

РАСТУЩАЯ ОТРАСЛЬ С НИЗКОЙ СЕБЕСТОИМОСТЬЮ

Повышение оценки компаний сектора и начало аналитического освещения Bema Gold, High River Gold и Centerra Gold

Ноябрь 2005

Золотодобыча в России увеличивается быстрее, чем в любой другой стране, – за последние шесть лет среднегодовые темпы роста составили 8.4%. Существует целый ряд компаний, которые получают прямые выгоды от этой тенденции и обладают высоким потенциалом роста. Именно им и посвящен данный отчет, в котором вновь мы вновь анализируем Highland Gold, Peter Hambro Mining и Celtic Resources, а также начинаем аналитическое освещение Centerra Gold, Bema Gold и High River Gold.

Российская золотодобывающая отрасль характеризуется самой низкой себестоимостью производства в мире – средние денежные затраты составляют \$220/унцию, что на 14% ниже по сравнению со среднемировым уровнем (без учета России). Столь низкая себестоимость обусловлена тем, что с 1998 года отрасль постепенно переходит от разработки россыпных месторождений к добыче рудного золота, а также тем, что в России появляется все больше новых высококачественных проектов, обладающих прекрасными экономическими показателями. Высокой конкурентоспособности отечественной золотодобывающей промышленности способствуют также низкие затраты на оплату труда и дешевые энергоносители.

Слабая информированность рынка создает привлекательные инвестиционные возможности. Акции всех публичных российских золотодобывающих компаний торгуются за рубежом и обычно отслеживаются инвесторами, специализирующимися на горнодобывающей промышленности, но не располагающими знанием специфики компаний из России и СНГ. Российские же профессионалы рынка в целом игнорируют эти компании либо потому, что они торгуются за рубежом, либо потому, что их акции не входят ни в один из российских индексов. Недостаточная информированность инвесторов создает привлекательные возможности для получения прибыли.

Оценка стоимости является привлекательной, особенно, если исходить из оценки ресурсной базы. Хотя финансовые коэффициенты золоторудных компаний из России/СНГ соответствуют показателям известных международных компаний или превышают их, это объясняется наличием прекрасных перспектив роста у данных компаний. В то же время, исходя из ресурсной базы, данные компании торгуются в среднем с коэффициентом EV/ресурсы на уровне \$66 за унцию, что на 48% ниже по сравнению с уровнем средних по размеру международных компаний и на 41% ниже по сравнению с транснациональными корпорациями. Мы ожидаем, что инвесторы вновь обратят внимание на огромные и дешевые ресурсы российских золотодобывающих предприятий, учитывая повышения цен на золото и потенциал роста компаний. Основным риском для российских компаний остается вероятность невыполнения намеченных планов по различным причинам, специфичным для каждой компании. Этот риск усугубляется тем, что рассматриваемые в данном отчете предприятия не обладают большими масштабами деятельности и достаточно крепкими балансами, чтобы легко пережить ошибки, допущенные во время фазы роста.

Цена золота с начала года повысилась на 9%. Мы повысили наш прогноз средней цены золота на 2006 год на 13% до \$450/унцию, но оставили без изменения наш долгосрочный прогноз на уровне \$400/унцию. Рост стоимости золота должен способствовать повышению выручки компаний. Однако в этом отчете мы делаем основной упор на том, что акции золотодобывающих компаний из России/СНГ позволяют инвесторам сделать ставку не только на цену золота, но и, в первую очередь, на повышение объемов добычи при низкой себестоимости.

Нашими фаворитами в золотодобывающей отрасли России/СНГ являются акции Bema Gold и Highland Gold, так как эти компании отличаются высоким потенциалом роста и наличием прекрасных активов мирового класса. В этом отчете мы также начинаем аналитическое освещение High River Gold (рекомендация – "Покупать"). Текущие котировки акций Peter Hambro Mining, Centerra Gold и Celtic Resources полностью соответствуют нашей прогнозируемой цене. Однако по сравнению с молодыми золотодобывающими компаниями в других странах все рассматриваемые в этом отчете предприятия представляются нам дешевыми.

Наши фавориты – Bema Gold и Highland Gold

\$, на 19 ноября 2005	Цена	Прогнозируемая цена	Потенциал роста	EV, \$ млн.	Рын. кап., \$ млн.	EV/EBITDA,		P/E		EV/Запасы, EV/Добыча,		Рекомендация
						05П	06П	05П	06П	\$/унцию	\$/унцию	
Bema Gold	2.66	3.53	32.9%	1327	1199	49.9	33.1	N.M.	N.M.	61	5770	Покупать
Highland Gold	4.11	5.92	44.0%	711	650	58.4	12.1	N.M.	27.0	39	3646	Покупать
Peter Hambro Mining	13.93	11.99	-14.1%	1100	1060	19.5	16.4	37.0	29.7	61	5071	Держать
Centerra Gold	19.82	18.77	-5.3%	1193	1429	9.9	7.9	22.4	14.2	110	1957	Держать
High River Gold	1.05	1.22	15.7%	252	227	12.9	5.6	37.6	9.7	36	2356	Покупать
Celtic Resources	3.62	3.52	-2.8%	181	172	29.0	17.4	137.7	62.2	19	5662	Держать

research@aton.ru
7 (495) 777-8835

ОГЛАВЛЕНИЕ

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	3
РОССИЙСКАЯ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩАЯ ОТРАСЛЬ: ЛУЧШЕЕ – ВПЕРЕДИ	3
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ.....	20
МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ КОМПАНИИ, ОБЛАДАЮЩИЕ ДЕШЕВЫМИ РЕСУРСАМИ И ЧЕТКИМИ ПЛАНАМИ РАЗВИТИЯ	20
ОБЗОР КОМПАНИЙ	25
ДОБЫЧА В РОССИИ И СНГ, ЗАРУБЕЖНАЯ ПРОПИСКА.....	25
ВЕМА GOLD: СТАВКА НА РОСТ	26
PETER HAMBRO MINING: УСПЕШНАЯ КОМПАНИЯ, НО ПЛАНЫ РАЗВИТИЯ НЕ РАСКРЫВАЮТСЯ.....	38
HIGH RIVER GOLD: НА ПОРОГЕ НОВЫХ СВЕРШЕНИЙ	48
HIGHLAND GOLD: ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ПОЗАДИ	58
CELTIC RESOURCES: КЛЮЧЕВОЙ АКТИВ В ОПАСНОСТИ	69
CENTERRA GOLD: КРУПНЫЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬ, НУЖДАЮЩИЙСЯ В НОВЫХ КАТАЛИЗАТОРАХ РОСТА.....	79
ПРИЛОЖЕНИЕ	89
РОССИЙСКАЯ И ЗАПАДНАЯ КЛАССИФИКАЦИИ ЗАПАСОВ	89

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

РОССИЙСКАЯ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩАЯ ОТРАСЛЬ: ЛУЧШЕЕ – ВПЕРЕДИ

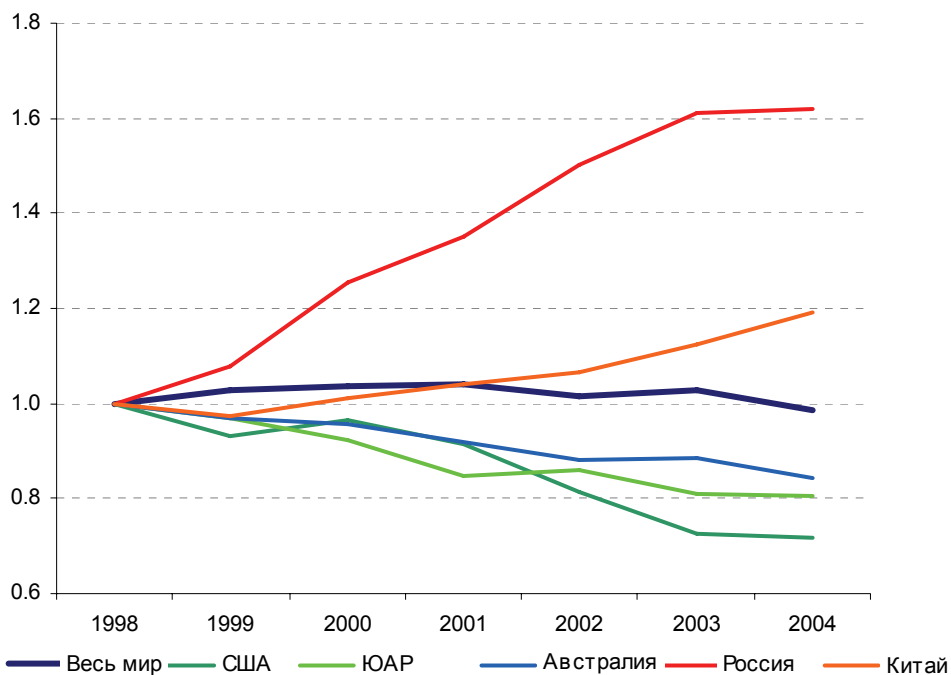
Значение российской золотодобывающей отрасли для мировой экономики постепенно повышается по мере появления компаний, осваивающих крупные, фундаментально привлекательные проекты. Это стало возможным исключительно благодаря либерализации отрасли в 1998 году. В то же время у ведущих мировых производителей золота наблюдается падение добычи на рудниках в развивающихся странах, что вынуждает их искать новые запасы для пополнения истощенной ресурсной базы. В прошлом "охотники за золотом" фокусировали свои усилия в основном на Перу, Индонезии и даже на Узбекистане, в то время как Россия не пользовалась особым вниманием, что было обусловлено не в последнюю очередь высоким страновым риском. Но учитывая, что в последние шесть лет добыча золота в стране ежегодно растет на 8.4%, а в будущем темпы роста увеличатся еще больше благодаря разработке новых месторождений, крупные международные компании больше не могут игнорировать Россию.

Новый локомотив мировой золотодобычи

В настоящее время Россия находится на пятом месте в мире по объемам добычи, обеспечивая около 8% мирового производства золота. Это намного больше по сравнению с уровнем 1999 года, который составлял лишь 4.8% от мирового объема производства. Интересно, что ни одна другая страна не может похвастать столь же высокими темпами роста золотодобычи, как Россия. И хотя масштаб российской золотодобывающей отрасли велик и сейчас, в дальнейшем он вырастет еще больше за счет добычи на новых месторождениях, эксплуатация которых начнется в ближайшие годы. **В период 1998-2004 годов среднегодовые темпы роста российской золотодобывающей промышленности составляли 8.4%, в то время как мировой прирост добычи был равен нулю.** За этот короткий период российская золотодобывающая отрасль, которая раньше отличалась отсутствием прозрачности и небольшими масштабами, стала одной из самых привлекательных в мире благодаря высоким темпам роста и хорошим перспективам.

Мировая добыча золота в 2004 году: Россия занимает пятое место


Источник: GFMS; оценки "Атона"

Темпы роста производства золота в разных странах: Россия стоит на пятом месте со среднегодовыми темпами роста на уровне 8.4% в последние шесть лет


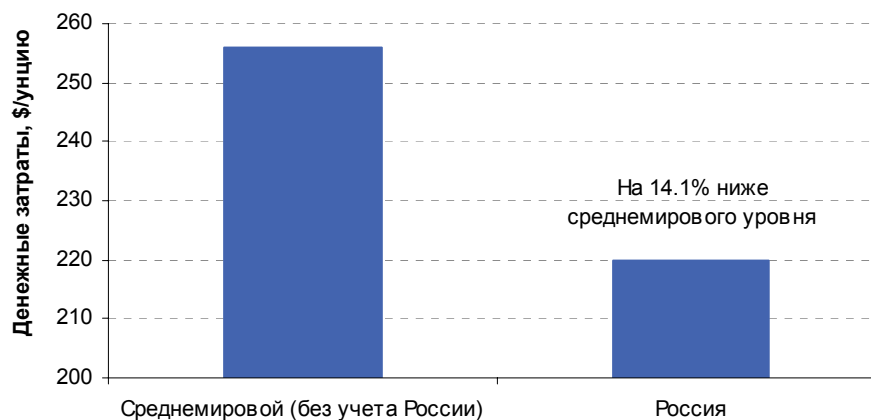
Источник: СМИ; оценки "Атона"

Рост объемов производства в основном стал результатом переориентации российских золотодобывающих компаний с разработки россыпных месторождений на добычу рудного золота. В стране началась эксплуатация ранее не разрабатывавшихся рудных месторождений, а на нескольких неразведанных месторождениях были выполнены геологоразведочные работы. Если в 1999 году только 20% добываемого в России золота производилось на рудных месторождениях, то к 2004 году его доля возросла до 50%. Предприятия по добыче рудного золота могут работать круглый год. Подобные проекты отличаются значительными капиталовложениями, но зато характеризуются большей предсказуемостью результатов и более значительным масштабом деятельности по сравнению с добычей россыпного золота.

Низкие затраты – серьезное конкурентное преимущество

Затраты на производство золота в России – одни из самых низких в мире. Так, в 2004 году средние денежные затраты составляли около \$220/унцию, что на 14% ниже среднемирового показателя (без учета России), который составлял \$256/унцию. Невысокая себестоимость добычи обусловлена низкими затратами на оплату труда и энергоносители. Кроме того, новые проекты по разработке рудного золота, находятся на месторождениях с высоким содержанием серебра, выручка от реализации которого вычитается из производственных затрат. Хотя в будущем эти конкурентные преимущества постепенно будут исчезать в связи с инфляцией и ростом зарплат, основной прирост объемов добычи золота в России связан с вводом в эксплуатацию новых современных производств, на которых используются новейшие технологии, поэтому увеличение затрат будет частично компенсировано повышением производительности.

Затраты на производство золота в 2004 году: российские компании весьма конкурентоспособны по сравнению с международными аналогами



Источник: GFMS; оценки "Атона"

Поскольку в России имеются крупные неосвоенные месторождения золота, она является одной из немногих стран в мире, где еще возможно появление новых масштабных разработок. По оценкам экспертов, запасы золота в России на 2004 год достигали почти 500 млн. унций, тогда как добыча составляла лишь 5.9 млн. унций. Это означает, что при текущих темпах прироста добычи имеющихся запасов золота хватит на 85 лет. Для сравнения, в других странах (кроме ЮАР), являющихся крупными производителями золота (США, Канада и Австралия), обеспеченность запасами составляет от 15 до 20 лет. Это говорит о том, что в России имеется потенциал значительного прироста добычи, а события последних лет лишь подтверждают это.

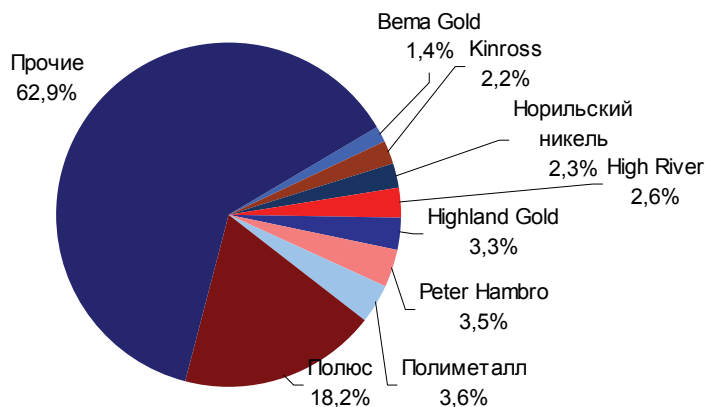
Рынок слабо информирован о достижениях российской золотодобычи

Акции всех публичных российских золотодобывающих компаний торгуются за рубежом и обычно отслеживаются инвесторами, специализирующимися на горнодобывающей промышленности, но не располагающими специфическими знаниями о рынках России и СНГ. Российские же профессионалы рынка в целом игнорируют эти компании, либо потому что они торгуются за рубежом, либо потому, что их акции не входят ни в один из российских индексов. Слабая информированность рынка предоставляет уникальную возможность для получения прибыли для тех инвесторов, которые вовремя обратят внимание на золотодобывающие компании, работающие в России/СНГ.

Основные тенденции развития отрасли: переориентация на разработку рудных месторождений и, возможно, консолидация

Несмотря на то, что Россия стоит на пятом месте в мире по объемам добычи золота, российская золотодобывающая отрасль отличается низкой концентрацией производства, а крупнейший игрок на рынке – компания "Полюс" – обеспечивает лишь 18% от совокупного объема производства. Кроме того, многие крупные золотодобывающие компании, действующие в России, зарегистрированы за рубежом, где находятся и их штаб-квартиры. В связи с этим в отрасли нет ни только других крупных игроков помимо "Полюса", но и небольших российских компаний, которые могли бы заниматься разработкой наиболее рискованных проектов. Другими словами, Москве вряд ли суждено стать мировой столицей золотодобычи, каковыми являются Торонто, Лондон и Ванкувер. Поэтому инвесторам, желающим знать, какое будущее ожидает российскую золотодобывающую отрасль, приходится искать ответ за пределами России.

Добыча золота в России: низкий уровень концентрации производства, отрасль созрела для слияний и поглощений



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Крупнейшим российским золотодобывающим предприятием является "Полюс", дочернее предприятие ГМК "Норильский никель", которое будет выделено из структуры головной компании в самостоятельное предприятие 1 января 2006 года. По нашим оценкам, рыночная доля компании в России в минувшем году составляла чуть более 18%. Вторым по размеру производителем является "Полиметалл". Его рыночная доля гораздо меньше – 3.6%, хотя в ближайшие годы этот показатель должен увеличиться благодаря высоким темпам роста компании. "Полиметалл" также занимает шестое место в мире по объемам добычи серебра. Peter Hambro и Highland Gold в минувшем году добыли почти одинаковое количество золота, а "дочка" High River – "Бурятзолото" – является пятой по размеру компаний отрасли. Крупным производителем золота является и сама ГМК "Норильский никель" без "Полюса", поскольку данный металл является побочным продуктом производства никеля. Российский рудник компании Kinross, рыночная доля которого составляет 2.2%, почти полностью выработал свои запасы, а его доля в совокупном объеме добытого компанией золота в минувшем году составила лишь 8%. То же самое можно сказать о руднике Джульетта компании Bema Gold, хотя доля его добычи в совокупном показателе компании составляла 36%.

Еще почти 63% российской добычи золота обеспечивается небольшими компаниями, артелями по добыче россыпного золота, а также производством золота как побочного продукта. Хотя небольшие компании обеспечивают основной объемы добычи золота, сделки по слияниям и поглощениям, скорее всего, будут осуществляться не среди них, а среди предприятий, владеющих лицензиями на новые неосвоенные месторождения и нуждающихся в средствах на развитие.

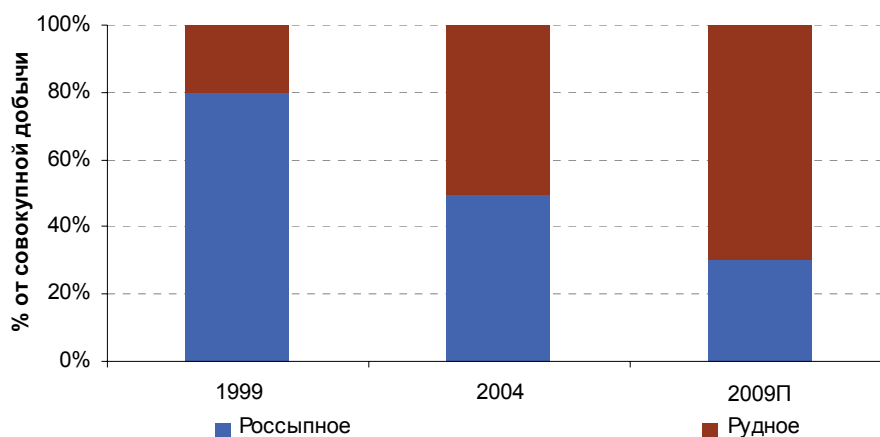
Переориентация отрасли на рудное золото – ключевой фактор роста

Месторождения золота бывают двух видов. В **рудном месторождении** золото распределено по всему рудному телу или представлено разветвленной сетью узких жил. Руды таких месторождений бывают труднообогатимыми и легкообогатимыми. В труднообогатимой руде золото представлено сульфидами и другими минералами, которые с трудом поддаются растворению цианистыми растворами (в отличие от легкообогатимых или окисленных руд) даже после их измельчения. Легкообогатимая (окисленная) руда – это минерализованная порода, образовавшаяся в результате эрозии и окисления первичных минералов. Такая руда отличается повышенной пористостью, что облегчает проникание в нее цианистых растворов и растворение минералов. Рудные месторождения разрабатываются шахтным или карьерным способом. Вне зависимости от способа разработки предприятия по добыче рудного золота характеризуются высокой капиталоемкостью.

Аллювиальные или россыпные месторождения образуются в результате эрозии коренных месторождений и накопления золота в руслах существующих и исчезнувших рек. В отдельных случаях данные месторождения бывают настолько богатыми, что золото можно мыть вручную. Однако обычно подобные месторождения бывают небольшими и разрабатываются на сезонной основе. Запасы аллювиального золота не поддаются точной оценке в связи с бессистемным способом накопления металла.

Только месторождения рудного золота обычно разрабатываются крупными компаниями, обладающими долгосрочными планами развития и предсказуемыми показателями. Именно эти компании обычно нуждаются в привлечении денег на фондовых рынках.

Добыча рудного золота в России растет



Источник: Natural Resources Canada; оценки "Атона"

Резкий прирост добычи золота в России частично обусловлен переориентацией промышленности с разработки россыпей на рудные месторождения.

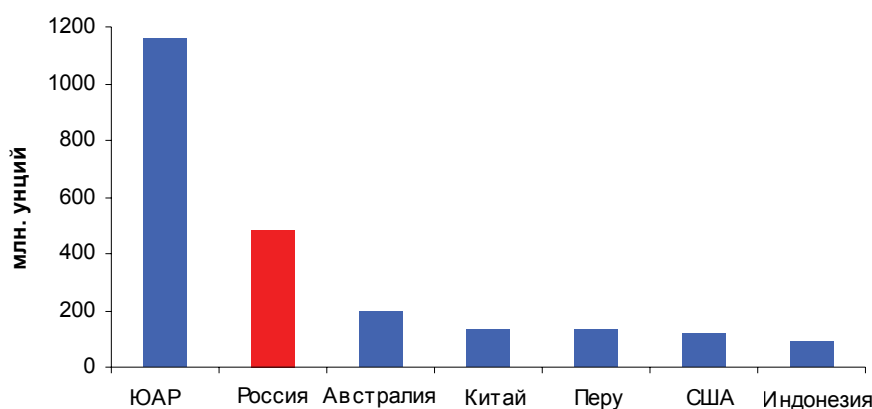
Реформирование законодательной базы, регламентирующей деятельность отрасли, позволило в 1998 году ввести в отрасли рыночное ценообразование и создать условия

для привлечения инвестиций. Наличие крупных неразработанных месторождений рудного золота в России, освоение которых в одночасье стало экономически эффективным, привлекло к ней множество инвесторов, в результате чего появились такие рудники как Покровский (Peter Hambro) и "Джувелта" (Vema Gold). Переход к рыночным ценам также позволил резко улучшить показатели проекта Многовершинное (Highland Gold).

Огромная ресурсная база, но низкий уровень добычи

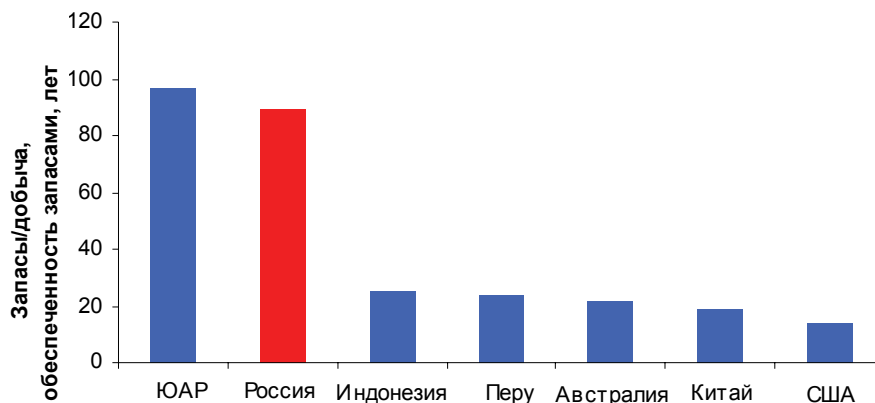
Россия обладает крупнейшей ресурсной базой в мире после ЮАР. При текущих темпах добычи обеспеченность запасами составляет 85 лет. С одной стороны это свидетельствует о неразвитости отрасли, а с другой – об огромном потенциале ее роста.

Ресурсная база разных стран: Россия обладает гигантскими запасами...



Источник: "Полюс"; оценки "Атона"

...которые пока не эксплуатируются, что свидетельствует о наличии большого потенциала роста



Источник: "Полюс"; оценки "Атона"

Перспективы развития: рост стоимости – относительно легкая задача

В России сложилась уникальная ситуация, в которой золотодобывающие компании могут приобретать ресурсы по относительно низким ценам. Стоимость покупки у государства (а в отдельных случаях – и у частных владельцев) ресурсов категории P1 или выше составляет в среднем около \$7.7/унцию (или \$5.3/унцию до сделки

"Полнос"/ИГ АЛРОСА). В то же время, стоимость восстановления запасов у крупной международной компании, включая стоимость геологоразведки с внесением новых запасов на баланс, составляет около \$20/унцию. Конечно, нужно учесть большую разницу между ресурсами категории P1, которые рассчитываются с применением статистических методов без учета экономической эффективности, и аудированными по западным стандартам запасами, учтенными на балансах западных компаний. Тем не менее, ресурсы категории P1 обычно бывают достаточно хорошо разведанными, а умелая команда геологов может быстро превратить запасы категории P1 интересного месторождения в более надежные показатели. Поэтому, если рассматривать запасы категории P1 (и, тем более, запасы категории C2) в контексте мировых цен, то их реальная стоимость должна составлять никак не \$7.7/унцию, а скорее \$20/унцию. При этом стоит отметить, что средний показатель EV/ресурсы для золотодобывающих компаний России и СНГ составляет \$66/унцию.

Мы прекрасно понимаем, что геологоразведка требует много средств и времени, но, на наш взгляд, стоимость, которая может быть создана с момента покупки ресурсов российской золотодобывающей компании до их рыночной оценки фондовым рынком, настолько велика, что намного перекрывает инвестиции, которые необходимы для запуска месторождения в эксплуатацию.

Недавние сделки в отрасли показывают, что ресурсы золота в России обходятся дешево

Актив	Покупатель	Дата сделки	Сумма сделки, \$ млн.	Подразумеваемая цена 100% предприятия/месторождения, \$ млн.	Ресурсы, млн. унций	Цена, \$/унцию
Им. Матросова	Норильский никель	8/03	34.1	89.7	7.8	4.3
Майское	Highland Gold	9/03	34.9	34.9	3.7	9.4
Титимухта	Норильский никель	12/03	10.1	10.1	1.1	9.2
Ямалзолото	Peter Hambro	4/04	5.0	5.6	1.0	5.5
Авлякан/Киранкан	Восток	6/04	0.1	0.1	0.2	0.4
Тофор	Minco	7/04	0.5	1.0	0.8	1.2
Западный Курасан	Южуралзолото	9/04	0.2	0.2	0.1	1.6
Южный Курасан	Южуралзолото	9/04	0.2	0.2	0.1	2.5
Тасеевское	Highland Gold	9/04	25.5	25.5	1.7	15.0
Богунай	Trans Siberian	11/04	0.1	0.1	0.3	0.3
Чертово Корыто	Норильский никель	12/04	31.7	31.7	4.8	6.6
Бамское	Норильский никель	2/05	0.9	0.9	2.8	0.3
Средне-Голготайское	Highland Gold	2/05	0.4	0.4	0.3	1.2
Маломир	Peter Hambro	2/05	0.8	0.8	1.5	0.5
Бодайбо	Норильский никель	3/05	0.1	0.1	0.0	2.5
Токичанское	Норильский никель	5/05	0.6	0.6	0.9	0.7
Большой Патом	Норильский никель	6/05	0.1	0.1	0.1	2.7
Верхне-Алиинское	Peter Hambro	6/05	2.1	2.1	0.6	3.6
Bessonov	Tera Gold	7/05	0.2	0.2	0.1	3.3
Месторождения ИГ АЛРОСА	Норильский никель	9/05	285.0	N.M.	28.0	10.2
Балейзолото (отвалы)	Highland Gold	10/05	0.6	0.6	0.3	1.8
Средневзвешенное						7.7

Источник: данные компаний; "Прайм-ТАСС"; оценки "Атона"

Имеющиеся данные позволяют снизить риски геологоразведки; разработка финансируется с помощью средств, привлеченных на рынках капитала.

Наличие обширной базы геологических данных советского периода в определенной степени устраняет риск для компаний, приступающих к добыче золота в России. Обычно основным риском для золотодобывающих компаний, особенно быстрорастущих, является вероятность того, что на их месторождениях не будут обнаружены достаточные запасы золота для экономически рентабельной разработки. Но благодаря полученным в советское время данным геологи сегодня начинают поиск золотых запасов, уже будучи довольно хорошо информированными, что заметно снижает стоимость геологоразведочных работ.

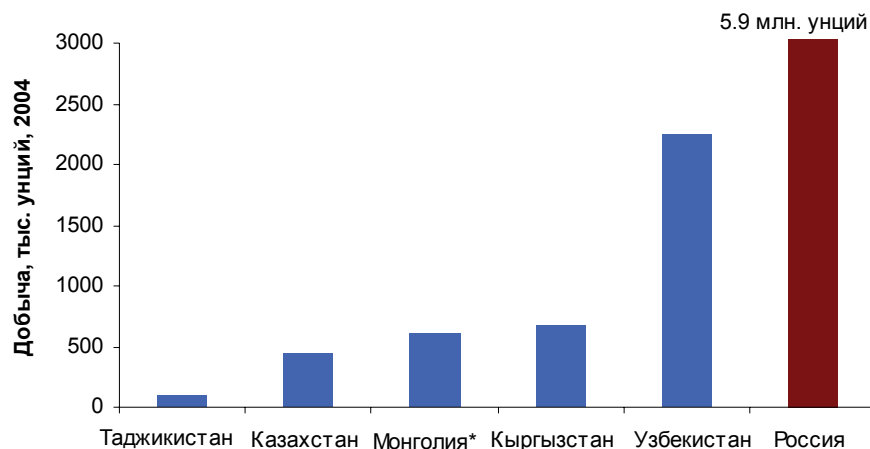
Следующим шагом после обнаружения золота на месторождении, которое можно рентабельно разрабатывать, является привлечение денег на строительство рудника. В

целом цена "входного билета" в золотодобывающую отрасль относительно невелика по сравнению с добычей других металлов. Например, если для строительства далеко не самого крупного никелевого производства требуется около \$100 млн., то для строительства золотодобывающего производства по методу кучного выщелачивания мощностью 100 000 т руды в год требуется лишь около 10% от этой суммы. Таким образом, достаточно крупный комбинат мощностью 400 000 т в год стоит \$40-60 млн., а такими деньгами располагают многие участники фондового рынка – от частных лиц до портфельных инвесторов, вкладывающих деньги в компании с небольшой рыночной капитализацией. Поэтому компания, обладающая запасами в 1 млн. унций, может довольно легко найти капитал для запуска производства. Это возможно в связи с большой разницей между суммами, которые требуются для строительства золотодобывающего производства, и его рыночной стоимостью. Как уже упоминалось выше, в настоящее время средний показатель EV/резервы российских золотодобывающих предприятий составляет \$66/унцию. Многие компании стараются воспользоваться этой возможностью. Поэтому ежегодно на зарубежных биржах проводятся IPO сразу нескольких компаний, специализирующихся на добыче золота в России и СНГ.

За пределами России: интерес к компаниям, оперирующим в СНГ, возрастает

Многие особенности российской золотодобывающей отрасли в равной степени относятся и ко всем странам СНГ, особенно это касается вопросов лицензирования, классификации ресурсов, низких затрат и значительного потенциала роста. Масштабы отрасли в этих странах значительно меньше, хотя в отдельных случаях ее вклад в экономику страны является более значительным, обеспечивая существенные налоговые поступления. В этом и состоит основная проблема для игроков отрасли, работающих на постсоветском пространстве, поскольку компания, которая ведет масштабную деятельность в небольшой стране, играет огромную роль в ее экономике, становясь одновременно важным партнером и "дойной коровой" для местного правительства. Например, месторождение Кумтор в Кыргызстане, разрабатываемое компанией Centerra Gold, обеспечивает примерно 10% ВВП страны. Та же ситуация сложилась и с принадлежащим этой компании рудником Вогоо в Монголии.

