

7 мая 2020

Серебро

Пособие для начинающих

Рис. 1. Цены на серебро: АТОН и консенсус Bloomberg



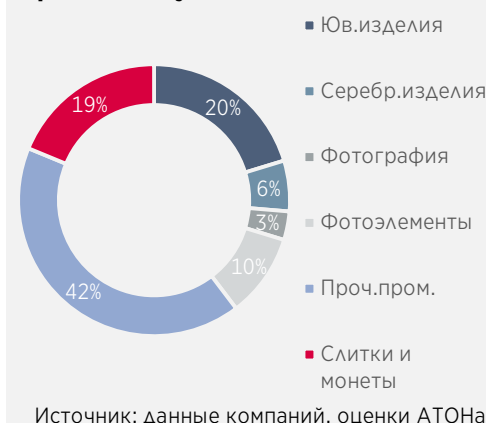
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 2. Золото/серебро во время мир. фин. кризиса 2008



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 3. Доля инвестиционного спроса на серебро – всего 20% против 50% у золота



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

- В этом отчете вы узнаете: природу серебра, различия с золотом, рыночные и ценовые драйверы, мировых публичных производителей серебра и инструменты для инвестирования.
- Мы ожидаем, что отношение цены золота к серебру нормализуется до уровня 100, и рассматриваем серебро как экспозицию «с плечом» на золото во время восстановления экономики – мы видели подобное после кризиса 2008-09.
- Спрос на серебро куда более цикличен, чем на золото (всего 20% – инвестиционный спрос). Мы рассматриваем его покупку скорее как спекулятивную, нежели как защитную часть портфеля.

Серебро против золота: менее защитное и более цикличное

Только 20% спроса на серебро имеет инвестиционную природу, что намного ниже, чем у золота (50%). Частично это связано с тем, что соотношение «стоимость/вес» у серебра в 80 раз ниже, а значит, затраты на его хранение выше. Более высокая доля промышленного потребления означает, что цена на серебро более чувствительна к мировой макроэкономической конъюнктуре. Об этом следует помнить, предпочитая серебро золоту с целью инвестиций «с плечом», особенно из-за замедления в промышленном секторе в связи с COVID-19.

Отношение цены серебра к золоту должно нормализоваться

Если восстановление после вируса будет в рамках ожиданий (постепенное возвращение к нормальной жизни к концу 2020 г.), мы полагаем, что отношение цены золота к серебру нормализуется до 100x (против 114x на настоящий момент). Дать представление о динамике серебра во время кризиса может дать опыт 2008/09 – отношение цены золота к цене серебра выросло с 50 до 80, но это отставание серебра развернулось, когда оба драгоценных металла в 2009 выросли на фоне снижения реальных процентных ставок в США. Мы прогнозируем, что средняя цена серебра составит \$16.9/унц. в 2020 и \$18.2/унц. в 2021 году.

Инструменты инвестирования в серебро: для начинающих

Как и в случае с золотом, инвесторам доступно множество инструментов, включая ETF, ориентированные на физический металл (iShares Silver Trust – SLV) и на производителей серебра (MSCI Global Silver Miners – SLVP). Для тех, кто согласен на более высокий риск, есть ETF с тройным плечом на цену серебра (USLV) и небольших производителей серебра (SILJ). Тем не менее, долгосрочные наблюдения (с 2012 года) не выявляют явных лидеров в парах «производители серебра / небольшие производители серебра» или «цена серебра / производители серебра».

Выбор фаворитов среди мировых производителей серебра

Большинство производителей серебра – полиметаллические компании с долей серебра в выручке значительно ниже 50% (поскольку серебро является обычным побочным продуктом добычи таких металлов, как золото и медь). Следовательно, инвесторы зависят от цен на другие металлы, и их акции не могут считаться ставкой «с плечом» на цену металла (в отличие от золота). Pan American Silver и Hochschild Mining выглядят наиболее привлекательными среди иностранных имен. У нас нет официально покрытия этих компаний, но есть покрытие компании Полиметалл (получает 16% выручки от серебра), которому мы присвоили рейтинг ВЫШЕ РЫНКА.

Оглавление

Что такое серебро, и в чем его отличие от золота	3
Обзор рынка серебра и прогнозы по ценам	6
Инструменты инвестирования в серебро: для начинающих	10
Лучшие мировые серебряные и полиметаллические компании	12
Приложение.....	15

Что такое серебро, и в чем его отличие от золота

Серебро вкратце

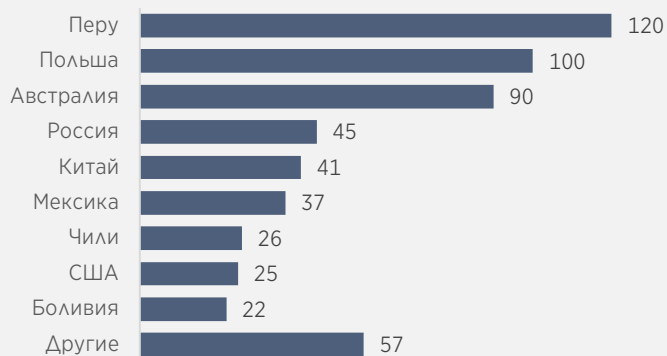
Физические свойства. Серебро – мягкий белый металл с блестящей поверхностью. Это самый пластичный и ковкий металл. Он проводит тепло и электричество лучше, чем любой другой элемент. Он также очень хорошо отражает свет.

Использование серебра. Поскольку серебро является хорошим проводником электричества, оно используется во многих электрических устройствах, таких как переключатели, контакты и предохранители. Фактически, более 50% потребления серебра связано с промышленным применением – электроникой, медициной, солнечной энергетикой, очисткой воды и т. д. Оставшаяся доля приходится на ювелирные изделия (20%), монеты и слитки (20%), серебряные изделия (5%).

Предложение. Приблизительно 80% серебра поступает от добычи и около 20% от переработки. Крупнейшими производителями серебра являются Мексика, Перу и Китай, на долю которых пришлось 50% мировой добычи на рудниках в 2019 году.

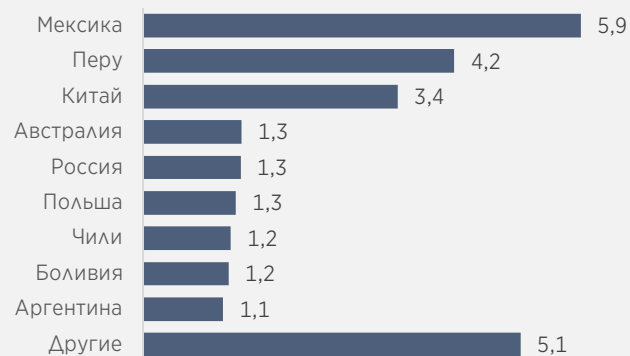
Размер рынка. Размер рынка серебра в стоимостном выражении составляет \$15 млрд. Годовое потребление металла – около 1.0 млрд унций или 28 тысяч тонн.

