



Золото – движение вверх

Золото демонстрирует рост, достигнув рекордных исторических значений в апреле текущего года; мы повышаем целевую цену золота, а также по компаниям-золотодобытчикам на 2024 год. Средняя прогнозная цена золота в наших моделях повышена до \$2 400 за унцию в 2024 году (\$2 500- \$2 600 в 2025 и 2026 гг.). Целевая цена Южуралзолото (UGLD RX) повышена до 1,64 руб. за акцию (потенциал роста 74%), рекомендация “Выше рынка”. Целевая цена Полюса (PLZL RX) повышена до 16 550 руб. за акцию (потенциал роста 22%), рекомендация “Выше рынка”. Оценка компаний выведена на основе трех параметров: DCF-модель, 2025е EV/EBITDA и 2025е P/E, где вес каждого из параметров составляет 1/3. Для ЮГК взяты прогнозные мультипликаторы 4,0х 2025е EV/EBITDA и 5,5х 2025е P/E; для Полюса 5,5х 2025е EV/EBITDA и 7,5х 2025е P/E.

Обзор текущей ситуации

Золото продемонстрировало рост выше \$2400 за унцию в апреле текущего года. Мы видим уникальную комбинацию факторов, которые оказывают поддержку ценам на золото. Можно выделить 5 основных драйверов наблюдаемого ралли на рынке золота: (1) растущие инфляционные риски; (2) ожидания снижения ставки ФРС; (3) рост спроса на золото со стороны мировых ЦБ; (4) начало количественного смягчения (QE) в Китае и (5) дальнейшая эскалация геополитических рисков. Мы полагаем, что указанные факторы продолжат оказывать поддержку ценам на золото в ближайшие месяцы, создавая высокую вероятность движения золота в новых исторических максимумах на уровне \$2400 за унцию. Напомним, что ранее в Стратегии на 2024 г. прогнозная цена золота составляла \$2050 за унцию.

Компании - золотодобытчики и их перспективы

Отметим, что котировки компаний-золотодобытчиков традиционно следуют за ростом цен на золото. Так, с начала 2024 года котировки ЮГК и Полюса выросли на 45% и 26% соответственно. Мы позитивно смотрим на обе компании, которые обладают потенциалом роста, солидной ресурсной базой и высокой эффективностью. Как мы отмечали в февральской Стратегии 2024, Южуралзолото является нашей лучшей рекомендацией в золотодобывающем секторе. ЮГК - одна из крупнейших и быстрорастущих компаний в российском золотодобывающем секторе. При снижении капитальных затрат (Capex) на более чем 70% на прогнозном горизонте, планируемое увеличение добычи золота ЮГК составит 66% в 2026П году по сравнению с объемами 2022 года, по нашей оценке. Также несомненным преимуществом бумаги является привлекательная дивидендная история. Компания планирует выплачивать не менее 50% от скорректированной чистой прибыли. Мы по-прежнему ожидаем, что СД Компании рекомендует дивиденды за 2023 год во втором квартале 2024 г. Что касается Полюса, компания продемонстрировала хорошие финансовые результаты за 2023 г. Более того, Полюс на 2024 г. прогнозирует совокупные денежные затраты (TCC) на уровне \$450-500 на унцию, что позитивно. Полюс остается одним из лидеров по уровню эффективности среди крупнейших мировых золотодобывающих компаний. Также не стоит забывать о запуске нового крупнейшего месторождения «Сухой Лог» в 2027 году. Объем производства Полюса может вырасти до 5 млн унций по сравнению с 2,7-2,8 млн унций в 2024 г., что позволит компании попасть в топ-3 крупнейших мировых производителя золота. В таблице на стр. 3 указаны наши ожидания по основным финансовым показателям компаний на 2024П-2026П гг.

Рынок акций 7 мая 2024

Цена на золото, \$ / тр. унция



Источник: Investing, Альфа-Банк
Цена закрытия на 6 мая 2024 г.

