с ценой исполнения \$2.80 и имеет 2.84 млн. выпущенных опционов, средневзвешенная цена исполнения которых составляет \$1.28. Цена исполнения опционов, дающих право на новые акции компании, ниже текущей цены, и поэтому мы учитывали их при подсчете общего количества акций.

Структура капитала High River Gold: Значительное количество акций в свободном обращении



Источник: данные компании; оценки "Атона"

High River Gold имеет очень значительное количество акций в свободном обращении, так как инсайдерам принадлежит всего 3% компании. Крупнейшим институциональным инвестором является канадская компания Sprott Asset Management, которой принадлежит 17.2% High River Gold. Остальная часть акций компании распределена среди институциональных и частных инвесторов.

High River Gold владеет 54% капитала ОАО "Бурятзолото" и 51% голосующих акций компании. Еще 11% принадлежит ЕБРР, 2% – руководителям компании, 2% – местной администрации, остальные акции находятся в свободном обращении. Хотя ОАО "Бурятзолото" учредило программу АДР и зарекомендовало себя с лучшей стороны в отношениях с инвесторами, акции компании торгуются редко и практически не привлекают интереса инвесторов. Кроме того, так как компания является "дочкой" High River Gold, судя по всему, основные возможности роста и повышения акционерной стоимости будут сосредоточены на уровне головной компании. Поэтому, учитывая низкую ликвидность акций и отсутствие в настоящий момент подробной информации о том, каким образом High River Gold будет выкупать доли миноритариев ОАО "Бурятзолото", инвесторам, похоже, пока не удастся воспользоваться какими-либо возможностями арбитражных операций.

Заключение

High River Gold дает инвесторам возможность участвовать в российском золотопромышленном секторе, хотя при этом компания приближается к новому этапу развития, на котором разработка ее действующих месторождений уже заканчивается, тогда как добыча на новых месторождениях пока еще не началась. Очевидно, будущее компании зависит главным образом от ввода в строй месторождения Березитовое, промышленная разработка которого должна начаться в конце 2005 года, так как месторождение в Буркина-Фасо значительно уступает ему в размерах.

В настоящее время компания торгуется с коэффициентами EV/запасы и EV/ресурсы на уровне \$115/унцию и \$65/унцию соответственно, тогда как отношение EV/добыча

составляет \$1 608. Данный уровень является очень умеренным по сравнению с российскими и международными аналогами; более того, как по финансовым коэффициентам, так и по коэффициентам уровня добычи HRG торгуется значительно ниже российских аналогов, тогда как по запасам оценка HRG примерно совпадает с оценкой сопоставимых российских компаний. Интересно отметить, что ОАО "Бурятзолото" торгуется выше HRG по запасам, но ниже по объему добычи, указывая на то, что инвесторы рассматривают "Бурятзолото" как зрелую компанию на поздней стадии развития, имеющую ограниченный потенциал роста.

Важнейшими катализаторами роста стоимости HRG являются значительное увеличение ресурсов/запасов компании и (или) способность продемонстрировать инвесторам, что основные проекты компании реализуются по графику. При условии, что компании удастся достичь этих целей, ее акции обладают значительным потенциалом повышения курсовой стоимости.

ВЕМА GOLD

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения
BAU LN	NR	\$2.59	NA	NA
Капитализация и информация об акциях		Обыкн.	Оценка стоимости	\$/унцию
Капитализация, \$ млн.		1,032	EV/объем добычи	4692
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		24	Капитализация/объем добычи	4585
EV, \$ млн.		1,056	EV/запасы	346
Кол-во выпущенных акций, млн.		398.3	Капитализация/запасы	338
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		90%	EV/ресурсы	51
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	Капитализация /ресурсы	50
Доходность		0.00%		

