



ИНСТИТУТ ГЕОТЕХНОЛОГИЙ

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

Приложение к обзору
ИГТ-МФ «Драгметаллы» за август 2021

www.igeotech.ru

DICTUM — FACTUM

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

«Институт геотехнологий» (ИГТ) продолжает обзор сделок в золотодобыче России, начатый в феврале этого года приложением к ежемесячным обзорам «Драгметаллы», выпускаемым ИГТ на русском языке совместно с Metals Focus (Великобритания). В данном номере ИГТ предлагает Вашему вниманию аналитический обзор, посвященный наиболее крупным и публично анонсированным сделкам по слияниям и приобретениям активов в российской золотодобыче за II квартал 2021 года.

В настоящем обзоре ввиду отсутствия полной публичной информации пока не упомянуты некоторые публично обсуждавшиеся сделки, по мере получения достаточной открытой информации ИГТ дополнит и опубликует её в очередных аналогичных обзорах. В данном обзоре мы также не касаемся пока более мелких сделок с активами в разведке и добыче драгметаллов, а также приобретений активов на аукционах. К этим темам мы также планируем вернуться впоследствии в очередных обзорах.

Корпоративная активность и тренды по сделкам в золотодобыче

По оценке ИГТ, совокупная стоимость сделок по слияниям и поглощениям на рынке драгоценных металлов в России во II квартале 2021 года составила 571 млн долл. — это на 25 % больше, чем во II квартале предыдущего года. Число сделок составило 15, против 6 во II квартале прошлого года.

В целом за полгода обороты по сделкам составили 718 млн долл., что указывает на снижение активности (на 36 %) по сравнению с первым полугодием 2020 г. (1114 млн долл.), но при этом с увеличением частоты мелких сделок: 23 сделки за полугодие против 13 в первом полугодии 2020 г.

Цены на золото в I и II квартале 2021 года двигались вниз от уровня 2020 года, и в июне 2021 года они опустились до минимума в 1767 долл./унц. Несмотря на такую динамику, цены на золото остаются значительно выше средних затрат по отрасли в России (AISC в 2020 г. составили 687 долл./унц. (+1 % к уровню 2019 г.), см. обзор ЗОЛОТО 2021, издаваемый совместно ИГТ и Metals Focus и выходящий в свет в августе 2021 г.), что позволяет российским компаниям осуществлять

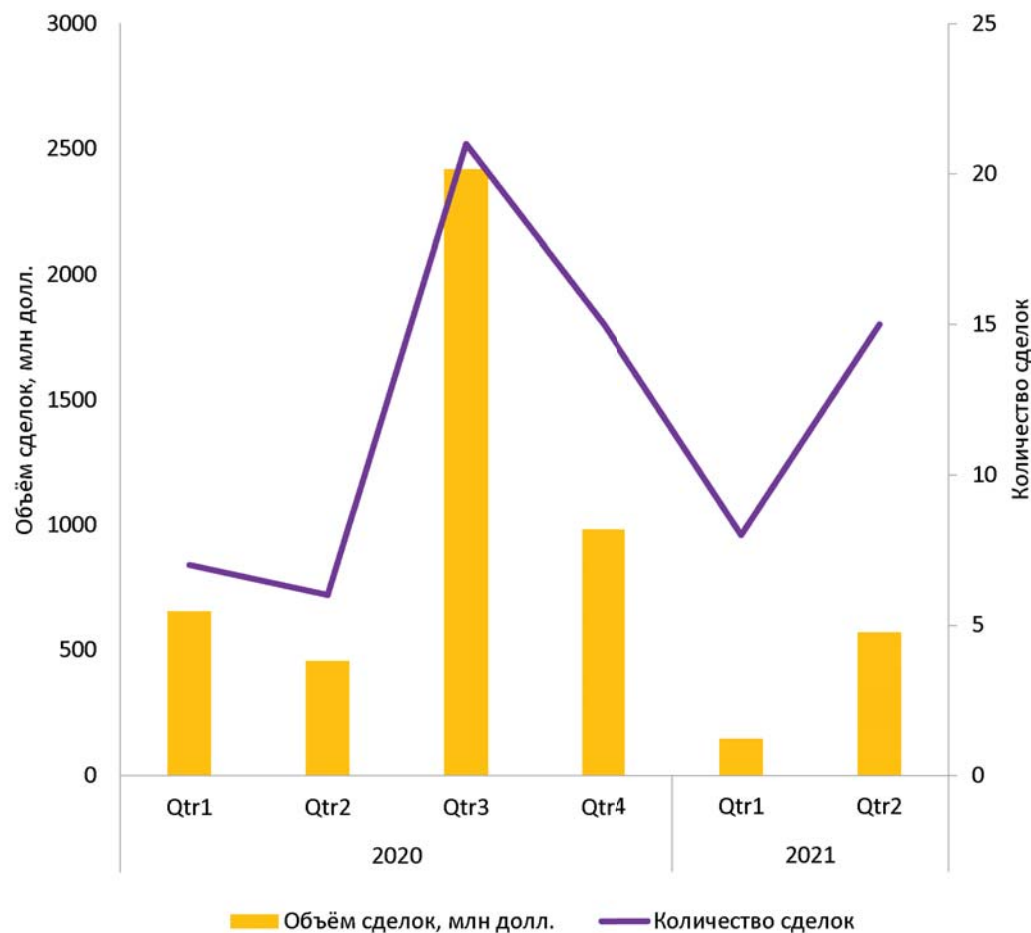
Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