Ключевые прогнозы

	2024П	2025П	2026П
Цена золота, \$/унция	2 400	2 500	2 600
USD/RUB	100	110	110
Инфляция	6,0%	4,2%	4,2%

Источник: Альфа-Банк

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	PLZL RX
Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия, Р	13 592
Целевая цена, Р	16 550
Потенциал роста	22%

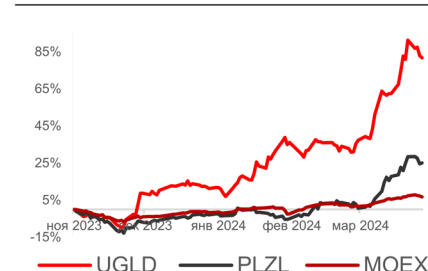
Источник: Investing, Альфа-Банк
Цена закрытия на 6 мая 2024 г.

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	UGLD RX
Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия, Р	0,94
Целевая цена, Р	1,64
Потенциал роста	74%

Источник: Investing, Альфа-Банк
Цена закрытия на 6 мая 2024 г.

Динамика UGLD RX, PLZL RX против MOEX



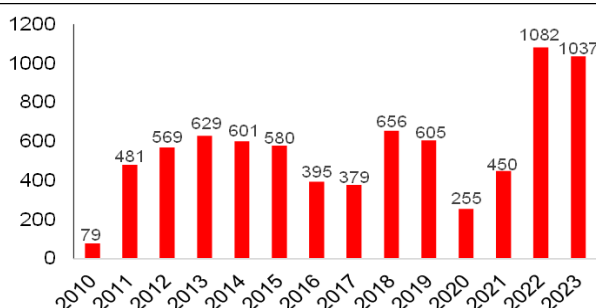
Источник: Investing, Альфа-Банк



Основные драйверы роста золота

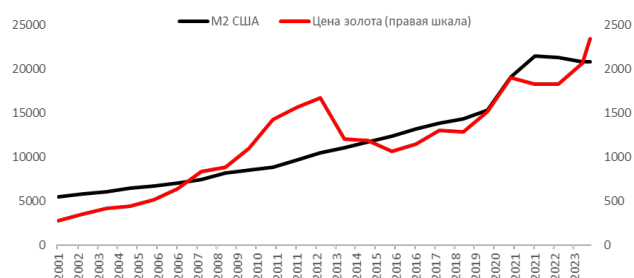
Основная роль золота в мировой финансовой системе – сохранение стоимости и защита от инфляции. Примечательно, что за последние пару лет в условиях высокой макроэкономической неопределённости наблюдается сильный спрос со стороны центральных банков, который достиг абсолютных исторических максимумов в 2023-2024 гг. В 2023 году покупки мировых ЦБ (1037 тонн) составили 21% от общего спроса на золото. Российский ЦБ увеличил запасы золота с 600 тонн до около 3000 тонн с 2008 года. ЦБ Китая продолжает увеличивать покупки золота, в то время как многие участники рынка полагают, что запасы золота Китая могут значительно превышать официальные цифры. Примечательный график ниже наглядно демонстрирует, что на \$1 роста ВВП США в 4К2023 года пришлось \$2,5 увеличения федерального долга США. При этом даже если убрать в сторону геополитические факторы, то статистика демонстрирует, что агрегат денежного предложения (M2) в США с начала нулевых годов вырос более чем в 4 раза, продемонстрировав значительное ускорение с 2020 года, вместе с ростом государственных затрат. Следовательно, снижать ставки для ФРС будет очень проблематично. Наблюдается переток ликвидности из казначейских обязательств США в золото на уровне мировых ЦБ, включая Китай.