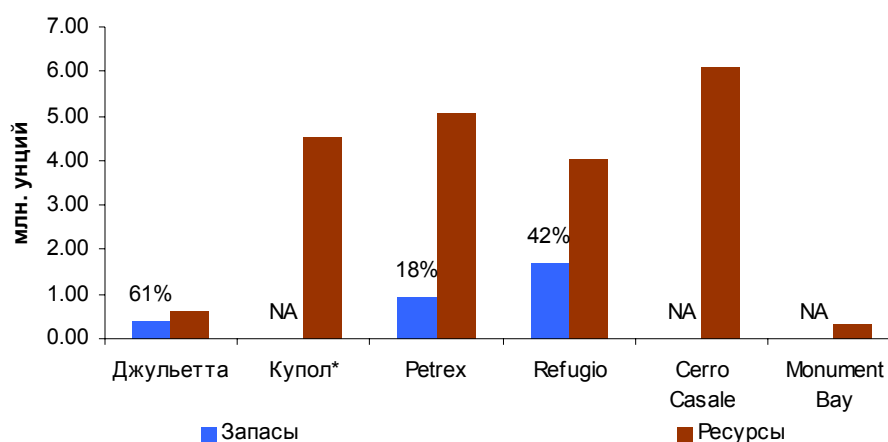
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Vema Gold – транснациональная горнодобывающая компания средней величины, ведущая добычу и разработку месторождений в России, ЮАР, Чили и Канаде. Компания прошла процедуру листинга в Канаде (тикер – BGO CN) и в секции AIM LSE (BAU LN). Хотя Vema Gold является крупнейшей компанией из упомянутых в настоящем обзоре (ее капитализация приближается к \$1 млрд.), она имеет наименьшее относительное присутствие в России / СНГ и активно ведет разработку южно-африканских месторождений с высокой себестоимостью, тем самым размывая положительный эффект недорогих российских месторождений. К российским активам Vema Gold относятся расположенные в Магаданской области месторождения "Джувлетта" (ведущее добычу) и неразработанное "Купол". Второе месторождение компании, уже активно ведущее добычу, находится в ЮАР. Хотя Vema Gold также активно занимается разработкой месторождений в Чили и Канаде, значительная часть будущего роста компании будет определяться "целинным" месторождением "Купол" в России. Потенциально "Купол" имеет достаточно большой размер, чтобы позволить Vema Gold стать одной из 15 крупнейших мировых золотопромышленных компаний с совокупным годовым объемом производства в 1 млн. унций.

Операционная деятельность и активы

Присутствие Vema Gold в России сконцентрировано в Магаданской области, традиционном центре российской золотодобычи. Первый же опыт компании в России увенчался успехом, так как месторождение "Джувлетта" характеризовалось низкими операционными затратами и очень высоким содержанием золота – 20 г/т. Совокупные денежные затраты на месторождении составили \$148/унцию; месторождение произвело 118 тыс. унций в 2003 году, а в 2004 году там планируется добыть 102 тыс. унций. Месторождение обеспечивает немногим меньше половины совокупного объема добычи золота Vema Gold; однако разведанных ресурсов хватит всего лишь еще на шесть лет добычи при сохранении текущего уровня производства, поэтому уже в краткосрочной перспективе основная деятельность компании переместится на другие месторождения.

Отношение запасов к ресурсам: слишком мало информации по запасам (в % приведено отношение запасов к ресурсам)



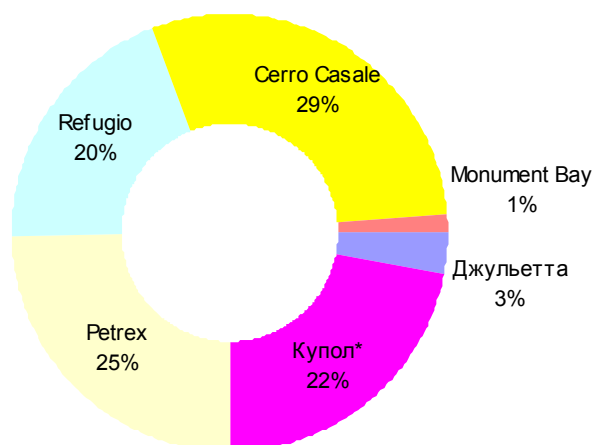
*при условии полного выкупа 75% доли

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Относимые на Bema Gold ресурсы месторождения "Купол", достигают, по оценкам, 4.5 млн. унций золота, кроме того, месторождение содержит значительное количество серебра. Руды месторождения характеризуются очень высоким содержанием золота (в среднем около 20 г/т). Промышленную добычу золота на месторождении планируется начать в 2007 году.

Вторым разрабатываемым месторождением после "Джульетты" является Petrex в Южной Африке. В 2003 году месторождение произвело 132 170 унций золота, а в этом году прогнозируется объем добычи до 200 тыс. унций. Однако себестоимость добычи на месторождении очень высока. В 2003 году затраты составили \$397 за унцию. В первую очередь, такая дороговизна объясняется высоким курсом южно-африканского ранда. Это очень значительное месторождение, обладающее 0.94 млн. унций запасов и 4.15 млн. унций ресурсов.

