



4 апреля 2025 г.

Селигдар

Цель: 72,7 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов
VDanilov@veles-capital.ru

Золото и не только

В последние месяцы бумаги Селигдара значительно отстали от Полюса и, на наш взгляд, не в полной мере отыграли рост стоимости золота (выше 3 000 долл. за унцию) и олова (выше 35 000 долл. за т), что приведет к значительному наращиванию финансовых результатов в 2024-2025 гг. Также мы отмечаем реализацию Селигдаром двух крупных инвестиционных проектов, Хвойное и Кючус, запуск которых запланирован на 2026 г. и 2029 г. соответственно. В результате к 2030 г. компания ожидает рост выпуска золота в 2,7 раза от текущего уровня, до 659 тыс. унций. Дополнительным долгосрочным драйвером котировок Селигдара выступает оловянный дивизион, в рамках которого к 2030 г. компания планирует нарастить производство олова, вольфрама и меди более чем в 5 раз. По нашей оценке, на горизонте 5 лет вклад недргоценных цветных металлов в выручку Селигдара может возрасти с текущих 10-12% до 35-40%. Мы начинаем покрытие акций компании с рекомендацией «Покупать» и целевой ценой 72,7 руб. В то же время мы выделяем ряд рисков, способных ограничить рост акций Селигдара, среди которых: непрозрачная дивидендная политика, высокая долговая нагрузка, волатильность операционных результатов, а также меньшая известность компании среди аналитиков и инвесторов.

Финансовые показатели. По итогам 3-го квартала 2024 г. Селигдар нарастил выручку на 36,9% г/г, EBITDA – на 40,4% г/г с рентабельностью 43,3% против 42,2% годом ранее. Свободный денежный поток остался в отрицательной зоне, однако оказался значительно выше 3-го квартала 2023 г., несмотря на более высокий CAPEX. Долговая нагрузка на конец сентября 2024 г. сохранилась на достаточно высоком уровне 2,5x. Мы ожидаем, что по итогам 2024-2025 гг. выручка и EBITDA Селигдара покажут хорошую динамику, которая будет обусловлена ростом мировых цен на золото. Наращивание производства золота компании начнется не раньше 2026 г., в то время как проекты оловянного дивизиона дадут прирост с 2028 г.

Состояние отрасли. На данный момент мировые цены на золото уверенно закрепились выше 3 000 долл. за унцию, что стало следствием высокого глобального спроса. По данным World Gold Council, в 4-м квартале 2024 г. мировое потребление металла составило 1 277 т, уступив лишь рекордному 4-му кварталу 2022 г., когда показатель достиг 1 305 т. Глобальные инвесторы предъявляют рекордный спрос на золото уже четвертый год подряд. Ощутимый вклад в потребление сделали центробанки развивающихся стран в стремлении нарастить долю желтого металла в структуре резервов, стремясь обезопасить свои фонды от конфискации западными странами по аналогии с Россией. Также немаловажным фактором повышенного спроса на золото с начала 2025 г. стали действия американского президента Дональда Трампа, сделавшего ряд шагов по эскалации тарифных войн с ключевыми торговыми партнерами США, что, в свою очередь, угрожает замедлением всей мировой экономики. Третьим фактором выступает снижение учетной ставки ФРС, стимулирующее подъем на всех финансовых рынках, в том числе в золоте. И хотя потенциальное урегулирование израильско-арабского и российско-украинского конфликтов устранил риски, связанные с военной напряженностью, мы полагаем, что вышеописанные тенденции поддержат мировые цены на золото как минимум не ниже текущих уровней.

Динамика акций золотодобывающих компаний

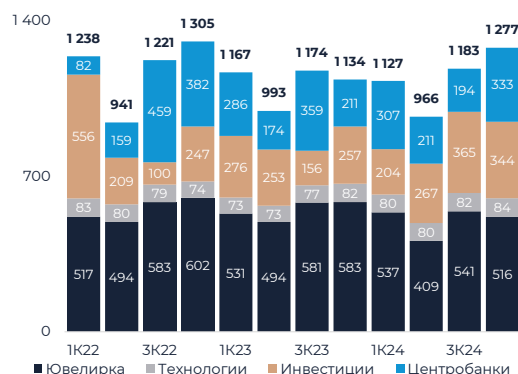


Информация об акциях компании

SELG	72,7
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
49,4	+47,2%
Текущая цена, руб.	Потенциал
35,4 / 83,3	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн руб.	3К 2023	3К 2024	+/-
Выручка	16 162	22 120	36,9%
EBITDA	6 818	9 576	40,4%
Рентабельность EBITDA	42,2%	43,3%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	(1 699)	(4 872)	-
Рентабельность чистой прибыли	-10,5%	-22,0%	-
Свободный денежный поток	(2 204)	(771)	-
Чистый долг	47 252	65 130	37,8%
Чистый долг/EBITDA	2,5x	2,5x	-