Рис. 4. Мировые запасы серебра в 2019, тыс. т



Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

Рис. 5. Мировое производство серебра в 2019, тыс. т



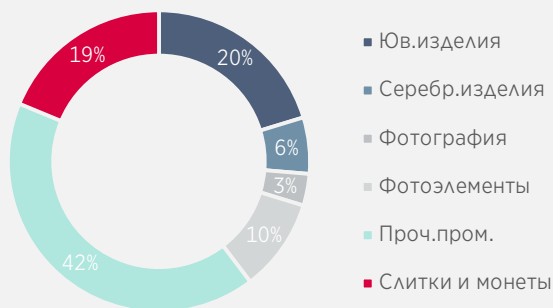
Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

Серебро – это драгоценный металл, такой же, как и золото, платина и палладий. Все это – металлические химические элементы высокой экономической ценности, которые, как правило, менее химически активны, чем большинство элементов. Тем не менее факторы, определяющие спрос на них, существенно различаются.

Инвестиционный спрос на серебро составляет всего 20%

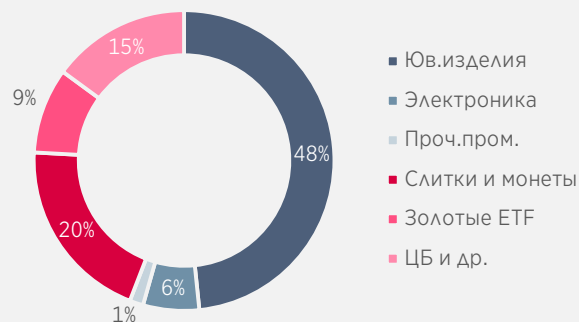
Доля инвестиционного спроса на серебро очень волатильна, но в целом значительно ниже, чем у золота – около 20% против 50% у желтого металла. Частично это связано с тем, что соотношение «стоимость/вес» у серебра в 80 раз ниже, а значит, затраты на его хранение выше. Доля инвестиционного спроса в платине еще ниже – менее 5%. Следовательно, золото имеет наибольшую привлекательность в качестве «спокойной гавани», что объясняет его опережающую динамику в сравнении с серебром и платиной в долгосрочной перспективе.

Рис. 6. Мировой спрос на серебро в 2019: на инвестиционный спрос приходится менее 20%



Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

Рис. 7. Мировой спрос на золото в 2019: на инвестиционный спрос приходится около 50%



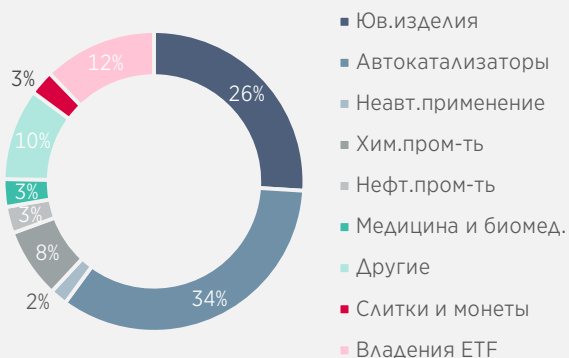
Источник: Всемирный совет по золоту, ATON Research

Спрос со стороны промышленности – негативный фактор с точки зрения привлекательности как защитного актива

Макроэкономические проблемы негативно влияют на спрос со стороны промышленности и ювелирного сектора, поскольку общее потребление металлов замедляется, а люди сокращают свои расходы на предметы роскоши. Это значит, что металлы с самым высоким компонентом спроса со стороны ювелирного сектора и промышленности, такие как серебро (80%) и платина (90%), не должны рассматриваться как реальные защитные инвестиции.

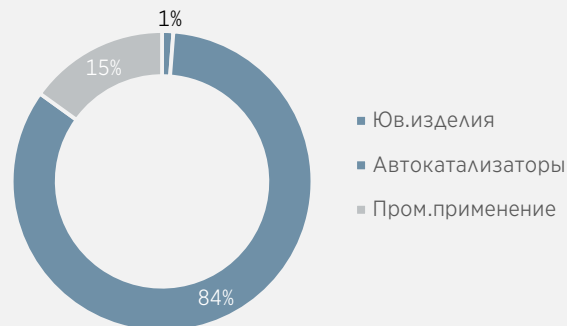
Спрос на палладий определяется автомобильной промышленностью, поскольку почти 85% металла используется для производства катализаторов. Мы оптимистично настроены в отношении перспектив палладия, так как на рынке сохраняется структурный дефицит (0.6 млн унций в 2019П). Основным риском для металла является его замена более дешевой платиной, поскольку оба металла взаимозаменяемы в производстве катализаторов для автомобилей с бензиновым двигателем.

Рис. 8. Мировой спрос на платину в 2019: на инвестиционный спрос приходится менее 15%



Источник: Международный совет по инвестициям на рынке платины, оценки АТОНа

Рис. 9. Мировой спрос на палладий в 2019: производители автокатализаторов – почти 85%



Источник: доклад PGM Market Report, оценки АТОНа

Волатильность цены серебра выше, чем у золота

Как правило, цены на золото и серебро движутся в связке, но за последние 20 лет золото значительно обогнало белый металл. Тем не менее серебро может быть предпочтительнее золота для краткосрочных сделок, поскольку поведение цен за последние несколько лет говорит о том, что серебро подсказывало в цене почти в 2 раза во время ралли (то же верно и для падений). Следовательно, серебро можно рассматривать как золото «с плечом», и его предпочитают инвесторы, которые ищут более высокую доходность и менее популярные сделки.

Рис. 10. Во время скачков цен серебро ведет себя как золото «с плечом»

Год	Скачок в золоте	Скачок в серебре	Разница	Мультипликатор
2006	40.7%	79.9%	39.1%	2.0
2007	50.8%	76.9%	26.2%	1.5
2010	78.8%	169.3%	90.6%	2.1
2012	-31.7%	-47.2%	-15.5%	1.5
2015	29.7%	50.8%	21.1%	1.7
2019	20.3%	34.2%	13.9%	1.7
Среднее				1.8

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

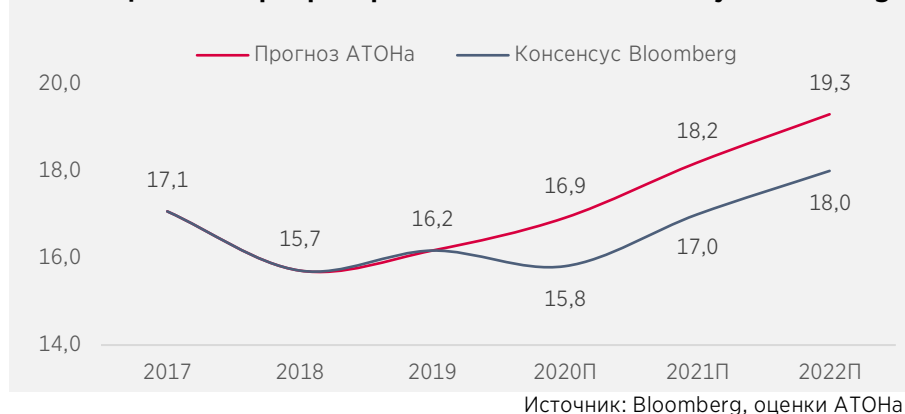
В рамках нашего исследования мы изучили взаимосвязь между ценами на золото и серебро с целью подтвердить или опровергнуть тезис о том, что цена серебра следует за ценой золота с временным лагом. Результаты оценки предполагают, что после кризиса 2008 года наблюдалась сильная положительная корреляция между ценами на золото и серебро (84%).