Ресурсы по отдельным месторождениям: Российскими месторождениями представлено только 25% активов



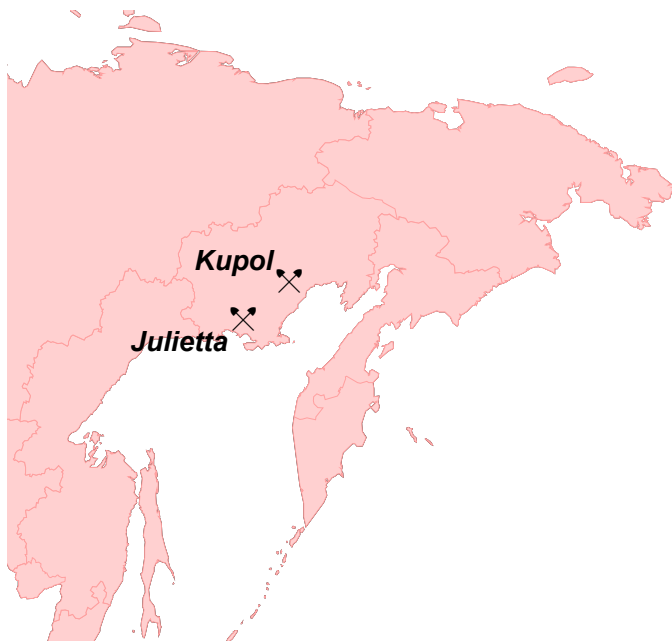
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Bema Gold принадлежит 50% месторождения Refugio в Чили, которое, согласно прогнозам руководства компании, должно ежегодно приносить Bema Gold 115 тыс. унций, начиная с конца 2004 года. Компания также владеет 24% долей другого чилийского месторождения, Cerro Casale, которое должно производить 234 тыс. унций золота в год. Однако разработка месторождения была приостановлена и находится под вопросом, так как мажоритарный владелец этого месторождения –

Placer Dome – испытывает затруднения с организацией финансирования разработки Cerro Casale.

Наконец, компания активно ведет геологоразведочные работы на месторождении Monument Bay в Канаде, которое представлено небольшим золоторудным участком с очень высоким содержанием золота (до 20 г/т).

Местоположение активов и рудников Bema Gold на территории России



Источник: данные компании

Показатели Bema Gold за 2003 год были в буквальном смысле спасены благодаря низким затратам на российском руднике компании. В прошлом году совокупные денежные затраты компании в ЮАР составили \$394/унцию, тогда как в России этот показатель равнялся лишь \$148/унцию. Консолидированные денежные затраты по всей компании в среднем составили \$278/унцию. В то время как большая часть разрыва между уровнем затрат в ЮАР и в России объясняется чрезвычайно высоким курсом ранда, Bema Gold со всей очевидностью демонстрирует, что горнодобывающие компании, работающие в ареалах с высокой себестоимостью, могут использовать низкую себестоимость золотодобычи в России для улучшения своих консолидированных показателей.

Структура капитала

Акции Bema Gold принадлежат широкому кругу институциональных и частных инвесторов. Менеджерам компании принадлежит неожиданно небольшой пакет – всего 0.4% акций компании. В то же время, компания выпустила и пока не погасила значительное количество опционов и варрантов, исполнение которых приведет к увеличению количества выпущенных на настоящий момент акций на 14%. Все опционы и варранты компании имеют цену исполнения ниже текущих котировок.

Количество акций Bema Gold: предстоит размывание

Кол-во выпущенных акций	354.8	88%
Опционы	14.8	4%
Варранты	31.5	8%
Совокупное кол-во акций	389.3	100%

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Компания также выпустила конвертируемые облигации, срок погашения которых наступает в 2011 году. Цена, при которой облигации могут конвертироваться в

акции, установлена на уровне \$4.66, то есть на 76% выше текущих котировок. В случае конвертации весь выпуск облигаций представляет 15 млн. акций, или 4.3% выпущенных акций Vema Gold. Поскольку конвертация может произойти только в отдаленном будущем, мы не включали связанное с ней потенциальное увеличение количества выпущенных акций в наши расчеты.

Заключение

Vema Gold – крупнейшая из рассмотренных в нашем обзоре золотопромышленных компаний, имеющая значительное присутствие в России. Однако компания не сосредотачивает внимание исключительно на России, так как месторождения в Чили и ЮАР также занимают значительное место в планах развития. Поэтому Vema Gold предлагает инвесторам только опосредованную возможность участия в развитии золотопромышленного сектора России. Компания обладает значительными ресурсами – от 16.2 млн. унций до 20.7 млн. унций в зависимости использования в расчетах месторождения "Купол" (Vema пока еще не оплатила свою долю в месторождении, которая должна составить 75%). Рынок в настоящее время оценивает эти ресурсы на уровне \$51/унцию (EV/ресурсы на базе оценки в 20.7 млн. унций). Однако запасы компании (3 млн. унций) сильно уступают ресурсам, и отношение EV/запасы составляет \$346/унцию, то есть в четыре раза дороже нашего фаворита Highland Gold. Наконец, производство золота также оценивается выше, чем у других компаний, рассмотренных в данном обзоре; у Vema Gold отношение EV к объему производства составляет \$4692/унцию, то есть выше соответствующих показателей Highland Gold и Peter Hambro на 63% и 20% соответственно.