Рис.1: Спрос на золото со стороны центробанков, т



Источник: WGC, Альфа-Банк

Рис.2: Динамика M2 США, \$ млрд VS цена на золото, \$/ тр. унция



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

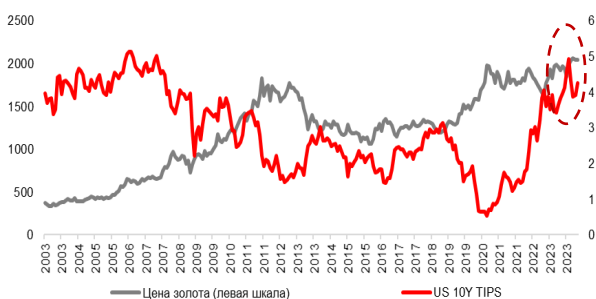
Следует отметить, что по мере того, как цена золота достигла исторических максимумов в прошлом месяце, мы наблюдали значительные изменения в ожиданиях рынка по ставке ФРС. В 2П2023 года рынок закладывал около 5-7 снижений ставки суммарно на 125-175 базисных пунктов в 2024 году. Крупнейшие инвестиционные банки в США начали 2024 год с прогноза снижения на 100-125 базисных пункта до конца года. Уже в марте они синхронно понизили прогноз до 75 базисных пункта (3 снижения), в то время как рынок видит незначительную вероятность снижения ставки до конца 1П24. Таким образом, корреляция динамики цен на золото и ожиданий по ставке ФРС была нарушена. Все эти факторы влияют на рост цен на золото.

Рис. 3: ВВП США за 4К2023 VS Федеральный долг, \$ млрд



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 4: Цена золота, \$/ тр. унция VS Реальные процентные ставки



Источник: CBonds, Альфа-Банк

**Рис. 5: Прогноз основных финансовых показателей Полюса**

December YE	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise value (average), \$mn	23 359	22 569	22 567
Income statement (\$mn)	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	5 277	5 446	5 702
Operating costs	-1 805	-1 969	-2 129
Gross profit	3 396	3 394	3 483
Gross margin	64%	62%	61%
EBITDA	3 855	4 044	4 307
EBITDA margin	73%	74%	76%
D&A	476	579	674
EBIT	3 378	3 465	3 632
PBT	2 966	2 758	2 758
Tax	-593	-480	-480
Tax rate	-20%	-20%	-20%
Net profit	2 348*	2 363	2 150
Net margin	44%	43%	38%
Net Debt/EBITDA	0,9x	0,7x	0,6x
Shares out, mn	95	95	95
EPS, \$/sh	24,7	24,8	22,6
DPS, \$/sh	12,3	12,4	11,3
Dividend yield, %	6,5%	6,6%	6,0%

Источник: данные компании, Альфа-Банк

*- с учетом НДС

Рис. 6: Прогноз основных финансовых показателей ЮГК

December YE	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise value (average), RUBmn	391 631	376 956	371 592
Income statement, RUBmn	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	124 825	149 762	180 276
Operating costs	50 548	56 087	62 644
Gross profit	74 277	93 675	117 632
Gross margin	60%	63%	65%
EBITDA	78 313	97 761	121 068
EBITDA margin	63%	65%	67%
D&A	4 100	4 255	4 188
EBIT	74 213	93 506	116 880
PBT	61 992	80 280	102 909
Tax	-12 398	-16 056	-20 582
Effective rate	-20%	-20%	-20%
Net Profit	48 602*	64 197	82 327
Net margin	39%	43%	46%
Net Debt/EBITDA	1,1x	0,8x	0,7x
Shares out, mn	212 800	212 800	212 800
EPS, RUB/sh	0,23	0,30	0,39
DPS, \$/sh	0,11	0,15	0,18
Dividend yield, %	6,7%	9,1%	10,9%

Источник: данные компании, Альфа-Банк

*- с учетом НДС

Рис. 7: Показатели TCC, AISC Полюса и Южуралзолото

Южуралзолото			
TCC / AISC, \$ / тр. унцию	FY24E	FY25E	FY26E
TCC, \$ / oz	731	719	717
All-in cash costs, \$ / oz	894	868	854
Полюс			
TCC / AISC, \$ / тр. унцию	FY24E	FY25E	FY26E
TCC, \$ / oz	465	497	521
All-in cash costs, \$ / oz	728	743	749