Тем не менее дальнейший анализ показывает, что между этими переменными нет причинно-следственной связи, что означает, что на цену серебра могут влиять побочные факторы, которые, на наш взгляд, могут включать процентные ставки в США.

Обзор рынка серебра и прогнозы по ценам

Мы придерживаемся осторожно оптимистичного взгляда на серебро. При условии отсутствия второго «дна» и постепенного восстановления экономики после вируса, мы рассматриваем серебро как экспозицию на золото с умеренным «плечом». Мы ожидаем, что желтый металл вырастет выше \$1 800 за унцию в этом году (оптимистичный сценарий – \$2 000 за унцию), но в то же время мы ожидаем, что отношение цены золота к серебру нормализуется до 100х (с 114х на настоящий момент) и, следовательно, прогнозируем опережающую динамику серебра. Мы ожидаем, что средняя цена серебра составит \$16.9/ унция в 2020 году и \$18.2/ унция в 2021 году.

Рис. 11. Цены на серебро: прогнозы АТОНа и консенсус Bloomberg



Мы обращаем внимание на различную структуру спроса на серебро и золото. Серебро – гораздо менее защитный и более циклический актив, поэтому его цена более чувствительна к изменениям в мировой экономике. Об этом следует помнить, решая, предпочесть ли серебро золоту для инвестиций «с плечом», особенно с учетом того, что реальные последствия для мировой экономики еще не ясны.

Рис. 12. Серебро: модель предложения и спроса, млн унций

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П
Предложение (всего)	1 052.2	1 052.8	1 048.7	1 035.5	1 023.1	1 016.2	1 008.1	1 036.9	1 055.1	1 051.5
Рудниковая добыча, всего	875.9	885.3	883.1	867.4	854.5	846.2	833.5	850.2	875.7	880.1
Переплавка и др.	176.3	167.5	165.6	168.1	168.6	170.0	174.6	186.7	179.4	171.4
Спрос (всего)	1 052.3	1 052.9	1 048.8	1 035.5	1 023.2	1 016.1	1 008.0	1 036.8	1 055.0	1 051.4
Пром. применение	450.2	456.1	490.3	515.7	514.0	513.9	477.9	501.8	511.9	522.1
Юв. и серебр. изделия	245.9	259.2	241.5	254.0	269.1	273.1	259.4	254.2	249.1	244.2
Фотография	43.6	41.2	37.8	35.1	34.2	33.0	32.0	31.4	32.3	33.6
Промышленность, всего	739.7	756.5	769.6	804.8	817.3	820.0	769.3	787.4	793.3	799.9
Чистый инвестиции	312.6	296.4	279.2	230.7	205.9	196.1	238.7	249.4	261.7	251.5

Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

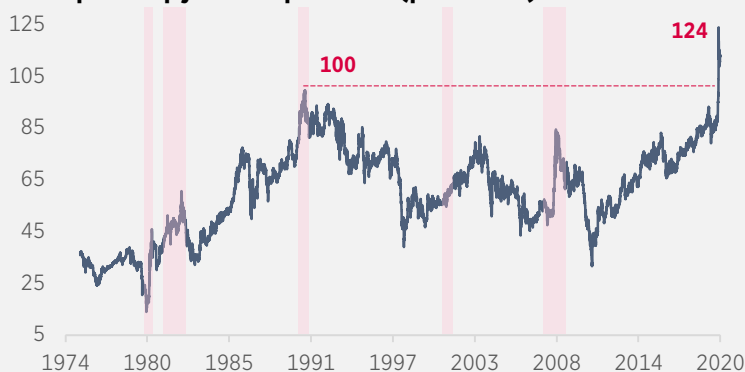
Соотношение золото/серебро должно нормализоваться

За последние два месяца отношение цены золота к серебру подскочило выше 90, что является самым высоким значением с 1990-х. Мы полагаем, что нормализация до 100 является базовым сценарием – и не из-за более дешевого золота (мы занимаем оптимистичную позицию по золоту, прогнозируя, что цена поднимется ближе к \$2 000 концу 2020), а из-за более дорогого серебра.

Подсказку в отношении поведения цен на серебро во время восстановления после вируса может дать история кризиса 2008-09. Во 2П18 цены на золото и серебро упали, поскольку начал

разворачиваться кризис, и отношение золота к серебру выросло с 50 до 80. Но эта отстающая динамика серебра развернулась, когда оба драгоценных металла выросли в 2009 на фоне снижения реальных процентных ставок в США.

Рис. 13. Золото/серебро: историческая динамика и во время крупных кризисов (розовым)