Vema является интересной горнодобывающей компанией со средней капитализацией и международным портфелем активов. Более того, мы даже несколько сомневаемся в способности компании эффективно управлять столь сильно рассредоточенными активами, принимая во внимание ее относительно небольшие размеры. Однако дальнейшая разработка месторождения "Купол" может стать сильным катализатором роста курсовой стоимости акций компании, так как "Купол" является уникальным активом, способным обеспечить Vema Gold место среди 15 крупнейших золотопромышленных компаний в мире.

OXUS GOLD

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая цена	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения
OXUS LN	NR	\$0.98	NA	NA
Капитализация и информация об акциях		Обыкн.	Оценка стоимости	\$/унцию
Капитализация, \$ млн.		219	EV/объем добычи	NM
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		(8)	Капитализация/объем добычи	NM
EV, \$ млн.		218	EV/запасы	67
Кол-во выпущенных акций, млн.		224.8	Капитализация/запасы	67
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		54%	EV/ресурсы	40
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	Капитализация /ресурсы	40
Доходность		0.00%		

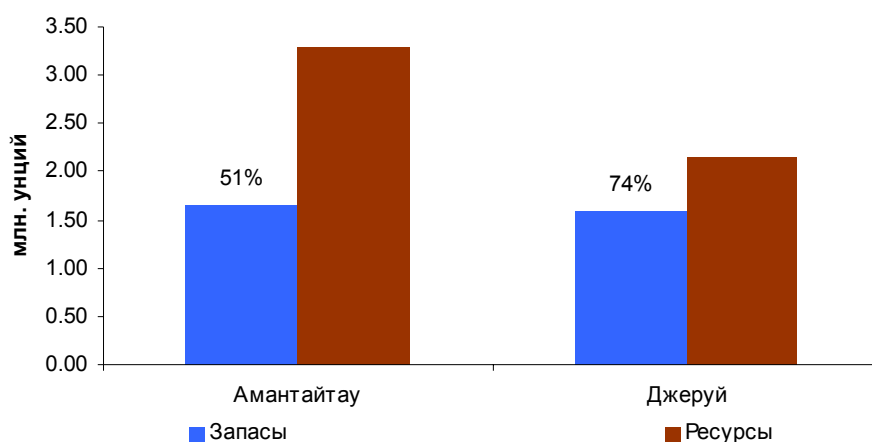
Источник: Данные компании; оценки "Атона"

Oxus – добывающая золото и серебро компания на раннем этапе развития. Компания прошла процедуру листинга в секции AIM, тикер – OXS LN. Важнейшими активами компании являются значительное золоторудное месторождение в Узбекистане, разрабатываемое в рамках паритетного СП с правительством Узбекистана, а также 67% доля нового неразработанного месторождения на территории Кыргызстана. Oxus также владеет 57% в капитале Marakand Minerals. Компания впервые начала добычу золота в Узбекистане в конце 2003 года и планирует начать производство золота на киргизском месторождении к середине 2005 года. В совокупности Oxus обладает 5.4 млн. унций относимых на счет компании ресурсов и 3.3 млн. унций запасов золота, а также значительными ресурсами серебра.

Операционная деятельность и активы

Oxus не присутствует в России и планирует и в дальнейшем сосредотачивать все усилия на деятельности в Средней Азии. Единственным операционным активом компании является месторождение Амантайтау в Узбекистане. Данное месторождение разрабатывается как карьерным, так и шахтным методом; по прогнозу Oxus, в 2004 году месторождение должно произвести до 95 тыс. унций причитающегося на долю компании золота. Месторождение должно выйти на полную проектную мощность – 195 тыс. унций золота, причитающегося на долю Oxus, – к 2006 году. Компания также рассчитывает, что себестоимость добычи на Амантайтау будет очень невысокой. Ожидается, что совокупные денежные затраты карьерной добычи составят \$106/унцию, тогда как совокупные денежные затраты подземной добычи будут равняться \$120/унцию. Кроме того, Амантайтау содержит значительные ресурсы серебра (в совокупности – 5 млн. унций).