активные действия в M&A. Кроме этого, растущие финансовые показатели компаний отрасли и устойчивые котировки основных золотодобытчиков индуцируют спекулятивную активность на фондовом рынке золотодобычи, который пока выглядит одним из самых надёжных ввиду постпандемийных кризисных явлений в других отраслях.

Объем сделок с акциями во II квартале 2020 г. составил 426 млн долл., а с долями — 32 млн долл., во II квартале 2021 г. — 549 млн долл. (98,5 % всего объема сделок) и 8 млн долл. соответственно. Сделки с акциями в первой половине 2020 г. — 651 млн долл., а с долями — 463 млн долл. В первой половине 2021 г. — 694 млн долл. и 24 млн долл. соответственно.

Необходимо отметить, что в 2020 г., по нашим оценкам, основные объемы сделок приходились на операции

Завершённые сделки в золотодобыче по кварталам (2020-2021 годы)



Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

с бумагами и активами Полюса и Полиметалла (более 40 % рынка), а в первом полугодии этого года число сделок по ним снизилось, но в абсолютном выражении эти операции дают наибольшие обороты рынка сделок в золотодобыче. Самой крупной сделкой во II квартале этого года была покупка Fodina B.V. (в структуре PPF Group NV Петра Келлнера) 3,35 % акций Полиметалла за 373 млн долл.

Во II квартале 2021 г. мы наблюдаем проявление трендов, упомянутых нами ранее в предыдущих обзорах. В частности, появление и расширение деятельности так называемых «неофитов», приходящих в разведку и добычу золота из других отраслей экономики и привлеченных как высокой маржинальностью золотодобычи в последние годы, так и «первооткрывательским азартом», в надежде на успех разведки на приобретаемых площадях либо на успешную экспансию в золотодобыче. Несколько сдерживает пока пыл и масштаб деятельности таких новых для отрасли игроков сравнительно ограниченный пока выбор активов на продажу, тем более — активов по разумной цене в настоящих условиях.

С другой стороны, как мы уже отмечали, золотодобывающая отрасль к текущему моменту накопила существенный пласт «усталых» собственников из числа инициаторов тех или иных проектов, поднявших добычный бизнес с середины 1990-х или с начала 2000-х гг. или ведущих продолжительную разведку, но исчерпавших идеи и энтузиазм по его развитию. К этой же категории можно отнести и их наследников, достаточно далеких от данного бизнеса, не понимающих его и слабо заинтересованных в нем. Доли таких собственников порой достаточно долго находятся в поле обсуждения возможной продажи и так или иначе, по всей видимости, в большинстве своем вскоре все же сменяют своих хозяев под давлением интереса новых игроков.