Источник: Bloomberg, оценки АТОНА

Рис. 14. Золото/серебро: динамика во время мирового финансового кризиса 2008

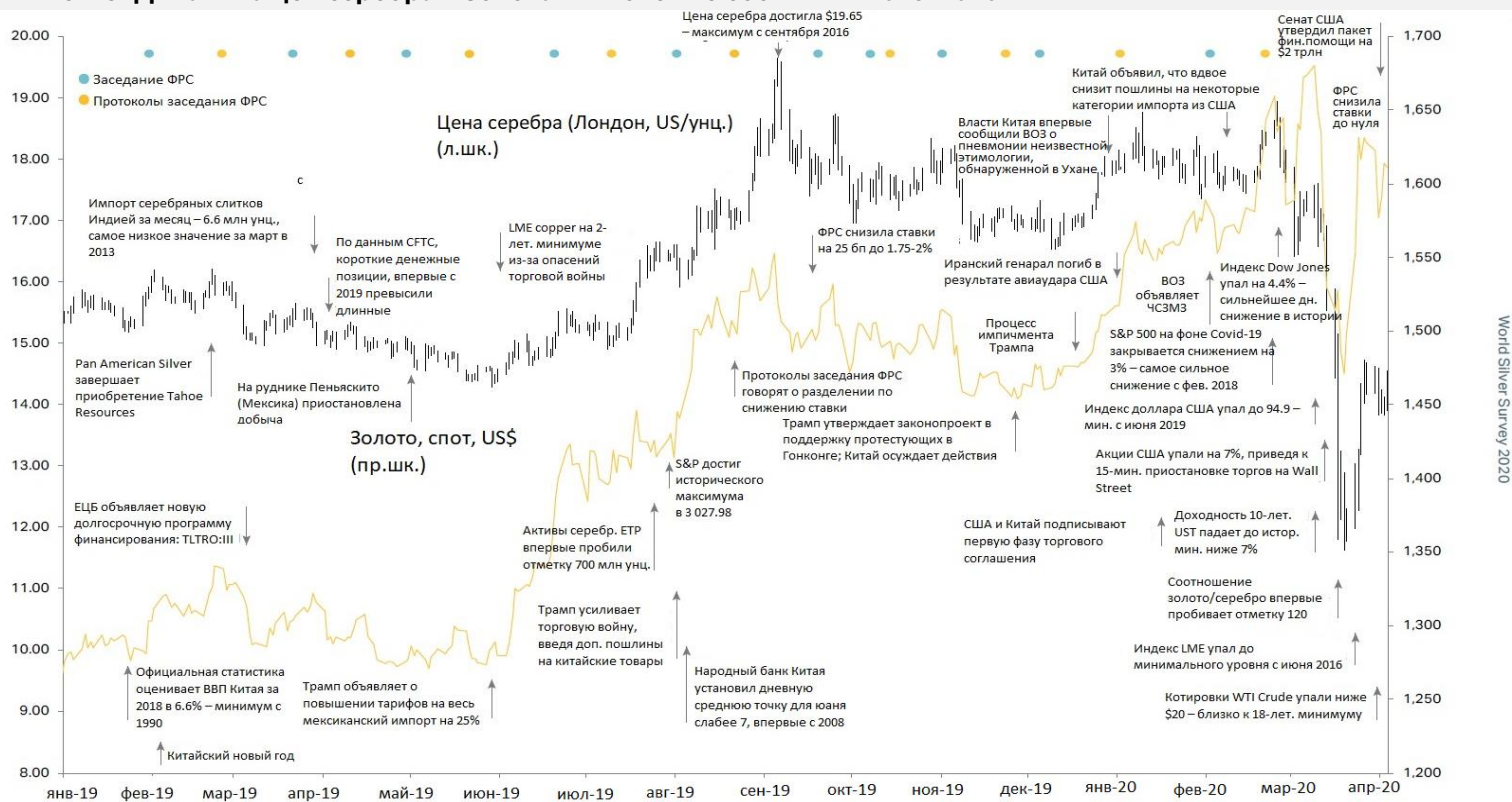


Источник: Bloomberg, оценки АТОНА

Серебро циклично и чувствительно к макроконъюнктуре

Спрос со стороны промышленности и ювелирного сектора составляет $\frac{3}{4}$ потребления серебра, что делает защитные свойства металла очень ограниченными. Следовательно, цена конечного спроса на серебро очень чувствительна к макроэкономической обстановке в мире.

Рис. 15. Динамика цен серебра и золота и ключевые события в 2019-2020



Источник: Silver Institute, оценки АТОНА

Это хорошо на этапе восстановления экономики, но это также означает, что металл может сильно подешеветь, если перспективы восстановления после вируса ухудшатся. Так называемое «второе дно» на рынке представляется уже не таким ожидаемым, но если оно все же материализуется, это может иметь тяжелые негативные последствия для цены серебра.

Трансформация в автомобильной отрасли благоприятна для серебра

В электромобилях используется больше серебра, чем в двигателе внутреннего сгорания, поскольку для электродвигателя, аккумулятора и системы управления аккумулятором требуется серебро.

По оценкам CRU, использование серебра в автомобильной промышленности может составить 70 млн унций (7% от общего объема) к 2030 году против около 50 млн унций в 2018. Это не очень много – около 0.2% от общего годового потребления.

Рис. 16. Доля электромобилей должна вырасти до 18% к 2025

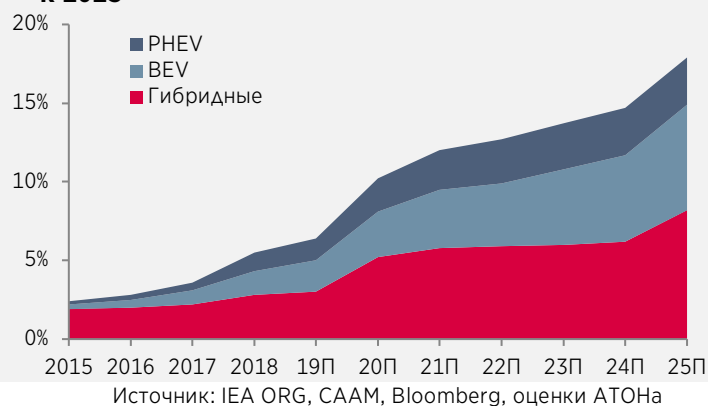
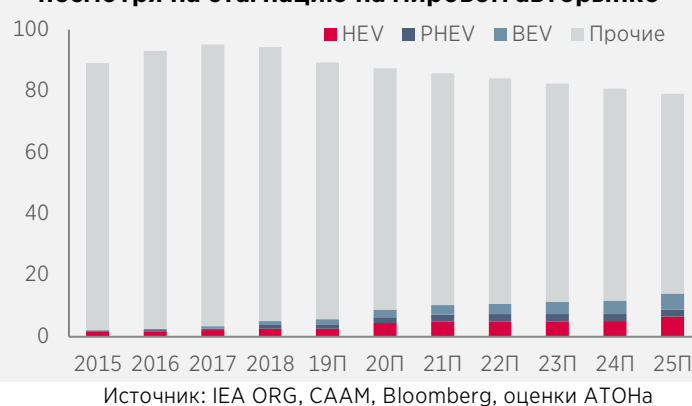


Рис. 17. Продажи электромобилей будут расти, несмотря на стагнацию на мировом авторынке

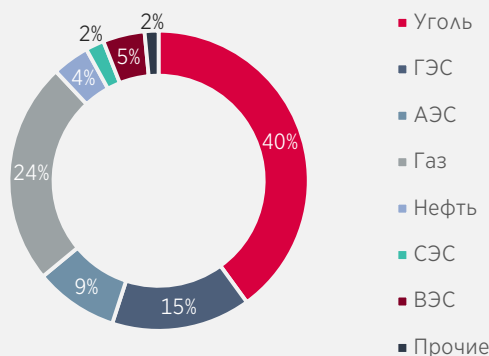


Инвесторам нравится все, что связано с электромобилями или другими современными трендами, и серебро предлагает именно такую экспозицию. Набирающая популярность «зеленая революция» опирается на использование серебра. Благодаря своим уникальным химическим свойствам серебро является одним из элементов, который прямо или косвенно отвечает интересам экологических технологий.