Отношение запасов к ресурсам: проведен значительный объем разведки (в % приведено отношение запасов к ресурсам)



Источник: данные компании

За пределами Узбекистана компании принадлежит 67% месторождения Джеруй – крупнейшего неразработанного месторождения на территории Кыргызстана. Промышленная добыча на этом месторождении должна начаться в 2005 году и составить 150 тыс. унций в год, приходящихся на долю Oхus. Кроме того, ожидается, что руда месторождения легко поддается переработке, и прогнозируемый уровень совокупных денежных затрат должен составить \$133/унцию.

Ресурсы по отдельным месторождениям: большая часть на территории Узбекистана



Источник: данные компании

Характеристика ресурсов отдельных месторождений: не очень высокое содержание металла компенсируется простотой добычи

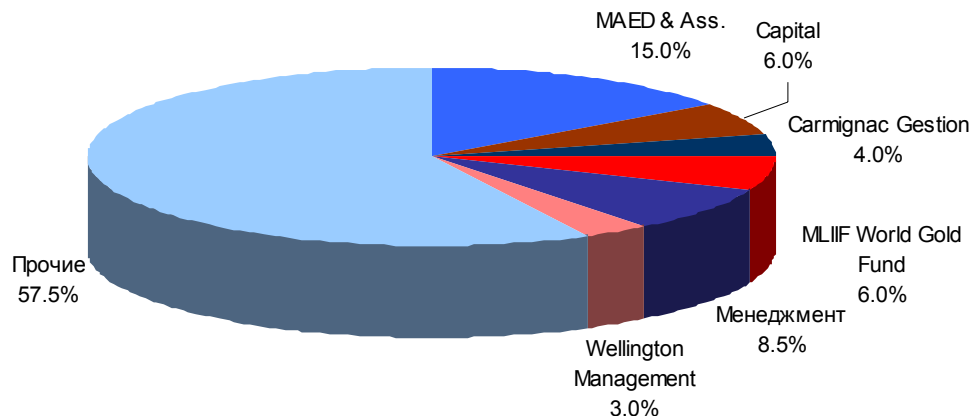
	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла	Комментарий
Амантайтау	3.1	90%	20.5 г/т серебра в качестве ресурса по категории В
Джеруй	4.0	90%	
Совокупн. средн.	3.3		

Источник: данные компании

Структура капитала

Всего 9% Oхus Gold контролируется руководством компании. Действующий генеральный директор компании тесно связан с MAED, частной южно-африканской компанией, занимающейся машиностроением и строительными работами, которой принадлежит 15% акций Oхus. Кроме того, бумаги Oхus привлекли значительное число финансовых групп.

Структура капитала Oхus: в основном портфельные инвесторы



Источник: данные компании

Компания выпустила опционы и варранты, которые в совокупности представляют 4.7% ранее выпущенных акций компании и в случае исполнения приведут лишь к незначительному размыванию акционерного капитала. В общей сложности на настоящий момент выпущено 9.3 млн. опционов, из которых 8.7 млн. могут исполняться по цене ниже текущих котировок акций. Средневзвешенная цена исполнения составляет £0.497; срок обращения практически всех этих опционов истекает в 2008-09 годах. Oхus также выпустил и пока еще не погасил 750 тыс. варрантов, которые истекают в 2008 году. Средневзвешенная цена их исполнения составляет £0.15. Мы учитывали опционы и варранты при подсчете общего количества акций компании.

Заключение

Охус остается небольшой компанией, хотя недавно сделала большой шаг, начав в конце прошлого года добычу на первом месторождении. Компания обладает превосходным потенциалом роста и представляет одну из немногих возможностей прямого участия в разработке золота в Средней Азии. Основным препятствием является риск деятельности в Кыргызстане и Узбекистане. Однако Охус активно работает над расширением портфеля своих активов и является относительно прозрачным предприятием. Эти два фактора могут стать противовесом неопределенным рискам, связанным с работой в Средней Азии.

Текущий уровень оценки стоимости остается относительно невысоким соотношении EV/ресурсы \$40/унцию и EV/запасы – \$67/унцию. Этим Охус выгодно выделяется на уровне рассмотренных нами компаний-аналогов, ведущих добычу на территории России и СНГ; данный уровень примерно совпадает с уровнем оценки Highland Gold и на 50-70% ниже, чем оценка Peter Hambro.

