

POLYMETAL С ЧИСТОГО ЛИСТА

ФЕВРАЛЬ 2024

Продажа российских активов

Polymetal сообщил о продаже российских активов (АО «Полиметалл»), за \$3.69 млрд компании «Мангазея Плюс». Polymetal раскрыл внутригрупповую задолженность перед продаваемой компанией АО «Полиметалл» в размере \$1.15 млрд. С корректировкой на эту задолженность российские активы были проданы за \$2.54 млрд, что является, на наш взгляд, реальной ценой сделки. Эта цифра соответствует мультипликатору EV/EBITDA 2024 = 2.5. Для сравнения, наша оценка EV/EBITDA 2024 Полюс Золота составляет 5.0. Polymetal получит в сухом остатке \$300 млн.

За сколько Polymetal продал российские активы, \$ млрд

Стоимость АО «Полиметалл»	3.69
(-) Задолженность Polymetal перед АО «Полиметалл»	1.15
Стоимость АО «Полиметалл», скорректированная	2.54
(-) Чистый долг АО «Полиметалл»	2.21
(-) Бонусы от продавца покупателю	0.05
Стоимость акционерного капитала АО «Полиметалл»	0.28
(+) Бонусы от продавца покупателю	0.05
(-) Налоги	0.03
Денежные поступления в пользу Polymetal	0.30

Источник: оценка ИК «Айгенис»

Дивиденды

Открытым остается вопрос о дивидендах, которые Polymetal может заплатить из суммы, полученной от продажи российских активов. Глава компании Виталий Несис сообщил, что рассмотрение вопроса о дивидендах отложено до мая. Мы считаем, что на величину дивидендов может повлиять чистый долг на балансе казахстанских активов в размере \$171 млн, а также то, будет ли Polymetal учитывать при расчете дивидендной базы инвестиции в казахстанские активы (на 2024 г. запланировано \$200 млн). Ниже мы приводим два крайних сценария.

При оптимистичном сценарии сумма, полученная от продажи российских активов (\$300 млн), будет рассматриваться как спецдивиденды в обычном понимании. Эти средства не связаны с операционной деятельностью в Казахстане, и компания может учитывать их отдельно от этого бизнеса. При реализации такого сценария Polymetal направит \$300 млн на выплату спецдивидендов, что соответствует \$0.58 на акцию и доходности 15% на AIX.

Пессимистичный сценарий предполагает, что компания будет учитывать чистый долг и инвестиционную программу казахстанских активов. В этом случае дивидендная база станет отрицательной, и Polymetal не будет рекомендовать выплату дивидендов.

	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
Средства от продажи активов в РФ	300	300
Чистый долг	0	171
Инвестиции в казахстанские активы	0	200
Дивидендная база	300	-71
Дивиденд на акцию, \$	0.58	0
Див. доходность на AIX	15%	0%

Источник: оценка ИК "Айгенис"

На наш взгляд, вероятность оптимистичного сценария повышают два фактора:

- Незадолго до сделки по продаже активов основным акционером Polymetal стал государственный фонд Омана. Он, вероятно, вошел в число акционеров на выгодных для себя условиях, так как, на наш взгляд, у Polymetal была слабая переговорная позиция с учетом непростой ситуации, в которой оказалась компания. (С одной стороны, Polymetal оказался под западными санкциями, так как имел активы в РФ, а с другой стороны, в отношении компании действовали российские контрсанкции из-за регистрации в недружественной юрисдикции).
- После продажи российских активов Polymetal станет исключительно казахстанской компанией и начнет жизнь «с чистого листа». Мы считаем, что Polymetal будет делать акцент на создание имиджа компании, дружелюбной к инвесторам, с хорошей дивидендной историей и высоким уровнем корпоративной этики, что важно для требовательных западных акционеров. В частности, в соответствии с лучшими корпоративными практиками Polymetal проведет собрание акционеров для одобрения сделки по продаже российских активов, хотя по уставу компания не обязана этого делать.