Производство золота в соседних с Россией странах: объемы добычи значительно меньше, концентрация – выше



*Монголия не входит в СНГ

Источник: СМИ; оценки "Атона"

Отличительной особенностью стран СНГ является то, что их правительства активно пытаются привлечь иностранных инвесторов с помощью законодательных и налоговых послаблений, поскольку компании с иностранным капиталом способны оказать

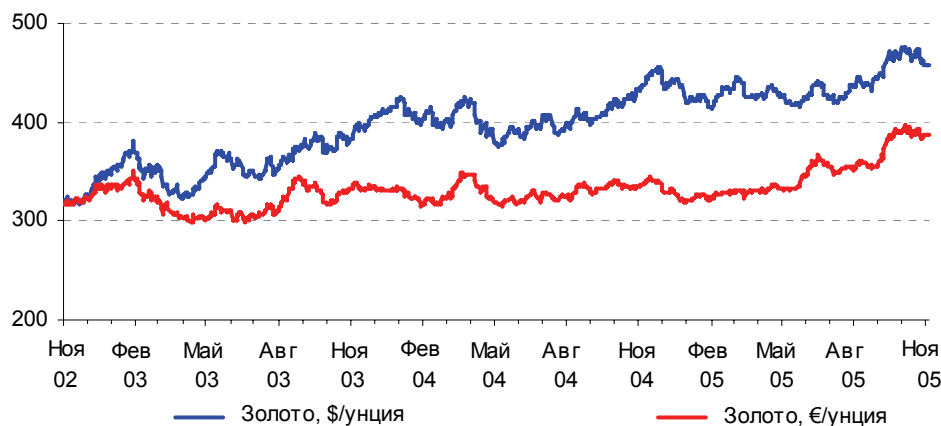
существенное влияние на состояние экономики этих стран. Зачастую местные власти также становятся партнерами иностранных инвесторов в золотодобывающих проектах – напрямую или через госкомпании. Так, киргизская государственная золотодобывающая компания является вторым крупнейшим акционером Centerra Gold, а правительство Узбекистана является прямым партнером в СП с Newmont (крупнейшая в мире золотодобывающая компания), которое открытым способом разрабатывает месторождение Заравшан.

Цены на золото: краткосрочный прогноз повышен, долгосрочный остался без изменений

Рынок золота продолжает привлекать к себе внимание инвесторов в связи с тем, что цены на золото вышли за пределы традиционного диапазона и сейчас достигли уровня \$470/унцию, который последний раз отмечался в 1987 году. Средняя цена золота в 2004 году составляла \$410/унцию, тогда как средняя цена с начала этого года составила \$436/унцию. Рост цен на золото в 2005 году составил 8.7%.

В связи с повышением интереса к золоту как способу сохранения капиталов, а также в связи с увеличением мировой ликвидности, аудитория инвесторов, которые интересуются этим металлом, резко расширилась, что, естественно, способствовало росту его цен и ликвидности рынка. Хотя реальная стоимость золота постоянно подвергается сомнению в связи с его ограниченным промышленным применением, цены все-таки определяются рыночным спросом. До тех пор, пока участники рынка, особенно в странах с большим потреблением золота, каковыми являются Индия и Китай, считают золото дорогим, оно таким и останется.

Цены на золото растут как в долларах, так и в евро



Источник: Bloomberg

Мы придерживаемся положительного прогноза в отношении цен на золото, но думаем, что инвестиционная привлекательность российских золотодобывающих компаний обусловлена не только этим фактором, иначе инвесторы могли бы найти гораздо более ликвидные компании с длительной историей успешной деятельности.

На наш взгляд, золотодобывающие компании в России и СНГ представляют интерес для инвесторов прежде всего в связи с наличием у них большого потенциала роста, который они способны реализовать с минимальным повышением производственных затрат по сравнению с текущим низким уровнем.

Мы повысили наш прогноз цен на золото на 2005 год с \$420/унцию до \$445/унцию, а на 2006 год – с \$400/унцию до \$450/унцию. Мы оставили наш прогноз на 2007 год и последующий период без изменения на уровне \$400/унцию. Судя по технико-экономическим обоснованиям строительства новых проектов, которые будут использоваться

банковскими департаментами проектного финансирования в России и за рубежом, долгосрочные прогнозы цен на золото самих участников отрасли редко превышают \$400/унцию.

Изменение прогноза цен на золото. Прогноз на 2005 года повышен до \$420/унцию, долгосрочный прогноз – \$400/унцию

\$/унцию	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Предыдущий прогноз	410	420	400	400	400	400	400
Новый прогноз	410	445	450	400	400	400	400
Изменение	0.0%	6.0%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Финансовый обзор и прогноз

Основным фактором, определяющим показатели золотодобывающих компаний в наших финансовых моделях, является будущий объем добычи как на уже действующих рудниках, так и на рудниках, которые будут введены в эксплуатацию в течение периода прогнозирования. Поэтому график освоения месторождений и запуска новых проектов имеет для нас особое значение. В тех случаях, когда была недоступна информация компании о том, какие месторождения она планирует разрабатывать, а также о сроках, затратах и планируемой дате начала эксплуатации того или иного проекта, мы просто использовали стоимость ее разведанных запасов. Заметим, что рассматриваемые в этом отчете компании работают в разных странах, характеризующихся разным уровнем инфляции, структурой затрат, обстановкой для ведения коммерческой деятельности и перспективами. Поэтому в необходимых случаях мы корректировали стоимость добычи на основании информации, полученной от соответствующей компании.

Выручка и затраты

Наши оценки выручки каждой компании основаны на прогнозах добычи на каждом руднике. Мы исходили из предположения, что после выхода на запланированный уровень добыча компании будет оставаться стабильной (с учетом постепенного снижения содержания золота в руде). Затем мы консолидировали результаты всех разрабатываемых компанией рудников. Что касается добычи дочерних предприятий, то мы консолидировали ее только в том случае, если доля головного предприятия составляла более 50%, и учитывали доли миноритариев в консолидированном отчете о прибылях и убытках. Для дочерних предприятий, где доля головной компании составляла менее 50%, мы прогнозировали повышение чистой прибыли головной компании пропорционально ее доле в капитале дочернего предприятия.

Поскольку золотодобывающие компании выпускают только один товар, для прогнозирования выручки достаточно просто подсчитать объем произведенного и реализованного золота и умножить его на прогнозируемую цену металла. Одним из преимуществ золотодобычи является наличие ликвидного рынка, поэтому компаниям не приходится затрачивать усилия на завоевание рыночной доли, маркетинг и сбыт. Ни у одной из рассматриваемых компаний нет программ хеджирования, которые могли бы оказать влияние на их выручку.

Затраты были определены на основе данных самих компаний для каждого рудника с нашими корректировками, учитывающими специфику месторождений, в том случае, если данные компании казались нам чрезмерно оптимистичными. Износ и амортизация были установлены на основе срока эксплуатации активов и уровня добычи. Для простоты мы прогнозировали эту статью как ежегодный объем добычи в процентном отношении к совокупным запасам каждого действующего рудника, исходя при этом из наших собственных прогнозов балансовой стоимости каждого рудника, составленной на основе исторической стоимости и ожидаемых капвложений.

Структура капитала

Мы почти не делали никаких предположений относительно будущих изменений структуры капитала. Использованный нами уровень долга был взят из последних обнародованных отчетов. Однако в связи с заявленными компаниями графиками освоения месторождений и потребностями в финансировании нам потребовалось сделать некоторые предположения относительно будущей структуры капитала, в частности, относительно объемов проектного финансирования, необходимого для запуска новых рудников в эксплуатацию. Мы также предположили, что все свободные денежные потоки будут аккумулироваться на балансах, поскольку ни у одной из рассматриваемых компаний нет твердой политики в отношении дивидендных выплат.

Финансовый прогноз

Ожидается, что рассматриваемые в этом отчете компании в кратко- и среднесрочной перспективе будут демонстрировать высокий прирост добычи (за исключением Centerra), поэтому их выручка и рентабельность будут резко повышаться по мере увеличения объемов производства. Ключевым для прогноза внешним фактором является цена на золото. Наш прогноз цены на 2005 год – \$445/унцию, а на 2006 год – \$450/унцию. Мы ожидаем, что к 2007 году цена снизится до среднего долгосрочного значения в \$400/унцию.

Что касается факторов, которые являются специфичными для каждой компании, то мы думаем, что Highland Gold и High River Gold в 2006 году продемонстрируют хорошие результаты, поскольку первая восстановит свои позиции после трудностей, с которыми она столкнулась в этом году, а вторая запустит в эксплуатацию два новых рудника. Мы также прогнозируем, что компания Celtic Resources в следующем году продолжит наращивать свои казахстанские активы, что благоприятно скажется на ее финансовых показателях. Наконец, Bema Gold в 2006 году отразит в отчете результаты рудника Refugio за полный год, что также будет способствовать повышению показателей предприятия.

Мы думаем, что критическим годом для наших фаворитов будет 2008 год. В этом году компания Bema Gold должна начать эксплуатацию крупного месторождения Купол, Highland – месторождения Майское, а Peter Hambro – месторождения Пионер.

Результаты золотодобывающих компаний в 2006 году должны быть высокими благодаря росту объемов и высоким ценам; показатели 2007 года будут слабыми (в связи с прогнозируемым снижением цен на золото), в 2008 году ожидается резкое улучшение результатов

\$ млн.	Выручка				Изм.			ЕБИТДА				Изм.		
	2005П	2006П	2007П	2008П	06П/05П	07П/06П	08П/07П	2005П	2006П	2007П	2008П	06П/05П	07П/06П	08П/07П
Bema Gold	135	162	144	293	20.1%	-11.3%	103.9%	27	40	22	137	50.7%	-46.3%	537.4%
Highland Gold	88	158	146	230	80.1%	-7.8%	57.9%	12	59	41	93	384.2%	-30.2%	124.6%
Peter Hambro Mining	90	108	111	195	19.9%	3.6%	75.1%	54	65	57	102	18.6%	-11.3%	78.9%
Centerra Gold	354	358	317	313	1.2%	-11.4%	-1.1%	121	151	113	111	24.7%	-25.2%	-2.1%
High River Gold	70	127	143	120	80.1%	13.1%	-16.2%	20	45	44	36	131.3%	-3.6%	-18.3%
Celtic Resources	26	36	53	66	35.7%	48.8%	25.0%	6	10	20	28	66.8%	90.7%	39.1%
Всего	762	947	914	1217	24.3%	-3.5%	33.2%	240	370	296	506	54.2%	-19.9%	70.8%

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Обзор оценки стоимости

Для оценки всех рассматриваемых в этом отчете компаний мы использовали стандартную модель DCF. При этом мы использовали несколько измененные исходные данные CAPM (модель оценки стоимости основных средств). Понятно, что все рассматриваемые нами компании подвержены российскому страновому риску, но, учитывая, что все они зарегистрированы за рубежом, где и торгуются их акции,

российский риск является не системным, а специфичным для каждой компании. Поэтому при расчете стоимости акционерного капитала мы не стали использовать коэффициент повышенной волатильности индекса РТС.

Расчет базовой стоимости акционерного капитала

Предположения		Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.5	На основе доходности долгосрочных US Treasures за 5 лет
Премия за российский страновой риск, %	1.5	На основе прогнозируемого спреда долгосрочных российских еврооблигаций к US Treasures (на конец 2005)
Безрисковая ставка в России, %	7.0	
Стандартная премия за акции, %	4.0	Историческая разница между доходностью акций и облигаций
Базовая стоимость акционерного капитала, %	11.0	

Источник: оценки "Атона"

Затем мы скорректировали стоимость акционерного капитала для каждой компании с учетом специфичных для нее рисков, таких как ликвидность и уровень долга. Мы рассчитали стоимость долга на основе исторических процентных ставок по заемному капиталу для каждой компании. Что касается остаточных темпов роста, то обычно золотодобывающие компании используют денежные потоки одного рудника для разработки следующего, и так до бесконечности. В результате расчета CAPM мы смогли получить показатель EV, который затем скорректировали на сумму чистого долга или чистых денежных средств на балансе компании и доли миноритариев. В результате мы получили целевую рыночную капитализацию, разделив которую на количество акций в обращении, мы получили прогнозируемую цену акций.

Обзор оценки стоимости на основе модели DCF

	Bema Gold	Highland Gold	Peter Hambro Mining	Centerra Gold	High River Gold	Celtic Resources
Beta (без учета долга)	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Стоимость акционерного капитала	11.5%	12.6%	12.5%	12.0%	12.8%	13.1%
Стоимость обслуживания долга (после налогов)	6.8%	6.5%	5.8%	6.0%	6.1%	5.9%
WACC	10.8%	11.8%	11.7%	12.0%	11.6%	11.5%
DCF EV, \$ млн.	1504	947	738	1080	270	176
Остаточная стоимости, % от совокупной	65.1%	77.1%	58.1%	43.8%	46.3%	76.5%
Прогнозируемая цена на акцию, \$	3.53	5.92	11.97	18.77	1.22	3.52
Потенциал роста	32.9%	44.0%	-14.1%	-5.3%	15.7%	-2.8%
Рекомендация	Покупать	Покупать	Держать	Держать	Покупать	Держать

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Исходя из оценки стоимости на основе модели DCF (дисконтированных денежных потоков), нашими фаворитами являются бумаги Highland Gold и Bema Gold. Эти компании представляются нам наиболее недооцененными по сравнению со другими предприятиями, рассматриваемыми в данном отчете.

Акции High River Gold обладают определенным потенциалом роста до прогнозируемой стоимости. Наша рекомендация по этим бумагам – "Покупать". Акции Centerra Gold, Peter Hambro и Celtic Resources сегодня торгуются на уровнях, близких к прогнозируемым ценам, поэтому наша рекомендация по ним – "Держать".

Сравнительная оценка

Ни одна из компаний, рассматриваемых в этом отчете, не обладает такими масштабами деятельности как гиганты отрасли типа AngloGold Ashanti или Barrick, поэтому наиболее подходящими аналогами для них являются небольшие международные компании, добывающие от 100 000 до 1 млн. унций в год. Кроме того, в связи с большими темпами роста большинства рассматриваемых компаний, они характеризуются довольно высокими финансовыми коэффициентами, и это несмотря на то, что в золотодобывающей отрасли финансовые коэффициенты традиционно

выше, чем в других отраслях. В связи с этим мы также выполнили сравнительную оценку компаний на основе имеющихся у них запасов, чтобы продемонстрировать действующие сегодня на рынке цены золотых резервов в России и за рубежом.

Сравнительная оценка на основе финансовых коэффициентов

На 8 ноября 2005	Цена \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/CF		
				2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П
Россия/СНГ												
Centerra Gold	19.98	1,440	1,205	10.9	10.0	8.0	28.5	22.6	14.3	16.3	13.2	10.3
Bema Gold	2.55	1,149	1,277	N. M.	48.0	31.9	N. M.	N. M.	N. M.	N. M.	75.9	41.8
Peter Hambro	13.93	1,100	1,060	30.3	19.5	16.4	73.3	37.0	29.7	84.6	28.0	23.5
Highland Gold	4.09	650	711	27.8	58.4	12.1	129.8	N. M.	27.0	62.2	74.0	28.3
High River Gold	1.03	222	247	17.4	12.7	5.5	N. M.	36.8	9.4	15.1	16.4	7.0
Celtic Resources	3.75	178	187	28.4	30.0	18.0	63.7	142.5	64.3	N. M.	20.6	N. M.
Средневзвешенное				21.2	28.9	16.6	64.5	36.3	23.5	47.0	40.6	23.8
Крупнейшие компании												
Newmont	42.5	18,977	20,452	10.7	11.9	10.5	42.8	51.1	35.8	11.3	15.0	13.1
Barrick Gold	24.9	13,387	16,249	25.0	20.1	13.2	54.0	46.5	34.5	26.4	18.7	14.1
Anglogold Ashanti	39.4	10,434	12,594	19.6	16.3	12.3	118.5	45.1	27.6	23.1	15.9	13.0
Placer Dome	19.3	8,428	7,824	14.6	16.5	13.2	29.7	79.2	61.9	22.4	21.5	15.7
Goldcorp	19.8	6,667	4,952	49.1	9.7	9.4	129.8	29.2	28.6	126.0	16.7	16.3
Gold Fields	13.3	6,545	5,394	17.5	13.3	8.1	58.6	64.0	28.1	26.9	18.3	11.0
Harmony	10.4	4,084	3,418	290.1	38.2	13.4	N. M.	N. M.	47.9	N. M.	14.7	12.8
Средневзвешенное				36.4	16.2	11.5	66.3	51.9	36.8	31.3	17.1	13.7
Небольшие компании												
Glamis Gold	20.8	2,744	2,964	76.4	34.8	15.9	131.3	94.1	29.8	59.9	34.4	17.3
Kinross Gold	6.90	2,383	2,512	15.7	10.4	8.0	N. M.	38.8	20.9	14.8	11.6	9.7
Meridian Gold	18.5	1,850	1,938	23.9	23.3	19.6	50.5	44.8	44.1	26.5	25.6	22.7
Lihir Gold	1.31	1,676	1,102	14.8	18.1	8.7	5.1	91.5	25.3	55.4	29.9	18.4
Iamgold	6.89	1,014	1,051	28.7	23.4	15.6	87.4	50.8	31.0	74.3	20.8	15.9
Randgold Resources	13.9	932	856	41.3	15.5	22.6	46.3	23.0	19.2	217.4	15.6	14.3
Yamana Gold	3.86	734	511	78.6	51.6	7.9	263.7	N. M.	33.4	86.0	57.6	13.8
Средневзвешенное				38.9	23.8	13.8	88.0	62.3	29.1	60.2	26.2	16.1
Россия/СНГ в сравнении с крупнейшими компаниями				-41.8%	78.4%	44.3%	-2.6%	-30.0%	-36.1%	50.3%	137.2%	73.8%
Россия/СНГ в сравнении с небольшими компаниями				-45.6%	21.4%	20.3%	-26.6%	-41.7%	-19.0%	-22.0%	54.8%	47.5%

Источник: Bloomberg; данные компаний; оценки "Атона"

Сравнительная оценка на основе активов и объемов добычи: компании из России и СНГ выглядят дешевыми по сравнению с небольшими международными предприятиями, но дорогими по сравнению с мировыми гигантами отрасли

На 8 ноября 2005	2004 добыча	Запасы	Ресурсы	Совокупные денежные затраты	Обеспеченность запасами	EV/ добыча	Рын. кап./ добыча	EV/ Запасы	Рын. кап./ Запасы	EV/ Ресурсы	Рын. кап./ Ресурсы
Россия/СНГ											
Centerra Gold	610	4362	10834	189	7	1976	2361	276	330	111	133
Bema Gold	230	8392	21896	332	36	5554	4994	152	137	58	52
Peter Hambro	209	2651	17449	135	13	5071	5263	400	415	61	63
Highland Gold	195	8000	18288	215	41	3649	3335	89	81	39	36
High River Gold	107	2079	6942	257	19	2308	2074	119	107	36	32
Celtic Resources	32	3550	9600	240	111	5848	5568	53	50	19	19
Средневзвешенное				215		3720	3683	220	233	66	70
Крупнейшие компании											
Newmont	6989	92400	135400	231	13	2926	2715	221	205	151	140
Barrick Gold	4958	89056	109514	212	18	3277	2700	182	150	148	122
Anglogold Ashanti	6407	78900	218200	268	12	1966	1629	160	132	58	48
Placer Dome	3652	59917	113999	241	16	2142	2308	131	141	69	74
Goldcorp	628	12490	24060	115	20	7885	10616	396	534	206	277
Gold Fields	4254	75552	178033	302	18	1268	1538	71	87	30	37
Harmony	3428	54100	528600	360	16	997	1191	63	75	6	8
Средневзвешенное				259		2961	3062	186	188	111	110
Небольшие компании											
Glamis Gold	234	6300	20992	192	27	12669	11727	471	436	141	131
Kinross Gold	1616	19410	27596	250	12	1555	1475	129	123	91	86
Meridian Gold	315	4355	6375	50	14	6153	5872	445	425	304	290
Lihir Gold	599	21000	40000	279	35	1839	2799	52	80	28	42
Iamgold	432	4000	8000	248	9	2434	2347	263	254	131	127
Randgold Res.	510	2510	12530	184	5	1679	1828	341	371	68	74
Yamana Gold	101	4072	11795	218	40	5059	7265	125	180	43	62
Средневзвешенное				225		5354	5353	281	277	127	125
Россия/СНГ в сравнении с крупнейшими компаниями						25.6%	20.3%	17.8%	23.8%	-41.0%	-36.0%
Россия/СНГ в сравнении с небольшими компаниями						-30.5%	-31.2%	-21.9%	-15.9%	-48.4%	-43.6%

Источник: Bloomberg; данные компаний; оценки "Атона"

Результаты сравнительной оценки на основе показателей EV/EBITDA и P/CF свидетельствуют о том, что золотодобывающие компании России и СНГ выглядят дорогими по сравнению с аналогами. В то же время, если исходить из коэффициента P/E, то их стоимость представляется довольно низкой. Поэтому результаты сравнительной оценки на основе финансовых коэффициентов кажутся нам не совсем убедительными. Исходя из стоимости активов, золотодобывающие компании России и СНГ выглядят недооцененными по сравнению с небольшими международными компаниями. Коэффициент EV/запасы золотодобывающих компаний России и СНГ на 48.4% ниже, чем у иностранных аналогов, а коэффициент EV/добыча ниже на 30.5%.

Риски: все зависит от масштабов деятельности и способности компании выполнить намеченные планы

Вопрос о том, кому принадлежат компании, добывающие и продающие золото в России, является весьма щекотливым с политической точки зрения и может легко использоваться в популистских целях, поскольку золото занимает особое место в умах населения. Тем не менее мне кажется, что в настоящее время политический риск для российских золотодобывающих компаний весьма незначителен. Дело в том, что в России велик разрыв между фактическими денежными потоками золотодобывающих компаний и рыночной стоимостью их активов. При этом, если рынок оценивает компании на основе их потенциальной стоимости, то государство оценивает их исходя из денежных потоков, которые в большинстве случаев пока невелики. Поскольку политический риск той или иной компании зависит от того влияния, которым она пользуется на мировой арене, или от ее денежных потоков, золотодобывающие компании можно без колебаний отнести к группе пониженного риска. Российское правительство не сможет оказывать воздействие на мировые рынки, если получит контроль над какой-либо одной или даже над всеми компаниями золотодобывающей отрасли. А что касается денежных потоков, то добыча "Полюса" в минувшем году в объеме 1 млн. унций обеспечила ему денежные потоки в размере лишь \$127 млн. (для сравнения, операционный денежный поток ЮКОСа в 2004 году составлял более \$4 млрд.).

Единственным исключением является компания Centerra Gold. Дело в том, что размер экономики Кыргызстана настолько мал, что Centerra обеспечивает значительную часть ВВП (по последним данным – порядка 10%). Поэтому неудивительно, что сразу после революции, в результате которой на смену президенту Аскарму Акаеву пришел Курманбек Бакиев, компания стала объектом претензий со стороны государства. Однако предъявленные Centerra налоговые претензии были быстро погашены, не оказав существенного воздействия на ее деятельность.

В то же время, операционные риски золотодобывающих предприятий представляются нам высокими в связи с тем, что большинство рассматриваемых в этом отчете компаний прогнозируют высокие темпы роста добычи на новых рудниках. При этом очевидно, что им не удастся полностью избежать ошибок, поэтому можно ожидать перерасхода средств и задержки с выполнением планов. Соответственно, инвесторы будут готовы платить премию за низкий риск невыполнения намеченных планов, который можно оценить только исходя из истории деятельности компании и характеристик каждого проекта. Если проект компании предполагает строительство крупного металлургического комплекса на удаленном месторождении с низким содержанием золота, а осуществляется проект управленческой командой, не обладающей опытом такого строительства, то понятно, что риск надлежащего выполнения проекта будет высоким. К сожалению, инвесторы-оптимисты зачастую не обращают внимания на такие факторы. Крупные

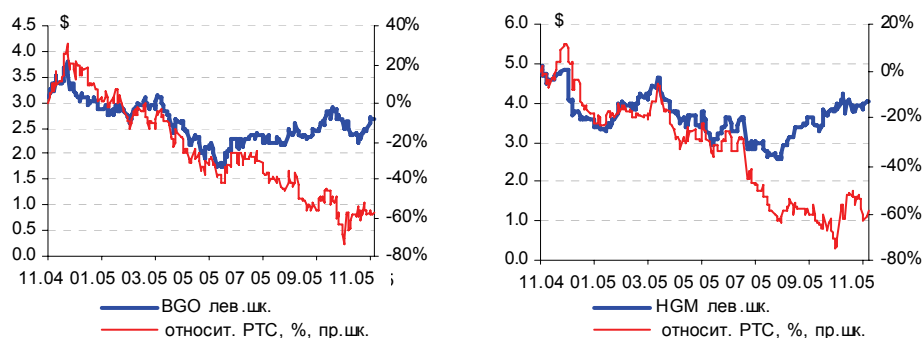
мировые компании защищены от этого риска благодаря большому масштабу деятельности, поэтому неудача одного проекта у них не может испортить общую картину. Что же касается рассматриваемых в данном отчете компаний, то вся их стоимость зачастую сосредоточена в одном руднике, поэтому любые неудачи могут оказывать серьезное воздействие на котировки их акций.

Обзор динамики котировок акций

После сильного ралли в 2004 году благодаря росту цен на золото большинство золотодобывающих компаний, рассматриваемых в этом отчете, продемонстрировали довольно слабую динамику в 2005 году. Рост котировок сдерживается повышением затрат, а также различными проблемами – от политических неурядиц до производственных трудностей. Поэтому ни одна из анализируемых нами золотодобывающих компаний не сумела продемонстрировать опережающую динамику котировок по сравнению с российским рынком в 2005 году. Однако недавно в золотодобывающей отрасли обозначились два фактора, которые вновь начали подталкивать котировки акций компаний сектора вверх:

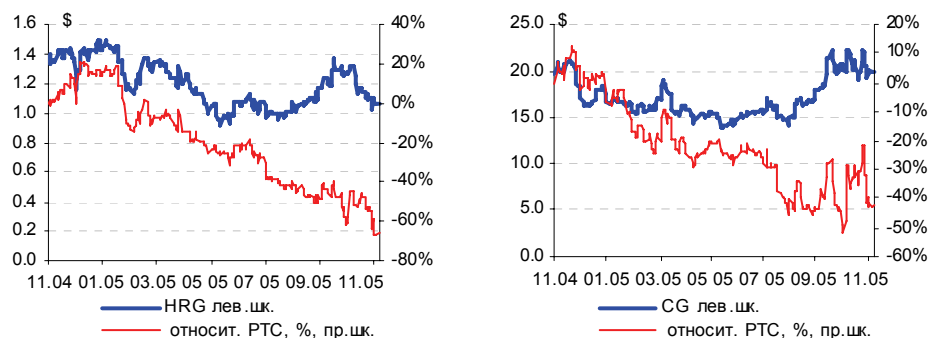
- 1) По мере продвижения проектов компании приближаются к периоду начала роста добычи;
- 2) Инвесторам становится трудно игнорировать непрекращающийся рост цен на золото.

Вема и Highland: одинаковое отставание котировок; пора догонять рынок?



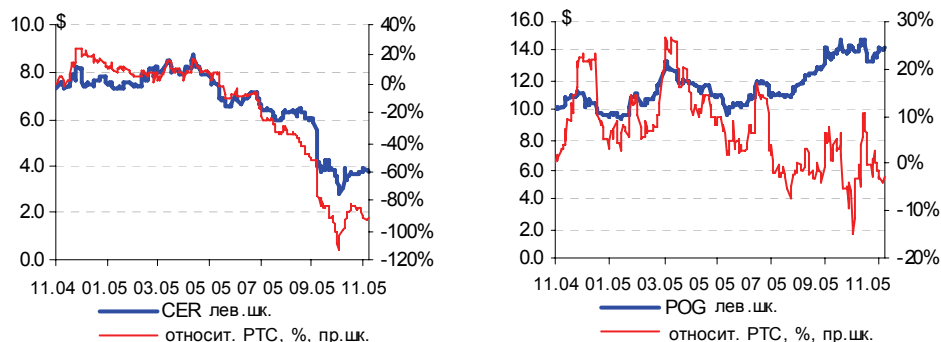
Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Котировки акций Bema Gold и Highland Gold в этом году отстали от индекса РТС примерно на 60%. Динамика котировок Вема пострадала из-за двух факторов: 1) уверенность инвесторов в том, что компания сможет обеспечить рост, пошатнулась в связи с разногласиями вокруг собственности по проекту Cerro Casale; и 2) в связи со сложной структурой акционеров и низкой ликвидностью акции Вема являются не самой лучшей альтернативой для инвесторов, желающих сделать ставку на цены золота в будущем. Отставание акций Highland обусловлено в основном производственными трудностями, преследовавшими компанию в минувшем году. Котировки ее акций вновь поползли вверх, только когда стало ясно, что компания возобновила выполнение своего плана по обеспечению роста, хотя и с задержкой.

High River и Centerra: в поисках катализатора роста


Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Акции High River и Centerra в минувшем году также отставали от индекса РТС. Проблема этих бумаг обусловлена отсутствием катализаторов – обе компании фундаментально привлекательны, но не могут похвастаться интересной сделкой или событием, которое могло бы подтолкнуть рост их котировок. High River завершила консолидацию российского дочернего предприятия и расширила деятельность в Африке, но ни одно из этих событий не имело для нее ключевого значения. Что касается Centerra, то в начале года новости об этой компании были негативными в связи с апрельской революцией в Кыргызстане, хотя к III кварталу рынок забыл об этом и вновь начал рассматривать ее бумаги в качестве гарантированного государством инструмента, обеспечивающего получение стабильного дохода.

Celtic и Peter Hambro: разнонаправленная динамика


Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Динамика котировок акций Celtic и Peter Hambro носила разнонаправленный характер. Акции Celtic дешевели из-за неудачных переговоров с давним стратегическим партнером – ИГ АЛПРОСА – и появлением на сцене "Полюса", сорвавшего сделку. К тому же, казахстанское предприятие компании столкнулось с определенными трудностями, что также оказало негативное воздействие на котировки. В то же время, акции Peter Hambro оказались единственными бумагами из всех рассматриваемых нами в этом отчете, динамика котировок которых в этом году соответствовала индексу РТС. Их стабильный рост был обусловлен хорошими производственными и финансовыми показателями.

Выводы и рекомендации: ставка на рост

Значение российской золотодобывающей отрасли на мировой арене постепенно возрастает. Среднегодовые темпы роста за последние шесть лет составили 8.4%, и отрасль обладает прекрасными перспективами дальнейшего роста. Отрасль характеризуется высокой прозрачностью и наличием нескольких проектов мирового класса. Учитывая, что Россия стоит на втором месте в мире по запасам золота, но

характеризуется очень низким уровнем добычи по сравнению с объемом запасов, можно с уверенностью говорить о том, что данная отрасль обладает огромным потенциалом роста.

Высоким темпам роста отрасли будут способствовать низкие затраты на добычу золота в России. Данное конкурентное преимущество обусловлено высокой эффективностью затрат и низкими издержками на энергоносители и оплату труда, а также переориентацией отрасли с разработки россыпей на рудные месторождения и освоение, в первую очередь, наиболее богатых и привлекательных с экономической точки зрения залежей. И хотя из-за инфляции и удорожания рубля конкурентное преимущество низких затрат в будущем несколько ослабится, новые рудники, которые в дальнейшем будут обеспечивать основной прирост добычи в России, будут современными и эффективными, что позволит компенсировать рост затрат на энергоносители и оплату труда.

Отдельным компаниям присущи высокие риски, поскольку они находятся на начальном этапе своей деятельности. Ни одна из рассматриваемых в этом отчете компаний не является авторитетным и опытным участником отрасли. Их преимуществом является наличие новых активов, не обремененных проблемами "советского периода", а недостатком – тот факт, что эти активы пока не показали себя в действии. Некоторые компании уже сталкивались(и будут сталкиваться) с неудачами в связи с перерасходом средств, трудностями строительства и ошибками проектирования рудников.

Нашими фаворитами в золотодобывающем секторе в России и странах СНГ являются Highland Gold и Vema Gold, которые характеризуются низкой стоимостью ресурсной базы и высоким потенциалом роста. Мы рекомендуем "Покупать" акции этих компаний, которые обладают потенциалом роста на 44% и 33% соответственно. Мы также рекомендуем "Покупать" акции High River Gold, но потенциал их роста до прогнозируемой цены довольно скромный – 15.7%. Мы считаем, что акции Centerra Gold оценены справедливо и начинаем аналитическое освещение этой компании с рекомендации "Держать". Учитывая текущую программу развития Peter Hambro, акции данной компании также представляются нам справедливо оцененными, но появление информации, свидетельствующей о дальнейшем увеличении ресурсной базы компании, может изменить наши фундаментальные оценки. Компания Celtic Resources в настоящее время является участником конфликта с крупнейшей российской золотодобывающей компанией "Полюс", и именно эта новость в настоящее время определяет волатильность ее акций. Что касается фундаментальной стоимости, то мы считаем, что эти акции оценены справедливо. Наша рекомендация по данным бумагам – "Держать".

Рекомендации: выбирайте компании с большим потенциалом роста и четкими планами развития

На 9 ноября 2005, \$	Vema Gold	Highland Gold	Peter Hambro Mining	Centerra Gold	High River Gold	Celtic Resources
Прогнозируемая цена, конец 2006	3.53	5.92	11.99	18.77	1.22	3.52
Текущая цена	2.66	4.11	13.93	19.82	1.05	3.62
Потенциал роста	32.9%	44.0%	-14.1%	-5.3%	15.7%	-2.8%
Рекомендация	Покупать	Покупать	Держать	Держать	Покупать	Держать

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

МЫ РЕКОМЕНДУЕМ ПОКУПАТЬ КОМПАНИИ, ОБЛАДАЮЩИЕ ДЕШЕВЫМИ РЕСУРСАМИ И ЧЕТКИМИ ПЛАНАМИ РАЗВИТИЯ

Акции золотодобывающих компаний России и СНГ стоят дороже бумаг крупных и небольших международных аналогов, если исходить из среднего прогнозируемого коэффициента EV/EBITDA. У рассматриваемых нами компаний он составляет 28,9, тогда как у крупных международных компаний – 16,2, а у начинающих производителей – 23,8. Однако если исходить из коэффициента P/E, то бумаги золотодобывающих предприятий России и СНГ стоят дешевле международных аналогов – у рассматриваемых нами компаний он составляет 36,3, тогда как у крупных международных аналогов – 51,9, а у начинающих – 62,3. Еще большая разница обнаруживается при сравнении стоимости на основе активов. Коэффициент EV/ресурсы у компаний из России и СНГ составляет \$66/унцию, тогда как у крупных международных компаний он равен \$111/унцию, а у начинающих предприятий – \$127/унцию. Нашими фаворитами в секторе являются бумаги Highland Gold и Vema Gold, которые мы рекомендуем "Покупать". Потенциал их роста до прогнозируемой нами цены составляет 44% и 33% соответственно. Мы также рекомендуем "Покупать" бумаги High River Gold, но потенциал роста у них меньше. Наша рекомендация по акциям Centerra Gold, Peter Hambro и Celtic Resources – "Держать", поскольку данные акции в настоящее время торгуются на уровне прогнозируемой стоимости.