CENTERRA GOLD

Тикер (Bloomberg)	Рекомендация	Текущая котировка	Прогнозируемая цена	Потенциал повышения / понижения
CG CN	NR	\$11.97	NA	NA
Капитализация и информация об акциях		Обыкн.	Оценка стоимости	\$/унцию
Капитализация, \$ млн.		\$840	EV/объем добычи	1136
Чистый долг (ден. ср.), \$ млн.		(\$70)	Капитализация/объем добычи	1239
EV, \$ млн.		\$770	EV/запасы	185
Кол-во выпущенных акций, млн.		70.2	Капитализация/запасы	202
Кол-во акций в свободном обращении (оценка)		30%	EV/ресурсы	97
Дивиденды, \$ (2003 год)		0.00	Капитализация /ресурсы	106
Доходность		0.00%		

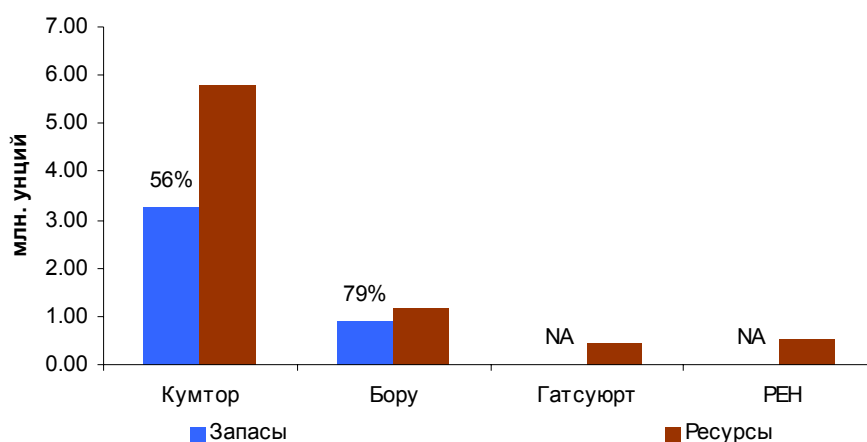
Источник: Данные компании; оценки "Атона"

Компания Centerra Gold была выделена из канадской компании Cameco в июне 2004 года, чтобы позволить Cameco сосредоточить внимание на профильной деятельности – добыче урана, и одновременно добиться более высокой рыночной оценки своих значительных золотопромышленных активов. Основным активом Centerra, месторождение Кумтор в Кыргызстане, был получен в результате усилий Cameco по поиску и покупке залежей урана на территории СНГ в 1992 году. Хотя компании не удалось найти кандидатов на поглощение, Правительство Кыргызстана и Cameco заключили соглашение о разработке крупного золотого месторождения Кумтор, и добыча на этом месторождении началась в 1996 году. С тех пор месторождение ежегодно производит приблизительно 650 тыс. унций золота. Помимо Кумтора Centerra владеет месторождениями Бору и Гатсюрт в Монголии. Добыча на месторождении Бору, начавшаяся в I квартале 2004 года, должна приносить 200 тыс. унций в год. Гатсюрт пока находится в стадии разведки и подготовки к добыче, хотя о сроках начала производства золота пока ничего не сообщалось. Наконец, компании принадлежит небольшое месторождение в США, которое она разрабатывает совместно с компанией Barrick.

Операционная деятельность и активы

Важнейшим активом Centerra является принадлежащее компании на 100% месторождение Кумтор на территории Кыргызстана. Это месторождение обеспечивает порядка 10% ВВП Кыргызстана и является одним из крупнейших работодателей страны. Содержание золота в рудах месторождения довольно высокое – 4.0 г/т, однако его геологические характеристики чрезвычайно сложны, что снижает уровень извлечения металла до 80%, несмотря на очень активные дробильные работы. Месторождение обладает 3.2 млн. унций запасов и 5.8 млн. унций ресурсов золота.

Отношение запасов к ресурсам: Кумтор лидирует (в % приведено отношение запасов к ресурсам)

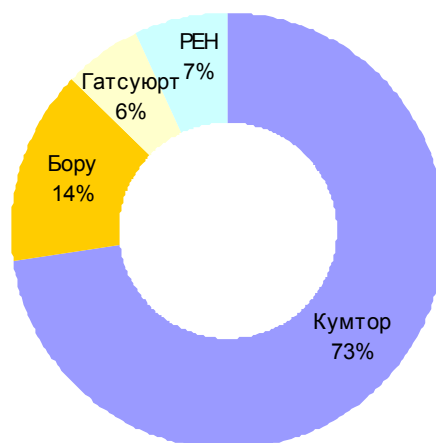


Источник: данные компании

Месторождение Бору в Монголии, добыча на котором началась только в I квартале 2004 года, должно стать достаточно крупным производителем золота. Руды месторождения отличаются довольно низким содержанием металла (2.1 г/т), однако степень извлечения золота должна составить в среднем до 94% благодаря простой геологии пород. Совокупные запасы месторождения составляют 0.9 млн. унций, ресурсы – 1.2 млн. унций. В настоящий момент доля Centerra дает компании право на 79% прибыли месторождения, и Centerra ведет работу по повышению своей доли до 98% в недалеком будущем.