Еще одним освещаемым нами трендом является продажа второстепенных активов приобретателями крупных портфелей, что активизирует сделки со средними и мелкими объектами, а также обеспечит концентрацию средств для их реинвестирования подобными крупными, а впоследствии, по-видимому,

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

и средними консолидаторами. Мотивами таких сделок могут служить желание оставить во вновь сформированном портфеле лишь проекты, которые соответствуют стратегии компании, а также приоритеты в обеспечении активов дальнейшим финансированием.

Ввиду того, что отечественная финансовая система на фоне благоприятной конъюнктуры рынка и стабильных финансовых показателей отрасли в контрасте с кризисными явлениями в других секторах научилась работать с золотодобывающими предприятиями, в том числе и со сравнительно небольшими и не только рудными, активность компаний по выходу на IPO для привлечения долевого финансирования и работы с зарубежными инвесторами стагнирует в последние годы. На фоне общего снижения долговой нагрузки компаний сектора и аккумуляции свободных средств как следствия высокой маржинальности, среди компаний чаще наблюдается тенденция к делистингу в стремлении усилить управляемость активов и снизить расходы на администрирование листинга и санкционные риски. На этом фоне сообщения о планируемых IPO на международных площадках скорее выглядят исключением, чем трендом.

Основные сделки во II квартале 2021 года

Среди приобретений мейджоров стоит упомянуть приобретение «Полюсом» в апреле текущего года через дочку ООО «СЛ Золото» компании ООО «Притоки Угахана» с россыпными объектами в Бодайбинском районе Иркутской области, где расположено и месторождение Сухой Лог. Сделка незначительная по цене, но характеризует намерения компании по сохранению и поддержанию россыпного компонента своей деятельности и расширению присутствия в регионе. «Полиметалл», в свою очередь, на конкурсной основе энергично отбирает юниорные проекты для совместного развития с их инициаторами. Всего в портфеле «Полиметалла» к данному моменту имеется шесть совместных проектов с юниорными компаниями в России и Казахстане. В 2021–2025 гг. эта компания рассчитывает инвестировать в юниорные проекты до 60 млн долл.

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

«Полиметалл» и «Новая рудная компания» (НРК) в июне этого года приступили к оформлению нового геологоразведочного СП в Хабаровском крае. Предполагается, что НРК внесет в совместное предприятие участок Высокий в Охотском районе Хабаровского края, а «Полиметалл» — участок Ветвистый. В конце марта сообщалось, что НРК на паритетной основе с «Полиметаллом» будут совместно осваивать участки в Магаданской области (Подгорное, Петух, Солнечное, Ольчинское), но информации о ходе сотрудничества пока нет. В портфеле НРК более 30 лицензий, по якорным проектам текущие запасы составляют более 120 т золота, а по итогам работ 2021–2022 гг. их объем может увеличиться до 150–160 т и представители компании отмечают, что в среднесрочной перспективе планируется выйти на добычу 5–6 т золота с перспективой до 8–10 т.

В предыдущем обзоре мы упоминали сделку В.В. Свиблова с UFG по приобретению контролирующей доли в Trans-Siberian Gold. Как и ожидалось, Horvic Ltd, подконтрольная В.В. Свиблову, завершает полную консолидацию активов TSG. В настоящее время Horvic собрала 97,10 % акций TSG, и 9 августа 2021 г. произведен ранее объявленный делистинг компании с AIM (для отмены листинга компании требовалось превысить порог в 75 % акций). Причины делистинга публично не раскрываются, компания будет преобразована в частную непубличную. Оставшиеся акции Horvic имеет право выкупить принудительно. По условиям сделки, вся компания была оценена в 108,4 млн фунтов стерлингов (~150 млн долл., ~11 млрд руб.), бумаги приобретались с премией 15–18 % к рынку. По отчёту TSG, выручка в 2020 г составила 81 млн долл. (2019 г. — 63 млн долл.), чистая прибыль ~20 млн долл. (2019 г. — 9 млн долл.). TSG ведёт добычу на Камчатке на месторождении Асачинское, на месторождении Родниковое ведется разведка. В 2020 г. TSG реализовала 1,4 т золота, общая ресурсная база компании составляет порядка 46 т золота. Само приобретение TSG с её относительно незначительными производственными показателями, по сравнению, например, с поглощенной ранее Highland Gold, вряд ли может являться конечной целью В.В. Свиблова, но вполне может означать его интерес к расширению числа дальневосточных и, в частности, камчатских проектов, поэтому мы не исключаем его внимания к приобретениям других активов в дальневосточном регионе вообще и на Камчатке в частности.