Сравнительная оценка стоимости: новички в сравнении с новичками

Все золотодобывающие предприятия можно разделить на три категории: крупные международные компании, начинающие производители и компании, осуществляющие геологоразведочные работы. Все компании, рассматриваемые в этом отчете – это начинающие производители, получающие, по крайней мере, небольшой денежный поток от добычи и реализации золота. Конечно, они не могут сравниться с такими международными гигантами как Barrick и AngloGold Ashanti, каждый из которых добывает больше золота, чем все российские предприятия вместе взятые. Поэтому наиболее подходящей группой для сопоставления российских производителей являются начинающие международные золотодобывающие предприятия, к которым относятся компании разных стран с добычей от 100 000 унций до 1 млн. унций золота ежегодно. Заметим также, что начинающие компании зачастую являются привлекательными благодаря наличию значительных перспектив роста, и это в полной мере касается предприятий из России и СНГ.

Финансовые коэффициенты

Финансовые коэффициенты золотодобывающих компаний являются в целом высокими в связи с особым положением, которое золото занимает как класс активов. Это обусловлено контр-циклической динамикой цен на этот металл, а также тем, что золото служит своего рода страховкой и способом хранения денег. Помимо высоких финансовых коэффициентов многие начинающие компании, в том числе и рассматриваемые в этом отчете, обладают большим потенциалом роста, хотя в настоящее время некоторые являются убыточными. Поэтому, вдобавок к оценке на основе финансовых коэффициентов, мы приводим также коэффициенты активов и производственные коэффициенты, что позволяет составить лучшее представление о рассматриваемых нами компаниях по сравнению с группой аналогов.

Сравнительная оценка на основе финансовых коэффициентов: неоднозначные результаты

На 8 ноября 2005	Цена \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/CF		
				2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П	2004	2005П	2006П
Россия/СНГ												
Centerra Gold	19.98	1,440	1,205	10.9	10.0	8.0	28.5	22.6	14.3	16.3	13.2	10.3
Bema Gold	2.55	1,149	1,277	N. M.	48.0	31.9	N. M.	N. M.	N. M.	N. M.	75.9	41.8
Peter Hambro	13.93	1,100	1,060	30.3	19.5	16.4	73.3	37.0	29.7	84.6	28.0	23.5
Highland Gold	4.09	650	711	27.8	58.4	12.1	129.8	N. M.	27.0	62.2	74.0	28.3
High River Gold	1.03	222	247	17.4	12.7	5.5	N. M.	36.8	9.4	15.1	16.4	7.0
Celtic Resources	3.75	178	187	28.4	30.0	18.0	63.7	142.5	64.3	N. M.	20.6	N. M.
Средневзвешенное				21.2	28.9	16.6	64.5	36.3	23.5	47.0	40.6	23.8
Крупнейшие компании												
Newmont	42.5	18,977	20,452	10.7	11.9	10.5	42.8	51.1	35.8	11.3	15.0	13.1
Barrick Gold	24.9	13,387	16,249	25.0	20.1	13.2	54.0	46.5	34.5	26.4	18.7	14.1
Anglogold Ashanti	39.4	10,434	12,594	19.6	16.3	12.3	118.5	45.1	27.6	23.1	15.9	13.0
Placer Dome	19.3	8,428	7,824	14.6	16.5	13.2	29.7	79.2	61.9	22.4	21.5	15.7
Goldcorp	19.8	6,667	4,952	49.1	9.7	9.4	129.8	29.2	28.6	126.0	16.7	16.3
Gold Fields	13.3	6,545	5,394	17.5	13.3	8.1	58.6	64.0	28.1	26.9	18.3	11.0
Harmony	10.4	4,084	3,418	290.1	38.2	13.4	N. M.	N. M.	47.9	N. M.	14.7	12.8
Средневзвешенное				36.4	16.2	11.5	66.3	51.9	36.8	31.3	17.1	13.7
Начинающие компании												
Glamis Gold	20.8	2,744	2,964	76.4	34.8	15.9	131.3	94.1	29.8	59.9	34.4	17.3
Kinross Gold	6.90	2,383	2,512	15.7	10.4	8.0	N. M.	38.8	20.9	14.8	11.6	9.7
Meridian Gold	18.5	1,850	1,938	23.9	23.3	19.6	50.5	44.8	44.1	26.5	25.6	22.7
Lihir Gold	1.31	1,676	1,102	14.8	18.1	8.7	5.1	91.5	25.3	55.4	29.9	18.4
Iamgold	6.89	1,014	1,051	28.7	23.4	15.6	87.4	50.8	31.0	74.3	20.8	15.9
Randgold Resources	13.9	932	856	41.3	15.5	22.6	46.3	23.0	19.2	217.4	15.6	14.3
Yamana Gold	3.86	734	511	78.6	51.6	7.9	263.7	N. M.	33.4	86.0	57.6	13.8
Средневзвешенное				38.9	23.8	13.8	88.0	62.3	29.1	60.2	26.2	16.1
Россия и СНГ/крупнейшие компании				-41.8%	78.4%	44.3%	-2.6%	-30.0%	-36.1%	50.3%	137.2%	73.8%
Россия и СНГ/начинающие компании				-45.6%	21.4%	20.3%	-26.6%	-41.7%	-19.0%	-22.0%	54.8%	47.5%

Источник: Bloomberg; данные компаний; оценки "Атона"

Финансовые коэффициенты золотодобывающих компаний России и СНГ нельзя назвать однозначно худшими или лучшими по сравнению с коэффициентами крупных или мелких международных предприятий. Если исходить из коэффициента P/E, то бумаги анализируемых нами компаний представляются дешевыми по сравнению с аналогами, тогда как если исходить из коэффициентов EV/EBITDA и P/CF, то они выглядят дорогими.

Оценка на основе активов

На основе активов золотодобывающие компании России и СНГ являются недооцененными по сравнению с аналогами – средний коэффициент EV/ресурсы составляет у них \$66/унцию, тогда как у крупных международных предприятий он равен \$111/унцию, а у начинающих предприятий – \$127/унцию. Как мы уже упоминали, начинающие компании обладают более существенным потенциалом роста и поэтому лучше подходят для сопоставления с анализируемыми в данном отчете предприятиями. Здесь мы видим, что, несмотря на высокие перспективы роста и довольно неплохую рентабельность предприятий из России и СНГ, рынок оценивает их добычу не так высоко, как добычу небольших международных предприятий.

Сравнение на основе активов и добычи: компании из России и СНГ выглядят дешевыми по сравнению с начинающими международными предприятиями, но дорогими по сравнению с крупными транснациональными игроками

На 8 ноября 2005	Добыча 2004	Запасы	Ресурсы	Совокупные затраты	Долго вечность	EV/ добыча	Рын. кап./ добыча	EV/ запасы	Рын. кап./ запасы	EV/ ресурсы	Рын. кап./ ресурсы
	тыс. унц.	тыс. унц.	тыс. унц.	\$/унц.	Лет	\$/унц.	\$/унц.	\$/унц.	\$/унц.	\$/унц.	\$/унц.
Россия/СНГ											
Centerra Gold	610	4362	10834	189	7	1976	2361	276	330	111	133
Bema Gold	230	8392	21896	332	36	5554	4994	152	137	58	52
Peter Hambro	209	2651	17449	135	13	5071	5263	400	415	61	63
Highland Gold	195	8000	18288	215	41	3649	3335	89	81	39	36
High River Gold	107	2079	6942	257	19	2308	2074	119	107	36	32
Celtic Resources	32	3550	9600	240	111	5848	5568	53	50	19	19
Средневзвешенное				215		3720	3683	220	233	66	70
Крупнейшие компании											
Newmont	6989	92400	135400	231	13	2926	2715	221	205	151	140
Barrick Gold	4958	89056	109514	212	18	3277	2700	182	150	148	122
Anglogold Ashanti	6407	78900	218200	268	12	1966	1629	160	132	58	48
Placer Dome	3652	59917	113999	241	16	2142	2308	131	141	69	74
Goldcorp	628	12490	24060	115	20	7885	10616	396	534	206	277
Gold Fields	4254	75552	178033	302	18	1268	1538	71	87	30	37
Harmony	3428	54100	528600	360	16	997	1191	63	75	6	8
Средневзвешенное				259		2961	3062	186	188	111	110
Начинающие компании											
Glamis Gold	234	6300	20992	192	27	12669	11727	471	436	141	131
Kinross Gold	1616	19410	27596	250	12	1555	1475	129	123	91	86
Meridian Gold	315	4355	6375	50	14	6153	5872	445	425	304	290
Lihir Gold	599	21000	40000	279	35	1839	2799	52	80	28	42
Iamgold	432	4000	8000	248	9	2434	2347	263	254	131	127
Randgold Res.	510	2510	12530	184	5	1679	1828	341	371	68	74
Yamana Gold	101	4072	11795	218	40	5059	7265	125	180	43	62
Средневзвешенное				225		5354	5353	281	277	127	125
Россия и СНГ/крупнейшие компании						25.6%	20.3%	17.8%	23.8%	-41.0%	-36.0%
Россия и СНГ/начинающие компании						-30.5%	-31.2%	-21.9%	-15.9%	-48.4%	-43.6%

Источник: Bloomberg; данные компаний; оценки "Атона"

Оценка на основе DCF

Наши модели DCF основаны на финансовых прогнозах, представленных в описаниях каждой компании далее в этом отчете, а также на предположениях относительно CAPM/ставке дисконта, изложенных в следующей таблице.

Расчет базовой стоимости акционерного капитала

Предположение		Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.5	На основе средней доходности долгосрочных US Treasuries за 5 лет
Премия за риск инвестиций в Россию, %	1.5	На основе прогнозируемого спреда долгосрочных российских еврооблигаций и US Treasuries (конец 2005)
	7.0	
Стандартная премия за акции, %	4.0	Историческая разница доходности акций и облигаций
Стоимость акционерного капитала, %	11.0	

Источник: оценки "Атона"

Мы полагаем, что модель определения стоимости капитальных активов (CAPM) является наилучшим из ограниченного числа инструментов оценки активов, хотя признаем, что ее результаты целиком и полностью зависят от использованных предположений. Вдобавок к стандартному расчету стоимости акционерного капитала, мы также использовали прогнозируемый коэффициент beta без учета долга, основанный на ликвидности акций компании и нашем представлении о рисках того или иного предприятия по сравнению с рынком. Поскольку все рассматриваемые компании зарегистрированы за пределами России (кроме Peter Hambro и Highland Gold) и обладают активами за рубежом, "российский риск", касающийся торгов, политики и корпоративного управления, является не системным, а специфичным для

каждого предприятия. Поэтому мы решили не использовать коэффициент повышенной волатильности этих акций по сравнению с РТС, так как бумаги всех рассматриваемых компанией торгуются за пределами России.

Прогнозируемый коэффициент beta и WACC анализируемых компаний

	Bema Gold	Highland Gold	Peter Hambro Mining	Centerra Gold	High River Gold	Celtic Resources
Beta (без учета долга)	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Стоимость акционерного капитала	11.5%	12.6%	12.5%	12.0%	12.8%	13.1%
Стоимость обслуживания долга (после налогов)	6.8%	6.5%	5.8%	6.0%	6.1%	5.9%
WACC	10.8%	11.8%	11.7%	12.0%	11.6%	11.5%

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Мы оценили стоимость обслуживания долга после налогов на основе данных финансовых отчетов компаний за 2004 год, предположив, что их прибыль облагается налогом по стандартной в России ставке в 24%.

Понятно, что рассматриваемые компании действуют в разных странах, но, судя по финансовым результатам предыдущих периодов, ставка налога на консолидированную прибыль в размере 24% вполне соответствует реальности.

Большинство из рассматриваемых в данном отчете компаний привлекательны благодаря высокому потенциалу роста. Это значит, что остаточная стоимость составляет значительную долю в их прогнозируемой стоимости. Кроме того, в связи с быстрыми темпами развития этих компаний пока трудно представить, какой будет их деятельность в "стабильном" состоянии. Тем не менее, мы исходим из того, что благодаря их расположению в России и СНГ они будут пользоваться преимуществом в приобретении новых участков и будут испытывать меньшие трудности в будущем в связи с налаженными отношениями с местными правительствами. В связи с этим мы приняли остаточные темпы роста на уровне 5%, которые отражают потенциал роста компаний и возможность приобретения дополнительных активов вдобавок к имеющимся. Единственным исключением является компания Celtic Resources. Мы приняли остаточные темпы роста для этой компании на уровне 3% в связи с ее текущими трудностями, которые могут помешать ей получить новые проекты для роста в будущем.

Оценка стоимости на основе DCF

	Bema Gold	Highland Gold	Peter Hambro Mining	Centerra Gold	High River Gold	Celtic Resources
EV на основе DCF, \$ млн.	1504	947	738	1080	270	176
Остаточная стоимость, % от совокупной	65.1%	77.1%	58.1%	43.8%	46.3%	76.5%
Прогнозируемая цена на акцию, \$	3.53	5.92	11.99	18.77	1.22	3.52

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

В результате расчета CAPM мы получили показатель EV, который затем скорректировали с учетом чистого долга или чистых денежных средств каждой компании, а также долей миноритариев. Кроме того, в необходимых случаях мы добавили стоимость геологоразведки к прогнозируемой стоимости на основе DCF, чтобы учесть наличие у компаний крупных и пока не разработанных запасов, которые в будущем позволят им увеличить свою стоимость. Результаты нашей стандартной оценки приводятся в следующей таблице.

Оценка геологоразведочных работ: коэффициенты зависят от надежности данных о запасах

Категория запасов/ресурсов	B	C1	C2	P1
Присвоенный коэффициент, \$/унцию	40	35	20	5

Источник: оценки "Атона"

Полученный скорректированный результат является прогнозируемой рыночной капитализацией акционерного капитала компаний. После его деления на количество акций мы получили прогнозируемую цену на акцию.

Исходя из оценки на основе DCF, наиболее недооцененными из шести рассматриваемых в данном отчете компаний являются **Highland Gold** и **Bema Gold**. Наша рекомендация по акциям этих компаний – "Покупать". Мы также рекомендуем "Покупать" акции **High River Gold**. Остальные компании представляются нам справедливо оцененными, хотя обусловлено это разными причинами. Перспективы роста Centerra Gold ограничены ее двумя крупными рудниками. В Celtic Resources развивается корпоративный конфликт, а Peter Hambro пока не обнародовала своих планов относительно разработки многочисленных лицензионных участков по всей России. Наша фундаментальная прогнозируемая стоимость этих трех компаний близка к рыночным уровням. Поэтому наша рекомендация по их акциям – "Держать".

Прогнозируемая стоимость на основе DCF

На 9 ноября 2005	Bema Gold	Highland Gold	Peter Hambro Mining	Centerra Gold	High River Gold	Celtic Resources
Прогнозируемая цена на конец 2006, \$	3.53	5.92	11.99	18.77	1.22	3.52
Текущая цена, \$	2.66	4.11	13.93	19.82	1.05	3.62
Потенциал роста	32.9%	44.0%	-14.1%	-5.3%	15.7%	-2.8%
Рекомендация	Покупать	Покупать	Держать	Держать	Покупать	Держать

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Выводы

Поскольку стоимость золотодобывающих компаний России и СНГ целиком и полностью зависит от их планов роста, краткосрочные финансовые коэффициенты являются не самым подходящим способом их оценки. Мы думаем, что в оценке золотодобывающих компаний России и СНГ следует уделять основное внимание имеющимся у них ресурсам и соответствующим перспективам роста. Исходя из сопоставления активов, золотодобывающие предприятия России и СНГ выглядят дешевыми на фоне международных компаний. Хотя мы понимаем, что инвесторы, вероятно, дисконтируют будущий рост, так как пока неясно, смогут ли компании его обеспечить, дисконт по акциям компаний из России и СНГ представляется слишком большим, если сравнивать их с начинающими международными предприятиями из других стран. С другой стороны, при отсутствии опытной управленческой команды и продуманной стратегии развития стоимость имеющихся запасов является ограниченной. Поэтому мы думаем, что, выбирая привлекательные бумаги, нужно в первую очередь смотреть на дешевые запасы, а затем анализировать опыт управленческой команды и ее способность превратить запасы в денежные средства. Основываясь на данном подходе, мы считаем, что наибольшим потенциалом роста обладают акции Bema Gold, Highland Gold и High River Gold. Наша рекомендация по этим бумагам – "Покупать".

ОБЗОР КОМПАНИЙ

ДОБЫЧА В РОССИИ И СНГ, ЗАРУБЕЖНАЯ ПРОПИСКА

В данном отчете мы анализируем шесть компаний, которые играют важную роль в золотодобывающей отрасли России и СНГ. Все они обладают интересными активами, но, учитывая, что стоимость компаний в значительной степени определяется потенциалом роста, инвесторам важно выбрать те из них, которые могут воспользоваться открывшимися возможностями в российской золотодобывающей отрасли.

Интересно, что все рассматриваемые золотодобывающие компании России и СНГ формально являются иностранными, поскольку зарегистрированы за рубежом, а их акции торгуются на биржах Торонто и Лондона. Вряд ли этой ситуации суждено измениться, поскольку начальный капитал, необходимый для осуществления геологоразведки и подготовки месторождения к добыче, обычно поступает из-за рубежа. Преимуществом иностранной регистрации является достаточно высокая прозрачность компаний и хорошее корпоративное управление.

В данном отчете мы вновь анализируем Highland Gold, Peter Hambro Mining и Celtic Resources, а также начинаем аналитическое освещение Centerra Gold, Bema Gold и High River Gold. Что касается российских предприятий, то несомненным лидером золотодобывающей отрасли страны является "Полюс". Это дочернее предприятие ГМК "Норильский никель", которое в начале следующего года будет выделено в самостоятельную компанию (дополнительную информацию смотрите в нашем отчете от 4 октября 2005 года). Но мы думаем, что инвесторам стоит обратить внимание и на небольшие компании, анализируемые в данном отчете. Судя по имеющемуся у них потенциалу роста, они когда-нибудь вполне могут стать крупными участниками золотодобывающей отрасли России.

ВЕМА GOLD: СТАВКА НА РОСТ

Канадская компания Vema Gold является одной из крупнейших золотодобывающих компаний в России по рыночной капитализации. Компания разрабатывает месторождение "Джульетта" в Магаданской области, а также крупное чукотское месторождение "Купол". Эксплуатация этого месторождения должна начаться в 2008 году, а его добыча будет составлять более 500 000 унций в год. Vema в настоящее время ведет свою деятельность в трех странах – в России, ЮАР и Чили. Однако южноафриканское подразделение компании характеризуется высокими затратами и является выгодным только при высоких ценах на золото, а чилийское было введено в эксплуатацию совсем недавно. Поэтому основная стоимость компании сосредоточена в российских проектах.

Обзор: активы по всему миру, но потенциал роста только в России

Vema Gold владеет тремя действующими рудниками в России, ЮАР и Чили и тремя крупными разрабатываемыми участками в России, Чили и Канаде. В 2004 году компания добыла 229 545 унций золота. План развития компании предусматривает, что к 2009 году объем добычи должен повыситься примерно до 1 млн. унций. Vema владеет ресурсами и запасами в объеме 16 млн. унций золота, причем более 38% от этого объема находится в России. Несмотря на то, что российские запасы составляют лишь 38% от общего объема, мы думаем, что основная доля стоимости компании сосредоточена в ее российских активах. Это обусловлено тем, что разработка российских запасов является высокорентабельной, тогда как в Южной Африке компания, в лучшем случае, сможет обеспечить работу на уровне безубыточности, а доля чилийских активов в совокупной стоимости пока невелика.

Производственная деятельность и активы

Vema в настоящее время ведет добычу на трех приисках в разных странах – месторождение "Джульетта" в Магаданской области; Petrex в ЮАР и Rufugio в Чили. Российский прииск Vema является современным и эффективным, тогда как показатели южноафриканского рудника соответствуют среднеотраслевым значениям.

Vema с нуля построила рудник и обогатительную фабрику на месторождении "Джульетта" (эффективное производство, на котором занято всего 320 человек). Будучи успешным новым предприятием, рудник на месторождении "Джульетта" не обременен никакими проблемами, характерными для многих российских компаний, действовавших еще в советское время. Действительно, Vema удалось завоевать хорошую репутацию иностранной компании, успешно ведущей добычу и геологоразведочные работы в России. Судя по опыту рудника "Джульетта", можно сказать, что и месторождение "Купол", на котором пока ведутся только геологоразведочные работы, будет разрабатываться столь же современным и эффективным способом.

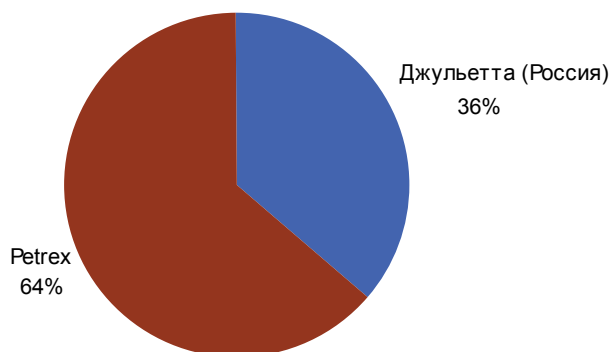
Совсем другая ситуация сложилась на южноафриканском руднике Vema – Petrex. Эта действующая компания была куплена Vema в 2003 году. Vema осуществила существенную реструктуризацию производства, прекратив разработку карьера в

надежде улучшить показатели. Однако улучшения нелегко даются компании, не в последнюю очередь из-за удорожания ранда, подстегнувшего рост издержек. Тем не менее, компании удалось повысить эффективность проекта, сменив руководство рудника, улучшив профессиональную подготовку персонала и условия работы (откачку воды из шахты).

Veta также владеет 50% чилийского проекта по разработке месторождения Refugio, на котором планирует построить самое современное производство. Затраты на добычу там должны быть относительно низкими, несмотря на небольшое содержание золота в руде, которое составляет в среднем лишь 0.8 г/т. Эксплуатировать рудник будет компания Kingross, которая является паритетным партнером Veta. Извлечение золота на руднике планируется осуществлять довольно простым методом кучного выщелачивания, поэтому деятельность предприятия вряд ли будет сопряжена с неприятными сюрпризами.

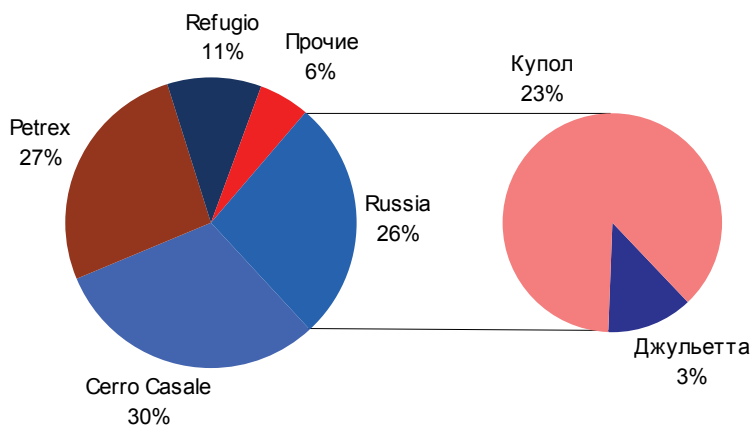
В 2004 году объем добычи на месторождении "Джультетта" составил 83 317 унций (36% от общего объема), а остальная часть (146 228 унций) поступила от Petrex. Добыча на Refugio началась только в этом году. Ожидается, что она составит 50 000 унций. Таким образом, совокупный объем добычи Veta в 2005 году будет равен 309 000 унций.

Структура добычи: в 2004 году добыча велась только на месторождениях "Джультетта" и Petrex



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Помимо трех эксплуатируемых рудников Veta также ведет геологоразведочные работы на нескольких месторождениях. Наиболее значимым из них является чукотское месторождение "Купол", которое характеризуется крупными запасами и высоким содержанием золота в руде. Кроме того, компания владеет миноритарным пакетом в размере 24% акций чилийского рудника Cerro Casalea (крупное месторождение меди и золота с низким содержанием металлов в руде). В октябре бывший владелец контрольного пакета (51%) Cerro Casale – компания Placer Dome – согласилась уступить свой пакет в пользу Veta в обмен на будущие денежные потоки или долю в добыче. Пока неясно, каким образом Veta собирается привлечь финансирование для освоения этого проекта. Из-за отсутствия подробной информации мы не стали включать этот проект в наши прогнозы, но учли в стоимости компании имеющиеся там ресурсы. Помимо "Купола" и Cerro Casale компания также владеет несколькими геологоразведочными проектами, наиболее интересным из которых представляется месторождение Monument Bay в Канаде. Тем не менее, в кратко- и среднесрочной перспективе стоимость компании определенно будет определяться успешной разработкой месторождения "Купол".

Структура запасов и ресурсов: значительная доля приходится на российские активы


*Серебро учтено в российских ресурсах.

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Значительный объем запасов и ресурсов

млн. унций	Запасы	Ресурсы	Всего
Джульетта	0.4	0.3	0.7
Купол	0.0	5.3	5.3
Petrex	0.9	5.3	6.2
Refugio	1.7	0.7	2.5
Cerro Casale	5.5	1.4	6.9
Прочие	0.0	1.3	1.3
Всего	8.5	14.4	22.9

Источник: данные компании

Структура запасов Вета позволяет составить представление о том, какие страны будут обеспечивать рост компании в будущем. При этом роль крупного южноафриканского рудника Petrex может быть двоякой:

- 1) Он может стать местом поглощения финансовых ресурсов компании, поскольку неконкурентоспособен из-за высокого уровня производственных расходов в связи с высоким курсом южноафриканского ранда; или
- 2) Будучи подразделением с высоким уровнем фиксированных расходов (то есть с большим операционным левереджем), он может стать прибыльным при высоких ценах на золото, оказывая непропорционально значительное положительное воздействие на финансовые показатели компании.

"Купол": руда с высоким содержанием золота и наличием серебра

"Купол" – одно из наиболее интересных в мире месторождений золота. Как уже упоминалось выше, именно в нем сосредоточена основная будущая стоимость Вета. В настоящее время запасы месторождения составляют более 5.3 млн. унций золота и серебра, причем в ходе геологоразведочных работ постоянно обнаруживаются новые жилы, что в дальнейшем, вероятно, будет способствовать увеличению ресурсов месторождения. Еще более впечатляющим является среднее содержание золота в руде, которое составляет 18.1 г/т, т.е. в 3.5 раза выше среднемирового показателя. Доля Вета составляет 75%, а еще 25% проекта принадлежит правительству Чукотки. Заметим, что губернатором Чукотки является Роман Абрамович, бывший основной акционер Сибнефти, который является активным поборником интересов бизнеса.

План разработки "Купола" предусматривает строительство рудника и обогатительной фабрики мощностью 1.3 млн. т руды в год при извлекаемости на уровне 90%. Соответственно, ежегодный объем добычи золота на руднике будет составлять более 700 000 унций. Ожидается, что предприятие будет введено в эксплуатацию в 2008 году. Оно станет вторым по размеру золотодобывающим предприятием в России

после принадлежащего "Полюсу" месторождения Олимпиадинское. Кроме того, благодаря наличию в руде большого количества серебра рудник на месторождении "Купол" будет занимать второе место в России по себестоимости. Это тоже весьма впечатляющая перспектива, учитывая, что себестоимость добычи золота в России и так является самой низкой в мире.

Cerro Casale: крупное чилийское месторождение, вокруг которого сложилась неопределенная ситуация

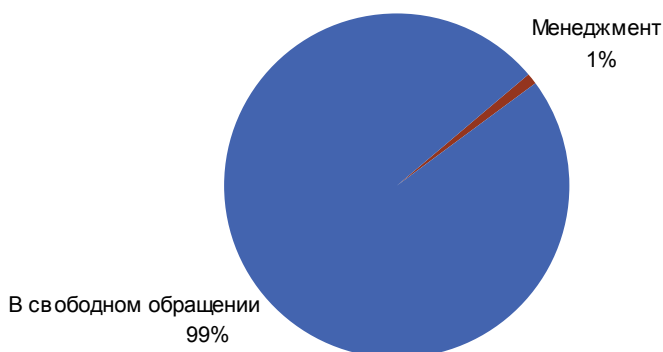
Cerro Casale – одно из крупнейших в мире неразработанных месторождений золота и меди, расположенное на севере Чили. Месторождение характеризуется низким содержанием металлов в руде (содержание меди – 0.26%, а золота – 0.7 г/т), но огромными совокупными ресурсами, которые оцениваются в 6.9 млн. унций золота и 0.8 млн. т меди. До октября этого года месторождение находилось в совместной собственности Placer Dome (одна из крупнейших в мире золотодобывающих компаний), Arizona Star и Bema Gold. Arizona Star частично принадлежит Bema, и в прошлом Bema в значительной степени контролировала деятельность менеджмента компании, но в последнее время Arizona Star приобрела большую самостоятельность.

В сентябре компания Placer Dome сообщила, что разработка Cerro Casale является экономически нецелесообразной. Bema и Arizona Star встретили это объявление с непониманием и сразу же его опровергли. В октябре Placer Dome согласилась продать свою долю (с оплатой \$10 млн. в момент начала строительства рудника и 190 000 унций золота с оплатой в рассрочку на 12 лет, либо за единовременную плату в размере \$70 млн.). Менеджмент Bema придерживается более оптимистичного мнения по поводу экономической целесообразности освоения проекта, хотя обойдется он недешево – сметная стоимость строительства составляет более \$1 млрд. Учитывая неопределенные перспективы разработки месторождения, мы включили Cerro Casale в нашу оценку стоимости Bema только в качестве геологоразведочного проекта.

Структура собственности

Акции Bema торгуются в Канаде (BGO CN), США (BGO US), в секции AIM LSE (BAU LN) и во Франкфурте (MDG GR). Удивительно, что менеджмент компании владеет очень небольшим количеством акций, а бумаги отличаются высокой ликвидностью: средний дневной объем торгов обычно составляет более \$5 млн., а годовой оборот превышает рыночную капитализацию компании.

Структура акционеров Bema отличается распыленностью



Источник: данные компании

Дочерние предприятия и инвестиции в акционерный капитал

Вета владеет акциями небольших предприятий, которые либо дополняют ее профильный бизнес, либо были удачно приобретены "по случаю". Однако эти инвестиции находятся на балансе не Вета, а других предприятий, что позволило Вете распределить риск, не теряя возможности получения прибыли по инвестициям, в то время как основные усилия менеджмента остались сосредоточенными на профильной деятельности. С этой точки зрения Вета является своего рода "инкубатором" небольших рискованных проектов. Это особенно касается компании Puma Minerals (CPW CN). Puma – это компания по добыче металлов платиновой группы, которая в настоящее время находится на этапе развертывания геологоразведочных работ. Компания владеет перспективным месторождением в Мурманской области. Вета владеет 55% акций Puma. Компания уже затратила на геологоразведку около \$3.6 млн., обнаружив месторождение МПГ с высоким содержанием металлов, запасы которого на сегодня оцениваются в 400 000 унций категории C2, а ресурсы – почти 4 млн. унций категории P2. Компания планирует продолжать геологоразведочные работы в расчете на то, что через несколько лет ей удастся доказать наличие запасов категории C2 в объеме нескольких миллионов унций.

Дочерние предприятия и инвестиции в акционерный капитал

	Доля	Примечание
Puma Minerals	55%	Разработка месторождения МПГ в России
Victoria Resources	32%	Геологоразведочные работы с целью обнаружения золота в США
Westview Resources	44%	Геологоразведочные месторождения с целью обнаружения никеля/МПГ в Канаде
Arizona Star	5%	Доля проекта Cerro Casale в размере 25%

Источник: данные компании

Victoria Resources (VIT CN) работает в Неваде. Она осуществляет геологоразведочные работы с целью обнаружения золота на ранее разработанных участках, где сохраняется потенциал обнаружения новых запасов.

Westview Resources (CWS.N CN) работает в Онтарио (Канада), где осуществляет геологоразведочные работы на месторождениях меди, никеля и МПГ.

Наконец, Arizona Star (AZS CN), которая раньше была под управлением Вета, а теперь действует автономно, является совладельцем проекта Cerro Casale.