Источник: данные компании, Альфа-Банк



Рис. 8: Сравнение основных показателей компаний-аналогов

Золотодобывающие компании	Тикер	Цена, \$	Тек. кап-ия, \$млн	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			Чистый долг/EBITDA		
				2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Российские золотодобытчики															
Polyus Gold International	PLZL RX	148,4	14 098	4,4x	4,2x	4,0x	6,0x	5,5x	5,0x	8,0x	7,5x	8,0x	0,9x	0,7x	0,6x
UGK International	UGLD RX	0,01	2 128	3,1x	2,5x	2,1x	5,0x	4,0x	4,0x	6,2x	5,5x	7,2x	1,1x	0,8x	0,7x
Средневзвешенное значение				4,2x	4,0x	3,8x	5,9x	5,3x	5,0x	7,8x	7,2x	7,9x	0,9x	0,7x	0,6x
Крупнейшие мировые золотодобытчики															
Newmont	NEM US	41,4	47 735	3,8x	2,7x	2,4x	10,3x	6,2x	5,5x	29,7x	16,8x	13,9x	0,9x	0,7x	0,5x
Barrick Gold Corp	ABX CN	16,5	1 756	2,5x	2,2x	2,0x	5,5x	4,3x	3,9x	19,3x	13,6x	12,8x	0,1x	0,1x	0,0x
Gold Fields Ltd.	GFI SJ	16,8	15 025	2,7x	2,2x	1,9x	5,4x	4,0x	3,4x	13,2x	9,9x	8,6x	0,5x	0,0x	0,1x
Средневзвешенное значение				4,1x	2,6x	2,3x	8,7x	6,6x	6,0x	17,5x	17,9x	13,4x	0,5x	0,4x	0,3x
Мировые золотодобытчики среднего уровня															
AngloGold Ashanti Ltd	ANG SJ	23,9	10 038	1,8x	1,6x	1,4x	5,5x	4,2x	3,6x	13,3x	9,8x	8,8x	0,9x	0,5x	0,2x
Kinross Gold Corp	K CN	6,7	8 235	2,1x	2,0x	0,1x	4,9x	5,0x	5,1x	13,3x	14,1x	14,9x	1,1x	1,0x	0,9x
Royal Gold Inc	RGLD US	125,3	8 233	16,7x	13,1x	12,1x	16,7x	13,1x	12,1x	33,6x	27,0x	26,1x	0,3x	0,4x	-0,1x
Средневзвешенное значение				6,5x	5,3x	4,3x	8,5x	7,1x	6,7x	19,6x	16,5x	16,1x	0,8x	0,6x	0,3x

Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 9: Оценка справедливой стоимости Южуралзолото, руб. / акция

		Value	Weighting
DCF	18%	1,70 Р	33%
EV EBITDA	4,0x	1,75 Р	33%
PE	5,5x	1,51 Р	33%
		Целевая цена, руб. / акция	1,64 Р
		Потенциал роста, %	74%
		Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА

Источник: Альфа-Банк

Рис. 10: Оценка справедливой стоимости Полюса, руб. / акция

		Value	Weighting
DCF	16%	12 530,5 Р	33%
EV EBITDA	5,5x	18 819,5 Р	33%
PE	7,5x	18 781,5 Р	33%
		Целевая цена, руб. / акция	16 550,0 Р
		Потенциал роста, %	22%
		Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА

Источник: Альфа-Банк



Альфа-Банк		Рынок акций
Ул. Каланчевская, 27 +7 (495)		Москва, Россия 107078 795-3712
Начальник управления Акции +7 (495) 783 5101		Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru
Управление аналитики		
Начальник управления		
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	
Макроэкономика		
Наталия Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru + 7 (495) 795-3677	
Рынок акций		
Стратегия		
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	
Металлы и горная добыча		
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	
Елизавета Дегтярева	edegtyareva@alfabank.ru +7 (495) 010-4889	
Нефть и Газ		
Никита Блохин	nblokhin2@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 8037)	
Потребительский		
Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713	
Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075	
Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение		
Анастасия Егазарян	aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 2852)	
Недвижимость		
Ирина Фомкина	ifomkina@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)	
Долговой рынок		
Мария Радченко	mgradchenko@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)	
Торговые операции и продажи (Москва)		
Продажи		
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 783-5115	
Анастасия Полтавская	apoltavskaya@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4290)	
Торговые операции		
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4618)	
Иван Макаров	makaroiv@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)	
		ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во
		Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
		Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
		Финансы
		Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
		Электроэнергетика
		Анастасия Егазарян aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 2852)
		Редактор
		Максим Сухманский msukhmanskiy@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)
		Спец. по данным/Аналитик
		Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
		Полина Орехова porekhova@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8903)
		Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам
		Никита Еуров neurov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 5204)
		РЕПО
		Олег Морозов omorozov@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 6972)
		Альфа Директ
		+7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.