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

Nordgold 19 апреля этого года сообщила о подписании входящим в неё ООО «Бурятзолото» соглашения о продаже ООО «Зун-Холба», ведущего добычу на одноименном месторождении в Бурятии. В конце апреля в ЕРГРЮЛ появилась запись о смене учредителя на Chesio Ltd с уставным капиталом в 278 млн руб., при этом цена сделки не разглашалась, но ранее в 2019 году сообщалось о предполагаемой в то время оценке сделки в 193 млн руб. при балансовой стоимости активов по состоянию на 31 декабря 2019 г. в 1,6 млрд руб. По информации правительства Бурятии Nordgold с 2019 г. сообщала о намерении продать двух активов, Ирокинда и Зун-Холба, которые были выделены в отдельные компании. Мотивом продажи, вероятно, послужили падающие геологические и производственные показатели этих объектов, а избавление от них может позволить группе оптимизировать портфель проектов перед планируемым выходом на IPO. Новые собственники Chesio Ltd (Кипр, конечные бенефициары не известны) пока не раскрывают планов по дальнейшему развитию Зун-Холбы. Данный пример является достаточно типичным, крупные компании нередко освобождаются от ставших малозначимыми активов — в прошлом мы наблюдали подобные сделки с российскими активами компаний Kinross и Полиметалл, в ближайшем будущем, вероятнее всего, число таких примеров вырастет по мере того как растут масштабы деятельности большого числа компаний с развитыми портфелями активов, и часть таких активов по сочетанию различных причин утрачивают былую значимость в глазах текущих собственников при наличии интереса к этим активам со стороны иных приобретателей.

Из числа анонсированных и ожидаемых значимых сделок необходимо отметить сделку на сумму порядка 1 млрд долл. по долям Быстринского ГОКа после планируемого выделения этого актива из «Норникеля».

Сохраняется интерес компаний к геологоразведочным проектам. Так, в марте текущего года компания «Селигдар» учредила СП с дочерними структурами «Росгеологии» для проведения ГРП на Чулковской площади в Якутии, а в июле на ПМЭФ-2021 было подписано соглашение о совместном изучении Хохойского рудного поля. «Селигдар» за 40 млн руб. получил 75 % владения ООО «Хохой», 25 % оста-

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

лось у ООО «РГ Партнёр» (входит в холдинг «Росгеология»). «Селигдар» обеспечит ведение хозяйственной деятельности совместного предприятия, а также финансирование геологоразведочных работ. «Росгеология» проведет весь комплекс ГРР на лицензионном участке, а также получит возможность геологического сопровождения разработки месторождения. Полевые работы на Хохойском рудном поле должны начаться в августе 2021 г. Для государственной «Росгеологии» такой формат сотрудничества с частными компаниями является частью стратегии по диверсификации коммерческой деятельности путём организации партнёрств с недропользователями, что позволяет «Росгеологии» привлекать негосударственные средства на финансирование разведки. В портфеле «Росгеологии» имеется ряд объектов разной степени изученности и привлекательности, ряд которых может быть интересен частным компаниям, поэтому, вероятно, число подобных сделок будет расти в ближайшие годы.