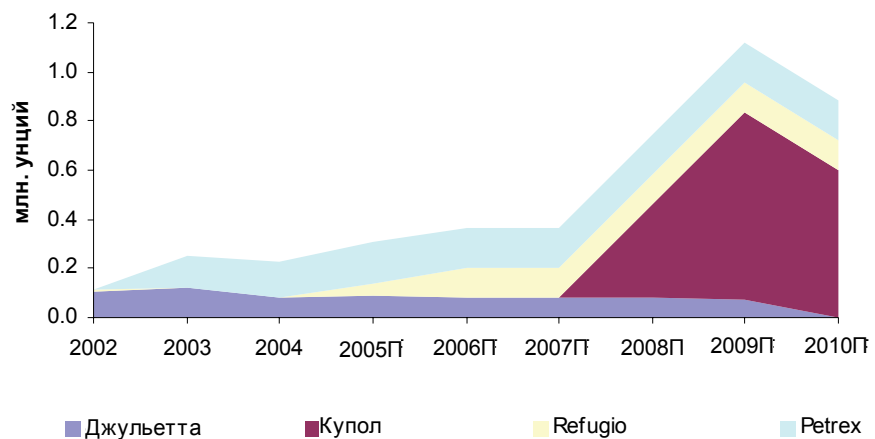
Финансовый обзор и прогнозы

Распределение выручки Вета в настоящее время соответствует объемам добычи – доля российского предприятия составляет 36%, а остальная часть поступает из ЮАР. Ввод в эксплуатацию в этом году рудника Refugio позволит компании получить еще один источник выручки. Еще через год можно ожидать поступления первой выручки месторождения "Купол". Основной сложностью для Вета является управление деятельностью в промежуточный период до получения первой выручки от "Купола". Это касается, главным образом, контроля над затратами, в частности, над административными расходами.

Выручка

Мы исходим из того, что Petrex будет продолжать работу в течение всего периода прогнозирования, поскольку имеющиеся ресурсы позволяют рассчитывать на это. Что касается "Джульетты", то ресурсов месторождения хватит для продолжения добычи до конца 2009 года, после чего рудник, по нашим прогнозам, будет закрыт. Добыча Refugio должна оставаться стабильной на уровне более 100 000 унций в год в течение всего периода прогнозирования. Выручка Veta будет определяться результатами освоения месторождения "Купол". В нашем финансовом прогнозе мы исходим из того, что эксплуатация "Купола" начнется в запланированные сроки, т.е. первое золото будет получено в конце 2007 года. Совокупный объем производства Veta должен повыситься с 229 545 унций в 2004 году до 1 млн. унций в 2010 году. Основными факторами, определяющими динамику затрат, будут объемы добычи и переработки руды, а также средний уровень денежных расходов каждого рудника. В случае с "Куполом" мы полагаем, что затраты будут низкими благодаря попутной добыче серебра. В наших прогнозах мы использовали данные ТЭО компании.

Структура добычи по рудникам



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Затраты

Хотя деятельность Veta в России характеризуется низкими затратами, средние расходы компании являются высокими из-за больших затрат южноафриканского рудника. В 2004 году с учетом всех опционов put средние денежные затраты Veta составляли \$315/унцию, что на 25% выше по сравнению со среднемировым показателем в \$253/унцию. В краткосрочной перспективе затраты компании будут определяться показателями рудника Petrex. Благодаря повышению эффективности рудника и смене руководства в 2004 году его показатели начали улучшаться. Снижение денежных затрат Veta ожидается после запуска в эксплуатацию рудника Refugio и улучшения ситуации на руднике Petrex. Однако наиболее ощутимые перемены к лучшему произойдут только после начала эксплуатации месторождения "Купол", поскольку масштабы этого проекта позволят резко снизить средние денежные издержки предприятия.

В начале периода прогнозирования затраты являются высокими, но затем снижаются до конкурентного уровня благодаря вводу в эксплуатацию месторождения "Купол"

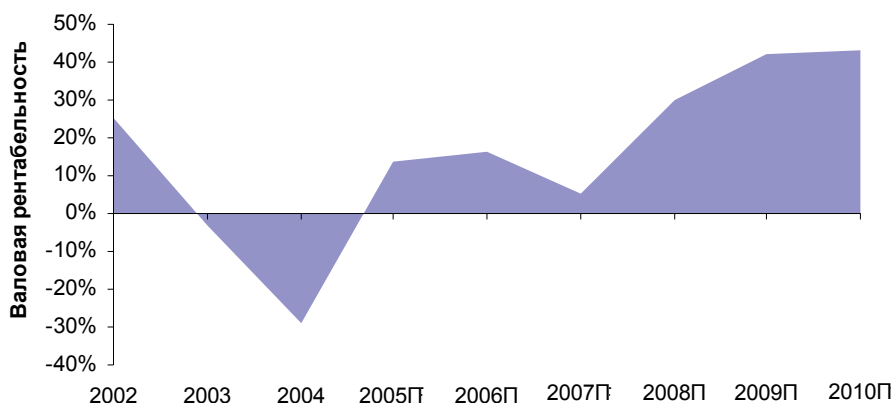
	2002	2003	2004	2005Г	2006Г	2007Г	2008Г	2009Г	2010Г
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	159	279	373	303	283	283	182	148	156

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Мы использовали прогнозируемые денежные затраты каждого рудника, но должны отметить отсутствие полной информации о структуре себестоимости реализации. Что касается износа и амортизация, то эта статья зависит от срока эксплуатации активов и технологии добычи. Для простоты мы прогнозируем эту статью как ежегодный объем добычи золота в виде процента от совокупных запасов действующих рудников, исходя из собственных прогнозов балансовой стоимости каждого рудника, составленного на основе исторических данных и прогнозируемых капвложений.

Коммерческие и административные затраты будут определяться инфляцией и масштабами деятельности Veta. Заметим, что, по нашим прогнозам, Veta Gold будет иметь значительный объем заемного финансирования, предназначенного, в первую очередь, для освоения месторождение "Купол". Хотя Veta работает в разных странах, в наших прогнозах мы исходили из того, что компания будет уплачивать налог на прибыль по российской ставке в 24%.

Валовая рентабельность: повышение будет обеспечено улучшением ситуации в Petrex и началом эксплуатации "Купола"



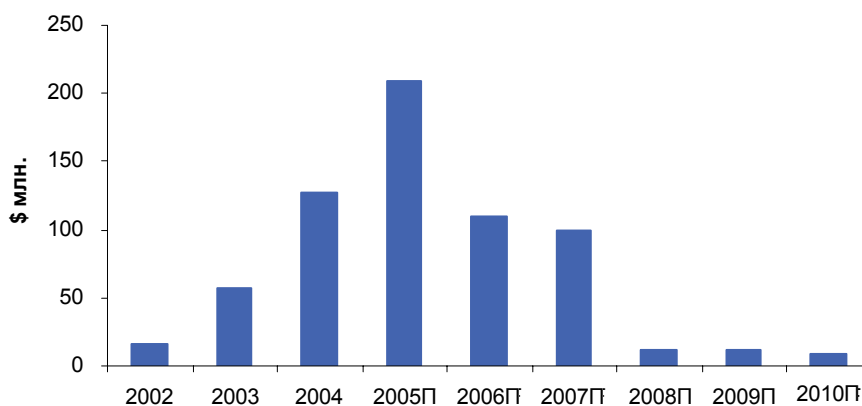
Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Капвложения

По нашим прогнозам, капвложения Veta в этом году составят около \$200 млн. и еще более \$200 млн. в следующие два года. Деньги будут направлены на запуск в эксплуатацию рудника на месторождении "Купол", возобновление добычи на Refugio, поддержание деятельности рудника "Джульетта" и реформирование Petrex. Наибольшая доля капвложений будет выделена на строительство рудника и обогатительной фабрики на "Куполе", а остальные деньги будут направлены на поддержание деятельности.

В ближайшие годы на капвложения будет направляться значительный объем свободных денежных потоков. Кроме того, для выполнения заявленных планов роста компании потребуются привлечь значительный объем заемного финансирования (которое уже организовано).

В краткосрочной перспективе ожидаются крупные капвложения для выполнения заявленных планов роста, к 2008 году объем капвложений снизится до уровня, необходимого для поддержания деятельности



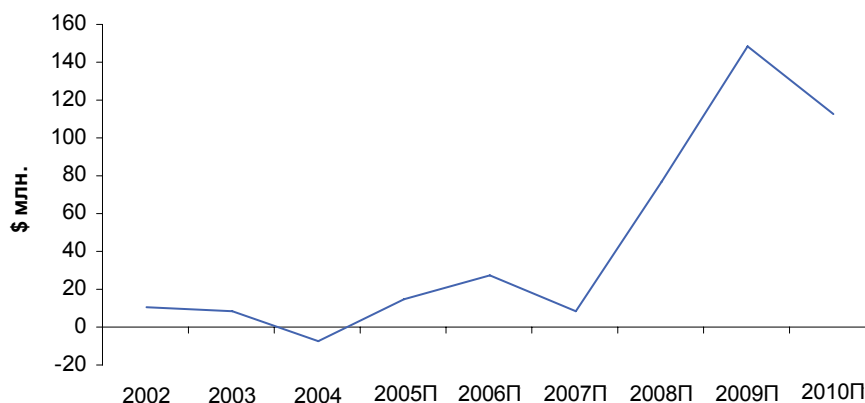
Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Баланс и денежные потоки

Ожидается повышение долга на балансе Вета. Он снизится только после того, как в 2008 году будет введено в эксплуатацию месторождение Купол. Вета вряд ли будет испытывать трудности с пополнением рабочего капитала, поскольку такие трудности вообще не характерны для золотодобывающей отрасли. Поэтому дебиторская и кредиторская задолженность вряд ли будут представлять для компании серьезную проблему.

Мы думаем, что Вета попытается привлечь акционерный капитал в дополнение к заемному финансированию (хотя это и невозможно прогнозировать) в связи с тем, что первая прибыль на "Куполе" будет получена только через три года после начала добычи. В октябре Вета уже выпустила акции на сумму \$121 млн. Заметим, что в связи с высоким объемом капвложений, запланированным на ближайшие годы, компания не сможет выплачивать дивиденды.

Операционные денежные потоки: в долгосрочной перспективе средний объем стабилизируется на уровне чуть выше \$100 млн.



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Отчет за первое полугодие 2005 года оказался почти бесполезным; приближается фаза резкого роста

Результаты Вема за первое полугодие этого года по US GAAP оказались слабыми, но не принесли особых сюрпризов, поскольку и компания, и рынок настроены на будущие достижения. Добыча золота в первом полугодии составила 114 411 унций, что на 7.1% больше по сравнению с аналогичным периодом минувшего года. Объем реализации составил 105 216 унций золота (рост на 1.2%). Повышение выручки на 7.3% было обусловлено в основном удорожанием золота. Хотя компания сумела сдержать рост совокупных денежных затрат, которые составили \$337/унцию (в первом полугодии минувшего года – \$332/унцию), себестоимость реализации увеличилась на 13.6% в связи с возобновлением добычи на руднике Refugio. Южноафриканский рудник оказал негативное воздействие на показатели Вема в связи с высокими денежными затратами. Улучшение ситуации там началось только в конце первого полугодия. Компания сумела сдержать рост коммерческих и административных затрат, которые составили \$6 млн.

Чистый убыток вырос более чем в два раза и составил \$27 млн. в связи с единовременными убытками по деривативам – в первом полугодии 2004 года Вема отразила в отчетности "бумажный" доход по операциям с деривативами в размере более \$18 млн., тогда как в первом полугодии этого года компания получила убыток по деривативам в размере \$3 млн.

Чистая сумма долга к концу первого полугодия значительно увеличилась и составила \$162 млн. (в конце 2004 года – \$47 млн.). Это обусловлено в основном большими капвложениями и затратами на геологоразведку за отчетный период, которые составили \$94 млн. (только на "Купол" было затрачено более \$66 млн.). Ожидается, что во втором полугодии компания продолжит осуществление капвложений на месторождение "Купол". Осуществленное в октябре размещение акций на \$12 млн. было призвано снизить объем долга и привлечь деньги на развитие.

Значение отчета о прибылях и убытках за первое полугодие невелико

\$ млн., CA GAAP	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	41	44	7.3%
Себестоимость реализации	-52	-59	13.6%
Валовая прибыль	-11	-15	36.9%
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>-26.8%</i>	<i>-34.2%</i>	
Коммерческие и административные затраты	-6	-6	1.0%
Операционная прибыль	-17	-21	24.7%
EBITDA	-7	-12	63.2%
<i>Рентабельность EBITDA</i>	<i>-17.4%</i>	<i>-26.5%</i>	
Процентные доходы	-4	-3	-40.4%
Прочие неоперационные затраты	8	-6	-177.5%
Налог на прибыль	-1	3	-605.0%
Доли миноритариев	0	0	-70.6%
Чистая прибыль	-13	-27	102.5%
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>-32.9%</i>	<i>-62.0%</i>	

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Вывод: хорошие перспективы роста благодаря крупным проектам

Vema Gold – одна из крупнейших в России золотодобывающих компаний по рыночной капитализации. Компания владеет крупным месторождением мирового класса "Купол", которое начинает привлекать все большее внимание инвесторов. Учитывая, что рост компании будет обеспечиваться в основном российскими проектами, мы включили Vema в перечень освещаемых нами золотодобывающих предприятий. Мы учли чилийский проект Cerro Casale в оценке стоимости Vema в качестве геологоразведочного проекта, однако он может стать мощным катализатором роста компании. Ситуация вокруг этого рудника станет более понятной после того, как появится дополнительная информация о составе его владельцев и планах разработки.

Основной задачей Vema является выполнение заявленных планов развития в намеченные сроки. Ожидается, что компания будет постоянно нуждаться в новых денежных вливаниях. Vema пока точно выполняет график намеченных работ, поэтому мы думаем, что у нее есть шанс начать эксплуатацию месторождения "Купол" в 2008 году в соответствии с намеченным планом. С выпуском этого отчета мы начинаем аналитическое освещение Vema Gold. Наша рекомендация по акциям компании – "Покупать". Прогнозируемая цена на конец 2006 года – \$3.53, что на 32.9% выше текущих рыночных котировок.

Прогноз финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	36	87	92	135	162	144	293	439	346
Себестоимость реализации	-15	-72	-99	-94	-104	-104	-136	-166	-138
Валовая прибыль	22	15	-6	41	58	40	157	273	208
Коммерческие и административные затраты	-4	-7	-10	-15	-18	-18	-20	-20	-21
ЕВГДА	17	8	-17	27	40	22	137	253	188
Амортизация	-12	-18	-20	-23	-32	-32	-69	-88	-59
Операционная прибыль	5	-10	-37	4	8	-11	68	165	129
Чистые процентные расходы	-8	-7	-7	-9	-14	-22	-23	-18	-11
Прочие расходы/доходы	0	-7	-35	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	-3	-24	-80	-5	-6	-33	45	147	118
Налог на прибыль	-1	-6	0	1	1	8	-11	-35	-28
Доли миноритариев	0	0	0	0	0	0	-23	-46	-36
Чистая прибыль	-3	-31	-80	-4	-4	-25	11	66	54

Баланс

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	17	31	87	50	5	10	10	81	184
Товарно-материальные запасы	10	15	16	17	19	19	29	36	28
Дебиторская задолженность	2	6	8	11	13	12	24	36	28
Прочие текущие активы	4	8	10	10	10	10	10	10	10
Всего текущие активы	33	60	122	88	48	52	74	163	251
Основные фонды	149	304	419	605	682	749	690	613	563
Инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные активы	24	69	53	53	53	53	53	53	53
Всего долгосрочные активы	173	373	471	657	735	801	743	666	616
Всего активы	206	433	593	745	783	853	816	829	867
Краткосрочный долг	11	46	4	1	38	133	67	0	0
Кредиторская задолженность	4	23	32	32	37	37	56	70	54
Прочие текущие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Всего текущие обязательства	15	69	36	33	75	170	123	70	54
Долгосрочный долг	18	7	130	175	175	175	175	175	175
Прочие долгосрочные обязательства	6	83	92	92	92	92	92	92	92
Всего долгосрочные обязательства	25	90	222	267	267	267	267	267	267
Доли миноритариев	1	1	3	3	3	3	3	3	3
Всего акционерный капитал	165	273	333	443	439	413	424	491	544
Всего обязательства и акционерный капитал	206	433	593	745	783	853	816	829	867

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	-3	-31	-80	-4	-4	-25	11	66	54
Амортизация	12	18	20	23	32	32	69	88	59
Изменение рабочего капитала	0	6	4	-4	0	2	-3	-6	0
Прочее	1	15	48	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	10	8	-8	15	27	9	77	148	113
Капвложения	-16	-57	-128	-209	-109	-99	-11	-11	-9
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	-6	23	-4	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-22	-34	-132	-209	-109	-99	-11	-11	-9
Изменение суммы долга	-	24	81	42	37	95	-66	-67	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	24	16	115	114	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	24	40	196	156	37	95	-66	-67	0

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Модель DCF Bema Gold

\$ млн.	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	92	135	162	144	293	439	346	325	326	327	328	329
Операционные затраты	-109	-108	-122	-122	-156	-186	-158	-154	-155	-157	-158	-159
ЕВITDA	-17	27	40	22	137	253	188	171	171	169	170	171
Амортизация	-20	-23	-32	-32	-69	-88	-59	-51	-52	-54	-56	-59
Операционная прибыль (ЕВIT)	-37	4	8	-11	68	165	129	120	119	115	114	111
Минус: налог на прибыль		-1	-2	3	-16	-40	-31	-29	-29	-28	-27	-27
Минус: капвложения		-209	-109	-99	-11	-11	-9	-9	-7	-7	-7	-7
Минус: изменения рабочего капитала		-4	0	2	-3	-6	0	0	0	0	0	0
Плюс: амортизация		23	32	32	69	88	59	51	52	54	56	59
Свободный денежный поток		-187	-71	-73	107	197	148	133	136	135	136	137
Коэффициент дисконтирования (WACC)			1.00	1.11	1.23	1.36	1.51	1.67	1.85	2.05	2.28	2.52
PV будущего свободного денежного потока			-71	-66	87	144	98	79	73	66	60	54

Совокупная PV будущего свободного денежного потока	525
---	------------

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	137
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконтирования	10.8%
Остаточная стоимость, \$ млн.	2,470
PV остаточной стоимости, \$ млн.	979

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущий свободный денежный поток, \$ млн.	1,504
Минус: чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	126
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	3
Стоимость геологоразведочных проектов	215
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	1,591

Кол-во обыкновенных акций, млн.	451
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	3.53

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.5%
Безрисковая ставка в России	7.0%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.00
Премия за риск инвестиций в российские акции	4.0%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.00
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.13
Стоимость акционерного капитала	11.5%

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	15.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.8%
Акционерный капитал, % от капитализации	85.0%
Стоимость акционерного капитала	11.5%
WACC	10.8%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обычн.+прив.), \$ 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 основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММВБ и рынке АДР

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (04П)	176
Рын. стоимость обычн. акций	1,000
Рын. стоимость прив. акций	
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	1,000
Совокупная капитализация	1,176

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

PETER HAMBRO MINING: УСПЕШНАЯ КОМПАНИЯ, НО ПЛАНЫ РАЗВИТИЯ НЕ РАСКРЫВАЮТСЯ

Peter Hambro Mining является крупнейшей в России публичной золотодобывающей компанией, обладающей широким спектром активов от разрабатываемых рудников до геологоразведочных проектов на начальной стадии. После осуществления IPO четыре года назад Peter Hambro успешно развивает свою деятельность и создает прочный фундамент для будущего роста путем покупки новых лицензий, в том числе и таких, которые обеспечивают эффект синергии с действующим производством. Однако пока неясно, каким образом будет обеспечен рост предприятия. Активов компании достаточно для повышения добычи, но инвесторам пока не хватает информации о том, каким образом будет профинансировано повышение производства, какие месторождения будут разрабатываться в первую очередь, и в какую сумму это обойдется. В результате инвесторам приходится целиком и полностью полагаться на заявления компании, и пока они это делают с готовностью.

Обзор: высокий потенциал роста, но ощущается нехватка детальной информации

Peter Hambro разместила акции в секции AIM LSE в 2002 году. С тех пор ее бумаги подорожали почти в 5 раз. Такой успех стал возможен благодаря хорошим результатам и низкой себестоимости добычи на основном месторождении компании (Покровское), а также способностями председателя совета директоров Питера Хамбро (по имени которого названа компания), которому удалось убедить инвесторов в привлекательности российской золотодобывающей компании, отличающейся низкими затратами и прекрасными перспективами роста. После IPO компания приобрела целый ряд интересных лицензий, однако пока не обнародовала подробной информации о планах своего развития, заявив только, что к 2009 году планирует довести добычу до 1 млн. унций. Тем не менее, компания продолжает осуществление геологоразведочных работ и, судя по ее производственным результатам, вскоре она может обнародовать график ввода в эксплуатацию новых рудников, в частности – на многообещающем месторождении "Маломир". Добыча компании в 2004 году составила 209 000 унций, что на 40.4% больше показателя за предыдущий год.

Компания обладает большими ресурсами категорий P2 и P3. Ресурсы этих категорий характеризуются низкой вероятностью обнаружения золота и требуют проведения больших геологоразведочных работ для перевода их в категорию рентабельных запасов. Компания проводит дополнительные буровые работы и доказывает новые запасы только тогда, когда это становится необходимо. Столь уникальный подход имеет много преимуществ. В первую очередь, он позволяет снизить затраты на геологоразведку. Но в нем кроется и опасность того, что имеющиеся крупные запасы окажутся обманчивыми, и компания не сможет обеспечить планируемое повышение добычи.

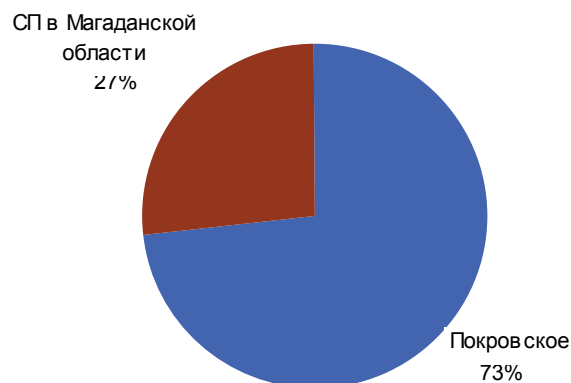
Вне зависимости от мнения инвесторов о ресурсной базе компании, им стоит обратить внимание на тот факт, что у Peter Hambro осталось лишь три года на то, чтобы повысить добычу до 1 млн. унций. Если только компания не собирается купить какое-нибудь действующее добывающее предприятие, эта цель представляется нам все менее осуществимой.

Производственная деятельность и активы

Основной рудник Peter Hambro расположен на месторождении Покровское и разрабатывается открытым способом. Добыча характеризуется очень низкой себестоимостью, и месторождение обладает достаточным потенциалом для повышения объемов производства. Это основное месторождение Peter Hambro, добыча на котором началась шесть лет назад, и все проблемы начального этапа остались в прошлом. Поблизости от месторождения Покровское находится месторождение "Пионер", обладающее примерно такими же запасами. Его разработка облегчается благодаря близости к месторождению Покровское. Peter Hambro также является участником СП, которое разрабатывает россыпное месторождение в Магаданской области. Совокупная добыча компании в минувшем году составила 209 000 унций.

Помимо находящихся в эксплуатации рудников Peter Hambro владеет несколькими геологоразведочными лицензиями. В первую очередь, разработка начнется, по-видимому, на месторождении "Маломир" в Амурской области, на котором сосредоточено 19% ресурсов компании. Об этом говорит тот факт, что компания давно скупает лицензии на прилегающие к нему участки, и запланировала осуществление масштабных геологоразведочных работ для уточнения контуров рудных тел. Кроме того, там уже начались подготовительные работы по строительству необходимой инфраструктуры (дорог, телефонных линий и т.д.). Peter Hambro также ведет геологоразведочные работы на лицензионном участке "Токур" (тоже в Амурской области), который разрабатывался раньше, но обладает достаточно хорошим, хотя и ограниченным, потенциалом. Однако основным приоритетом для компании все-таки является месторождение "Маломир". Peter Hambro также владеет компанией Ямалзолото, которой принадлежит небольшое, но богатое месторождение золота на Крайнем Севере.

Структура добычи в 2004 году: основной вклад был обеспечен месторождением Покровское

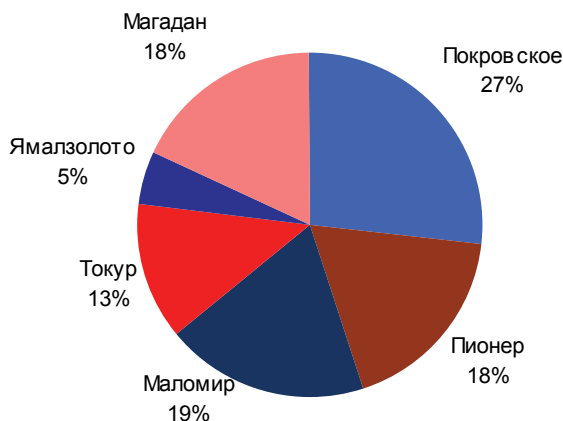


Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Учитывая близость месторождений Покровское и "Пионер", их можно считать одним участком, на котором сосредоточено 45% ресурсов Peter Hambro. Именно здесь сейчас осуществляется основная добыча, и участок обладает наилучшими перспективами для повышения объемов производства в ближайшем будущем. На втором разрабатываемом Peter Hambro месторождении, которое расположено в Магаданской области, сосредоточено 18% ресурсов компании. Мы не ожидаем никаких изменений в графике разработки этого участка.

Что касается долгосрочных перспектив роста добычи, то наиболее вероятным кандидатом представляется месторождение "Маломир", на котором сосредоточено 19% совокупных запасов. Однако, как мы уже говорили, Peter Hambro пока не обнародовала никакой информации о планах деятельности на этом участке. Месторождение "Токур" и компания Ямалзолото в данный момент рассматриваются только в качестве запасных вариантов для обеспечения роста компании в будущем.

Огромная ресурсная база: разработка месторождений "Пионер" и "Маломир" позволит довести добычу до 1 млн. унций



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Запасы и ресурсы: основные запасы сосредоточены на месторождении Покровское. Ресурсы распределены более равномерно

млн. унций	Запасы	Ресурсы	Всего
Покровское	1.7	0.6	2.3
Пионер	0.0	1.5	1.5
Маломир	0.0	1.5	1.5
Токур	0.4	0.6	1.0
Другие участки в Амурской области	0.0	0.0	0.0
Ямал	0.0	0.4	0.4
Магадан	0.6	1.0	1.5
Всего	2.7	5.6	8.3

Источник: данные компании

Покровское/"Пионер": основной источник выручки

Эксплуатация месторождения Покровское началось в 1999 году, и с тех пор рудник демонстрирует очень хорошие результаты. Руда отличается низким содержанием золота, но является легкообогащаемой, что позволяет удерживать денежные производственные затраты на уровне \$107/унцию (данные 2004 года). Peter Hambro намерена расширять производство путем наращивания мощности обогащательной фабрики с 1.5 млн. т руды до 2.2 млн. т к концу 2006 года. Поскольку обогащательное производство является легко масштабируемым, затраты на повышение мощности будут низкими – примерно \$4 млн. Помимо оборудования для измельчения руды на комбинате имеется несколько площадок кучного выщелачивания, на которых перерабатывается руда с низким содержанием золота.

Месторождение "Пионер", которое находится лишь в 40 км от рудника "Покровский", является наиболее вероятным кандидатом на разработку с целью повышения добычи. Месторождение сопоставимо по размерам и характеристикам с месторождением Покровское, поэтому операционные результаты построенного на нем рудника тоже будут сопоставимыми. Peter Hambro в настоящее время готовит технико-экономическое обоснование разработки этого рудника. Мы думаем, что добыча на нем начнется не раньше 2008 года. Благодаря наличию поблизости готовой инфраструктуры и опыту работы компании в этом регионе, начальные затраты на запуск рудника в эксплуатацию будут невелики.

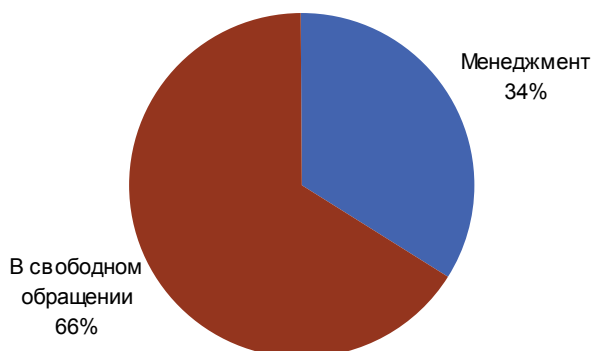
"Маломир": катализатор роста

Ранее в этом году Peter Hambro выиграла аукцион на право разработки месторождения "Маломир", расположенного в Амурской области. Компания давно присматривалась к этому месторождению и, готовясь к его покупке, несколько лет назад приобрела геологоразведочные лицензии на смежные участки. Запасы месторождения категории C2 составляют 1.5 млн. унций, а ресурсы категории P1 – 4.3 млн. унций. После дополнительных геологоразведочных работ классификация этих ресурсов может быть повышена. Учитывая такой объем запасов, на месторождении возможно строительство очень крупного рудника. Компания пока не обнародовала своих планов в отношении этого месторождения, но мы думаем, что оно, скорее всего, будет разрабатываться открытым способом, как и месторождение Покровское.

Структура собственности

Большой пакет акций Peter Hambro принадлежит менеджменту – заместитель председателя совета директоров Павел Масловский является крупнейшим акционером и владеет 25% акций, а Питеру Хамбро принадлежит 8%. Кроме того, акциями компании владеет множество институциональных инвесторов. Бумаги Peter Hambro характеризуются высокой ликвидностью.

Структура акционеров: большая доля акций принадлежит менеджменту



Источник: данные компании

Финансовый обзор и прогноз

Благодаря хорошим производственным результатам компания сумела завоевать доверие инвесторов, в результате чего ее акции значительно выросли в цене. Основным вопросом сейчас является дальнейшее развитие компании и разработка новых месторождений, в частности – месторождения "Маломир". К сожалению, компания пока не обнародовала никаких планов его разработки. Мы не учли месторождение "Маломир" и другие месторождения в нашей оценке стоимости компании из-за нехватки информации, на которой можно было бы строить какие-либо предположения. Но мы учли в оценке имеющиеся запасы месторождений по категориям.

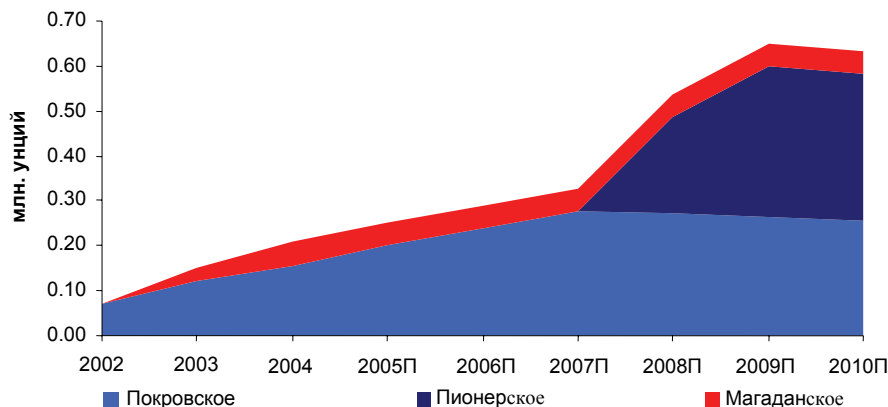
Выручка

Мы исходим из того, что добыча на месторождении Покровское будет увеличиваться, несмотря на снижение содержания золота в руде из-за первоочередной разработки наиболее богатых участков. Хотя никаких планов разработки месторождения "Пионер" пока не обнародовано, мы включили его в нашу оценку стоимости, поскольку оно расположено поблизости от Покровского и на нем уже начались подготовительные

работы. Мы прогнозируем начало добычи в 2008 году. Мы предположили, что добыча на россыпном месторождении в Магаданской области будет оставаться постоянной в течение периода прогнозирования, а небольшой осуществляемый там проект добычи рудного золота истощит имеющиеся запасы к 2010 году.

Ожидается, что совокупный объем добычи золота компанией повысится с 209 000 унций в 2004 году до примерно 660 000 унций в 2009 году, а затем будет постепенно снижаться из-за уменьшения содержания золота в руде Покровского месторождения.

Структура добычи по месторождениям



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Затраты

Затраты Peter Hambro всегда были очень низкими. На месторождении Покровское компания добилась повышения масштабов добычи до такого уровня, на котором затраты будут оставаться невысокими. Затраты на месторождении "Пионер", скорее всего, будут аналогичными. Денежные затраты компании на основном руднике составляют всего лишь \$135/унцию, что на 38.6% ниже среднеотраслевого показателя в России. Однако денежные затраты на россыпном месторождении в Магаданской области значительно выше и в 2004 году составляли \$307/унцию (результаты этого рудника не консолидируются в отчетности Peter Hambro, поскольку компания разрабатывает его в рамках СП). Месторождение обеспечивает определенную выручку и прибыль, поэтому компания не собирается его закрывать, но и увеличивать там добычу тоже не планирует. Основную угрозу для уровня затрат компании в дальнейшем представляют инфляция и удорожание рубля, но мы думаем, что расширение добычи на месторождении Покровское (и ввод в эксплуатацию месторождения "Пионер") обеспечат экономию на масштабе и позволят сдержать рост затрат.

Очень низкий уровень затрат

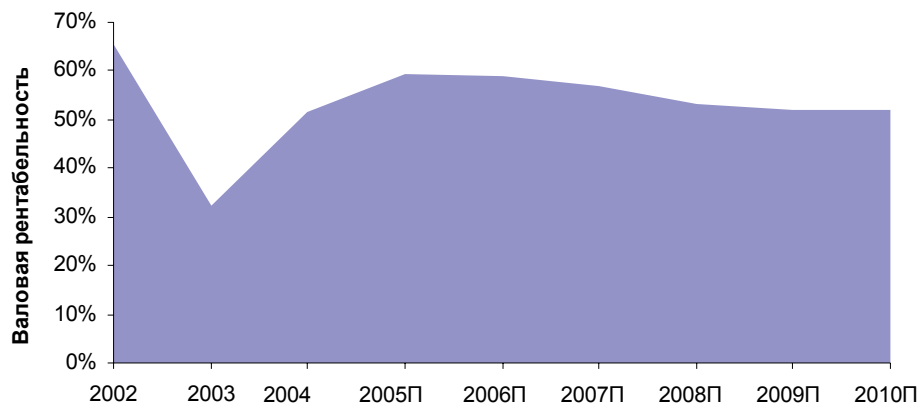
	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	130	132	135	140	140	140	158	162	162

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Износ и амортизация были установлены на основе уровня добычи в процентном отношении к совокупным ресурсам каждого действующего рудника. При этом мы исходили из собственных прогнозов балансовой стоимости каждого рудника, составленной на основе исторической стоимости и ожидаемых капвложений.