Структура мирового спроса на золото (т)



Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации. [Подробнее](#)



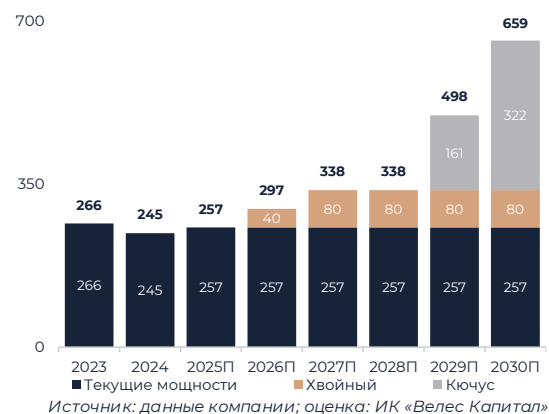
Золото. По итогам 2024 г. Селигдар снизил производство золота на 7,9%, до 245 тыс. унций, вследствие включения в переработку запасов более бедных руд. В 2025 г. и далее мы ожидаем выпуск текущими мощностями в среднем на уровне 257 тыс. унций. При этом мы отмечаем, что фактические значения будут колебаться около данной цифры в зависимости от содержания металла в руде. Также Селигдар реализует амбициозную инвестиционную программу, целью которой является рост производства золота к 2030 г. в 2,7 раза, до 659 тыс. унций. На данный момент компания занимается двумя крупными золотыми проектами – Хвойное и Кючус. Ожидается, что Хвойное будет введено в эксплуатацию в 2026 г. и после выхода на полную мощность обеспечит дополнительные 80 тыс. унций металла. Кючус является гораздо более масштабным проектом, запуск которого запланирован на 2029 г. В 2030 г. Кючус выйдет на целевые 322 тыс. унций, что удвоит операционные результаты Селигдара от уровня 2028 г.

Олово. Помимо золотодобычи в контур Селигдара входит оловянный дивизион, который наряду с оловом осуществляет попутное производство вольфрама и меди. Динамика оловянного дивизиона является более волатильной в сравнении с золотом, и в нашем прогнозе после 2024 г. мы закладываем производство олова текущими мощностями в размере 3,0 тыс. т в год. В 2028 г. Селигдар планирует запустить оловянно-вольфрамовое месторождение «Пыркаайские штокерки», которое после выхода на полную мощность в 2029 г. обеспечит дополнительные 8 тыс. т олова. Вторым проектом в оловянном дивизионе является Амурский металлургический комбинат мощностью 5 тыс. т олова. При этом комбинат не просто приведет к росту производства олова и сопутствующих металлов, но и позволит получать готовую продукцию, что устранил ценовые дисконты Селигдара при реализации концентратов цветных металлов. В совокупности два проекта компании должны обеспечить рост выпуска олова к 2030 г. более чем в 5 раз, до 16 тыс. т. По нашей оценке, в 2030 г. вклад оловянного дивизиона в выручку Селигдара может возрасти с текущих 10-12% до 35-40%.

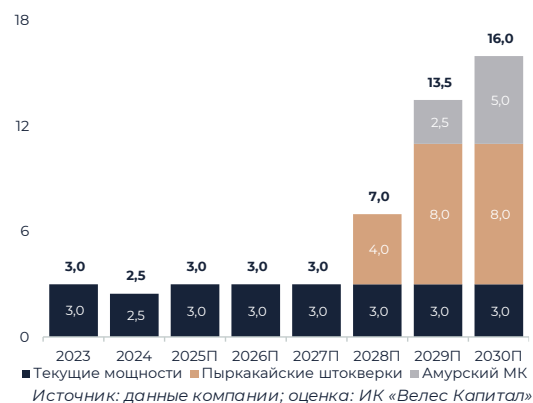
Мультипликаторы. С форвардным мультипликатором EV/EBITDA 2025П 3,5x Селигдар оценен немного дешевле сектора металлов, добычи и химической промышленности, медианное значение для которого составляет 3,9x. При этом Селигдар торгуется с дисконтом к Полюсу (6,2x) и ЮГК (3,7x). Мы отмечаем, что Селигдар является самой маленькой компанией среди ликвидных бумаг сектора с рыночной капитализацией чуть выше 50 млрд руб., что в 3 раза ниже показателя ЮГК и в 45 раз – Полюса. Поэтому тот факт, что Селигдар оценен практически на уровне более крупного ЮГК и с умеренным дисконтом к отраслевой медиане является хорошим показателем. Принимая во внимание амбициозные планы по расширению производства золота, олова, вольфрама и меди, мы считаем мультипликативную оценку компании справедливой.