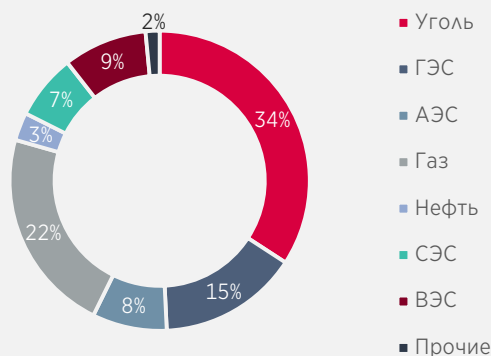
Развитие солнечной энергетики – еще один драйвер

Солнечная энергетика является одним из самых быстрорастущих сегментов рынка. Например, согласно требованиям нового законодательства в США, все новые дома, построенные в Калифорнии, должны иметь солнечные батареи. Мы считаем, что это правило может распространиться на другие штаты или даже страны. В количественном выражении содержание серебра, используемого в солнечных батареях, может варьироваться, но в среднем это около 20 грамм или 0.6 унции. Если бы мы установили 20 солнечных батарей на крышу дома, нам бы потребовалось 12 унций серебра (в среднем для 100% обеспечения дома электричеством нужно 28-34 батареи). Примерно каждый новый миллион домов, оборудованных солнечными батареями, транслируется в рост мирового спроса на серебро на 1%.

Кроме того, Национальная лаборатория возобновляемой энергии Министерства энергетики США (NRLE) заявила, что для обеспечения минимального уровня городского и сельского покрытия по всей стране потребуется около 8 000 зарядных станций на солнечных батареях.

Рис. 18. Структура мирового производства электроэнергии по типам, 2017

Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

Рис. 19. Структура мирового производства электроэнергии по типам, 2030П

Источник: Silver Institute, оценки АТОНа

Солнечная энергия экологична, поскольку получена из возобновляемого источника и при ее производстве не выбрасывается углекислый газ. Серебро обладает наибольшей электро- и теплопроводностью среди известных металлов, что и обуславливает его нынешнее применение в большинстве процессов электрогенерации (при этом следует все же помнить, что медь, ненамного уступая серебру в электропроводимости, значительно дешевле его).

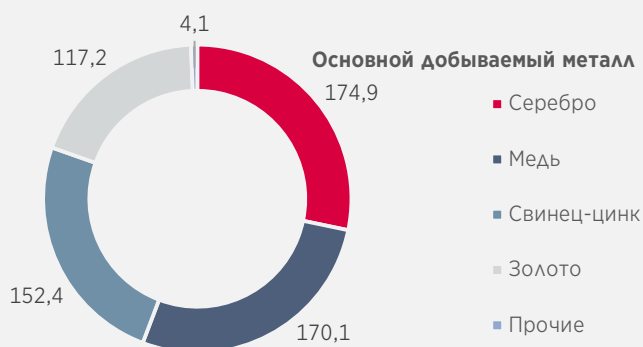
Некоторые области применения (например, фотография) идут на спад

Серебро применяется в ряде развивающихся отраслей (электромобили, солнечные батареи), но в других отраслях с высоким потреблением этого металла (например, традиционной фотографии) наблюдается быстрый спад. В 1983 (37 лет назад) на фотоиндустрию приходилось около 49% мирового потребления серебра – сейчас ее доля составляет всего 4%, в абсолютном выражении потребление упало с более чем 4 500 до 1 325 т. Это, на наш взгляд, подчеркивает необходимость учитывать в прогнозировании спроса на серебро не только преимущества, но и риски, сопутствующие научно-техническому прогрессу.

Серебро – это побочный продукт: слабая поддержка кривой затрат

Лишь около 30% серебра добывается на шахтах, которые в основном добывают серебро. Около 70% металла добывается вместе с золотом, медью, свинцом и цинком, являясь, таким образом, побочным продуктом при добыче этих металлов. Это означает, что рудники будут продолжать работать, если, например, серебро упадет в цене, а другие металлы не изменятся в цене.

Метод определения стоимости совместного производства на полиметаллических рудниках распределяет затраты между различными металлами на основе соответствующих доходов, которые они генерируют. Соответственно, снижение цен на серебро автоматически означает снижение издержек на его производство, толкая кривую общемировых денежных затрат вниз.

Рис. 20. Менее 28% оплаченного объема серебра (в унциях) добыто на собственно серебряных рудниках

Источник: S&P, оценки АТОНа

Рис. 21. Рост соотношения «цена-затраты» (AISC) слабо поддерживает кривую денежных затрат

Источник: S&P, оценки АТОНа

Инструменты инвестирования в серебро: для начинающих

Биржевые фонды (ETF) на слитки или серебро менее волатильны при наличии доступных ликвидных ETF (таких как iShares Silver Trust) и рекомендуются как предпочтительные инструменты для не склонных к высокому риску инвесторов. У производителей серебра обычно больше 50% выручки приходится на другие металлы, поэтому экспозиция их акций на сам металл не настолько прямая, как в случае с золотом (лучше взять ETF MSCI Global Silver Miners). Тем, кто нацелен на краткосрочные спекулятивные позиции с плечом, стоит присмотреться к инструменту Silver 3x ETF (USLV) и фьючерсам.

После 2012 года ETF на стоимость серебра и ETF на производителей серебра демонстрировали сопоставимую динамику (инвестиции в серебро «с плечом»). Также ETF на крупных производителей серебра и небольших производителей серебра шли почти «нога в ногу» – небольшие производители демонстрировали лишь незначительное опережение.

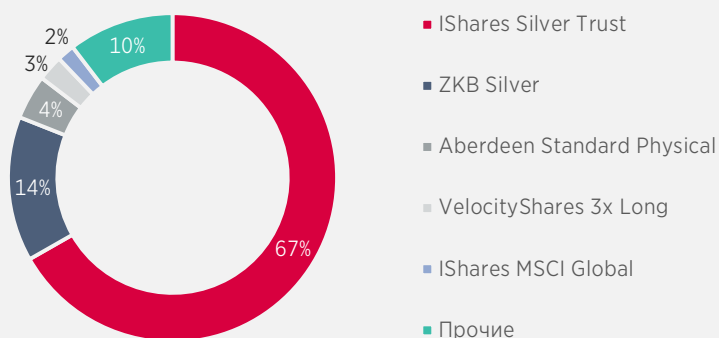
«Серебряные» ETF

Наиболее популярным «серебряным ETF» является iShares Silver Trust (SLV), на который приходится 67% всех вложений. Размер комиссии – 0.5% годовых.