Динамика коммерческих и административных затрат будет определяться темпами инфляции и масштабом деятельности компании. Процентные расходы будут зависеть от уровня долговой нагрузки. Эти расходы невелики, а в дальнейшем будут снижаться благодаря повышению доходов.

Высокая и стабильная валовая рентабельность



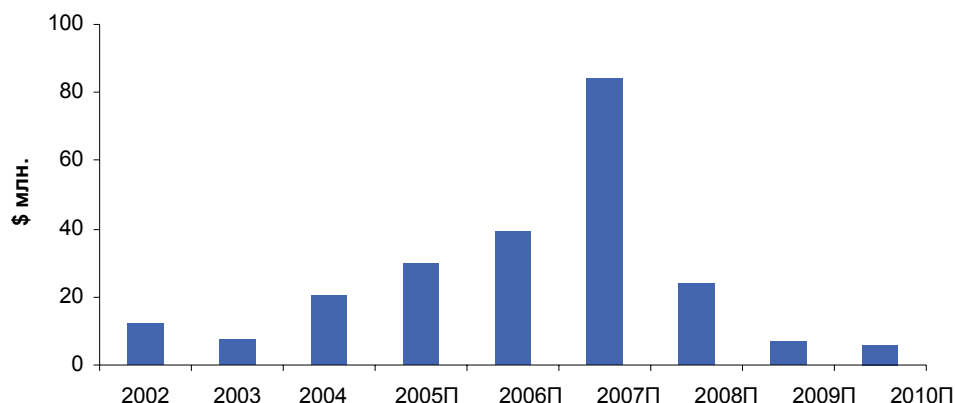
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Капвложения

Рудник Peter Hambro на месторождении Покровское отличается возможностью поэтапного наращивания мощности, что позволяет снизить удельный объем капвложений. Например, повышение мощности рудника на 46% с текущих 1.5 млн. т в год до 2.2 млн. т в год обойдется компании всего лишь в \$4 млн. Общая стоимость строительства рудника на месторождении "Пионер", по нашим оценкам, составит \$130 млн. Проект планируется ввести в эксплуатацию в 2008 году. Что касается рудника в Магаданской области, то мы не прогнозируем там никаких капвложений, кроме необходимых на поддержание деятельности.

Как мы уже говорили выше, из-за отсутствия данных мы можем оценить капзатраты только действующих рудников Peter Hambro. Заметим, что стоимость строительства такого крупного рудника, какой планируется построить на месторождении "Маломир", в связи с его удаленностью будет составлять минимум \$100 млн.

Капвложения в целом низкие. Небольшое их повышение произойдет только в период строительства рудника на месторождении "Пионер"



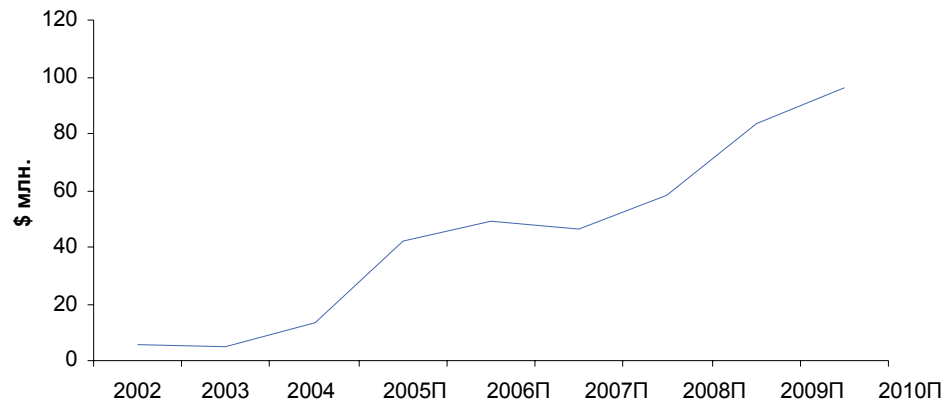
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Баланс и денежные потоки

Peter Hambro отличается хорошими балансовыми показателями. Чистые денежные средства на конец первого полугодия 2005 года составляли \$13 млн., но затем повысились благодаря эмиссии конвертируемых облигаций на \$140 млн. Объем рабочего капитала невелик, что вообще является характерным для золотодобывающей отрасли. Из-за информации о планах компании мы не можем прогнозировать будущие капвложения и объем заемных средств. Но, на наш взгляд, компания обладает возможностями для привлечения значительного объема заемного капитала, а строительство рудника на месторождении "Маломир" может

профинансировать за счет эмиссии акций. Объем денежных потоков в нашей модели в 2010 году и в последующий период принят на уровне \$100 млн.

Операционный денежный поток: стабильный на уровне \$100 млн.



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Хорошие результаты первого полугодия 2005 года

Отчет Peter Hambro за первое полугодие по UK GAAP продемонстрировал существенный прирост выручки, которая увеличилась на 56.6% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$36 млн.

Операционные затраты повысились на 58.3% до \$28 млн. В результате операционная прибыль увеличилась на 50.9% и составила \$8 млн. Компания не обнародовала подробных данных о структуре затрат, но, по нашим оценкам, показатель EBITDA за отчетный период увеличился на 58% до \$12 млн.

Приятным сюрпризом оказалось снижение долга компании, в результате чего процентные расходы упали на 53.6%. Чистая прибыль почти удвоилась и составила \$6 млн.

Основные показатели отчета о прибылях и убытках за первое полугодие 2005 года

\$ млн., UK GAAP	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	23	36	56.6%
Операционные затраты	-18	-28	58.3%
Операционная прибыль	5	8	50.9%
Операционная рентабельность	22.9%	22.1%	
EBITDA	8	12	58.0%
Рентабельность EBITDA	32.9%	33.2%	
Прочее	0	0	NM
Налог на прибыль	-1	-2	130.6%
Чистая прибыль	3	6	94.9%
Чистая рентабельность	14.2%	17.7%	

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Балансовые показатели остались очень хорошими. Сумма чистых денежных средств равнялась \$13 млн., что примерно соответствует показателю на начало года.

Совокупный объем добычи, относимый на долю Peter Hambro, в первом полугодии составил 102 178 млн. унций (рост на 37.5%). Прирост был обеспечен благодаря руднику на месторождении Покровское. Добыча на месторождении повысилась на 40.9% и составила 84 600 унций.

Компании удалось успешно сдерживать рост затрат. Так, операционные затраты составили лишь \$149/унцию, что является очень низким уровнем. По своей эффективности компания опережает практически все золотодобывающие компании в России.

Вывод: стабильная и рентабельная производственная деятельность; необходима дополнительная информация о планах дальнейшего развития

Peter Hambro – стабильное предприятие, доказавшее свою способность сдерживать рост затрат и обеспечивать прирост добычи. Несмотря на успехи, компания не спешит открывать карты, когда речь заходит о планах на будущее, хотя к 2009 году планирует довести объем добычи золота до 1 млн. унций. В портфеле компании имеются крупные месторождения, которые позволяют ей развиваться и после истощения месторождений Покровское/"Пионер". Что касается возможностей привлечения финансирования, то компания обладает достаточно прочным балансом, чтобы привлечь заемный капитал, не говоря уже о возможности выпуска акций. Однако пока компания не спешит реализовать имеющийся потенциал путем строительства новых рудников или проведения геологоразведочных работ для перевода ресурсов в категорию подтвержденных запасов. Поэтому текущая рыночная цена акций Peter Hambro представляется справедливой. Мы пересмотрели нашу модель финансовых показателей компании и повысили прогнозируемую цену на конец 2006 года с \$11.21 до \$11.99. Наша рекомендация по этим бумагам остается без изменения – "Держать".

Прогноз финансовых показателей

Income statement

\$ млн., UK GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	23	44	62	90	108	111	195	240	233
Себестоимость реализации	-4	-24	-23	-28	-33	-39	-77	-97	-95
Валовая прибыль	19	19	39	62	74	72	118	143	138
Коммерческие и административные затраты	-4	-7	-9	-13	-16	-19	-19	-24	-23
Прочие операционные затраты	0	4	5	6	6	3	3	3	3
ЕБИТДА	14	16	34	54	65	57	102	122	118
Амортизация	-4	-5	-7	-8	-11	-9	-14	-18	-17
Операционная прибыль	10	10	28	46	54	48	88	104	100
Чистые процентные расходы	-1	-2	-2	-6	-4	-3	-5	-3	1
Прочие расходы/доходы	0	1	-1	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	9	9	24	40	50	45	83	101	101
Налог на прибыль	-1	-5	-8	-10	-12	-11	-20	-24	-24
Доли миноритариев	-4	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Чистая прибыль	5	3	15	30	37	33	61	74	75

Баланс

\$ млн.	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	1	15	26	186	198	162	198	276	368
Товарно-материальные запасы	8	11	16	18	18	16	30	39	37
Дебиторская задолженность	5	14	18	15	18	18	32	39	38
Прочие текущие активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Всего текущие активы	14	40	59	219	233	196	260	354	443
Основные фонды	46	39	61	82	111	185	195	184	173
Инвестиции	1	12	19	33	33	33	33	33	33
Прочие долгосрочные активы	23	73	90	90	90	90	90	90	90
Всего долгосрочные активы	69	124	169	205	233	308	318	307	295
Всего активы	83	164	228	424	466	504	578	661	739
Краткосрочный долг	18	38	9	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	1	2	2	3	4	4	7	9	9
Прочие текущие обязательства	3	2	4	4	5	5	10	13	12
Всего текущие обязательства	23	42	16	7	9	9	17	22	21
Долгосрочный долг	12	4	4	144	144	144	144	144	144
Прочие долгосрочные обязательства	0	2	7	7	7	7	7	7	7
Всего долгосрочные обязательства	12	6	11	151	151	151	151	151	151
Доли миноритариев	1	1	2	2	2	2	2	2	2
Всего акционерный капитал	48	116	200	264	305	342	408	486	565
Всего обязательства и акционерный капитал	83	164	228	424	466	504	578	661	739

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., UK GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	5	3	15	30	37	33	61	74	75
Амортизация	4	5	7	8	11	9	14	18	17
Изменение рабочего капитала	-8	-13	-7	1	-1	2	-20	-11	2
Прочее	5	9	-2	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	6	5	13	39	47	44	56	81	94
Капвложения	-12	-8	-20	-30	-39	-84	-24	-7	-6
Приобретения	0	0	0	-14	0	0	0	0	0
Прочее	-1	-16	-25	4	4	4	4	4	4
Инвестиционный денежный поток	-14	-23	-45	-40	-35	-80	-20	-3	-2
Изменение суммы долга	-	12	-29	131	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	8	20	98	30	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	8	32	69	161	0	0	0	0	0

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Модель DCF Peter Hambro Mining

\$ млн.	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	62	90	108	111	195	240	233	226	220	213	207	201
Операционные затраты	-28	-35	-43	-54	-93	-118	-115	-114	-111	-109	-107	-103
ЕВИТДА	34	54	65	57	102	122	118	113	109	105	100	98
Амортизация	-7	-8	-11	-9	-14	-18	-17	-17	-18	-18	-18	-18
Операционная прибыль (ЕВИТ включая СП)	28	46	54	48	88	104	100	95	91	87	82	79
Минус: налог на прибыль		-11	-13	-12	-21	-25	-24	-23	-22	-21	-20	-19
Минус: капвложения		-30	-39	-84	-24	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Минус: изменения рабочего капитала		1	-1	2	-20	-11	2	1	1	1	1	1
Плюс: амортизация		8	11	9	14	18	17	17	18	18	18	18
Свободный денежный поток		15	12	-37	37	79	89	85	82	79	76	74
Коэффициент дисконтирования (WACC)			1.00	1.12	1.25	1.39	1.56	1.74	1.94	2.17	2.42	2.71
PV будущего свободного денежного потока			12	-33	30	57	57	49	42	36	31	27

Совокупная PV будущего свободного денежного потока	309
---	------------

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	74
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконтирования	11.7%
Остаточная стоимость, \$ млн.	1,159
PV остаточной стоимости, \$ млн.	428

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущий свободный денежный поток, \$ млн.	738
Минус: чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	-42
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	2

Стоимость геологоразведочных проектов	126
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	904
Кол-во обыкновенных акций, млн.	75

Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	11.99
---	--------------

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.5%
Безрисковая ставка в России	7.0%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.00
Премия за риск инвестиций в российские акции	4.0%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.25
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.39
Стоимость акционерного капитала	12.5%

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	12.6%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	5.8%
Акционерный капитал, % от капитализации	87.4%
Стоимость акционерного капитала	12.5%
WACC	11.7%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ 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 основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММВБ и рынке АДР

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (04П)	144
Рын. стоимость обыкн. акций	1,000
Рын. стоимость прив. Акции	
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	1,000
Совокупная капитализация	1,144

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

HIGH RIVER GOLD: НА ПОРОГЕ НОВЫХ СВЕРШЕНИЙ

High River Gold – канадская золотодобывающая компания среднего размера, владеющая активами в России и Буркина-Фасо (бывшая Верхняя Вольта). Главным активом компании является 84% в капитале одной из крупнейших российских золотодобывающих компаний Бурятзолото. High River Gold также заканчивает подготовку к вводу в эксплуатацию двух новых месторождений, первая выручка от которых ожидается уже в следующем году, а также владеет целым рядом геологоразведочных проектов в России и Буркина-Фасо. Хотя High River не имеет одного крупного актива, новости о котором могли бы служить катализатором роста котировок, компания действует весьма успешно, а цена ее бумаг представляется привлекательной.

Обзор: хорошие, хотя и не самые интересные активы

High River Gold – это канадская компания, которая ведет свою деятельность в России и Буркина-Фасо (бывшая Верхняя Вольта). Акции компании торгуются в Канаде с тикером HRG CN, а ее главный актив – это доля в капитале бурятской компании Бурятзолото (84%). Канадский рудник High River в минувшем году был закрыт в связи с истощением запасов. Аналогичная судьба через несколько лет ожидает и Бурятзолото. Для пополнения утраченных объемов добычи High River в следующем году планирует ввести в эксплуатацию два новых рудника, а также осуществляет целый ряд геологоразведочных проектов, которые пока находятся на начальных стадиях разработки. К 2007 году компания планирует добывать более 300 000 унций золота в год.

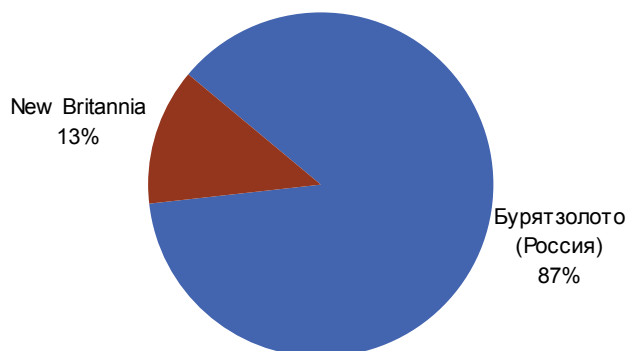
Производственная деятельность и активы

После закрытия канадского рудника в конце прошлого года у High River остался только один действующий рудник. Поэтому вся добыча компании в 2005 году будет обеспечена российским предприятием Бурятзолото. Положение компании должно резко улучшиться в 2006 году, когда будут введены в эксплуатацию два новых рудника – в России и в Буркина-Фасо.

В 2004 году добыча High River составила 178 905 унций. Вклад Бурятзолота был равен 87%, а остальной объем был добыт на канадском руднике New Britannia, который с тех пор был закрыт. В дальнейшем прирост добычи будет обеспечиваться:

- 1) В Буркина-Фасо, где High River владеет крупными активами, которые должны начать приносить прибыль в первом полугодии следующего года после ввода в эксплуатацию рудника Taramko проектной мощностью 140 000 унций (на проектную мощность рудник должен выйти в 2009 году).
- 2) На руднике Березитовый в Читинской области, который планируется пустить в эксплуатацию во втором полугодии 2006 года (проектная мощность – около 100 000 унций в год). Ожидается, что рудник Березитовый позволит восполнить падение добычи у Бурятзолота, однако основной прирост добычи у High River в дальнейшем будут обеспечивать африканские активы.

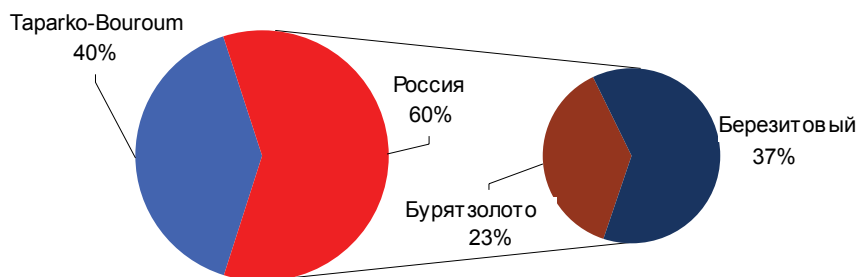
Добыча: рудник New Britannia закрыт; в 2006 году вся добыча золота HRG будет обеспечена компанией Бурятзолото



Источник: данные компании

Запасы и ресурсы месторождений компании в Бурятии и Буркина-Фасо были аудированы в соответствии с западными стандартами, в то время как запасы действующего рудника Бурятзолото соответствуют российской классификации. По состоянию на конец 2004 года основные ресурсы Highland River были сосредоточены в России. Однако основной объем геологоразведочных работ осуществляется компанией в Буркина-Фасо. География запасов может резко измениться в случае обнаружения нового крупного месторождения.

Запасы и ресурсы сосредоточены в основном в России



Источник: данные компании

Запасы и ресурсы

млн. Унций	Запасы	Ресурсы	Всего
New Britannia	0.0	0.5	0.5
Тарарко-Буррум	0.7	0.7	1.4
Бурятзолото	0.3	0.4	0.8
Березитовый	1.1	0.1	1.3
Всего	2.2	1.8	3.9

Источник: данные компании

Высокий потенциал золотодобычи в Буркина-Фасо

High River в настоящее время готовит к запуску в эксплуатацию рудник Тарарко-Буррум в Буркина-Фасо проектной мощностью 140 000 унций золота в год. Эксплуатация должна начаться в первом полугодии следующего года, а на проектную мощность добыча выйдет в 2009 году. Этот рудник не только обеспечит рост показателей компании в ближайшей перспективе, но и станет базовым активом для экспансии компании в этой стране. В этих целях High River минувшим летом

купила геологоразведочную компанию Jilbey Gold Exploration Burkina Faso, которая владеет соседним участком с запасами золота на уровне 150 000 унций. High River планирует увеличить объем геологоразведочных работ на участке Jilbey в целях уточнения запасов (предварительные результаты выглядят многообещающе). Кроме того, покупка сделала High River крупнейшей золотодобывающей компанией страны и основным местным партнером для потенциальных новичков.

Бурятзолото: ведущий производитель, консолидация продолжится?

Основным активом High River в настоящее время является компания Бурятзолото, которая разрабатывает два довольно истощенных рудника: "Ирокинда" и "Зун-Холба". Добыча на обоих рудниках ведется уже более 10 лет. По нашим прогнозам, запасы на руднике "Ирокинда" полностью истощатся к 2007 году, а на "Зун-Холба" – к 2011 году. В связи с истощенными запасами рудников и снижением содержания золота в руде добыча на них понижается, а затраты растут. Средние денежные затраты Бурятзолото в 2003 году составляли \$174/унцию, в 2004 году – \$223/унцию, а в первом полугодии текущего года – \$239/унцию.

В течение 2004 года компания осуществила два обмена акциями для консолидации контроля над Бурятзолотом, увеличив свое участие с 54% до 84%. Судя по коэффициентам обмена, доли миноритариев при этом были размыты. Однако размывание было не слишком сильным. Это обусловлено тремя причинами. Во-первых, в обмене участвовали акции Бурятзолото нескольких классов. Во-вторых, оценка обмена из соотношения один к одному, вероятно, завышает реальную стоимость акционерного капитала Бурятзолото. В третьих, акции High River более ликвидны, чем акции Бурятзолото. В настоящее время доля миноритариев в капитале Бурятзолото составляет 16%. High River заявляет, что хочет завершить консолидацию, но никаких предложений по поводу обмена этого пакета пока не сделала. Дальнейшее развитие ситуации целиком и полностью зависит от намерений менеджмента High River, в то время как акционерный капитал Бурятзолото постепенно обесценивается из-за того, что оставшийся срок эксплуатации рудников ограничен.

Арбитраж на акциях HRG и Бурятзолото в рамках состоявшихся обменов: недостаточная ликвидность

Дата сделки	Цена HRG, \$	Цена BRZL, \$	Коэффициент обмена	Подразумеваемая стоимость BRZL, \$	Размывание стоимости
24.8.04	1.03	16.85	11.76	12.15	-27.9%
9.12.04	1.23	16.65	11.76	14.43	-13.3%
Текущая цена (9.11.05)	1.05	12.00	11.76	11.43	-4.8%

Источник: данные компаний; Bloomberg; оценки "Атона"

Другие российские активы: рост в краткосрочной перспективе будет обеспечивать месторождение Березитовое

В целях восстановления истощенных запасов Бурятзолото High River готовит к эксплуатации месторождение Березитовое. Его эксплуатация должна начаться во втором полугодии следующего года, а проектная мощность рудника составляет около 100 000 унций. Месторождение находится в Амурской области, богатой месторождениями золота. Там уже давно работает компания Peter Hambro, а недавно туда пришел и "Полюс". Мы не удивимся, если High River расширит свое присутствие в области, купив еще несколько лицензий, чтобы повысить производительность обогатительного комбината, который планируется запустить в эксплуатацию в 2006 году.

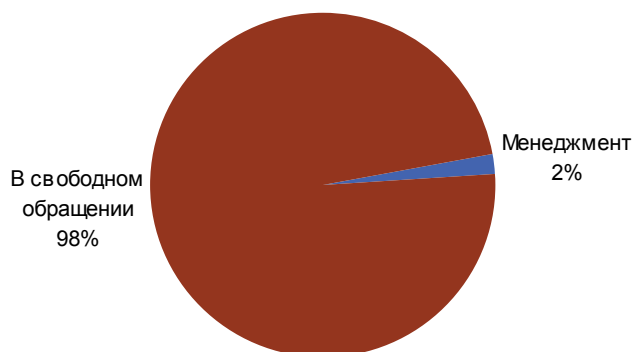
Наконец, ранее в этом году High River купила лицензию на месторождение Новофирское в Алтайском крае, где осуществляет геологоразведочные работы

начального этапа. Ресурсы P2 месторождения составляют 1.6 млн. унций (включая серебро в золотом эквиваленте).

Структура собственности

Акции High River торгуются в Канаде (HRG CN). Компания активно использует свои акции в качестве платежного инструмента при поглощении других предприятий. Это свидетельствует о том, что компания более умело использует преимущества фондовых рынков по сравнению с российскими аналогами. В 2005 году High River путем обмена акциями повысила свою долю в капитале Бурятзолото с 54% до 84%, а также купила 100% акций компании Jilbey Gold. Менеджменту принадлежит лишь 2% акций компании. Несмотря на большое количество акций High River в обращении, они не отличаются особой ликвидностью из-за небольшого размера компании.

Структура акционеров: доля инсайдеров невелика



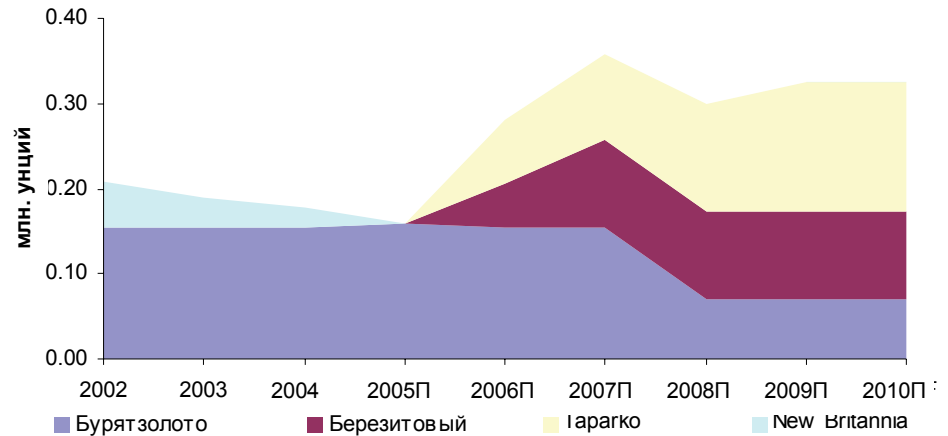
Источник: данные компании

Финансовый обзор и прогноз

В 2005 году единственным источником выручки High River будет Бурятзолото. В 2006 году к нему присоединятся месторождения Березитовое и Тарако. Главная задача компании в переходный период состоит в том, чтобы без потерь дожидаться запуска в эксплуатацию новых рудников и появления новых источников выручки. Пока это ей вполне удастся. После начала добычи на двух новых рудниках в следующем году риски компании резко снизятся.

Выручка

Мы исходим из того, что Бурятзолото полностью выработает все имеющиеся запасы, а последняя выручка от этого предприятия поступит в 2011 году. Перед этим выручка High River временно возрастет, поскольку два новых рудника будут запущены в эксплуатацию до прекращения добычи Бурятзолото. Ожидается, что совокупный объем добычи повысится с 178 905 унций в 2004 году до пикового уровня в 330 000 унций в 2007 году. Затем повышение добычи на месторождении Тарако позволит компании удерживать общий объем добычи на уровне около 300 000 унций в год. У High River нет одного крупного месторождения, которое могло бы резко изменить показатели компании.

Структура добычи по рудникам: резкий прирост ожидается в Африке


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Затраты

В 2005 году прогнозируется рост затрат High River в связи с истощением месторождений, разрабатываемых Бурятзолото. В 2006 году ситуация не улучшится из-за запуска в эксплуатацию новых рудников на месторождениях Тарако и Березитовое.

В 2004 году средние денежные затраты компании составляли \$257/унцию, тогда как в 2005 году, по нашим оценкам, они составят \$270/унцию. Высокий уровень затрат обусловлен снижением содержания золота на месторождениях Бурятзолото, тогда как другие рудники High River еще не эксплуатируются.

Затраты конкурентные и стабильные: небольшой размер рудников способствует хорошему контролю над затратами

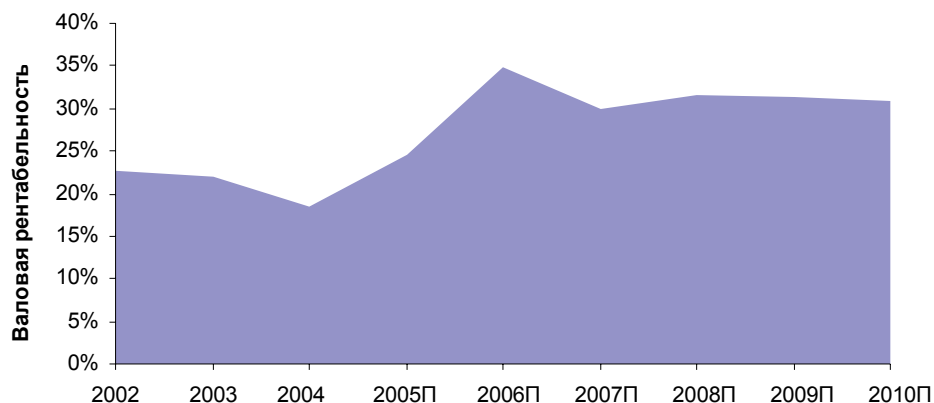
	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	181	224	257	270	251	247	243	244	244

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Мы строили наши прогнозы на основе денежных затрат каждого рудника High River. Заметим, что прогноз затрат на месторождении Березитовое является консервативным и соответствует средним затратам по России. Прогноз статьи "износ и амортизация", которая не относится к денежным затратам, основан на объеме добычи золота по отношению к общим ресурсам рудника с учетом капитализированной стоимости каждого рудника.

Ожидается, что коммерческие и административные затраты будут определяться темпами инфляции и масштабами деятельности предприятия. У High River очень низкие коммерческие и административные затраты, особенно учитывая, что компания работает в странах, находящихся в удалении от штаб-квартиры. Объем расходования прибыли будет невысоким в связи с небольшими потребностями компании в капитале. Долг тоже будет низким. Прогноз долга основан на балансовых показателях и динамике денежных потоков. Хотя High River работает в разных странах, мы исходили из того, что компания уплачивает налог на прибыль по российской ставке в 24%.

Валовая рентабельность: стабилизируется на уровне 30%

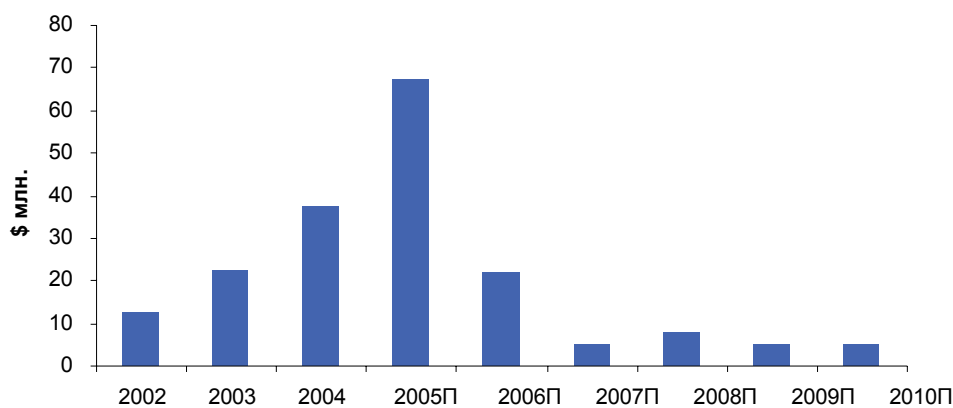


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Капвложения

По нашим прогнозам, капвложения High River в этом году составят \$68 млн. Поскольку в следующем году основные рудники компании будут введены в эксплуатацию, прогнозируемые капвложения на кратко- и среднесрочную перспективу невелики (к концу этого года основные капвложения в два новых рудника будут завершены). Дальнейшие потребности в финансировании будут зависеть от того, сможет ли компания обнаружить новые рентабельные участки. Мы думаем, что этой ей удастся, и экспансия будет осуществляться на новых участках в Буркина-Фасо по соседству с Тарако. В связи с наличием там готовой инфраструктуры, дополнительные капвложения на освоение новых участков, вероятно, будут небольшими.

Капвложения в строительство двух новых рудников почти завершены



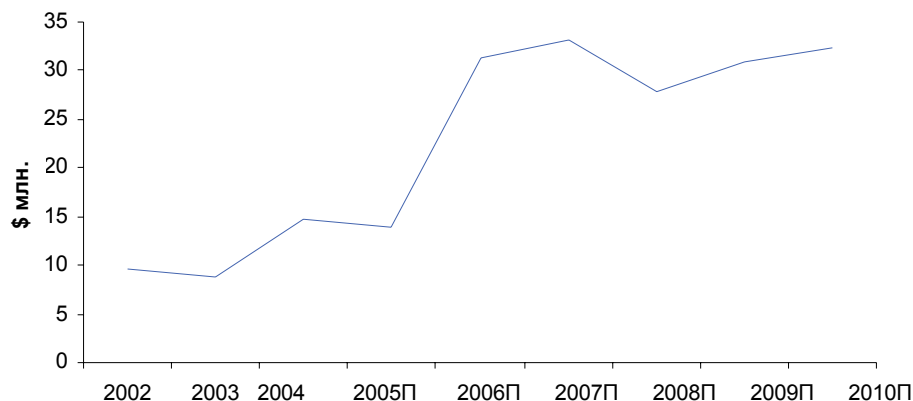
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Баланс и денежные потоки

Ожидается, что баланс High River останется небольшим в связи с низким уровнем задолженности и рабочего капитала (что вообще характерно для золотодобывающей отрасли). Учитывая текущее состояние проектов освоения новых месторождений и строительства новых рудников, а также текущие и прогнозируемые денежные потоки компании, мы не думаем, что ей в ближайшем будущем необходимо будет осуществить выпуск новых акций или привлечение дополнительного долга, так как она обладает необходимыми финансовыми ресурсами. Поэтому мы прогнозируем

постоянное повышение операционных денежных потоков в течение периода прогноза с \$15 млн. в 2004 году до \$32 млн. в 2010 году.

Операционный денежный поток



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Результаты первого полугодия не преподнесли никаких сюрпризов

Выручка High River в первом полугодии этого года упала на 13.3% до \$33 млн. в связи с сокращением добычи из-за закрытия в прошлом году канадского рудника. Показатель EBITDA снизился на 12.8% и составил \$9 млн. Компания закончила полугодие с небольшим убытком в объеме \$1 млн. Объем добычи Бурятзолото за полугодие почти не изменился и составил 73 802 унций, а денежные затраты – \$265/унций (рост на 5.2% по сравнению с первым полугодием минувшего года). Результаты High River за весь год будут неважными, а их резкое улучшение произойдет только после запуска в эксплуатацию рудников на месторождении Березитовое в России и Тарарко-Воигоум в Буркина-Фасо, которое запланировано на 2006 год.