Дивиденды. Согласно дивидендной политике Селигдар распределяет акционерам до 30% чистой прибыли по МСФО в зависимости от уровня долговой нагрузки. Однако на практике компания придерживается фиксированных выплат, не связанных с финансовыми результатами. Так, по итогам 1-го полугодия 2024 г. Селигдар объявил дивиденд в размере 4,0 руб. на акцию при отрицательной чистой прибыли. Также стоит отметить, что объем выплат превысил FCF на 35%. В то же время Селигдар не будет выплачивать финальный дивиденд за 2024 г., что, на наш взгляд, обосновано нежеланием руководства наращивать долговую нагрузку ради избыточной акционерной отдачи. Мы считаем, что 4,0 руб. на акцию станет минимальным уровнем выплат компании в 2025-2027 гг., однако в случае сохранения мировых цен на золото на высоком уровне руководство Селигдар вполне может поднять дивиденд до 6,0 руб. или даже 8,0 руб. на акцию. По нашей оценке, свободный денежный поток компании в 2025 г. превысит 10 млрд руб., в то время как 4,0 руб. на акцию эквивалентны 4,1 млрд руб. Таким образом, Селигдар вполне может нарастить выплаты в 1,5-2 раза без ущерба для финансовой устойчивости.

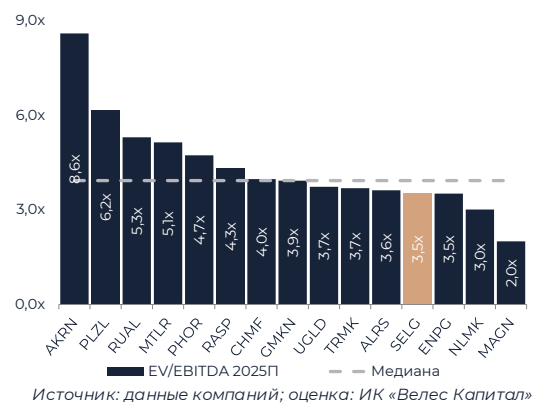
Производство золота (тыс. унций)



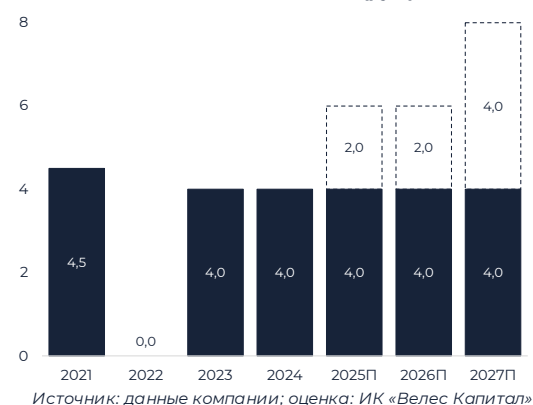
Производство олова (тыс. т)



Мультипликатор EV/EBITDA 2025П российских компаний сектора металлов, добычи и химической промышленности



Дивидендные выплаты на акцию (руб.)





Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Выручка, в т.ч.:	55 974	60 956	81 632	98 191
Золото	47 877	52 060	68 839	84 027
Концентраты	6 276	7 543	10 137	10 922
Прочая выручка	1 821	1 353	2 656	3 242
Операционные расходы	(51 040)	(49 249)	(61 137)	(72 620)
EBITDA	18 563	23 535	30 430	36 319
Амортизация и корректировки	(13 629)	(11 828)	(9 935)	(10 748)
EBIT	4 934	11 707	20 495	25 571
Прочие доходы/расходы	(18 873)	(19 587)	(5 529)	(4 918)
Прибыль до налогообложения	(13 939)	(7 879)	14 966	20 653
Налог на прибыль	(2 424)	(447)	3 742	5 163
Чистая прибыль	(11 515)	(7 432)	11 225	15 490
EPS, руб.	(10,6)	(6,5)	10,9	15,0