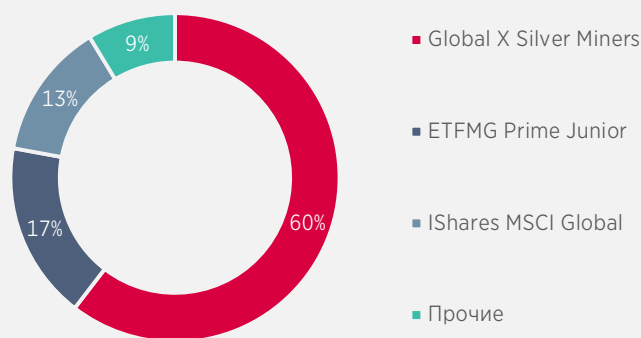
«Серебряные ETF» – биржевые фонды, предлагающие инвестору ставку на динамику серебра (т.е. на изменение его стоимости). Операции таких фондов, ориентированных на цену металла, обеспечены физическим серебром, хранящимся в аккредитованных хранилищах по всему миру.

За: по сравнению с физическим металлом, в «серебряных ETF» удобнее организована торговля (нет необходимости физически покупать или продавать металл), отсутствуют проблемы физического хищения активов (хотя они потенциально уязвимы к действиям хакеров) и их специализированного хранения. Некоторые инструменты, например, VelocityShares 3x ETN (USLV), предлагают усиленную левериджем ставку.

Против: отсутствует реальное владение активом в физической форме; в ряде стран инвесторам в «серебряные ETF» не предоставляются такие же налоговые льготы, какие получают инвесторы в обычные ETF на акции; за управление средствами взимаются комиссии.

Рис. 22. Активы ETF на стоимость серебра по фондам, %

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 23. Активы ETF на производителей по фондам, %

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

ETF на производителей серебра

Самым популярным таким фондом является iShares MSCI Global Silver Miners (SLVP). Наибольший вес в этом фонде имеют компании Pan American Silver и Yamana Gold (на них совместно приходится 27% вложений фонда).

ETF на производителей серебра точно повторяют корзину акций производителей серебра, поэтому инвесторам не требуется покупать

отдельные бумаги. Инвестировать можно и в ETF на небольших производителей (SILJ).

За: ETF, повторяющие динамику корзины акций производителей серебра, обеспечивают диверсификацию. В них также выше уровень волатильности и мощнее эффект плеча при изменении цен на серебро, по сравнению с ETF на сам металл. К тому же производители серебра обычно выплачивают дивиденды, принося выгоду держателям ETF.

Против: бумаги производителей серебра подвержены не только колебаниям цен, но и специфическим для них рискам. Взимаются сборы за управление средствами, поскольку услуги доверительных управляющих и фондов сопряжены с затратами на управление и хранение. Ошибки в отслеживании – как правило – небольшие, но потенциально все же могут отрицательно повлиять на доходность.

Рис. 24. Сравнение ETF на производителей против ETF на стоимость серебра



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 25. Динамика ETF на лидеров производства серебра против ETF на небольшие компании



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Акции производителей серебра

Из зарубежных производителей нам больше всего нравятся Pan American Silver и Hochschild Mining. Из отечественных игроков мы предпочитаем Полиметалл. Инвесторам следует помнить, что никто не занимается добычей исключительно серебра – бумаги производителей одновременно дают экспозицию на золото, медь и другие металлы.

За: успешный выбор производителей серебра для инвестиций может принести инвестору гораздо больший доход, чем просто рост цен на серебро. На стоимости акций могут благоприятно отразиться рост производства, увеличение запасов, слияния и поглощения, ведущие к увеличению стоимости, и другие факторы.

Против: подобные инвестиции более рискованны, поскольку на них отражаются специфические риски компаний (операционные, стратегические, связанные с конкурентоспособностью, правовыми вопросами и т.д.). Они также чувствительны к соответствующим страновым рискам (скажем, рост стоимости локальной валюты может отрицательно сказаться на себестоимости производства).

Фьючерсы на серебро

Фьючерс – это торговая сделка, условия которой определяются в момент ее заключения, но с исполнением в будущем – как правило, с задержкой до трех месяцев. Торговля фьючерсами осуществляется на МосБирже, на Comex и других биржах.

За: мощный финансовый рычаг, большая гибкость и финансовая чистота по сравнению с торговлей непосредственно сырьем.

Против: высокий рычаг = высокий риск дефолта в случае снижения цен на серебро; экспирация фьючерса не позволяет долго держать позицию.

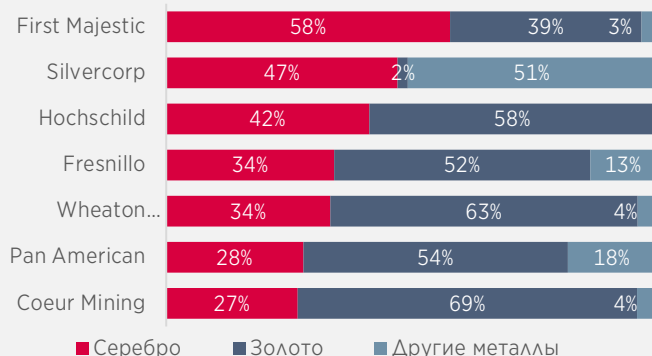
Лучшие мировые серебряные и полиметаллические компании

Добыча серебра и ничего более: таких не нашлось

В целом, компании, получающие свыше 30% выручки от добычи серебра, считаются «серебряными», компании с более низкой долей серебра в доходах – «полиметаллическими».

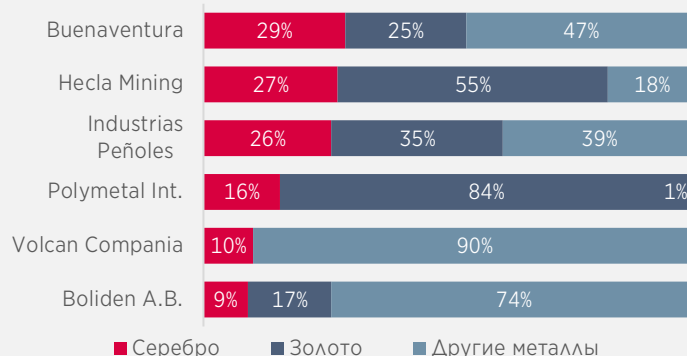
Серебро обыкновенно добывается как побочный продукт, соответственно, инвесторы, вкладываясь в производителей серебра, автоматически инвестируют в золото, медь и другие металлы. На рынке нет торгуемых компаний, занимающихся исключительно добычей серебра, а значит, покупка акций производителей серебра в плане инвестирования не обеспечивает такую же очевидную экспозицию «с плечом» на цену серебра, как аналогичная тактика при инвестировании в золото.

Рис. 26. Удельный вес металлов в выручке производителей серебра



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Рис. 27. Удельный вес металлов в выручке полиметаллических производителей



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Для тех, кто все же собирается ставить на акции «серебряных» компаний и диверсифицировать страновой риск России, мы предлагаем две компании с диаметрально противоположными характеристиками – Pan American Silver (крупная компания, относительно низкий риск) и Hochschild Mining (небольшой размер, очень низкая стоимость, рискованный актив). У нас нет официального рейтинга и целевой цены по этим компаниям, но они лучше всего позиционированы среди иностранных производителей в плане ставки с плечом на товарное серебро.