Чистые денежные средства High River на начало года составляли \$18 млн., но в результате капвложений в объеме \$40 млн. компания закончила полугодие с чистым долгом в объеме \$16 млн.

Во втором полугодии капвложения, по нашим прогнозам, будут примерно такими же в связи с завершением строительства рудников на месторождениях Березитовое и Тарарко.

Отчет о прибылях и убытках за первое полугодие имеет ограниченное значение

CA GAAP, \$ млн.	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	38	33	-13.3%
Себестоимость реализации	-30	-27	-10.9%
Валовая прибыль	8	6	-22.0%
Валовая рентабельность	21.0%	18.9%	
Коммерческие и административные затраты	-1	-2	118.1%
Операционная прибыль	7	4	-44.6%
EBITDA	10	9	-12.8%
Рентабельность EBITDA	26.1%	26.2%	
Процентные расходы	-1	-1	-5.4%
Прочие неоперационные затраты	-1	-2	157.0%
Налог на прибыль	-2	-2	7.8%
Доли миноритариев	-2	0	-81.1%
Чистая прибыль	2	-1	-159.0%
Чистая рентабельность	5.2%	-3.6%	

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Вывод: хорошая, но скромная компания с четкими задачами

High River ориентируется на освоение небольших и средних проектов, которые характеризуются меньшими рисками срывов. Эта стратегия пока оправдывает себя, судя по успешному продвижению процесса строительства новых рудников. Однако у High River нет крупных проектов, которые могли бы привлечь внимание инвесторов и позволить компании выделиться на фоне постоянно растущего числа небольших золотодобывающих компаний в России. В настоящее время компания находится в переходном состоянии – в 2004 году был закрыт один из двух ее рудников, а два новых будут введены в эксплуатацию только в 2006 году. Мы не ожидаем никаких сложностей в этот период, когда вся выручка компании поступает лишь из одного источника, но хотим заметить, что у нее отсутствуют проекты, освоением которых она могла бы заняться после запуска в эксплуатацию двух строящихся рудников.

Событием, способным резко изменить ситуацию, будет обнаружение новых крупных месторождений золота, особенно в Буркина-Фасо, где High River активно скупает лицензии для пополнения и без того солидного портфеля. Нам особенно нравится четкое выполнение планов освоения месторождений – от геологоразведки до начала добычи золота. Бизнес-модель High River достаточно проста, а потенциал роста очевиден. С выпуском этого отчета мы начинаем аналитическое освещение High River Gold с рекомендации "Покупать". Прогнозируемая цена на конец 2006 года – \$1.22.

Прогноз финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	53	69	74	70	127	143	120	130	130
Себестоимость реализации	-33	-46	-53	-43	-71	-89	-73	-79	-79
Валовая прибыль	20	23	21	28	56	55	47	51	51
Коммерческие и административные затраты	-2	-4	-4	-4	-7	-7	-7	-8	-8
Прочие операционные затраты	-4	-3	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4
ЕБИТДА	14	16	14	20	45	44	36	39	39
Амортизация	-8	-8	-7	-10	-12	-12	-9	-10	-11
Операционная прибыль	6	8	7	9	33	32	26	29	28
Чистые процентные расходы	-2	-3	-3	-1	-2	-2	-1	0	1
Прочие расходы/доходы	0	-10	0	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	5	-5	5	8	31	30	26	29	29
Налог на прибыль	-2	-4	-2	-2	-7	-7	-6	-7	-7
Доли миноритариев	-2	-3	-2	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	1	-12	0	6	23	23	19	22	22

Баланс

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	6	13	31	40	41	69	91	118	146
Товарно-материальные запасы	10	11	10	11	17	20	16	18	18
Дебиторская задолженность	4	5	6	6	10	12	10	11	11
Прочие текущие активы	1	1	0	1	1	1	1	1	1
Всего текущие активы	22	31	47	57	69	102	119	148	176
Основные фонды	57	53	50	107	117	110	109	104	98
Инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные активы	15	24	60	82	82	82	82	82	82
Всего долгосрочные активы	72	77	110	189	199	192	191	186	180
Всего активы	94	107	156	246	267	294	309	333	356
Краткосрочный долг	9	0	0	9	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	5	6	11	9	14	17	14	15	15
Прочие текущие обязательства	0	5	3	4	6	8	6	7	7
Всего текущие обязательства	14	11	14	22	20	24	20	21	22
Долгосрочный долг	29	12	9	44	44	44	44	44	44
Прочие долгосрочные обязательства	3	26	26	26	26	26	26	26	26
Всего долгосрочные обязательства	31	38	35	70	70	70	70	70	70
Доли миноритариев	22	28	32	12	12	12	12	12	12
Всего акционерный капитал	26	30	75	142	165	188	207	230	252
Всего обязательства и акционерный капитал	94	107	156	246	267	294	309	333	356

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	1	-12	0	6	23	23	19	22	22
Амортизация	8	8	7	10	12	12	9	10	11
Изменение рабочего капитала	0	4	5	-3	-4	-1	1	-1	0
Прочее	1	9	3	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	10	9	15	14	31	34	30	32	33
Капвложения	-12	-22	-37	-68	-22	-5	-8	-5	-5
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	-5	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-12	-22	-37	-73	-22	-5	-8	-5	-5
Изменение суммы долга	-	-25	-3	44	-9	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	9	45	43	24	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	9	20	40	68	-9	0	0	0	0

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Модель DCF High River Gold

\$ млн.	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	74	70	127	143	120	130	130	121	102	103	103	104
Операционные затраты	-60	-51	-82	-100	-84	-91	-91	-85	-73	-74	-75	-75
ЕВITDA	14	20	45	44	36	39	39	36	29	29	29	29
Амортизация	-7	-10	-12	-12	-9	-10	-11	-11	-9	-10	-12	-14
Операционная прибыль (ЕВIT)	7	9	33	32	26	29	28	25	20	19	17	15
Минус: налог на прибыль		-2	-8	-8	-6	-7	-7	-6	-5	-4	-4	-4
Минус: капвложения		-68	-22	-5	-8	-5	-5	-4	-4	-4	-4	-4
Минус: изменения рабочего капитала		-3	-4	-1	1	-1	0	1	1	0	0	0
Плюс: амортизация		10	12	12	9	10	11	11	9	10	12	14
Свободный денежный поток		-53	11	30	23	27	27	27	21	20	21	21
Кoeffициент дисконтирования (WACC)			1.00	1.12	1.25	1.39	1.55	1.73	1.93	2.16	2.41	2.69
PV будущего свободного денежного потока			11	27	18	19	18	15	11	9	9	8
Совокупная PV будущего свободного денежного потока	145											

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	21	Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%	Ср. ежемесячный объем торгов*	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	5%	Премия за риск инвестиций в Россию	1.5%	(обычн.+прив.), \$ млн.	beta
Остаточная ставка дисконтирования	11.6%	Безрисковая ставка в России	7.0%	> 100	1.00
Остаточная стоимость, \$ млн.	336	Стандартная премия за акции	4.0%	10-100	1.25
PV остаточной стоимости, \$ млн.	125	Кoeffициент повышенной волатильности PTC	1.00	1-10	1.50
		Премия за риск инвестиций в российские акции	4.0%	0.1-1	2.00
		Прогнозируемый коэффициент beta	1.25	< 0.1	3.00
		Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.46	*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)	
		Стоимость акционерного капитала	12.8%	в PTC, на ММВБ и рынке АДР	
Расчет прогнозируемой цены		Расчет WACC		Структура капитала, \$ млн.	
PV остаточной стоимости + будущий свободный денежный поток, \$ млн.	270	Совокупный долг, % от капитализации	18.1%	Совокупный долг (04П)	53
Минус: чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	13	Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.1%	Рын. стоимость обыкн. акций	240
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	12	Акционерный капитал, % от капитализации	81.9%	Рын. стоимость прив. акций	
Стоимость геологоразведочных проектов	18	Стоимость акционерного капитала	12.8%	Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	240
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	263	WACC	11.6%	Совокупная капитализация	293
Кол-во обыкновенных акций, млн.	216				
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	1.22				

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

HIGHLAND GOLD: ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ПОЗАДИ

Highland Gold (акции торгуются в секции AIM LSE) обладает огромными запасами с высоким содержанием золота в руде. Однако из-за проблем с менеджментом и производственных трудностей эта компания до сих пор не получала значительных денежных потоков и не отличалась высокими темпами роста. Впрочем, перестановки в руководстве, похоже, восстановили доверие инвесторов к компании. Теперь, когда проблемы остались позади, компания вступает в фазу стабильного роста и улучшения финансовых показателей. Учитывая большой объем запасов компании (по этому показателю она уступает только "Полюсу") и высокое содержание золота в руде, пройдет совсем немного времени, и Highland Gold сумеет по праву занять достойное место среди крупнейших российских золотодобывающих предприятий.

Обзор: работа над ошибками дала хорошие результаты

С тех пор, как мы начали аналитическое освещение Highland Gold в июле 2004 года, компания столкнулась с целым рядом трудностей, среди которых были ошибки в процессе планирования и строительства рудника, а также плохие погодные условия. Но теперь эта зарегистрированная в Великобритании компания, которая торгуется в секции AIM LSE с тикером HGM LN, наконец-то вновь встала на ноги и приступила к реализации планов роста, рассчитанных на следующие два года. В компании сменилось руководство – на смену старой команде, не обладавшей большим опытом работы в золотодобывающей отрасли и допускавшей ошибки, пришли опытные специалисты из других предприятий. На основные должности в Highland Gold были наняты специалисты из Kinross и Fleming Partners. Перестановки коснулись и совета директоров. Их цель также состояла в том, чтобы улучшить показатели компании и восстановить ее репутацию в глаза инвесторов. Похоже, что инвесторы благоприятно восприняли перемены – с тех пор, как в августе этого года были объявлены слабые результаты первого полугодия, акции компании выросли в цене на 53.7%.

Стратегия компании состоит в покупке по низкой цене действующих рудников с большими неразработанными запасами. Хотя теоретически такой подход позволяет быстро войти в отрасль и за короткое время нарастить объемы добычи, на практике действующие рудники зачастую оказываются запущенными и преподносят немало неприятных сюрпризов на начальном этапе. Самое же большое несоответствие в бизнес-модели компании состоит в том, что ее денежные потоки в ближайшее время будут целиком зависеть от подобных проектов, но значительный прирост добычи она сможет получить только путем разработки с нуля огромного нового месторождения Майское, по размерам сопоставимого с принадлежащим компании Вета месторождением "Купол".

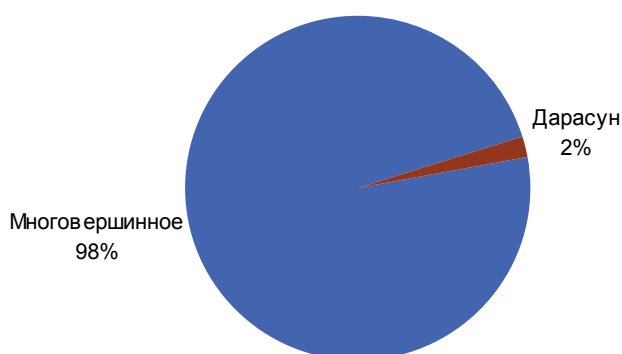
Производственная деятельность и активы

Все активы Highland Gold находятся в России. Компания вынашивает агрессивные планы прироста добычи – к 2011 году добыча должна достичь 700 000 унций, тогда как сейчас составляет 200 000 унций. Основной действующий рудник Highland находится в Хабаровском крае на месторождении Многовершинное. Добыча на этом руднике в 2004 году составила 195 026 унций, т.е. 98% от совокупного объема (199 896 унций). Денежные затраты на Многовершинном в 2004 году составили \$187/унций, повысившись на 17.6% по сравнению с предыдущим годом. По итогам

первого полугодия денежные затраты выросли до \$318/унций из-за производственных проблем. Мы полагаем, что во втором полугодии денежные затраты вернуться на уровень 2004 года благодаря приходу новой управленческой команды и модернизации производства. В 2004 году компания начала эксплуатировать второй рудник на месторождении "Дарасун", однако вскоре работа рудника была практически остановлена из-за технических проблем, которые были полностью ликвидированы только в конце лета этого года. По нашим прогнозам, добыча золота компанией в этом году составит 197 000 унций. Это меньше планировавшихся ранее 270 000 унций.

В дополнение к основному месторождению Многовершинное Highland Gold владеет еще несколькими привлекательными активами. Так, в минувшем году началась эксплуатация рудника на месторождении "Дарасун", а в следующем году планируется начать добычу на месторождении Новоширокинское. После выхода на полную мощность их вклад в совокупную добычу Highland составит порядка 145 000 унций. Кроме того, Highland Gold вместе с компанией Barrick, которая является ее стратегическим партнером, планирует начать разработку на паритетных началах месторождения Тасеевское. Запасы этого уже разрабатываемого месторождения составляют 3.4 млн. унций (согласно данным аудита по стандартам JORC), а добыча может составить 200 000 унций ежегодно. Однако сроки начала эксплуатации этого месторождения пока не объявлялись.

Добыча в 2004 году: основной объем добычи был получен на Многовершинном месторождении, которое и в дальнейшем будет обеспечивать наибольший объем



Источник: данные компании

Highland Gold обладает привлекательным портфелем проектов геологоразведки на нескольких месторождениях, характеризующихся большими запасами и довольно высоким содержанием золота. Но ключевым активом для компании является месторождение Майское, на котором сосредоточено 52% совокупных ресурсов предприятия.

Совокупные запасы и ресурсы: необходимо дождаться ввода в эксплуатацию месторождения Майское



Источник: данные компании

Запасы и ресурсы

млн. унций	Запасы	Ресурсы	Всего
Многовершинное	1.9	0.8	2.7
Дарасун	2.1	1.1	3.2
Новоширокинское	1.0	0.4	1.4
Майское	2.6	6.4	9.0
Тасеевское (50%-ная доля в СП)	0.5	0.3	0.9
Всего	8.1	8.9	17.1

Источник: данные компании

Многовершинное: "рабочая лошадка"

Главным активом компании является месторождение Многовершинное, которое обеспечивает основную выручку. Рудник там был построен еще в советское время, но в девяностых годах добыча не велась в связи с нехваткой менеджеров на предприятии. Highland Gold купила предприятие и привела его в хорошее состояние, сумев повысить добычу с 48 625 унций в 1999 году до 194 000 унций в 2003 году. Денежные средства от этого рудника позволили профинансировать работы по подготовке к эксплуатации двух других месторождений – "Дарасун", где добыча началась в 2004 году, и Новоширокинское, на котором планируется получить первое золото в 2006 году.

В 2004 году добыча на Многовершинном составила 195 026 унций, но в этом году будет меньше (прогнозируется 150 000 унций) в связи с производственными проблемами в первом полугодии (очень плохими погодными условиями и неожиданно высоким объемом горных работ). В целом, ошибки первого полугодия, допущенные из-за неопытности руководства, были исправлены, поэтому в дальнейшем добыча должна составлять около 200 000 унций в год.

Основные активы Highland Gold сосредоточены в Читинской области

Highland Gold владеет несколькими соседними месторождениями в одном регионе, что упрощает и удешевляет управление активами. Это разрабатывавшиеся ранее месторождения "Дарасун", Новоширокинское и Тасеевское, находящиеся в Читинской области. Самым простым для освоения было месторождение "Дарасун", где планировалось довести объем добычи до 120 000 унций в год. Месторождение разрабатывается уже более ста лет, поэтому там есть вся необходимая наземная и подземная инфраструктура.

Однако в процессе строительства новой обогатительной фабрики компания столкнулась с серьезными трудностями, и хотя фабрика была пущена в эксплуатацию летом 2004 года, для выведения ее на проектную мощность ушел целый год. До

покупки месторождения Новоширокинское (которое находится вблизи от "Дарасуна") компанией Highland Gold на нем планировалось добывать свинец и цинк. Но впоследствии выяснилось, что руда имеет также высокое содержание золота. Добыча на этом месторождении должна начаться в 2006 году. Тасеевское было куплено в конце 2004 года. Его разработка будет осуществляться паритетным СП Highland Gold со стратегическим партнером – компанией Barrick. Ранее месторождение принадлежало небольшой золотодобывающей компании, которая в 1997 году выполнила ТЭО, но обанкротилась, так и не сумев начать добычу. Однако пока неясно, когда Highland Gold может начать разработку этого месторождения.

Майское: фундамент для роста

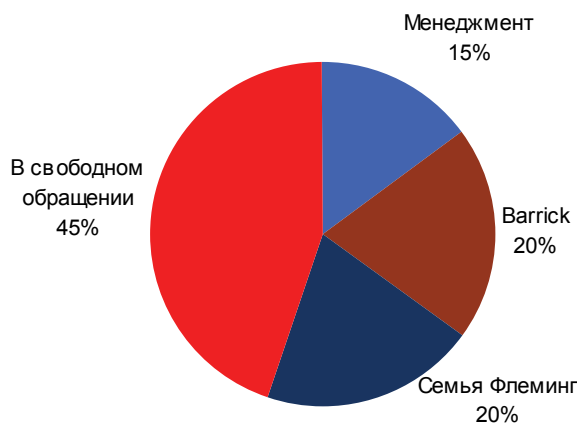
Золоторудное месторождение Майское, которое находится на Чукотке, раньше не разрабатывалось. Перспективы освоения именно этого месторождения определяют динамику акций компании и потенциал ее роста. Содержание золота в руде составляет 11.5 г/т, а ресурсы – около 9 млн. унций. Поэтому Майское примерно на 70% больше по сравнению с принадлежащим компании Вема месторождением "Купол". Соответственно, его можно считать главным активом Highland Gold и фундаментом для планируемого роста. Руда месторождения трудно поддается обогащению, к тому же, в ней невысоко содержание серебра, поэтому объем побочного производства других металлов, которые могли бы способствовать снижению денежных затрат на добычу золота, будет невысоким. Тем не менее, в мире немного неосвоенных месторождений с ресурсами более 9 млн. унций, и рынку еще только предстоит по достоинству оценить данное месторождение.

План освоения Майского предусматривает строительство рудника и обогатительной фабрики до конца 2007 года. Рудник должен быть пущен в эксплуатацию в начале 2008 года. Проектная мощность рудника составляет 1 млн. т руды в год. Соответственно, средний объем добычи золота должен составлять 325 000 унций.

Структура собственности

Highland Gold характеризуется диверсифицированной базой акционеров и высокой ликвидностью бумаг, поскольку в свободном обращении находится 45% акций. Двумя крупнейшими акционерами компании являются крупный финансовый инвестор в лице семьи Флеминг и одна из крупнейших в мире золотодобывающих компаний Barrick, что является плюсом с точки зрения миноритариев.

Структура акционеров



Источник: данные компании

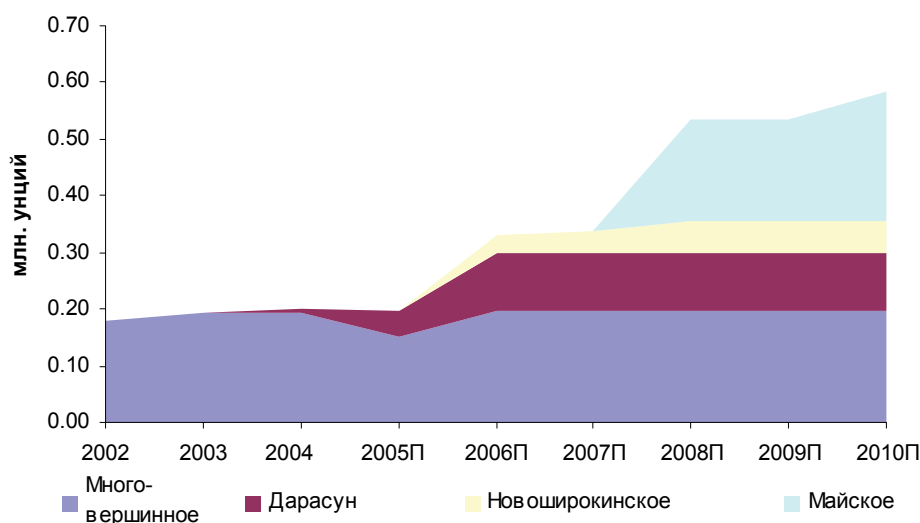
Финансовый обзор и прогноз

Финансовые результаты Highland Gold в этом году будут неважными в связи с техническими трудностями первого полугодия, из-за которых компания фактически потеряла целый год потенциального роста. Однако все будет зависеть от того, насколько компания сумеет компенсировать отставание во втором полугодии. Поскольку рудники на месторождениях Многовершинное и "Дарасун" с начала второго полугодия работают на полную мощность, мы думаем, что компания обладает достаточным объемом финансовых ресурсов, чтобы реализовать свои планы дальнейшего роста без срывов.

Выручка

Почти вся выручка компании в 2004 году была получена на месторождении Многовершинное. В этом году ситуация немного изменится в связи с пуском в эксплуатацию рудника на "Дарасуне", добыча которого должна составить примерно 50 000 унций (на Многовершинном – 150 000 унций). В 2006 году диверсификация источников выручки еще больше повысится благодаря запуску в эксплуатацию рудника на месторождении Новоширокинское. Однако наиболее значительный прирост выручки произойдет после начала эксплуатации месторождения Майское (в 2008 году), когда добыча компании достигнет 535 000 унций.

Структура добычи по рудникам: основной прирост произойдет после начала эксплуатации месторождения Майское



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Затраты

Денежные затраты Highland Gold в 2004 году составляли \$215/унцию. В первом полугодии этого года данный показатель повысился на 70% до \$318/унцию, но мы полагаем, что во втором полугодии он снизится в связи с улучшением производственной обстановки, а средний показатель за год составит \$320/унцию. Поскольку Highland Gold владеет несколькими новыми рудниками, которые будут поэтапно введены в эксплуатацию в течение периода прогнозирования, денежные затраты на производство будут год от года изменяться. Денежные затраты на Многовершинном, "Дарасуне" и Новоширокинском должны соответствовать среднеотраслевому показателю по России и составлять около \$220-240/унцию в течение всего срока эксплуатации. Затраты снизятся после начала добычи на месторождении Майское в 2008 году. По нашим прогнозам, денежные затраты на

Майском в 2011 году, когда добыча выйдет на полную мощность, будут составлять \$164/унцию.

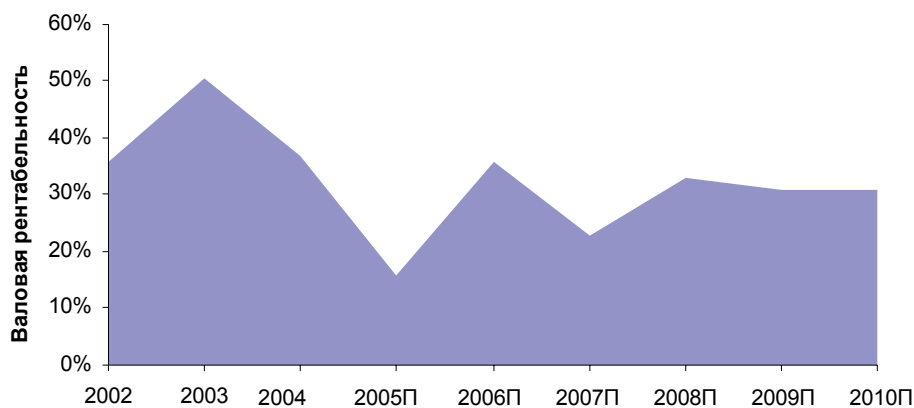
Затраты соответствуют среднеотраслевому показателю по России

	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	179	187	215	320	239	249	219	224	226

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Коммерческие и административные затраты будут повышаться вместе с инфляцией и увеличением масштабов деятельности предприятия. Заметим, однако, что в Highland Gold уже сейчас имеется значительное число менеджеров, которые наверняка справятся с проектами компании и после начала добычи.

Валовая рентабельность: закрепится на уровне 30%

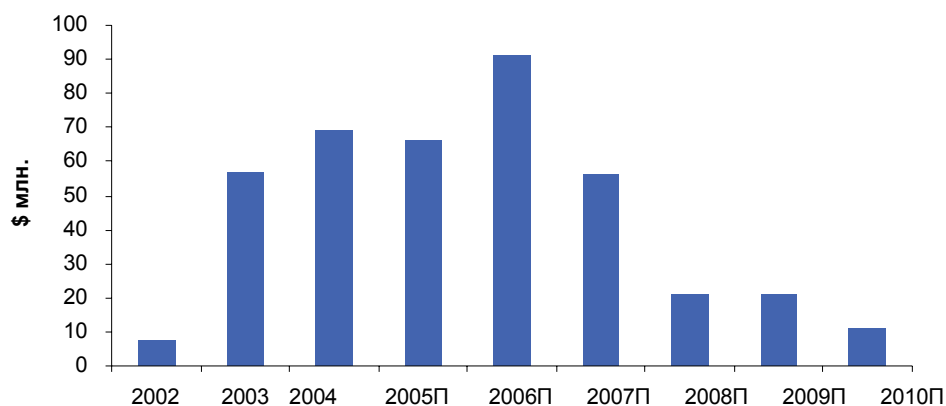


Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Капвложения

В связи с высокими темпами роста Highland Gold компания в будущем будет нуждаться в значительных средствах для капвложений, особенно на освоение месторождения Майское. Объем капвложений в 2005 году должен составить \$66 млн. В следующем году в нашей модели он повысится до \$91 млн., но затем резко снизится по мере освоения новых проектов. Капвложения на поддержание деятельности, исходя из текущих планов развития, должны составлять около \$11 млн. в год.

В краткосрочной перспективе ожидается резкое увеличение капвложений, но к 2010 году капвложения снизятся до уровня, необходимого для поддержания деятельности



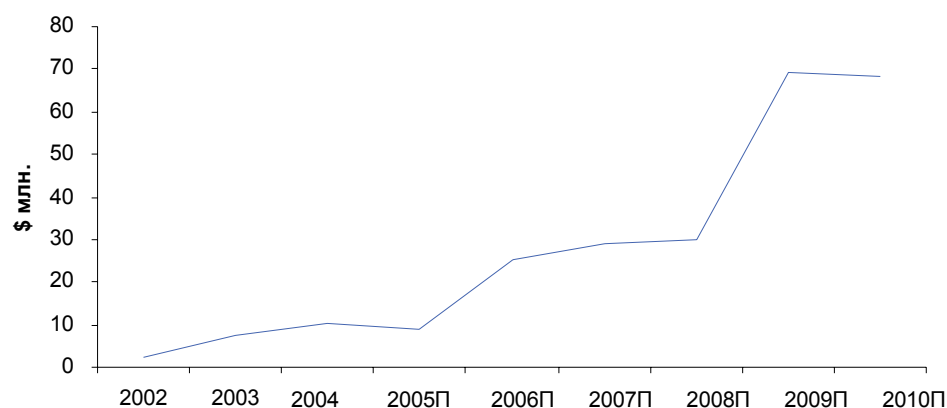
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Баланс и денежные потоки

Объем долга у Highland Gold – один из самых высоких среди рассматриваемых в этом отчете компаний. В первом полугодии этого года компания выпустила рублевые облигации. Кроме того, она имеет значительную кредитную линию на финансирование работ по строительству рудников. Валовой долг на конец первого полугодия составлял \$85 млн. Однако компания также имела и большой объем денежных средств (\$79 млн.) в связи с эмиссией акций. Заметим, что, исходя из запланированных Highland Gold капвложений на развитие, генерируемых компанией денежных средств будет недостаточно. Мы думаем, что данный разрыв будет закрыт с помощью проектного финансирования, учтенного в нашей модели в качестве долгосрочного долга.

По мере запуска в эксплуатацию новых рудников будут повышаться операционные денежные потоки Highland Gold. Поскольку сейчас компания осуществляет затраты на освоение, не получая никакой выручки от новых рудников, то после того, как они будут запущены в эксплуатацию, денежные потоки резко возрастут.

Операционные денежные потоки: рост по мере введения в эксплуатацию новых рудников



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Как и ожидалось, результаты первого полугодия по UK GAAP оказались очень неудачными

Согласно отчету Highland Gold за первое полугодие по UK GAAP, выручка снизилась на 25.9% и составила \$28 млн. Падение было обусловлено сокращением добычи, которое было частично компенсировано ростом цен на золото (средняя цена в первом полугодии составила \$425/унцию, тогда как в первом полугодии минувшего года она составляла \$395/унцию). Показатель EBITDA упал на 88.1% до \$2 млн. в связи с небольшим повышением себестоимости реализации и снижением выручки. Из положительных тенденций можно отметить падение коммерческих и административных затрат на 5.7%, свидетельствующее о том, что компания сумела сдержать управленческие расходы в отчетный период. Процентные расходы повысились на 35.2% до \$3 млн. в связи с увеличением объемов долга. Компания закончила первое полугодие этого года с убытком в размере \$7 млн., тогда как в первом полугодии минувшего года получила чистую прибыль на уровне \$7 млн.

Отчет о прибылях и убытках свидетельствуют о трудностях, с которыми компания столкнулась в первом полугодии этого года

\$ млн., UK GAAP	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	38	28	-26.0%
Себестоимость реализации	-23	-25	11.4%
Валовая прибыль	15	3	-81.4%
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>40.3%</i>	<i>10.1%</i>	
Коммерческие и административные затраты	-5	-4	-5.7%
Операционная прибыль	11	-1	N.M.
EBITDA	14	2	-88.1%
<i>Рентабельность EBITDA</i>	<i>36.4%</i>	<i>5.8%</i>	
Процентные расходы	-3	-3	35.2%
Прочие неоперационные затраты	0	-1	N.M.
Налог на прибыль	-2	-1	-20.8%
Чистая прибыль	7	-7	N.M.
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>18.1%</i>	<i>-24.3%</i>	

Источник: данные компании

Чистая сумма долга на балансе Highland составила \$38 млн., а чистая сумма денежных средств – \$79 млн. Исходя из этого, можно сказать, что кризис ликвидности компании не угрожает. Капвложения снизились на 17% до \$25 млн. в связи со сложностями, с которыми компания столкнулась при составлении ТЭО Майского и Новоширокинского месторождений (ожидается, что проблемы будут устранены до конца года), но остались довольно высокими.

Объем реализации золота в первом полугодии составил 63 333 унций. Это на 32.7% меньше по сравнению с аналогичным периодом минувшего года. Такой результат обусловлен производственными проблемами, с которыми компания столкнулась на Многовершинном (очень плохие погодные условия и неожиданно высокий объем горных работ из-за неудачного планирования). В результате денежные затраты компании повысились на 64.6% до \$349/унцию. Согласно данным промежуточного отчета, сложности, с которыми компания столкнулась на месторождении Многовершинное, были устранены, а в руководстве компании были осуществлены перестановки, о чем мы уже говорили выше.

Основные производственные результаты Highland Gold в первом полугодии 2005 года

	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Реализация золота, унций	94,055	63,333	-32.7%
Денежные затраты на месторождении Многовершинное	212	349	64.6%

Источник: данные компании

Выводы: основные проблемы, похоже, устранены

Highland Gold в минувшем году столкнулась с целым рядом проблем, которые негативно отразились как на планах роста компании, так и на репутации менеджмента. Однако после того, как на смену старой управленческой команде пришли новые руководители, ситуация в компании улучшилась. Хотя компания потеряла целый год роста, она извлекла уроки из допущенных ошибок и, на наш взгляд, теперь лучше подготовлена к решению будущих проблем. Компания владеет несколькими рудниками в Читинской области, которые в ближайшее время будут введены в эксплуатацию, однако все внимание инвесторов сосредоточено на месторождении Майское, которое позволит Highland Gold из нишевого российского игрока превратиться в одну из крупнейших мировых золотодобывающих компаний.

Мы повышаем прогнозируемую цену акций компании на конец 2006 года с \$5.43 до \$5.92 (потенциал роста – 44%). Наша рекомендация по этим бумагам остается без изменения – "Покупать".