Баланс, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Долгосрочные активы	75 917	90 470	90 535	87 787
Основные средства	71 250	75 341	75 406	72 658
Прочие внеоборотные активы	4 667	15 128	15 128	15 128
Краткосрочные активы	59 027	57 451	76 629	99 992
Оборотные активы	42 861	48 991	56 533	66 670
Денежные средства	10 272	4 818	16 453	29 679
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	5 894	3 643	3 643	3 643
Итого активы	134 944	147 921	167 164	187 779
Средства акционеров	25 621	8 415	17 580	28 949
Акционерный капитал	24 347	7 843	17 008	28 377
Доля миноритариев	1 275	572	572	572
Долгосрочные обязательства	46 984	68 310	81 181	81 181
Долгосрочные кредиты и займы	41 574	65 392	78 263	78 263
Прочие долгосрочные обязательства	5 410	2 918	2 918	2 918
Краткосрочные обязательства	62 338	71 196	68 403	77 648
Краткосрочные кредиты и займы	17 198	10 000	0	0
Оборотные обязательства	44 421	60 827	68 034	77 279
Прочие краткосрочные обязательства	719	369	369	369
Итого обязательства и средства акционеров	134 944	147 921	167 164	187 779

Движение денежных средств, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Операционная деятельность	16 606	12 975	20 825	25 346
Прибыль до налогообложения	(13 939)	(7 879)	14 966	20 653
Налоги и проценты	(1 175)	(2 296)	(3 742)	(5 163)
Корректировки	25 163	23 828	9 935	10 748
Изменение оборотного капитала	6 557	(678)	(335)	(892)
Инвестиционная деятельность	(7 613)	(13 469)	(10 000)	(8 000)
Приобретение внеоборотных активов	(8 938)	(10 000)	(10 000)	(8 000)
Прочее	1 325	(3 469)	0	0
Финансовая деятельность	(17 468)	(4 961)	811	(4 120)
Изменение долга	(14 574)	1 488	2 871	0
Выплата дивидендов	(2 071)	(6 176)	(2 060)	(4 120)
Прочее	(823)	(273)	0	0
Изменение денежных средств	(8 475)	(5 454)	11 636	13 226

WACC	
Безрисковая ставка	21,2%
Премия рынка за риск	7,8%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
Стоимость СК	28,9%
Beta	0,99
Стоимость долга	21,5%
Доля СК	37%
Доля долга	63%

WACC	24,3%
------	-------

Свободный денежный поток, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Операционный ден. поток	16 606	12 975	20 825	25 346
Кап. затраты	(8 938)	(10 000)	(10 000)	(8 000)
Проценты уплаченные	(4 924)	(6 295)	(6 289)	(6 289)
Свободный денежный поток (FCFF)	11 607	8 011	15 856	22 377

Оценка стоимости акций, млн руб.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	52 037
Терминальная стоимость (+)	76 207
Справедливая стоимость бизнеса	128 244
Чистый долг (-)	53 376
Доля миноритарных акционеров (-)	572
Доля в зависимых компаниях (+)	623
Справедливая стоимость акц. капитала	74 919
Справедливая стоимость акции, руб.	72,7

Рыночные мультипликаторы, x	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
EV/Sales	1,8	1,6	1,2	1,0
EV/EBITDA	5,3	4,2	3,2	2,7
EV/EBIT	20,0	8,4	4,8	3,9
EV/FCFF	8,5	12,3	6,2	4,4
P/E	-4,0	-6,1	4,1	2,9
P/B	1,8	5,4	2,6	1,6
FCFF Yield	25,5%	17,6%	34,8%	49,2%

Коэффициенты	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Рентабельность валовой прибыли	25,1%	36,9%	42,1%	43,1%
Рентабельность EBIT	8,8%	19,2%	25,1%	26,0%
Рентабельность чистой прибыли	-20,6%	-12,2%	13,8%	15,8%
Рентабельность EBITDA	33,2%	38,6%	37,3%	37,0%
ROE	-44,9%	-88,3%	63,9%	53,5%
ROA	-8,5%	-5,0%	6,7%	8,2%
ROIC	4,7%	11,2%	17,1%	19,1%
EBIT/Interest expenses, x	0,9	1,7	3,3	4,1
Net Debt/EBITDA, x	2,5	3,0	2,1	1,4

Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»

Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
22%	87,2	89,7	92,4	95,1	98,0
23%	78,6	80,8	83,1	85,5	88,0
24,3%	68,9	70,8	72,7	74,8	77,0
25%	63,6	65,3	67,1	69,0	71,0
26%	57,1	58,6	60,3	61,9	63,7

Источник: оценка: ИК «Велес Капитал»



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2025 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Екатерина Писаренко

Зам. генерального директора - директор департамента
EPisarenko@veles-capital.ru

Владимир Наумов

Старший трейдер Управление операций на рынке акций
VNaumov@veles-capital.ru

Илья Фомичев

Специалист Отдела диллерских операций
IFomichev@veles-capital.ru

Игорь Суптеля

Ведущий трейдер
ISuptelya@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации, IT, Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев

Финансовый сектор
SZhitelev@veles-capital.ru