В центре внимания: Pan American Silver, Hochschild

Pan American Silver: второй по величине производитель серебра (профильный бизнес) с относительно низкой себестоимостью добычи (совокупные денежные затраты (AISC) в сегменте серебра на уровне \$10.5/унцию) предлагает ставку на серебро (28% объема выручки за 2019) с перспективой мощного роста производства (в 2020-22 совокупный среднегодовой темп роста оценивается в 69%). В последнее время акции компании шли слабее рынка, потеряв 5% с начала года. Мы ожидаем, что катализаторами стоимости акций станут разведка и разработка рудника Эскобаль, месторождения Ла-Колорада и проекта Навидад.

Рис. 28. Pan American Silver: структура выручки 2019

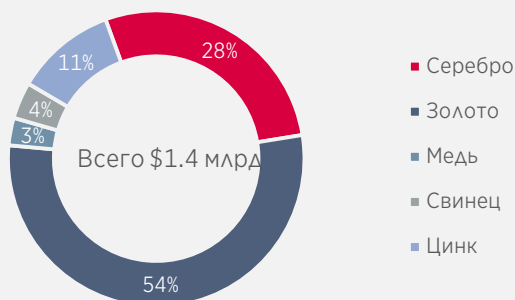
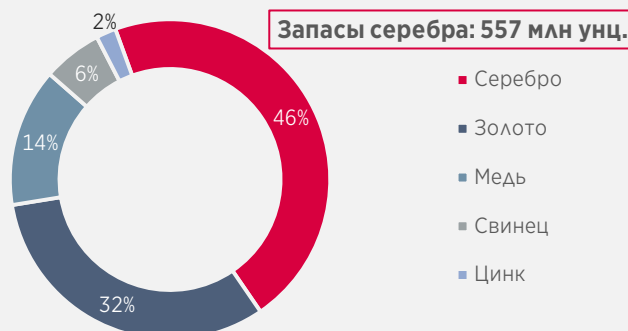


Рис. 29. Pan American Silver: запасы в 2019



Hochschild Mining: небольшая компания, добывающая серебро, низкий срок отработки рудников обуславливает риски для бизнеса. Рыночная капитализация компании составляет \$898 млн (против \$4 746 млн у Pan American). Компания предлагает привлекательную оценку (дисконт 69% по EV/EBITDA 2020П против крупных производителей серебра и 32% относительно собственного среднего 5-летнего значения) и имеет низкую долговую нагрузку (ЧД/EBITDA=0.1x). Акции компании в последние месяцы отстали от сектора, упав с начала года на 24% – для сравнения, ETF на производителей серебра за тот же период показали рост в +15%. Среди основных рисков – отмена дивидендных выплат (компания уже отказалась от выплаты финальных дивидендов за 2019), а также временная приостановка работ из-за COVID-19.

Наша методология

Мы внедрили матрицу для анализа семи ведущих производителей серебра и определения лучших компаний для инвестирования в серебро с плечом. Мы учитываем себестоимость добычи, финансовый рычаг, рыночную оценку, темпы роста, сравнительную динамику и консенсус-рейтинг аналитиков. Далее мы рассчитываем нормализованные значения на основе среднего значения и стандартного отклонения, выделяя лучшие компании по каждому параметру.

Рис. 30. Нормализованные значения по торгуемым производителям серебра

	Оценка	Рычаг	Затраты	Рост	Динамика	Консенсус
Pan American Silver	0.3	0.2	1.4	1.1	-0.2	0.4
Silvercorp	0.0	0.9	н/д	0.8	0.5	1.0
First Majestic Silver	0.1	н/д	-0.9	1.0	0.5	-0.4
Hochschild Mining	0.9	0.7	-0.1	-1.0	0.5	-0.4
Coeur Mining, Inc.	0.7	-1.2	н/д	-0.5	1.1	-0.2
Fresnillo	0.1	-0.3	-0.5	-0.2	-0.7	-1.7
Wheaton Precious	-2.1	-0.1	н/д	-1.2	-1.8	1.2

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Мы оцениваем качество компаний, сравнивая их рыночную оценку (EV/EBITDA, P/E) и перспективы роста (увеличение производства и EBITDA).

- Мы ищем компании, торгующиеся с **самыми низкими мультипликаторами** относительно компаний-аналогов. Дисконт к аналогам должен сокращаться при улучшении макроэкономической ситуации.
- Большое значение имеют темпы роста**, и мы используем составленный *Bloomberg* консенсус-прогноз роста добычи серебра и EBITDA компаний в 2020-2022, стараясь избегать производителей, у которых объемы не растут.

Мы также анализируем уровень совокупных денежных затрат (AISC) и долговой нагрузки (ЧД/EBITDA, доходность FCF, ЧД/рыночная капитализация).

- В период экономической стабильности **низкие затраты** означают высокую устойчивость. Чем выше себестоимость производства, тем ниже рентабельность компаний, и тем сильнее на их прибыли сказываются изменения в объеме выручки.
- Компании с **низкой долговой нагрузкой** находятся в выгодном положении за счет гибкости денежного потока и большей стабильности во время кризиса.

Наконец, мы изучаем динамику компаний относительно сектора (с начала года и за три месяца) и консенсус-рейтинги аналитиков.

- Мы отдаем предпочтение компаниям, акции которых **отстали от сектора**: мы полагаем, что у них больший потенциал наверстать отставание.
- Мы выбираем компании с **наивысшим рейтингом по консенсус-прогнозу** аналитиков. Низкий рейтинг может

означать наличие у компании специфических проблем, не заметных при поверхностном анализе.

В список покрываемых нами компаний входит Полиметалл (ВЫШЕ РЫНКА; ЦЕЛЬ – 1 450 пенсов/акция)

Компания наращивает объемы производства золота, вследствие чего доля серебра продолжает снижаться – в настоящее время на него приходится около 16% выручки.

- **Оценка:** Полиметалл не дешев – сейчас он торгуется с консенсус-мультипликатором EV/EBITDA 2020П на уровне 8.7х против собственного среднего 5-летнего значения 7.7х. Полиметалл поддерживает высокий уровень ликвидности, FCF и платит хорошие дивиденды.
- **Катализаторы/риски:** следующим позитивным катализатором станет увеличение запасов и изменение состава портфеля активов. Основной риск – это реализация капиталоемких проектов (Амурский ГМК), но мы отмечаем отличные результаты реализации проектов благодаря гендиректору Виталию Несису (оценка Полиметалла включает так называемую премию «за Несиса»).