Таким образом, мы считаем, что дивидендная доходность на AIX из диапазона [0;15%] будет смещена в сторону позитивного сценария и составит 10%, что соответствует дивидендам в размере \$0.4 на акцию.

Где «дно» для котировок на МосБирже?

За последние два дня акции Polymetal подешевели на 8% на AIX и на 16% на МосБирже после новости о продаже российских активов.

Мы считаем, что по завершению процедуры обмена расписок на МосБирже на акции на AIX, их ждет делистинг с МосБиржи. Компания продала российский актив, и в поддержании листинга на российской бирже, на наш взгляд, нет экономического смысла, тем более что листинг сопряжен с затратами. В целом вектор стратегии компании указывает на то, что она больше не будет каким-либо образом связана с РФ.

Таким образом, цена расписок на МосБирже должна опуститься до уровня акций на AIX, которые являются базовым активом. Если цена на МосБирже уйдет ниже, то появится арбитражная возможность, которой воспользуются спекулянты, покупая бумаги на МосБирже и продавая их на AIX, что сравнивает цены.

В настоящее время расписки на МосБирже стоят 370 руб. (\$4), что на 8% выше, чем котировки на AIX. Это означает, что при прочих равных потенциал падения расписок на МосБирже составляет 8%, после чего они будут следовать за акциями на AIX.

Где «дно» для расписок на AIX?

С момента публикации информации о сделке акции на AIX подешевели на 8%, так как, вероятно, инвесторы посчитали, что дивиденды, если и будут, то незначительными. Предполагая, что рынок до сделки закладывал дивидендную доходность 15% от продажи активов, потенциал снижения акций при негативном сценарии (дивиденды не выплатят) составляет оставшиеся 7% до \$3.4. В день публикации пресс-релиза обороты на AIX достигли рекордных \$2.8 млн в день при среднем за день в последние три месяца \$0.6 млн. Вероятно, что выходили крупные держатели акций, и что основная волна продаж прошла.

Как менялся дисконт акций на AIX к распискам на MOEX



Источник: данные бирж

Интересны ли акции на AIX?

Мы считаем, что акции Polymetal на AIX представляют интерес, поскольку компания торгуется с очень низкими мультипликаторами из-за невысокой ликвидности, геополитических рисков, связанных с наличием российского бизнеса, а также из-за ряда негативных событий в прошлом (смена основного акционера, необходимость продавать российские активы) и в целом длительного периода глобальных перемен как в части активов, так и структуры акционеров Polymetal.

После продажи российских активов AIX станет основной площадкой для акций Polymetal, и мы ждем притока новых инвесторов, в первую очередь, западных, а также частичного перетока инвесторов с МосБиржи. Исторически ликвидность акций Polymetal на AIX была низкой (в 17 раз ниже, чем на МосБирже), поэтому мы прогнозируем большой эффект от повышения ликвидности на фоне низкой базы.

Вторым фактором будет устранение геополитической премии, связанной с Россией, так как компания станет исключительно казахстанской.

Третий фактор привлекательности – это фундаментальные показатели, в том числе возможность наращивания золотодобычи, позитивные прогнозы для цен на золото (так как мировые центробанки стоят на пороге снижения ставок), низкая долговая нагрузка (в отличие от российских активов компании) и привлекательная потенциальная дивидендная доходность.

Согласно нашим оценкам, справедливая стоимость акций на AIX составляет \$6 с потенциалом роста 60% от текущих котировок.

Ключевые даты

7 марта – голосование акционеров по продаже российских активов (требуется одобрение 75% участников).

Конец марта – ожидаемое закрытие сделки по продаже российских активов.

30 апреля – крайний срок для закрытия сделки по продаже российских активов.

30 сентября – последний срок для обмена расписок на МосБирже на акции на AIX.

ООО ИК “Айгенис”

Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Владимир Язев

vyazev@aigenis.ru

Аналитический отдел

Сидоров Александр, CFA

asidorov@aigenis.ru

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022