Centerra также владеет двумя новыми неразработанными месторождениями в Монголии и в США. Однако на сегодняшний день эти месторождения представляются относительно небольшими и вряд ли смогут заменить Кумтор и Бору в будущем.

Ресурсы по отдельным месторождениям: и снова Кумтор...



Источник: данные компании

Характеристика ресурсов отдельных месторождений: низкий процент извлечения на Кумторе в связи со сложными геологическими условиями

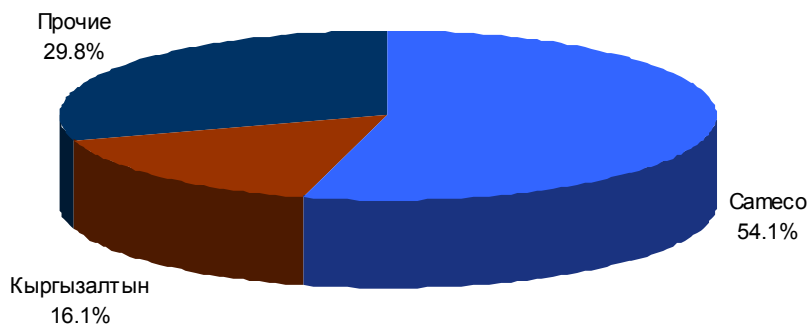
	Среднее содержание золота в руде, г/т	Процент извлечения металла
Kumtor	4.0	80%
Boroo	2.1	94%
Gatsuurt	3.2	NA
Total average	3.3	

Источник: Данные компании

Структура капитала

Сентега на 54.1% принадлежит Самесо, тогда как киргизская государственная компания "Кыргызалтын" владеет 16.1% акций компании. Остальная часть капитала компании находится в свободном обращении и в настоящий момент принадлежит портфельным инвесторам. Компания выпустила всего 104 167 опционов, размывающим воздействием которых можно пренебречь.

Структура капитала: до сих пор контролируется Самесо



Источник: данные компании

Заключение

Centerra – самая недавнее пополнение в числе компаний, действующих в России / СНГ и представленных на фондовых рынках, хотя в отличие от большинства компаний, недавно разместивших свои акции на рынке, она имеет солидную операционную историю и очень значительные действующие активы. Компания обладает значительными денежными средствами после выделения из Samesco, недавно (уже в этом году) начала добычу на крупном месторождении и имеет прекрасные предпосылки для расширения деятельности в Средней Азии.

Единственным значительным риском является значимость компании для экономики и государственного бюджета Кыргызстана, а это приводит к обложению компании высокими налогами и усугубляет бюрократические препоны, так как в этой бедной, преимущественно аграрной стране мало других серьезных источников государственного дохода.

Однако, несмотря на этот риск, Centerra представляется недооцененной для добывающей компании ее размеров. Отношение EV к запасам и ресурсам находится на сравнительно низком уровне (\$185/унцию и \$97/унцию соответственно), то есть компания остается на 40-25% дешевле, чем средневзвешенный показатель нашей выборки средних компаний отрасли. Поразительно, что у компании, имеющей надежную перспективу роста добычи в этом году (в связи с началом производства на месторождении Бору), отношение EV к добыче находится на уровне \$1136/унцию, на 33% ниже компании среднего размера и на 63% ниже Highland Gold. Сочетание значительной капитализации, наличия крупных активов и привлекательной оценки стоимости определяет высокую привлекательность Centerra при текущих котировках.

Другие компании в России и СНГ

Avocet Mining ведет деятельность в Малайзии, Португалии, Индонезии и Таджикистане. Компания владеет 49% долей Зеравшанского золоторудного месторождения в Таджикистане и управляет его разработкой. Годовой уровень добычи месторождения составляет около 70 тыс. унций, его ресурсы – около 5 млн. унций золота. Тикер AIM – AVM LN.

Central Asia Gold – небольшая золотопромышленная компания, владеющая долями двух месторождений в Кыргызстане и частью месторождения Бору в Монголии (совместно с Centerra). Тикер компании (Австралия) – CGX.

Consolidated Puma Minerals – дочерняя компания Bema Gold (64%), сосредоточившая усилия на разведке металлов платиновой группы на Кольском полуострове. Компания также владеет правами на разработку месторождений в Аргентине. Тикер компании (Канада) – CPW CN.