Продолжает сохраняться на рынке и интерес к сделкам с небольшими пакетами акций публичных компаний. Так, в начале июля Sova Capital Романа Авдеева нарастила пакет акций Petropavlovsk с 3,85 до 6,14 % (на тот момент пакет оценивался в 80 млн долл.) и примерно неделю спустя продала 3,84 %, что может говорить о спекулятивном мотиве на краткосрочных колебаниях цены акций. Кроме этого, в этом году в июне ЮГК Константина Струкова в результате сделки с Bonum Capital Мурата Алиева нарастила пакет акций Petropavlovsk с 24,39 до 27,06 % за 47 млн долл., что сформировало у ЮГК блокирующий пакет, и позднее в конце июля еще нарастила его, доведя до 29,19 %. По всей видимости, ЮГК стремится получить контроль над компанией, и сделки по консолидации бумаг Petropavlovsk продолжатся. Цена акций Petropavlovsk продолжает падать, за 12 месяцев с лета прошлого года цена упала вдвое, и компании не удаётся пока в полной мере воспользоваться благоприятной ценой на золото из-за снижения производственных результатов и последствий корпоративного конфликта. Продолжительное падение стоимости акций может приводить к обесценению их пакетов в залоге под долговое финансирование — всё это может привести к ещё большей дестабилизации финансовых показателей Petropavlovsk и к трудно прогнозируемым последующим изменениям структуры акционеров компании.

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

Как уже отмечено, активизировались относительно не крупные сделки. Так, новым участником рынка слияний и поглощений стал Новосибирский аффинажный завод (НАЗ), который приобрел 50 % ООО «Хасынская горная компания», владеющей поисковыми лицензиями в Магаданской области. Мотивом сделки названа необходимость получения собственной сырьевой базы для загрузки завода. Сумма сделки не объявлена, НАЗ планирует вложить 370 млн руб. в ГРП и начало добычи. Еще одна сделка, сумма которой пока не объявлена, заключена в конце первого полугодия недавно созданной компанией «СН Голд» с компанией «Гео-Система» по приобретению у неё проекта освоения Лысогорского золоторудного месторождения на юге Красноярского края.

Таким образом, мы наблюдаем продолжение начатых ранее процессов и новых проявлений упомянутых нами трендов по итогам первого полугодия текущего года.

Оценка мультипликатора EV/Запасы российских золотодобывающих компаний

На основе базы данных «Института геотехнологий» о сделках в горнодобывающей отрасли России мы провели оценку средних значений мультипликаторов EV/Запасы золотодобывающих компаний (запасы золота Probable+Proven, исходя из средних оценок мультипликатора по датам осуществления этапов сделки) в рамках сделок на российском рынке в течение 2020 и первой половины 2021 г., как по green-field-компаниям, так и по добывающим активам. Мы исключили из анализа сделки, имеющие нерыночный характер, как, например, выкуп «Полюсом» акций «Лензолота» (сделка по консолидации осуществлена с целью упрощения структуры группы «Полюс», EV/Запасы равно 7 долл./унц.) и консолидацию «Полюсом» 100 % «СЛ Золото» (месторождение Сухой Лог в Иркутской области, EV/Запасы равно 9 долл./унц.), а также сделки, по которым недоступны достоверные публичные сведения (например, приобретение Дарасуна и Талатуя структурами В.В. Свиблова), и сделки по приобретению первичных лицензий на аукционах с поисковыми активами, а также активность «Росгеологии» по созданию СП с золотодобывающими компаниями. Кроме этого, часть комплексных активов, например, Быстринское, Северо-

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

Калугинское или совокупность активов GeoProMining, оцененные лишь по одному компоненту — золоту, без учёта иных (зачастую являющихся там основными) добываемых металлов, завышают оценку мультипликатора, при этом пересчёт других добываемых металлов в золотой эквивалент, по нашему мнению, далеко не всегда является корректным. Сравнение мультипликаторов этих компаний с золотодобывающими будет нерелевантным, поэтому мы исключаем их из анализа.

С учётом указанных предпосылок нами получены следующие диапазоны мультипликаторов EV/Запасы:

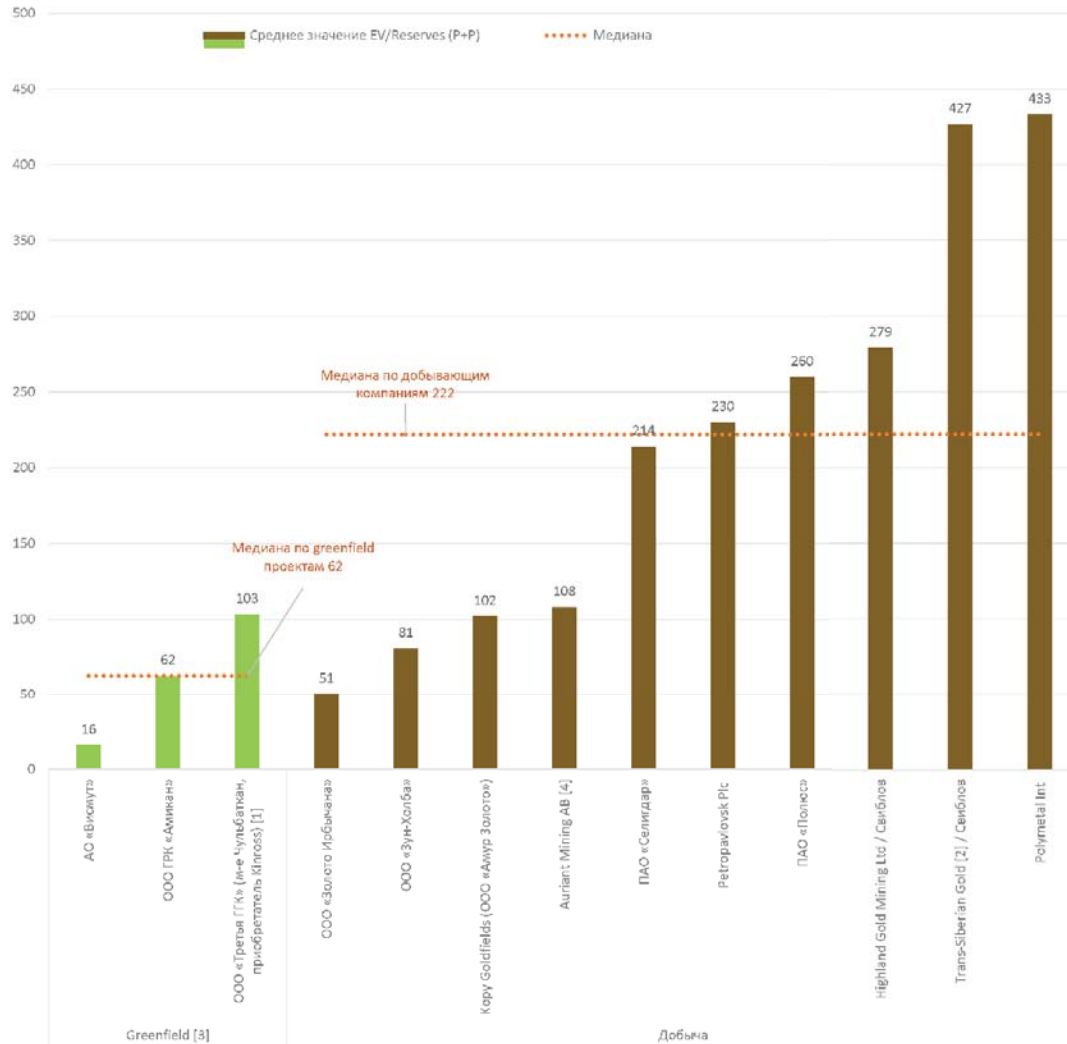
- для greenfield-компаний — от 16 до 103 долл./унц.;
- для добывающих компаний — от 51 до 433 долл./унц.

Разброс мультипликатора внутри диапазона по greenfield-проектам обусловлен масштабом и географическим расположением приобретаемого объекта, свойствами руд, наличием доступной инфраструктуры, технологией производства, перспективами прироста запасов и рядом других факторов.

График на следующем слайде показывает, что значения мультипликаторов EV/2P ряда российских компаний, ведущих добычу, ниже медианного (222 долл./унц.), что теоретически указывает на потенциал для роста этих активов и говорит в пользу достаточности их ресурсной базы для продолжения и развития производства. Стоит отметить, что данный мультипликатор весьма упрощает реальное состояние актива и условия сделки, что при прямой его интерпретации может приводить к искажённым выводам, особенно для небольших компаний, где качество геологической и отчётной информации зачастую ниже, чем у компаний-мейджоров. Например, мультипликаторы EV/Запасы ООО «Золото Ирбычана», ООО «Зун-Холба», Auriant Mining и Koryu Goldfields («Амур Золото») значительно ниже медианного значения, что может означать их привлекательность для инвестиций или высокую степень обеспеченности запасами. Напротив, мультипликаторы EV/Запасы крупнейших компаний в основном выше среднего уровня, что должно означать определенную переоценённость этих активов к рынку.