Рис. 31. Краткий обзор модели

ПОЛИМЕТАЛЛ				Цены	19Ф	20П	21П	22П	Оценка	19Ф	20П	21П	22П
Тикер	POLY LN	Цена	1 620	Цена зол. рын., \$/унц.	1 394	1 600	1 800	1 900	EV/EBITDA	9.0	6.3	5.0	4.0
Акции, млн шт.	470	Рейтинг	ВЫШЕ	Руб./USD. ср.	65.0	65.0	65.0	65.0	P/E	12.5	8.7	6.6	5.0
По посл. отч.	2П19		РЫНКА	Руб./USD, конец года	65.0	65.0	65.0	65.0	P/B	3.3	2.8	2.2	1.7
£/USD спот	1.25								Дох-ть FCF	4%	8%	11%	17%
									Див. дох-ть	6%	6%	8%	10%

Рын. стоимость	\$ млн	Опер. показатели	19Ф	20П	21П	22П	Цел. оценка	19Ф	20П	21П	22П
Рын.кап-я	9 534	Золото, тыс. унц.	977	1 204	1 224	1 238	EV/EBITDA	11.3	7.9	6.3	5.1
ЧД по посл.отч.	1 479	Серебро, млн унц.	22	21	19	16	P/E	16.4	11.4	8.6	6.5
Доля минорит.	0	Зол. экв., тыс. унц.	1 615	1 640	1 649	1 744	P/B	4.3	3.7	2.9	2.3
EV	11 013										

Отч. о пр/уб.	19Ф	20П	21П	22П	Баланс	19Ф	20П	21П	22П	Ден. поток	19Ф	20П	21П	22П
Выручка	2 246	2 544	2 862	3 237	Внеоб. активы	3 056	3 337	3 581	3 747	Опер. ДП	696	993	1 166	1 457
EBITDA	871	1 245	1 558	1 944	Текущие активы	1 188	1 276	1 357	1 715	Капзатр.+M&A	-436	-483	-449	-351
Чистая прибыль	511	733	970	1 284	Активы, всего	4 244	4 613	4 938	5 462	ДП, инвест.	-397	-483	-449	-351
										ДП, фин.	-422	-385	-667	-785
Акции, млн шт.	470	470	470	470	Акц. капитал	1 928	2 276	2 880	3 679					
EPS	1.09	1.56	2.06	2.73	Отсроч. обяз-ва	1 862	1 884	1 593	1 341	Чист. изм. ДС	-126	125	51	321
DPS	0.82	0.78	1.03	1.37	Текущие обяз-ва	431	429	442	420	ДС на конец	253	378	429	750
Выплаты, % ЧП	75%	50%	50%	50%	Акц. кап. и обяз-ва	4 221	4 590	4 915	5 439	FCF	260	510	718	1106

Рент. EBITDA	39%	49%	54%	60%	Долгосроч. долг	1 518	1 540	1 249	997	OCF на акцию	1.5	2.1	2.5	3.1
Чистая рент.	23%	29%	34%	40%	Краткосроч. долг	214	192	183	135	FCF на акцию	0.6	1.1	1.5	2.4
ROA	12%	16%	20%	24%	Долг, всего	1 732	1 732	1 432	1 132					
ROE	27%	32%	34%	35%	Чистый долг	1 479	1 354	1 003	382					
					Чистый долг/EBITDA	1.7	1.1	0.6	0.2					

* на конец 4К19

Источник: Bloomberg, данные компании, оценки АТОНа

Приложение

Сравнительные мультипликаторы

Рис. 32. Сравнительные мультипликаторы

Рын. кап-я				EV/EBITDA		P/E		Дох-ть FCF		ДД	ЧД/EBITDA	ROE	ROA	EV/прод.		% изм.			
Компания	Посл. цена	млн. \$		20П	21П	20П	21П	20П	21П			20П			20П	21П	3М	6М	1Г
Производители серебра				11.8	8.5	36.1	19.2	3%	6%	1%		0.0	5%	5%	5.4	4.7	-5%	2%	41%
Pan American Silver	USD 22.6	4 746		10.0	6.3	29.9	15.5	4%	9%	1%		0.1	6%	5%	3.1	2.5	-2%	33%	78%
Silvercorp	CAD 5.7	705		8.9	8.0	17.7	20.0	1%	1%	1%		-2.1	11%	8%	3.8	3.5	-18%	3%	88%
First Majestic Silver	USD 8.6	1 796		18.3	7.6	61.5	17.4	отр.	3%	н/д		н/д	3%	2%	5.1	3.4	-14%	-19%	41%
Hochschild Mining	GBp 138.9	898		3.6	2.7	22.9	9.3	8%	18%	2%		-0.1	6%	2%	1.6	1.3	-17%	-31%	-25%
Coeur Mining, Inc.	USD 4.4	1 059		6.6	4.6	41.6	10.3	1%	2%	0%		1.2	-2%	н/д	1.9	1.6	-28%	-21%	20%
Fresnillo	GBp 730.0	6 724		8.8	6.7	33.4	21.1	1%	5%	1%		0.5	6%	3%	3.4	3.0	10%	3%	-3%
Wheaton Precious	USD 40	18 081		26.5	24.0	45.7	41.1	4%	4%	1%		0.4	8%	6%	18.8	17.5	37%	44%	86%
Полиметаллы				7.4	6.7	20.3	17.4	5%	8%	2%		1.4	11%	6%	2.7	2.6	-12%	-15%	1%
Polymetal Int.	GBp 1 662	9 765		8.8	8.4	12.8	12.3	4%	4%	5%		1.1	35%	17%	4.6	4.4	31%	33%	109%
Industrias Peñoles	MXN 182	3 049		5.2	4.0	17.4	9.7	3%	17%	3%		1.4	9%	н/д	1.2	1.1	-8%	-21%	-16%
Boliden A.B.	SEK 201.2	5 604		5.0	4.7	11.2	9.7	6%	8%	4%		0.3	11%	7%	1.2	1.1	-12%	-23%	-27%
Buenaventura	USD 7.8	2 155		6.5	6.4	29.4	15.6	10%	6%	1%		0.7	5%	4%	3.0	3.0	-40%	-49%	-52%
Hecla Mining	USD 2.7	1 434		10.1	7.0	н/м	23.8	2%	6%	0%		2.1	2%	1%	3.0	2.5	-10%	19%	30%
Volcan Compania Minera	EUR 0.1	1 833		9.0	9.5	30.6	33.3	н/д	н/д	0%		2.7	7%	2%	3.4	3.4	-36%	-48%	-39%
Среднее				9.8	7.7	29.5	18.4	4%	7%	2%		0.7	8%	5%	4.1	3.7	-8%	-6%	22%

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «настоящий Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано (-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые суждения и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности суждений и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, не должна рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. Ценные бумаги и финансовые инструменты, указанные в настоящем Отчете, могут не соответствовать инвестиционному профилю получателя настоящего Отчета. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям риск-аппетиту.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (-ями) или мнением (-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Настоящий Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Настоящий Отчет не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий Отчет и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним организациям и филиалам. Все мнения и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или иметь интерес в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчете шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка	Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально	Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка	Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515) осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».