Eurasia Gold, компания, прошедшая процедуру листинга в Канаде. Тикер – EGX CN. Eurasia Gold эксплуатирует несколько месторождений в Казахстане, и в прошлом году продала 26 тыс. унций золота. Компания разрабатывает руду с низким содержанием золота и извлекает металл методом кучного выщелачивания. Ресурсы (включая ресурсы категории P1) составляют 140 тыс. унций.

Eureka Mining, Тикер секции AIM – EKA LN; компания была выделена из состава Celtic Resources. Обладает правом на разработку Шорского молибденового месторождения в Казахстане, потенциально крупнейшего месторождения молибдена в мире. Молибден, наряду с никелем, используется преимущественно в качестве легирующего материала в стальных сплавах.

Marakand Minerals на 57% принадлежит Oхus и концентрирует усилия на разведке месторождения Хандиза в Узбекистане. Хандиза – полиметаллическое месторождение, содержащее цинк, серебро, свинец, медь и золото. Тикер AIM – MKD LN.

Frontier Mining, планирует пройти процедуру листинга в секции AIM в ближайшем будущем. Намерена привлечь \$18.7 млн. через IPO для финансирования золотопромышленного проекта Найманджал в Казахстане. Frontier планирует произвести 50 тыс. унций золота на этом месторождении в течение 18 месяцев после получения листинга.

Другие горнодобывающие компании России и СНГ

Котировки на 21.7.04	Тикер	Капитализация \$ млн.	EV, \$ млн.	Добыча в 2003 г. (тыс. унций)	Запасы (млн. ун)	Ресурсы (млн. ун)	EV/ добыча, \$/ун	Капитализ/ добыча, \$/ун	EV/ запасы, \$/ун	Капитализ/ запасы, \$/ун	EV/ ресурсы, \$/ун	Капитализ/ ресурсы, \$/ун
Avocet Mining	AVM LN	132	159	70	na	2.68	2277	1880	na	na	59	49
Central Asia Gold	CGX AU	37	39	0	na	1.24	na	na	na	na	31	30
Consolidated Puma Minerals	CPW CN	22	23	0	na	na	na	na	na	na	na	na
Eurasia Gold	EGX CN	5	5	26	na	0.14	207	207	na	na	45	45
Eureka Mining	EKA LN	27	27	0	na	na	na	na	na	na	na	na
Marakand Minerals	MKD LN	63	63	0	na	na	na	na	na	na	na	na

Источник: Данные компании; Bloomberg; оценки "Атона"

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых компанией Aton Capital Group по акциям

Рекомендация	Критерий
"Покупать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать"	Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом Aton Capital Group или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являются общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. Компания Aton Capital Group рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные компанией Aton Capital Group, основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений Aton Capital Group (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. Компания Aton Capital Group прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

Компания Aton Capital Group и ее дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton Capital Group.

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Инвестиционная группа Атон

105062, Россия,
Москва, ул. Покровка,
27 строение 6

7(095) 777-8877
7(095) 777-8876, факс
aton@aton.ru

www.aton.ru
www.aton-line.ru
ATON <GO> (Bloomberg)

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASDAQ/SIPC member

1 (212) 697-6099
1 (212) 697-6093, факс

Управление торговых операций

saltrad@aton.ru

Дмитрий Старенко, директор

7 (095) 777-8872

Трейдинг

Денис Саранцев, начальник отдела

7 (095) 777-8879

Институциональные клиенты

Мэтью Арнольд, начальник отдела

7 (095) 777-8842

Частные клиенты

Алексей Примаков, начальник отдела

7 (095) 777-8873

Долговые обязательства

Сергей Сидоров, начальник отдела

7 (095) 777-8830

Aton Securities

les@AtonSecurities.com

Майкл Йордан, CEO

1 (212) 697-6099

Атон-Лайн

aton-line@aton.ru

Александр Свинцов, директор

7 (095) 777-8878

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (095) 777-8832

Стратегия

Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru
7 (095) 777-8835

Нефть/газ

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
7 (095) 777-8832

Энергетика

Александр Корнеев
korneev@aton.ru
7 (095) 777-8838

Экономика

Питер Уэстин
westin@aton.ru
7 (095) 777-8831

Зарко Стефановски
stefanovski@aton.ru
7 9095) 777-8828

Металлургия

Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3120

Алексей Воробьев
AVorobiev@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3134

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
7 (095) 777-8837

Потребительский сектор/Промышленность

Алексей Языков
yazikov@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3123

Политика

Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3112

Телекомы

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru
7 (095) 777-8834

Долговой рынок

Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
7 (095) 777-8836

Мировые рынки

Валентин Журба
zhurba@aton.ru
7 (095) 777-8877, x4127

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru
7 (095) 777-8829

Алексей Ю
yu@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 4155