Обзор сделок в золотодобыче России во II квартале 2021 года

Мультипликатор EV/Запасы золотодобывающих компаний в России, долл./унц.



Наиболее значимыми сделками, завершенными в анализируемом периоде, по которым выводы о величине показателя EV/Запасы, на наш взгляд, могут быть наиболее релевантными, мы считаем следующие:

- для геологоразведочных активов — приобретение месторождения Чувьбаткан в Хабаровском крае Kinross (EV/Запасы — 103 долл./унц.);
- для мелких добывающих активов — приобретение Trans-Siberian (EV/Запасы — 427 долл./унц.);
- для крупных добывающих активов — приобретение Highland Gold (EV/Запасы — 279 долл./унц.).

[1] Ввиду отсутствия на дату сделки оценки запасов P&P, в качестве базы приняты ресурсы M&I с понижающим коэффициентом 0,7 для открытого способа добычи. Кроме этого, не учтены отложенные условия сделки (1,5% прибыли NSR, участие в приросте запасов).

[2] Ввиду отсутствия на дату сделки оценки запасов P&P, в качестве базы приняты запасы A+B+C₁+C₂ ГКЗ на 01.01.2020 г. с понижающим коэффициентом 0,7 для C₂. Запасы месторождения Родниковое исключены из расчётов.

[3] За исключением сделок по приобретению первичных лицензий с поисковыми активами.

[4] Запасы Auriant Mining (ООО «Тардан Голд») приняты согласно данным Госбаланса на 01.01.2020 с понижающим коэффициентом 0,7 к категории C₂.

Авторы выпуска

Дмитрий Агапитов
Исполнительный директор
Группы ИГТ

Михаил Лесков
Директор по развитию
бизнеса

Сергей Баушев
Руководитель представительства
ИГТ на Дальнем Востоке

Алексей Дудник
Старший аналитик



Адрес
119234, Россия,
г. Москва, ул. Ленинские
Горы, вл. 1, стр. 77
«Научный Парк МГУ»

Тел. +7 (495) 930-85-54
E-mail: info@igeotech.ru
www.igeotech.ru

Отказ от претензий

Сведения в данном отчёте предназначены исключительно для информационных целей. Они не являются предложением о продаже, предложением о покупке или рекомендацией относительно какой-либо сделки с ценными бумагами или оценки финансового состояния упомянутых компаний. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как финансовая или инвестиционная консультация по какому-либо вопросу. «Институт геотехнологий» прямо отказывается от всякой ответственности в отношении действий, предпринятых на основе любой части или всей информации, содержащейся в этом обзоре.

Запрещается воспроизведение любой информации, данных или материала (далее — «Контент») в любой форме, за исключением случаев получения предварительного письменного разрешения от соответствующей стороны. Такая сторона, её аффилированные лица и поставщики (далее — «Поставщики контента») не гарантируют точность, адекватность, полноту, своевременность или наличие любого Контента и не несут ответственность за любые ошибки или неполный объем информации (по оплошности или иным причинам), вне зависимости от их причины, а также за результаты, полученные от использования такого Контента. Ни при каких обстоятельствах Поставщики контента не будут нести ответственность за любой ущерб, расходы или затраты, судебные издержки или убытки (включая упущенную выгоду и альтернативные затраты), связанные с любым использованием Контента. Любая ссылка на конкретную инвестицию или ценные бумаги, рейтинг или иное наблюдение в отношении инвестиции в рамках данного Контента, не является рекомендацией ни по продаже, ни по приобретению, ни по удержанию такой инвестиции или ценных бумаг; не касается вопросов целесообразности инвестиции или ценных бумаг и не может рассматриваться в качестве консультации по вопросам инвестирования. Кредитные рейтинги и иные упомянутые в данном обзоре оценки являются выражением мнения и не представляют собой констатацию факта.