Прогноз финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., UK GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	27	72	82	88	158	146	230	230	249
Себестоимость реализации	-16	-31	-45	-65	-84	-89	-119	-122	-132
Валовая прибыль	11	41	37	23	74	56	111	108	117
Коммерческие и административные затраты	-3	-8	-11	-11	-15	-15	-18	-19	-19
ЕВТДА	8	32	26	12	59	41	93	89	98
Амортизация	-1	-4	-7	-9	-19	-24	-37	-39	-40
Операционная прибыль	6	28	19	3	40	18	55	50	58
Чистые процентные расходы	-1	-4	-6	-5	-8	-13	-14	-12	-8
Прочие расходы/доходы	2	0	1	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	7	25	14	-2	32	5	42	38	50
Налог на прибыль	-2	-7	-9	1	-8	-1	-10	-9	-12
Доли миноритариев	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	5	18	5	-2	24	3	32	29	38

Баланс

\$ млн., UK GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	27	5	41	30	5	10	10	10	23
Товарно-материальные запасы	13	28	42	49	52	56	78	81	86
Дебиторская задолженность	8	17	21	21	38	35	55	55	60
Прочие текущие активы	4	8	18	15	26	24	38	38	41
Всего текущие активы	51	59	122	115	121	126	182	184	211
Основные фонды	52	146	224	286	358	390	374	356	327
Инвестиции									
Прочие долгосрочные активы	0	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Всего долгосрочные активы	52	138	215	277	349	381	365	347	318
Всего активы	103	196	337	392	470	507	547	531	529
Краткосрочный долг	16	67	66	65	65	97	90	44	0
Кредиторская задолженность	4	4	11	14	20	22	30	31	33
Прочие текущие обязательства	5	6	7	9	14	14	20	21	22
Всего текущие обязательства	24	77	84	88	99	133	141	96	55
Долгосрочный долг	9	31	23	25	69	69	69	69	69
Прочие долгосрочные обязательства	9	12	20	20	20	20	20	20	20
Всего долгосрочные обязательства	17	43	43	45	88	88	88	88	88
Доли миноритариев	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Всего акционерный капитал	61	76	210	258	282	286	318	347	385
Всего обязательства и акционерный капитал	103	196	337	392	470	507	547	531	529

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., UK GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	5	18	5	-2	24	3	32	29	38
Амортизация	1	4	7	9	19	24	37	39	40
Изменение рабочего капитала	0	-27	-20	1	-20	2	-41	-1	-10
Прочее	-4	13	18	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	2	8	10	9	23	29	28	67	69
Капвложения	-8	-57	-69	-66	-91	-56	-21	-21	-11
Приобретения	-2	-12	-39	-5	0	0	0	0	0
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-10	-68	-108	-71	-91	-56	-21	-21	-11
Изменение суммы долга	-	73	-8	1	43	32	-7	-46	-44
Дивиденды	0	-3	-3	0	0	0	0	0	0
Прочее	25	-21	151	50	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	25	50	140	51	43	32	-7	-46	-44

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Модель DCF Highland Gold

\$ млн.	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	82	88	158	146	230	230	249	288	295	302	309	317
Операционные затраты	-56	-76	-99	-104	-137	-141	-151	-168	-173	-179	-184	-189
ЕВITDA	26	12	59	41	93	89	98	120	122	123	125	127
Амортизация	-7	-9	-19	-24	-37	-39	-40	-49	-52	-44	-43	-44
Операционная прибыль (ЕВIT)	19	3	40	18	55	50	58	72	70	79	82	83
Минус: налог на прибыль		-1	-10	-4	-13	-12	-14	-17	-17	-19	-20	-20
Минус: капвложения		-66	-91	-56	-21	-21	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Минус: изменения рабочего капитала		1	-20	2	-41	-1	-10	-20	-4	-2	-3	-4
Плюс: амортизация		9	19	24	37	39	40	49	52	44	43	44
Свободный денежный поток		-53	-62	-17	17	55	64	72	90	91	91	92
Коэффициент дисконтирования (WACC)			1.00	1.12	1.25	1.40	1.56	1.74	1.95	2.18	2.44	2.72
PV будущего свободного денежного потока			-62	-15	14	39	41	41	46	42	37	34

Совокупная PV будущего свободного денежного потока	217
---	------------

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	92
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконтирования	11.8%
Остаточная стоимость, \$ млн.	1,424
PV остаточной стоимости, \$ млн.	730

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.5%
Безрисковая ставка в России	7.0%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.00
Премия за риск инвестиций в российские акции	4.0%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.25
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.39
Стоимость акционерного капитала	12.6%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ 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 основе объема торгов за 3 месяца (\$)

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущий свободный денежный поток, \$ млн.	947
Минус: чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	61
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	0
Стоимость геологоразведочных проектов	54
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	940
Кол-во обыкновенных акций, млн.	159

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	13.1%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.5%
Акционерный капитал, % от капитализации	86.9%
Стоимость акционерного капитала	12.6%
WACC	11.8%

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (04П)	90
Рын. стоимость обыкн. акций	600
Рын. стоимость прив. акций	
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	600
Совокупная капитализация	690

Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	5.92
---	-------------

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

CELTIC RESOURCES: КЛЮЧЕВОЙ АКТИВ В ОПАСНОСТИ

Celtic Resources – ирландская золотодобывающая компания, владеющая активами в России и Казахстане. В числе производственных активов предприятия – два средних по размеру рудника в Казахстане, которые работают с использованием самой современной технологии. В числе российских активов Celtic – доля золоторудного месторождения Нежданинское (50%), которое является одним из крупнейших неосвоенных месторождений в России и на котором уже построена наземная инфраструктура. Главной проблемой компании на данный момент является ситуация вокруг недавней покупки "Полюсом" второй половины Нежданинского. Сделка сорвала давно планировавшееся слияние Celtic с ИГ АЛРОСА. До тех пор, пока эта ситуация остается неразрешенной, фундаментальные показатели компании не будут оказывать особого воздействия на котировки акций предприятия.

Обзор: проблемы, которым не видно конца

Компания владеет долей в Нежданинском месторождении – одном из крупнейших неосвоенных месторождений рудного золота в России, ресурсы которого оцениваются в 28 млн. унций. На месторождении уже построена инфраструктура стоимостью \$400 млн., и компании осталось только нанять рабочих и найти рабочий капитал для запуска рудника в эксплуатацию. Однако после смены партнера по проекту Celtic Resources столкнулась с огромным количеством проблем.

Celtic Resources, которая владеет долей в размере 50% в проекте разработки Нежданинского месторождения, несколько лет назад договорилась с паритетным участником проекта – ИГ АЛРОСА – осуществить обмен акциями для передачи контроля над месторождением одной компании, чтобы облегчить его разработку и повысить оценку стоимости. Однако в сентябре этого года доля ИГ АЛРОСА в проекте по освоению Нежданинского вместе с другими активами за \$285 млн. была куплена "Полюсом" (золотодобывающее дочернее предприятие ГК "Норильский никель"). Теперь Celtic, скорее всего, будет отодвинута на вторые роли в разработке месторождения и, конечно, не получит операционного контроля над рудником. Более того, "Полюс" вскоре станет публичной компанией (в отличие от ИГ АЛРОСА) и поэтому не будет нуждаться в Celtic для привлечения денег на фондовом рынке. Хотя обе стороны делают умеренно позитивные заявления о возможности совместной разработки месторождения, пока совершенно неясно, сумеют ли они наладить сотрудничество. Тормозя освоение и одновременно требуя денег на развитие Нежданинского проекта, "Полюс" может вынудить Celtic продать свою долю. В нашей модели мы исходили из предположения, что компании будут сотрудничать, но освоение месторождения задержится на несколько лет.

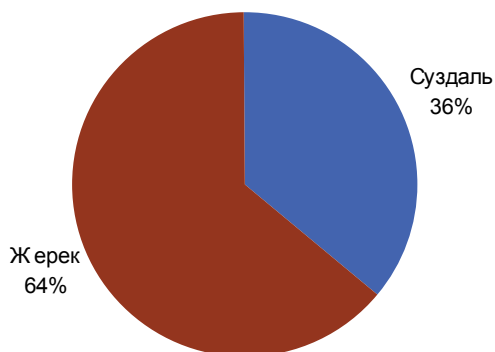
Производственная деятельность и активы

Celtic Resources работает в России и Казахстане. Компания получила известность благодаря своему российскому активу, но добилась наибольших успехов в Казахстане. Компания ввела в эксплуатацию два рудника, построенные с нуля, – "Жерек" и "Суздаль". Их добыча сейчас составляет около 65 000 унций в год. На "Суздале" используется новейшая технология извлечения золота с помощью биологического выщелачивания. Совокупный объем добычи компании в 2004 году составил 31 809 унций, а денежные затраты – \$240/унцию. Казахстанские активы

пока находятся в переходной стадии в связи с открытием новых рудников. По нашим прогнозам, они выйдут на полную мощность в 160 000 унций к 2008 году.

Российский актив Celtic – месторождение Нежданинское – обладает огромной ресурсной базой, поэтому там возможно строительство крупного рудника. Заметим, что месторождение разрабатывалось в восьмидесятых годах, но потом добыча была прекращена. Мы думаем, что запуск в эксплуатацию крупного рудника на Нежданинском месторождении – задача не из легких. Celtic и "Полюс" наверняка столкнутся там с множеством проблем, к решению которых они пока не готовы.

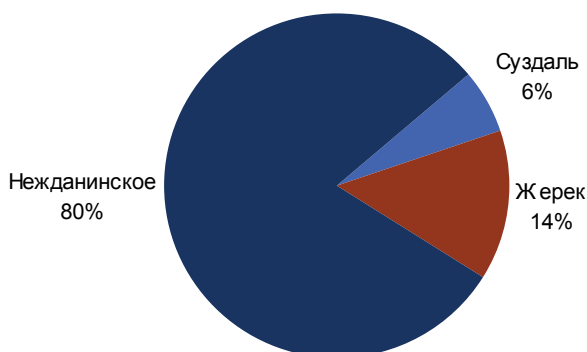
Совокупный объем добычи в 2004 году составил 31,809 унций: все добытое золото было получено в Казахстане



Источник: данные компании

Запасы и ресурсы Нежданинского по российской классификации составляют 15.4 млн. унций (категории C2 и выше). В соответствии с аудитом по стандартам JORC, который охватывал не все рудное тело, ресурсы были оценены на уровне 7.4 млн. унций. Так или иначе, ясно, что запасы месторождения очень велики. По состоянию на конец 2004 года основные запасы компании были сосредоточены в России. Осуществляемые Celtic геологоразведочные работы носят своей целью уточнить ресурсы золота на осваиваемых участках. Учитывая размеры Нежданинского месторождения, компания решила не уделять особого внимания геологоразведке в связи с наличием и без того крупных подтвержденных запасов.

Общие запасы и ресурсы: основным активом является месторождение Нежданинское



Источник: данные компании

Запасы и ресурсы

млн. унций*	Запасы	Ресурсы	Всего
Жерек	0.0	0.6	0.6
Суздаль	0.0	1.3	1.3
Нежданинское	3.6	4.2	7.7
Всего	3.6	6.1	9.6

*Российская классификация, включена доля Нежданинского в размере 50%, остальные – 100%

Источник: данные компании

Нежданинское месторождение: хороший актив, но существует угроза его потери

Месторождение Нежданинское, 50% которого принадлежит Celtic через "Южно-Верхоянскую горнодобывающую компанию" (ЮВГК), является крупнейшим активом компании. Именно благодаря этому месторождению Celtic уже почти десять лет привлекает внимание инвесторов. Месторождение находится в 440 км к востоку от Якутска (Республика Саха) в удаленном регионе, характеризующимся очень суровым климатом (там зафиксирована самая низкая температура в населенном пункте -75°C). Несмотря на суровый климат, месторождение является весьма привлекательным – запасы категории C2 составляют 15.4 млн. унций, а руда, залегающая близко от поверхности, богата золотом – содержание золота в руде составляет 5.1г/т. Помимо золота в руде месторождения содержится много серебра – среднее содержание составляет 20.7 г/т. Поэтому затраты на добычу там должны быть очень конкурентными. На месторождении уже велась добыча золота в период с 1975 года по конец восьмидесятых годов, но в небольших масштабах, что было обусловлено низкой извлекаемостью. Благодаря новым технологиям, опробованным в рамках пилотного проекта, извлекаемость удалось повысить до приемлемого уровня. Хотя с конца восьмидесятых годов добыча там не ведется, на месторождении имеется обширная инфраструктура, включая жилой город, который находится поблизости от рудника. По оценкам Celtic Resources, стоимость замещения активов месторождения составляет \$400 млн. Для возобновления добычи достаточно лишь найти рабочий капитал и нанять рабочих.

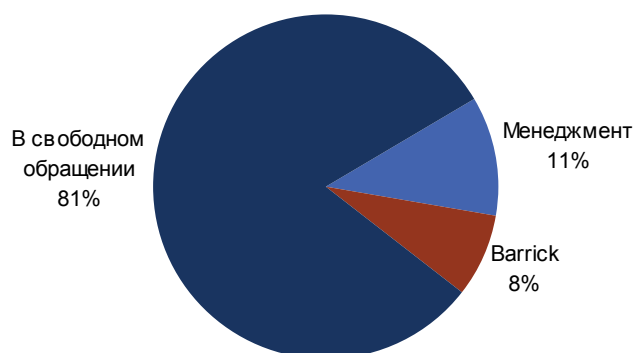
После нескольких лет переговоров со своим паритетным партнером ИГ АЛРОСА (инвестиционная "дочка" алмазного монополиста), Celtic в первом полугодии следующего года планировала осуществить обмен акциями для консолидации контроля над Нежданинским месторождением. Однако в сентябре доля ИГ АЛРОСА в проекте была куплена "Полюсом" (золотодобывающая "дочка" ГМК "Норильский никель"). Таким образом, планы Celtic по консолидации данного актива были нарушены, что стало весьма неприятной неожиданностью для компании. Хотя Celtic и "Полюс" сделали предварительное заявление о том, что изучают возможность совместного развития проекта, ГМК "Норильский никель" никогда не осваивала месторождения совместно с другой компанией и не нуждается в Celtic для того, чтобы запустить рудник в эксплуатацию. Как это ни печально, но следует признать, что наиболее логичным шагом для "Полюса" в данной ситуации было бы просто затормозить разработку Нежданинского месторождения (что он вполне может себе позволить, учитывая большое количество имеющихся у него проектов) и дождаться, пока Celtic продаст свою долю.

На этом проблемы Celtic с Нежданинским месторождением не заканчиваются. Один из российских банков через суды пытается получить в собственность часть доли компании в проекте (30% из общей доли в 50%), которая была использована в качестве обеспечения по кредиту. Мы надеемся, что данные судебные разбирательства закончатся в пользу Celtic, тем не менее, пока что они являются дополнительной головной болью для компании.

Структура собственности

В числе акционеров Celtic Resources – множество институциональных инвесторов, а также менеджмент, которому принадлежит 11% акций. Стратегическим партнером Celtic является компания Barrick, которая стала миноритарным акционером в январе 2005 года, чтобы получить право на эксплуатацию Нежданинского месторождения и 51% акций проекта в результате сделки с ИГ АЛРОСА, о которой мы говорили выше. Теперь, когда сделка с ИГ АЛРОСА сорвалась, планы Barrick по отношению к Celtic остаются неясными. Казахские активы Celtic вряд ли представляют интерес для Barrick. Тем не менее, Barrick пока остается владельцем 8% акций Celtic.

Структура акционеров: высокая ликвидность; есть стратегический партнер



Источник: данные компаний

Юридические проблемы вряд ли угрожают чем-то серьезным, но полностью сбрасывать со счетов их нельзя

Компания Celtic недавно предъявила судебный иск к российскому банку "Зенит" по поводу кредита, привлеченного в 2001 году. Кредит был обеспечен 30% акций компании ЮВГК (владелец 100% доли в проекте по разработке Нежданинского месторождения), принадлежащий Celtic. Общая доля Celtic в капитале ЮВГК – 50%. Celtic вернула кредит полностью и в срок, однако не получила обратно 30% акций ЮВГК, которые служили залогом по кредиту. В результате право собственности на 30% акций осталось у Celtic, но компания потеряла возможность распоряжаться этими бумагами. Celtic заявляет, что это нанесло ей ущерб, поэтому она пытается отсудить у "Зенита" \$200 млн. в лондонских судах.

Мы думаем, что в конце концов Celtic удастся доказать свое право на 50% акций ЮВГК, поскольку Barrick и Deloitte & Touche (стратегический партнер и аудитор Celtic соответственно) наверняка серьезно изучили этот вопрос, прежде чем обращаться в суды. Тем не менее, для судебных разбирательств потребуются деньги и время, а менеджменту придется отвлекаться от своей основной деятельности по развитию бизнеса компании.

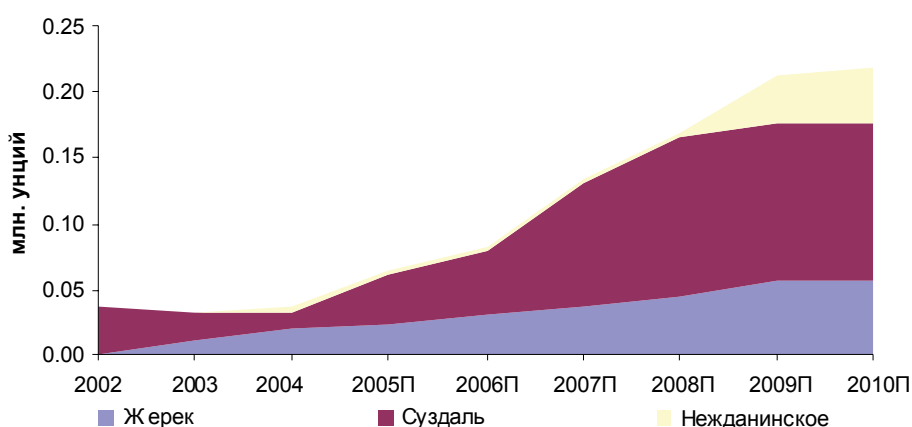
Финансовый обзор и прогнозы

Почти вся выручка Celtic поступает от казахстанских рудников. Судя по текущему положению дел, эта ситуация сохранится еще довольно длительное время. Ясно, что сейчас главная задача для компании – решить вопрос с правами собственности на Нежданинское месторождение. Учитывая небольшой объем добычи в Казахстане, стоимость компании в настоящее время определяется не финансовыми показателями, а новостями о Нежданинском месторождении.

Выручка

Несмотря на все проблемы и неопределенность, окружающие проект по разработке Нежданнинского месторождения, в нашей модели мы исходили из того, что эксплуатация рудника начнется в 2007-2008 годах, а первым полным годом его работы станет 2009 год. Этот прогноз основан на предположении о том, что Celtic сумеет достичь какой-то договоренности с "Полюсом" и сохранить за собой 50%-ную долю в проекте. В отсутствие альтернативных сценариев мы считаем это предположение правомерным, поскольку оно наделяет компанию определенной стоимостью, но учитывает проблемы, связанные с владением этим активом. Добыча компании в 2005 году, по нашему прогнозу, составит 65 000 унций и будет обеспечена почти полностью казахстанскими рудниками (небольшой объем золота будет также добыт на Нежданнинском месторождении в рамках испытательных работ).

Структура добычи по рудникам: Нежданнинское месторождение будет введено в эксплуатацию еще не скоро



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Затраты

Затраты Celtic сильно изменялись год от года в связи с производственными проблемами на новых рудниках. В 2004 году средние денежные затраты составляли \$240/унцию, а в этом году должны составить \$261/унцию. Рост затрат на 8.8% обусловлен проблемами, с которыми компания столкнулась на руднике "Суздаль". Компания планирует в ближайшие годы повысить добычу на рудниках "Жерек" и "Суздаль", что должно способствовать появлению экономии на масштабе и снижению затрат. Кроме того, содержание золота в руде на руднике "Жерек" было ниже среднего, но в дальнейшем должно повыситься, что также будет способствовать сокращению затрат. Согласно нашей модели, затраты на Нежданнинском будут больше, чем ранее объявленные компанией показатели (денежные затраты менее \$100/унцию), просто потому, что рудник является сложным для разработки и расположен в регионе с очень суровым климатом. Мы прогнозируем денежные затраты рудника на уровне \$250/унцию.

Затраты на казахстанских рудниках примерно соответствуют средним по России показателям

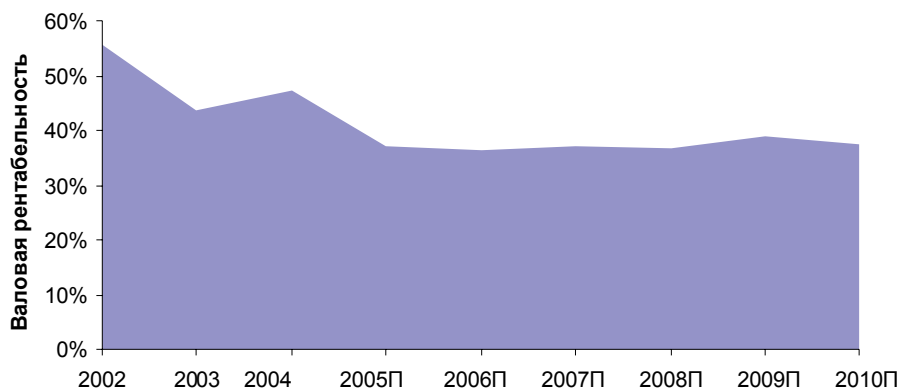
	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	163	256	240	261	267	219	210	217	218

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Статья "износ и амортизация", которая не включена в денежные затраты, была спрогнозирована, исходя из объемов добычи золота по отношению к общим запасам рудника (как процент от капитализированной стоимости каждого рудника).

Celtic Resources пока успешно сдерживала рост коммерческих и административных затрат, но в будущем эта статья повысится в связи с судебными издержками. Сбытовые и административные затраты будут определяться темпами инфляции и масштабами бизнеса (т.е. добычей золота).

Валовая рентабельность

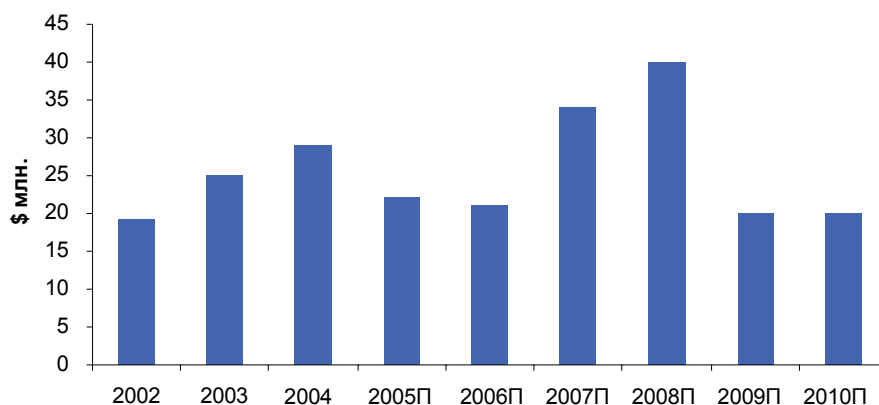


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Капвложения

Учитывая неопределенность вокруг Нежданинского месторождения, планы капвложений Celtic на данном этапе являются, в лучшем случае, приблизительными. В нашей модели мы исходим из ранее обнаруженных компанией показателей капвложений на разработку Нежданинского месторождения, но сместили их на более поздний срок, как и дату начала эксплуатации месторождения. Что касается капвложений на развитие казахстанских рудников, то их пик уже пройден, поэтому в будущем они будут не столь существенными.

Капвложения на казахстанские рудники снизятся к тому моменту, когда начнется освоение Нежданинского месторождения



Источник: данные компании; оценки "Атона"

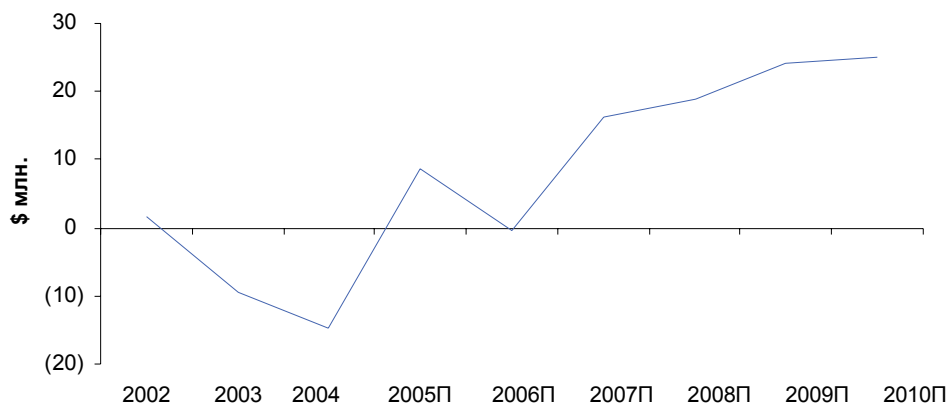
Баланс и денежные потоки

У Celtic небольшой баланс. Недавно компания приняла решение учитывать долю проекта по разработке Нежданинского месторождения в качестве финансового актива, что еще больше упростило структуру баланса, хотя и снизило прозрачность. Совокупный долг компании на конец первого полугодия составлял \$26 млн., а сумма денежных средств – \$9 млн. В октябре компания привлекла акционерное финансирование в объеме \$10 млн.

Если Celtic не сумеет привлечь большую сумму акционерного или заемного финансирования или не увеличит доходы от казахстанских активов, то в период до ввода в эксплуатацию Нежданинского месторождения у нее могут возникнуть проблемы.

Объем генерируемых компанией денежных потоков пока небольшой, но повышение добычи в 2005 году должно улучшить ситуацию. Значительного повышения денежных потоков можно ожидать только с выходом на полную мощность рудников "Суздаль" и "Жерек" в 2008 году и повышением добычи на Нежданинском месторождении в 2009 году.

Операционные денежные потоки



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Слабые результаты первого полугодия по UK GAAP

Результаты Celtic за первое полугодие по UK GAAP оказались слабыми – выручка снизилась на 16.6% до \$2.6 млн., несмотря на повышение добычи золота на 4.5% до 8 859 унций и увеличение средних спот-цен на золото.

Операционный убыток Celtic составил \$2.9 млн., что было обусловлено большими потерями от курсовых разниц по долларовым обязательствам казахстанской "дочки". Потери были частично компенсированы процентным доходом и доходами по налогу на прибыль. Чистый убыток по итогам первого полугодия составил \$2.4 млн.

Слабые результаты Celtic Resources за первое полугодие

\$ млн., UK GAAP	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	3	3	-16.6%
Себестоимость реализации	-2	-2	-3.9%
Валовая прибыль	1	1	-39.4%
Валовая рентабельность	35.9%	26.1%	
Коммерческие и административные затраты	-1	-4	260.0%
Операционная прибыль	0	-3	NM
ЕБИТДА	1	-2	NM
Рентабельность ЕБИТДА	15.4%	-66.0%	
Процентные расходы	0	0	NM
Прочие неоперационные затраты	0	0	NM
Налог на прибыль	0	0	NM
Доли миноритариев	0	0	NM
Чистая прибыль	-1	-2	NM
Чистая рентабельность	-16.4%	-76.1%	

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Заметим, что основную выручку Celtic получает во втором полугодии в связи с сезонными факторами производства. Результаты Celtic лишней раз подчеркивают тот факт, что значение показателей отчета о прибылях и убытках относительно невелико.

Стоимость компании явно определяется потенциалом ее роста, поскольку финансовые показатели слишком низкие и не оказывают определяющего воздействия на котировки.

Выводы: временная рекомендация – "Держать", покупателям следует проявлять осторожность

Celtic Resources обладает интересными активами. Она владеет двумя действующими рудниками в Казахстане, затраты которых будут низкими в связи с применением новейших технологических методов. Однако главным активом компании является ее доля в проекте по освоению Нежданинского месторождения, судьба которого пока неясна. За это месторождение стоит побороться, поскольку на нем сосредоточено 80% ресурсов Celtic, и оно является одним из крупнейших неосвоенных месторождений золота в России и в мире. Однако, учитывая затяжной характер переговоров Celtic с ИГ АЛРОСА о развитии этого месторождения и вероятность столь же затяжного процесса переговоров с "Полюсом", компании будет непросто сфокусироваться на поставленных целях и обеспечить заключение наиболее выгодной сделки. Кроме того, учитывая, что все внимание менеджмента сейчас направлено на решение проблемы Нежданинского месторождения, задачи расширения бизнеса и поиска новых возможностей отошли на задний план. В связи с этим мы думаем, что Celtic упустит возможности для роста, которыми смогут воспользоваться другие золотодобывающие компании.

Мы повысили прогнозируемую цену акций Celtic Resources на конец 2006 года с \$3.44 до \$3.52, оставив рекомендацию без изменения – "Держать".

Прогноз финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., Iг GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	9	12	14	26	36	53	66	71	71
Себестоимость реализации	-2	-5	-6	-15	-20	-28	-33	-33	-34
Валовая прибыль	7	7	8	11	15	25	33	37	37
Коммерческие и административные затраты	-3	-2	-1	-5	-5	-5	-6	-6	-6
ЕВТДА	4	4	7	6	10	20	28	37	38
Амортизация	-2	-1	-2	-1	-2	-6	-9	-10	-11
Операционная прибыль	2	3	5	5	8	14	19	27	27
Чистые процентные расходы	0	0	0	-2	-3	-4	-5	-5	-5
Прочие расходы/доходы	0	12	1	-1	-1	0	0	0	0
Балансовая прибыль	2	14	6	2	4	11	14	22	22
Налог на прибыль	-1	-1	-2	-1	-1	-3	-3	-5	-5
Доли миноритариев	0	0	-1	-1	0	-1	-1	-2	-3
Чистая прибыль	1	13	3	1	3	7	10	15	14
Корректировки		-12							
Скорректированная чистая прибыль	1	1	3	1	3	7	10	15	14

Баланс

\$ млн., Iг GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	2	8	30	33	33	16	10	10	10
Товарно-материальные запасы	2	3	7	8	11	13	17	17	18
Дебиторская задолженность	4	7	5	6	8	9	11	12	12
Прочие текущие активы	0	8	47	47	47	47	47	47	47
Всего текущие активы	9	26	90	94	100	85	85	86	86
Основные фонды	6	12	28	49	68	96	127	137	147
Инвестиции									
Прочие долгосрочные активы	41	63	20	20	20	20	20	20	20
Всего долгосрочные активы	47	75	48	69	88	116	147	157	167
Всего активы	55	101	138	163	187	201	232	243	253
Краткосрочный долг	0	1	7	13	13	13	29	25	20
Кредиторская задолженность	6	8	4	9	6	9	11	12	12
Прочие текущие обязательства	5	1	4	6	8	12	15	16	16
Всего текущие обязательства	11	10	15	28	28	35	56	52	48
Долгосрочный долг	2	20	28	28	50	50	50	50	50
Прочие долгосрочные обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Всего долгосрочные обязательства	2	21	28	28	50	50	50	50	50
Доли миноритариев	4	3	0	0	0	0	0	0	0
Всего акционерный капитал	38	67	95	106	109	116	126	141	155
Всего обязательства и акционерный капитал	55	101	138	163	187	201	232	243	253

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., Iг GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	1	13	3	1	3	7	10	15	14
Амортизация	2	1	2	1	2	6	9	10	11
Изменение рабочего капитала	0	-13	-44	6	-6	4	0	0	0
Прочее	-1	-10	24	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	2	-9	-15	9	0	16	19	24	25
Капвложения	-19	-25	-29	-22	-21	-34	-40	-20	-20
Приобретения									
Прочее	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-19	-25	-29	-22	-21	-34	-40	-20	-20
Изменение суммы долга	-	19	14	6	22	0	15	-4	-5
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	21	20	43	10	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	21	39	57	16	22	0	15	-4	-5

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Модель DCF Celtic Resources

\$ млн.	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	14	26	36	53	66	71	71	71	71	71	71	72
Операционные затраты	-7	-20	-25	-33	-38	-34	-33	-25	-27	-27	-28	-29
ЕВITDA	7	6	10	20	28	37	38	46	44	44	43	43
Амортизация	-2	-1	-2	-6	-9	-10	-11	-11	-12	-13	-14	-16
Операционная прибыль (ЕВIT)	5	5	8	14	19	27	27	35	32	31	29	27
Минус: налог на прибыль		-1	-2	-3	-5	-6	-7	-8	-8	-7	-7	-6
Минус: капвложения		-22	-21	-34	-40	-20	-20	-7	-7	-7	-7	-7
Минус: изменения рабочего капитала		6	-6	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Плюс: амортизация		1	2	6	9	10	11	11	12	13	14	16
Свободный денежный поток		-11	-18	-14	-17	10	12	31	30	30	30	30
Коэффициент дисконтирования (WACC)			1.00	1.12	1.24	1.39	1.55	1.72	1.92	2.14	2.39	2.66
PV будущего свободного денежного потока			-18	-12	-14	7	8	18	15	14	12	11
Совокупная PV будущего свободного денежного потока	41											

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	30
Остаточные темпы роста	3%
Остаточная ставка дисконтирования	11.5%
Остаточная стоимость, \$ млн.	359
PV остаточной стоимости, \$ млн.	135

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущий свободный денежный поток, \$ млн.	176
Минус: чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	8
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	0
Стоимость геологоразведочных проектов	0
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	167
Кол-во обыкновенных акций, млн.	48
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	3.52

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.5%
Безрисковая ставка в России	7.0%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности PTC	1.00
Премия за риск инвестиций в российские акции	4.0%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.25
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.51
Стоимость акционерного капитала	13.1%

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	21.7%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	5.9%
Акционерный капитал, % от капитализации	78.3%
Стоимость акционерного капитала	13.1%
WACC	11.5%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обык.+прив.), \$ 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 основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в PTC, на ММВБ и рынке АДР

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (04П)	42
Рын. стоимость обыкн. акций	150
Рын. стоимость прив. акций	
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	150
Совокупная капитализация	192

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

CENTERRA GOLD: КРУПНЫЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬ, НУЖДАЮЩИЙСЯ В НОВЫХ КАТАЛИЗАТОРАХ РОСТА

Centerra – хорошо управляемая компания, которая в 2004 году была выделена из структуры Camesco (крупная компания по добыче урана). Camesco сохранила за собой 53% акций предприятия. Основным активом Centerra является крупное месторождение Кумтор в Кыргызстане, добыча на котором ведется с 1997 года. Кроме того, компания владеет крупным рудником в Монголии и одним интересным проектом в США (в стадии разработки). Основной проблемой для Centerra является повышение добычи. Компания заявляла о возможности покупки активов для обеспечения роста, но пока никакого прогресса в этом отношении достигнуто не было. Поэтому Centerra стоит особняком в группе крупных золотодобывающих компаний России и СНГ, будучи крупным производителем, но обладая ограниченным потенциалом роста.

Обзор: два крупных рудника в двух маленьких странах

До размещения акций Centerra Gold на канадской бирже TSE в 2004 году компания была стопроцентным дочерним предприятием Camesco, крупной компании по добыче урана. Компания владеет действующими рудниками на месторождении Кумтор в Кыргызстане и Вогоо в Монголии. Добыча золота в 2004 году составила 903 030 унций. Проекты компании обеспечивают 10% ВВП как в Кыргызстане, так и в Монголии, что наделяет ее определенным политическим влиянием, в то же время накладывая на нее определенные обязательства. Ясно, что роль ведущего золотопроизводителя в Кыргызстане и Монголии обеспечивает компании преимущества при покупке новых лицензий и доступ к руководителям высшего эшелона власти. Однако существует риск, что из-за своей известности компания может стать жертвой популистских действий политиков.

Главным фактором, обеспечившим прирост показателей Centerra, был ввод в эксплуатацию рудника на месторождении Вогоо в 2004 году. В настоящее время компания не участвует в значительных проектах освоения новых месторождений. Единственным исключением является участок REN в США, хотя добыча там может начаться лишь через много лет. В этом и состоит основная проблема Centerra: компания владеет крупными рудниками, которые характеризуются конкурентной себестоимостью и постоянно фигурируют в новостях, но у нее нет новых проектов, в которые можно было бы вкладывать прибыль от действующих рудников, и которые могли бы придти на смену действующим мощностям. Поэтому сильным катализатором роста акций компании могло бы стать объявление о покупке новых лицензий или добывающих предприятий. Учитывая, что чистая сумма денежных средств Centerra по состоянию на конец первого полугодия составляла \$204 млн. и продолжала увеличиваться, компания вполне может себе это позволить.

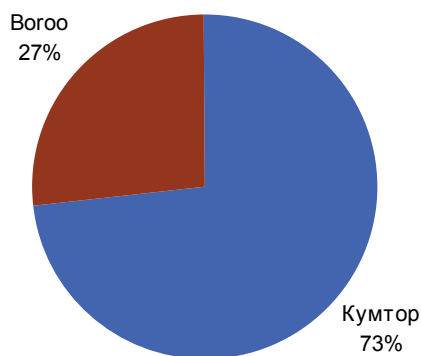
Производственная деятельность и активы

Рудник "Кумтор" был введен в эксплуатацию в 1997 году и с тех пор стал "спасательным кругом" для экономики Кыргызстана. Проект привлек к себе большое внимание в связи с участием ЕБРР в его финансировании (общая сумма затрат на освоение составила \$450 млн.). Поскольку добыча на месторождении ведется уже восемь лет, его запасы существенно снизились. Однако осуществляемые компанией геологоразведочные работы позволяют восстанавливать запасы приемлемыми

темпами. Второй рудник (Вогоо в Монголии) был введен в эксплуатацию в 2004 году. Запасы месторождения там тоже ограничены, но компания владеет соседним участком Gatsuurt. Единственным проектом освоения нового месторождения Centerra является рудник REN в штате Невада, США, которым она владеет совместно с Barrick. На участке пока только проводятся геологоразведочные работы, но их результаты обнадеживают.

В 2004 году добыча Centerra составила 903 030 унций золота, хотя на долю компании пришлось лишь 68% от этого объема. С учетом консолидации долей миноритариев объем добычи в этом году должен составить около 800 000 унций

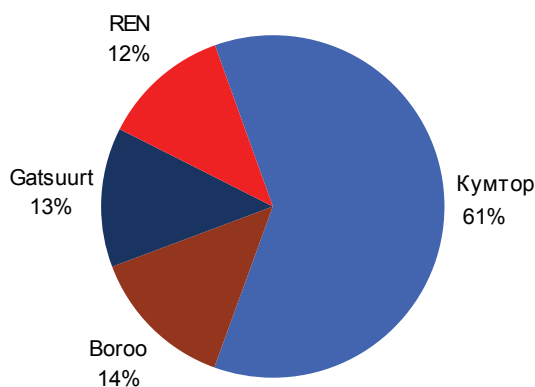
Структура добычи в 2004 году по рудникам: основной объем обеспечивает "Кумтор"



Источник: данные компании

Распределение запасов и ресурсов Centerra примерно соответствует структуре добычи: на месторождении Кумтор сосредоточен 61% запасов и ресурсов, а остальная доля приходится на Богоо и соседнее с ним месторождение Gatsuurt (27% от общего объема в 10.8 млн. унций). Учитывая, что единственным новым проектом освоения является REN, у компании явно недостаточно новых активов для обеспечения органического роста.

Структура запасов и ресурсов соответствует структуре добычи



Источник: данные компании

Centerra необходимо перевести дополнительные объемы ресурсов в категорию запасов

млн. унций	Запасы	Ресурсы	Всего
Кумтор	3.2	3.4	6.6
Вогоо	1.1	0.4	1.5
Gatsuurt	0	1.5	1.5
REN	0	1.3	1.3
Всего	4.4	6.5	10.8

Источник: данные компании

Кумтор: стабильный, рентабельный рудник, обладающий большим потенциалом повышения запасов

Месторождение Кумтор на 100% принадлежит компании Centerra. Компания получила рудник в обмен на свои акции, переданные киргизской государственной компании Кыргызалтын, которая владела рудником раньше. Добыча ведется открытым способом на большой высоте (более 4 000 м над уровнем моря). Несмотря на это, компания никогда не сталкивалась с производственными трудностями, а ее денежные затраты в 2004 году составляли \$202/унцию.

Добыча на руднике ведется с 1997 года. Объем производства составляет 500 000 -750 000 унций в год. Запасы рудника на сегодня составляют 3.2 млн. унций, а ресурсы – 3.4 млн. унций. Инвесторы проявляют обеспокоенность относительно скорого истощения запасов месторождения, но мы ее не разделяем. Когда Centerra была миноритарным акционером предприятия (до 2004 года), она была не заинтересована в проведении дополнительных геологоразведочных работ на месторождении. Теперь ситуация изменилась, и компания приступила к осуществлению обширных геологоразведочных работ, затратив на них \$6 млн. в 2004 году и планируя затратить еще \$11 млн. в этом году. Более того, компания купила лицензию на соседний с Кумтором участок, и результаты бурения на нем свидетельствуют о наличии достаточно богатой руды на разных горизонтах. Другими словами, несмотря на вероятность скорого истощения запасов основного рудника, комбинат сможет продолжать работать на руде с соседних участков, хотя его затраты, скорее всего, увеличатся в связи с расходами на транспортировку.

Показатели монгольских активов должны вскоре улучшиться

Открытый рудник Вогоо был введен в эксплуатацию в 2004 году, сразу же показав хорошие операционные результаты – низкие денежные затраты (\$149/унцию) и большой объем добычи (246 000 унций). Благодаря этому руднику добыча золота в Монголии в 2004 году повысилась на 75%. Как и в случае с "Кумтором", существует опасность ограниченного срока эксплуатации рудника в связи с тем, что его запасы составляют лишь 1.1 млн. унций, а ресурсы – 0.4 млн. унций. Однако компания уверена, что сумеет найти запасы золота для того, чтобы загрузить обогатительный комбинат. Соседний участок Gatsuurt (в 35 км от Вогоо), где сейчас проводятся геологоразведочные работы, обладает большими ресурсами в объеме 1.5 млн. унций. По итогам геологоразведочных работ ресурсы могут быть переведены в категорию рентабельных запасов. Компания пока еще только изучает возможность отдельного освоения месторождения Gatsuurt, но, учитывая его близость к действующему комбинату, мы исходим из того, что руда с него будет доставляться автомобильным транспортом для переработки на комбинате Вогоо.

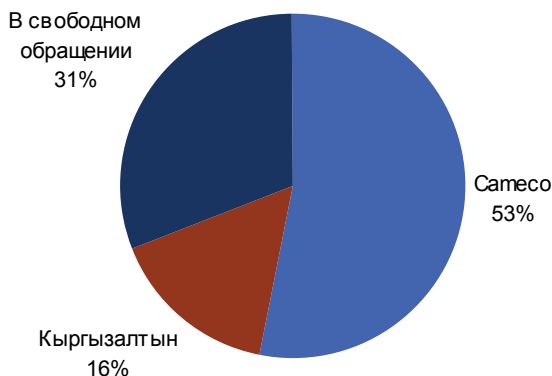
Прогнозируется, что добыча на монгольских рудниках будет постоянно составлять более 260 000 унций в год в течение всего периода прогнозирования. Заметим, что нормативно-правовая среда в Монголии благоприятствует деятельности горнодобывающих предприятий. В течение первых трех лет они не облагаются налогом на прибыль, в следующие три года налог составляет лишь 15%, а затем – 30%.

Структура акционеров

Centerra Gold стала публичной компанией в 2004 году, когда канадская компания Camesco продала акции своего золотодобывающего дочернего предприятия на открытом рынке. В момент IPO доля компании в проекте Кумтор была повышена с 33% до 100%, а в проекте Вогоо – до 95%.

Cameco в настоящее время владеет 53% акций Centerra, а правительство Кыргызстана (через стопроцентное государственное предприятие Кыргызалтын) – 16%. Компания Кыргызалтын получила акции Centerra в обмен на возможность консолидировать контроль над проектом Кумтор. Остальные 31% акций Centerra находятся в свободном обращении.

Все решения принимаются компанией Camesco; Кыргызалтын – хороший партнер; Centerra характеризуется большим объемом акций в свободном обращении



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Финансовый обзор и прогноз

Наша модель показателей Centerra основана на планах компании по развитию двух действующих рудников. Компания управляется компетентной управленческой командой, члены которой пользуются большим уважением в отрасли. Поэтому недостаток рекламы с лихвой компенсируется благодаря опыту руководителей. Главной проблемой будет повышение затрат по мере начала разработки участков, удаленных от обогатительных комбинатов. Кроме того, учитывая небольшое количество новых проектов освоения, компания, скорее всего, будет обеспечивать рост через поглощения других предприятий, а этот процесс всегда связан с большими неопределенностями.

Выручка

До ввода в эксплуатацию в 2004 году рудника Вогоо добыча и выручка Centerra полностью зависели от "Кумтора". В минувшем году компания почти полностью консолидировала контроль над двумя рудниками, резко снизив доли миноритариев.

В 2004 году добыча золота, относимая на долю Centerra, составила 610 287 унций. В этом году прогнозируется рост этого показателя до 800 000 унций благодаря консолидации. Однако компания ожидает снижения добычи на 11% в связи с падением содержания золота в руде "Кумтора". В нашей модели мы исходим из того, что столь существенное падение содержания золота, как в 2004-2005 годах, больше не повторится, но ожидаем постепенного снижения этого показателя.

Добыча Centerra*: два стабильных рудника



*Совокупный объем добычи (а не только относимый на долю Centerra)

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Затраты

Два действующих рудника Centerra и обладают производственной историей. У компании нет графика ввода в эксплуатацию новых рудников, и мы не ожидаем никаких однократных событий, которые могли бы сильно изменить денежные затраты. В минувшем году совокупные денежные затраты на двух рудниках составили \$189/унцию, что на 34% ниже среднемирового уровня, равного \$253/унцию. Такой показатель представляется особенно удачным, если учесть, что рудник Кумтор работает в экстремальных условиях, содержание золота в руде там соответствует среднеотраслевым показателям, а уровень извлекаемости довольно низкий. Мы ожидаем небольшого повышения затрат по мере перехода к добыче руды с меньшим содержанием золота (особенно на Кумторе). Тем не менее, совокупные затраты компании все равно будут невысокими.

Исходя из совокупных денежных затрат двух рудников в прошлые периоды и прогноза Centerra относительно операционных затрат в будущем, мы составили собственный прогноз затрат, представленный ниже.

Затраты низкие и должны оставаться стабильными, как и другие показатели Centerra

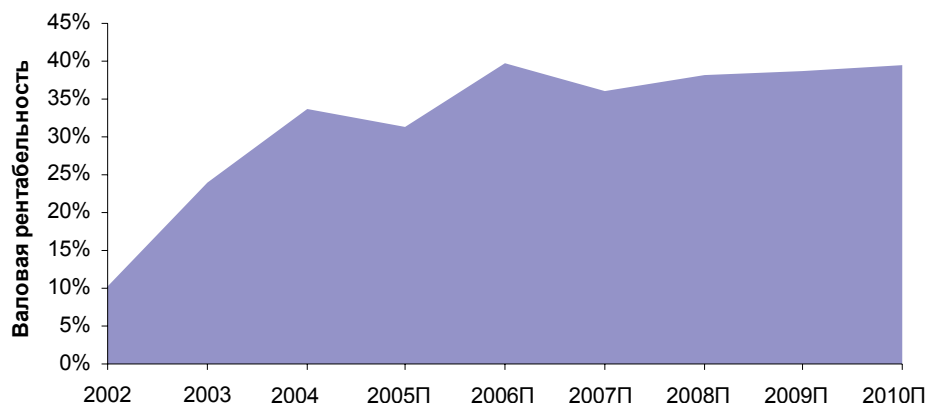
	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупные денежные затраты, \$/унцию	216	199	189	233	211	208	208	210	210

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Статья "износ и амортизация" определяется сроком эксплуатации активов и характером добычи, поэтому она не включена в наш расчет совокупных денежных затрат. Мы спрогнозировали эту статью как ежегодный объем добычи золота в процентном отношении к общим запасам каждого действующего рудника, исходя из собственных прогнозов балансовой стоимости каждого рудника на основе исторической стоимости и прогноза капвложений.

Затраты на геологоразведку включены в статью "коммерческие и административные затраты". Это очень консервативный подход, который обусловлен решением менеджмента учесть стоимость геологоразведки в качестве расходов, а не капитализировать их в качестве активов, чтобы избежать необходимости списания в будущем. Такой подход занижает рентабельность компании в ближайшие годы вместо приукрашивания ситуации с помощью бухгалтерских проводок. Прочие коммерческие и административные затраты определяются темпами инфляции и объемами добычи золота.

Валовая рентабельность стабилизируется на уровне 40%

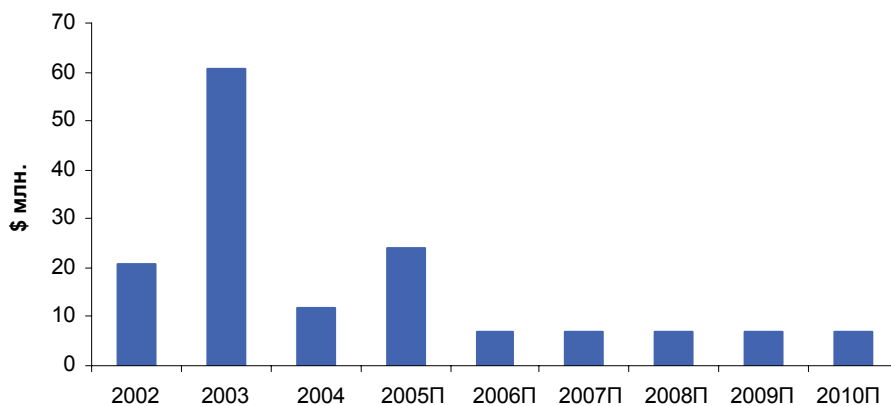


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Капвложения

Планы капвложений у Centerra весьма скромные. Капвложения будут в основном направляться на поддержание добычи на действующих рудниках. Капвложения в размере \$24 млн. в 2005 году обусловлены закупкой нового оборудования для "Кумтора", которое позволит повысить производительность и сдержать рост затрат. Поскольку основные капвложения уже осуществлены, а новых рудников открывать не планируется, совокупные капзатраты должны оставаться низкими в течение всего периода прогнозирования.

Капвложения низкие и направлены в основном на поддержание деятельности



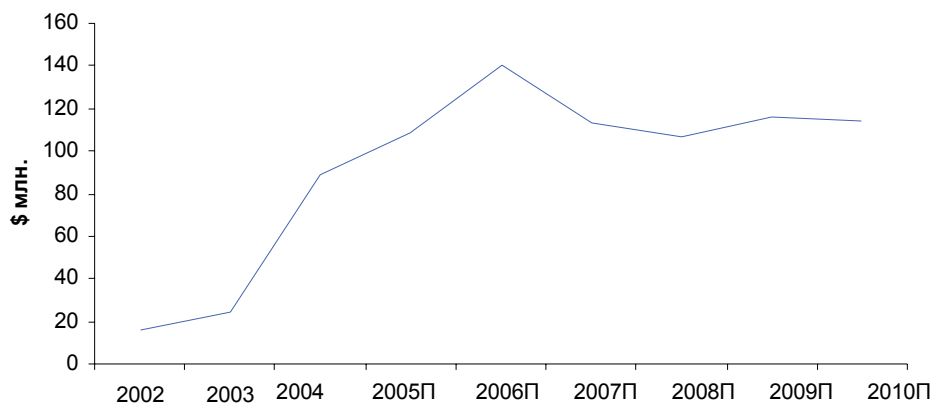
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Баланс и денежные потоки

У Centerra хороший баланс – денежные средства на конец первого полугодия этого года составляли \$204 млн., а долга не было. Кроме того, у компании высокая оборачиваемость запасов, поэтому потребности в рабочем капитале невелики. Учитывая наличие у компании двух стабильных рудников с низкими затратами, которые в будущем не будут отвлекать на себя операционные денежные потоки, Centerra вполне может позволить себе привлечь заемный капитал, который может быть использован для покупки других предприятий.

Операционные денежные потоки, скорее всего, будут высокими на фоне низких затрат, малого объема капвложений и ограниченных потребностей в рабочем капитале. В этом смысле Centerra – единственная из рассматриваемых в этом отчете компаний, акции которой могут обеспечивать инвесторам стабильный ежегодный доход.

Операционный денежный поток будет большим и стабильным



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Хорошие результаты первого полугодия

Финансовые показатели Centerra за первое полугодие продемонстрировали высокий рост выручки, EBITDA и чистой прибыли. Это было обусловлено повышением доли в проекте по разработке месторождения "Кумтор" с 33% до 100%, выходом рудника Вогоо на полную мощность и высокими ценами на золото.

Совокупная добыча золота на двух рудниках в первом полугодии составила 426 675 унций, что на 1.8% меньше, чем годом ранее, но объем реализации золота повысился до 445 202 унций, тогда как в первом полугодии минувшего года составлял 197 161 унций. Повышение средней спот-цены на золото до \$420/унций с \$360/унций ранее обеспечило рост выручки на 157.4% до \$187 млн. Однако себестоимость реализации росла опережающими темпами по сравнению с выручкой из-за увеличения денежных затрат на 35% до \$216/унцию. Валовая рентабельность снизилась на 8.2% до 28.3%.

Резкое повышение коммерческих и административных затрат было обусловлено повышением объема геологоразведки и административных отчислений. Мы надеемся, что в будущем компания сумеет сдержать рост административных затрат. Показатель EBITDA повысился на 85.6% и составил \$66 млн., а чистая прибыль подскочила почти в четыре раза до \$27 млн., в результате чего чистая рентабельность составила 14.7%.

Повышение денежных затрат не стало сюрпризом на фоне падения содержания золота в руде на "Кумторе". В 2005 году затраты не должны превысить прогнозируемый компанией уровень в \$233/унцию. В первом полугодии компания перевыполнила план по добыче. По итогам года добыча должна составить 800 000 унций. Повышение коэффициента оборачиваемости запасов способствовало увеличению денежных потоков. Чистая сумма денежных средств составляла \$204 млн. (в конце 2004 года – \$153 млн.), однако до конца этого года компания еще должна осуществить определенные капвложения и профинансировать геологоразведочные работы.

Отчет о прибылях и убытках за первое полугодие свидетельствуют о росте основных показателей

\$ млн., CA GAAP	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Выручка	73	187	157.4%
Себестоимость реализации	-46	-134	190.6%
Валовая прибыль	27	53	99.6%
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>36.5%</i>	<i>28.3%</i>	
Коммерческие и административные затраты	-6	-21	233.8%
Операционная прибыль	20	32	59.1%
EBITDA	36	66	85.6%
<i>Рентабельность EBITDA</i>	<i>49.2%</i>	<i>35.4%</i>	
Процентные расходы	0	0	68.2%
Прочие неоперационные затраты	-9	0	-100.0%
Налог на прибыль	-1	-4	648.2%
Доли миноритариев	-4	-1	-65.2%
Чистая прибыль	7	27	284.7%
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>9.7%</i>	<i>14.7%</i>	

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Вывод: компании нужен катализатор роста

Centerra Gold – это крупная и хорошо управляемая компания, которая первой успешно начала освоение больших проектов в странах, ранее не имевших особого опыта сотрудничества с иностранными предприятиями. У компании хороший баланс. Она обладает большей финансовой гибкостью по сравнению с другими рассматриваемыми в этом отчете компаниями, хотя пока не пользовалась этим преимуществом. Однако компания стала публичной меньше года назад, поэтому пока рано выносить окончательное суждение по этому вопросу. Если же она не сумеет обеспечить рост за счет новых проектов, то ее акции будут интересны инвесторам только благодаря дивидендам. Поэтому мы считаем бумаги Centerra полностью оцененными на текущих уровнях. Прогнозируемая цена на конец 2006 года – \$18.77. Мы начинаем аналитическое освещение компании с рекомендации "Держать".

Прогноз финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	55	82	247	354	358	317	313	312	311
Себестоимость реализации	-37	-47	-110	-191	-173	-170	-168	-169	-168
Валовая прибыль	18	35	137	163	185	147	145	143	143
Коммерческие и административные затраты	-5	-4	-12	-18	-19	-19	-20	-20	-20
Прочие операционные затраты	-6	-7	-15	-24	-15	-15	-15	-5	-5
ЕБИТДА	7	25	111	121	151	113	111	118	118
Амортизация	-13	-15	-54	-52	-42	-33	-26	-22	-20
Операционная прибыль	-5	9	57	69	108	80	85	96	98
Чистые процентные расходы	0	-1	8	6	10	15	19	23	27
Прочие расходы/доходы	0	0	-9	1	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	-6	8	56	76	118	95	104	119	125
Налог на прибыль	2	-1	0	-9	-15	-18	-20	-23	-28
Доли миноритариев	1	2	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Чистая прибыль	-3	9	51	64	100	74	81	94	95

Баланс

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и ликвидные активы	20	10	153	238	371	477	577	686	793
Товарно-материальные запасы	5	2	22	30	27	25	24	24	24
Дебиторская задолженность	7	6	3	5	5	4	4	4	4
Прочие текущие активы	68	48	48	59	59	53	52	52	52
Всего текущие активы	100	66	225	331	462	559	657	766	873
Основные фонды	91	142	268	239	204	178	160	144	132
Инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные активы	45	33	168	168	168	168	168	168	168
Всего долгосрочные активы	136	176	436	407	372	346	328	312	300
Всего активы	236	241	660	739	834	906	985	1,078	1,172
Краткосрочный долг	4	38	0	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	12	19	32	47	41	39	37	37	36
Прочие текущие обязательства	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Всего текущие обязательства	16	58	32	47	41	39	37	37	36
Долгосрочный долг	28	18	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	7	7	24	24	24	24	24	24	24
Всего долгосрочные обязательства	35	25	24	24	24	24	24	24	24
Доли миноритариев	11	9	2	2	2	2	2	2	2
Всего акционерный капитал	174	150	602	665	766	840	921	1,015	1,110
Всего обязательства и акционерный капитал	236	241	660	739	834	906	985	1,078	1,172

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., CA GAAP	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	-3	9	51	64	100	74	81	94	95
Амортизация	13	15	54	52	42	33	26	22	20
Изменение рабочего капитала	0	31	-4	-7	-3	6	0	0	0
Прочее	6	-31	-12	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	16	24	88	109	140	113	107	116	115
Капвложения	-21	-61	-12	-24	-7	-7	-7	-7	-7
Приобретения	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	25	0	24	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	5	-61	13	-24	-7	-7	-7	-7	-7
Изменение суммы долга	-	24	-56	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	-1	2	98	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-1	26	41	0	0	0	0	0	0

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ

РОССИЙСКАЯ И ЗАПАДНАЯ КЛАССИФИКАЦИИ ЗАПАСОВ

Большинство компаний в этом отчете приводят информацию о своих запасах в соответствии с российской и западной классификациями. Многие инвесторы сомневаются в точности данных по российским стандартам, но на самом деле это высококачественные показатели, которые редко расходятся с данными, рассчитанными по западной методологии. Основное их отличие состоит в так называемых "поправочных коэффициентах". Западная система классификации обеспечивает большую свободу интерпретации в анализе геологических данных. Запасы российской категории В можно считать подтвержденными или измеренными; категория В+С1 примерно соответствует подтвержденным и вероятным запасам; а С2 обозначает перспективные запасы. Сумма запасов категорий В и С1 примерно эквивалента термину "запасы" по западным стандартам, а сумма В+С1+С2 –понятию "ресурсы".

Геологоразведка времен СССР – главный источник информации

В Советском Союзе осуществлялись крупные геологические исследования по всей территории России, и была собрана обширная база данных о запасах металлов. Были установлены статистические пороговые величины, после превышения которых проводились дополнительные геологические работы. Таким образом, основная масса имеющейся информации о российских запасах золота представлена данными советского времени. Многие ветераны российской промышленности, которые принимали участие в разведке месторождений золота в советское время, сейчас работают в частных компаниях, что обеспечивает их работодателям уникальные конкурентные преимущества. Не случайно и то, что золотодобывающие компании обычно владеют сразу несколькими участками в одном регионе. Это обусловлено тем, что связи и контакты, наработанные в рамках одного проекта, естественным образом ведут к запуску новых проектов.

Российская классификация запасов и ресурсов основана на строгой статистической вероятности, в то время как западная классификация запасов больше открыта для интерпретации в каждом конкретном случае. Недостатком российской системы является применение единого подхода ко всем участкам без учета специфики рудного тела. Ее преимуществом является последовательность результатов, которая облегчает сопоставление рудных тел в разных частях бывшего Советского Союза.

Основы российских геологических данных

В российской системе действуют твердые нормы в отношении объема геологоразведочных работ, необходимого для классификации ресурсов и запасов. Для золоторудных месторождений действуют категории запасов и ресурсов В, С и Р, при этом для каждой категории существуют подкатегории.

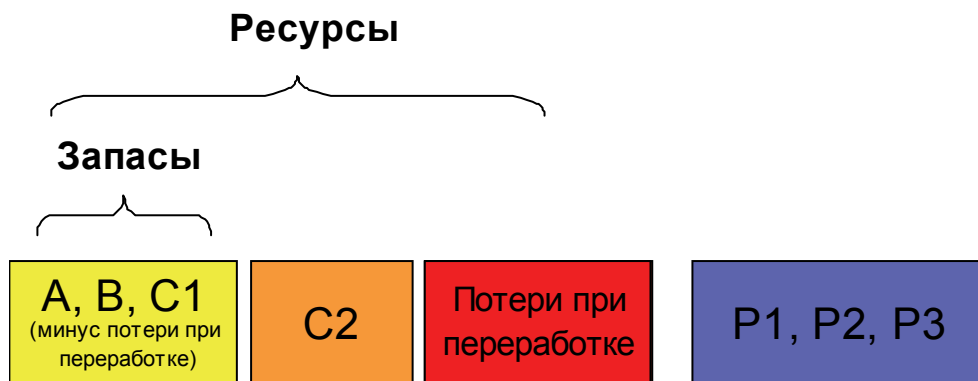
Классификация основана на статистической вероятности обнаружения определенного объема золота на данном участке. Для категории В, которая является самой высокой для золотодобывающих компаний, такая вероятность составляет 75%. Это означает, что вероятность обнаружения золота на данном участке на основе собранных геологических данных составляет 75%.

Далее идет категория С. Запасы категории С1 (самый высокий уровень в этой группе) характеризуются статистической вероятностью в 50%. Присвоение категории С1 возможно по результатам переработки не менее 350 т руды, добытой из скважин пробного бурения, расположенных на расстоянии не менее 40 м друг от друга, а также при наличии подземных проб для исключения геологических помех.

Следующая категория – С2 – характеризуется гораздо меньшей статистической вероятностью по сравнению с категорией С1. Для присвоения этой категории требуется переработать лишь 0.5 т руды из скважин, расположенных на расстоянии не менее 80 м друг от друга. Кроме того, для присвоения этой категории требуется составление ТЭО, которое утверждается государственными органами.

Самая низкая категория Р присваивается запасам на основе самых предварительных данных и характеризуется наибольшим уровнем неопределенности. В лучшем случае запасы категории Р1 подтверждены данными, которых достаточно только для того, чтобы начать размышлять об отнесении участка к активам. Запасы категорий Р2 и Р3 – не более чем прикидки на основе ограниченных данных нескольких скважин и образцов грунта. Статистическая вероятность обнаружения золота на участках категории Р2 и Р3 очень низкая.

Российская классификация запасов и ресурсов: наилучший подход – консервативный



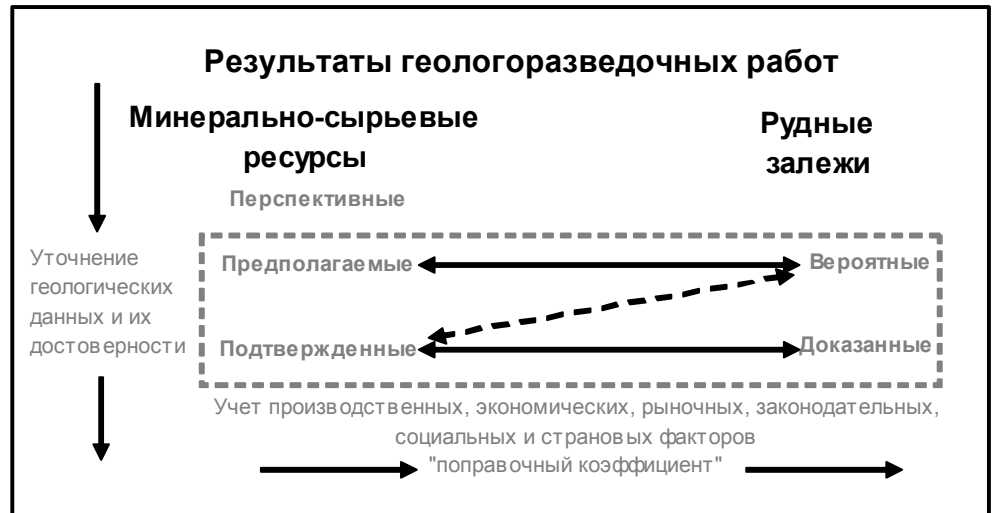
Источник: оценки "Атона"

В западной классификации, конечно, тоже есть жесткие параметры оценки геологических данных. Отличие западной системы от российской состоит в использовании поправочных коэффициентов. В западной системе эти коэффициенты дают большую свободу геологам, интерпретирующим геологические данные. Запасы российской категории В можно считать подтвержденными или измеренными; категория В+С1 примерно соответствует подтвержденным и вероятным запасам; а С2 обозначает перспективные запасы. Сумма запасов категорий В и С1 примерно эквивалентна западному понятию "запасов", а сумма В+С1+С2 примерно эквивалентна западному понятию "ресурсов".

В западной классификации участок, обладающий скромными статистическими показателями, в интерпретации опытных геологов может стать исключительно многообещающим, и благодаря использованию поправочных коэффициентов ему будет присвоена соответствующая высокая категория. Верно и обратное, т.е.

выполнение анализа некомпетентными и неопытными геологами снижает точность западной классификации.

Основные параметры западной классификации



Источник: JORC

Лицензии и регулирование сбыта золота

По российскому законодательству, недра являются собственностью государства, а их использование контролируется и регламентируется несколькими государственными органами на основе федеральных и местных законов о лицензировании и добыче. Текущая нормативно-правовая база, регламентирующая выдачу лицензий на разработку недр, является неэффективной, а полномочия федеральных и местных регулирующих органов во многом совпадают.

Вначале обычно выдается лицензия на геологоразведочные работы, которая действует в течение пяти лет и предусматривает проведение определенного объема геологоразведочных работ. Перед истечением пятилетнего срока владелец такой лицензии направляет результаты геологоразведки в ГКЗ для утверждения и присвоения ресурсам категории С1, С2 или Р. После этого пятилетняя лицензия на геологоразведку заменяется двадцатилетней лицензией на эксплуатацию. Заметим, что процесс лицензирования отличается в зависимости от региона и характеристик рудного тела, а лицензия может изменяться или продлеваться по решению выдавшего ее органа. Хорошо разведанные месторождения государство обычно продает с одновременной выдачей лицензии на эксплуатацию с указанием жестких параметров разработки.

Для приобретения ранее разрабатывавшихся месторождений компаниям зачастую приходится не только получать лицензию, но и покупать имеющуюся на них инфраструктуру. Поэтому многие компании начинают с покупки таких активов, а уже затем получают лицензию, что позволяет им отпугнуть других претендентов.

Государство имеет преимущественное право на покупку добытого в России золота. До реформирования в 1998 году законодательной базы, регламентировавшей продажу золота, государственная монополия являлась большой проблемой, поскольку государство не только обладало преимущественным правом покупки, но еще и фиксировало цены на золото. Сегодня государство по-прежнему обладает преимущественным правом покупки, но цены золота формируются на рыночных условиях. Если государство отказывается от покупки золота, то продавец может реализовать его российским или зарубежным покупателям.

Aton LLC

101000, Россия, Москва,
Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
7 (495) 777-8877
7 (495) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru
RTS, MICEX, NAUFOR member

Aton International Ltd.

Офис в Никосии	Офис в Лондоне	Офис во Франкфурте
Office 201, Egli Building, 2nd Floor, 2 Vasileos Pavlou Street, CY-1096 Nicosia, Cyprus 357 (22) 661 114 357 (22) 661 138, факс atonint@atonint.com www.atonint.com LSE/FSE member	60 Lombard Street, London, EC3V 9EA, UK 44 (20) 7464 8891 44 (20) 7464 8899, факс	An der Welle 4 60322 Frankfurt am Main 49 (0) 69 7593-8622 49 (0) 69 7593-8384, факс

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
sales@AtonSecurities.com

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 акции 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 связаться 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 являлись 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.