

Polyus: minera de oro líder en costes y muy buenas perspectivas de crecimiento

Polyus está barata

Polyus es la principal minera de oro rusa y la séptima a nivel mundial. Cotiza a PER 2018e 7,1x con una rentabilidad por dividendo del 6,6%. A EV/Reservas es la más barata de las principales mineras de oro (\$180/oz). Polyus capitaliza 8.334 millones de dólares (\$31 ADR) y creemos que puede valer un 120% más.

Es líder en costes

Tiene los costes más bajos entre las grandes compañías de la industria. Actualmente está produciendo a un coste (AISC) de \$601 la onza. Su ley además es elevada ya que tiene 1,8 gramos por tonelada, por encima de la media del sector (1,2gr/T).

La vida de sus reservas es muy larga

Polyus cuenta actualmente con 68 millones de onzas en reservas (la tercera a nivel mundial). Tiene 31 años de vida de las reservas frente a los 16 años de media de las principales mineras del sector. El gran depósito de Sukhoi Log, aún sin desarrollar, aumentará sus reservas todavía más.

Tiene muy buenas perspectivas de crecimiento

Gracias a los proyectos de Natalka y Sukhoi Log podría convertirse en una de las tres primeras mineras de oro a nivel mundial. Natalka producirá 450.000 onzas al año y Sukhoi Log se espera que llegue a producir aproximadamente 1,6 millones de onzas anualmente.

Esperamos tipos reales más negativos a futuro

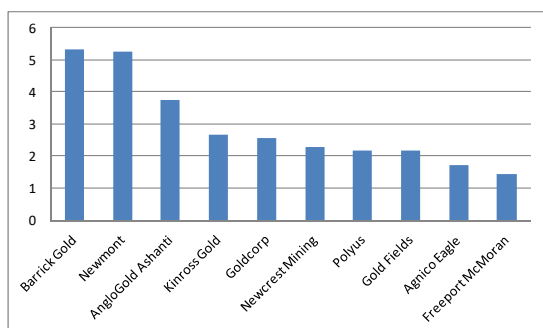
Un factor clave para el precio del oro son los tipos reales. Esperamos que éstos sean más negativos a futuro, debido al efecto retrasado del incremento de agregados monetarios sobre la inflación y al exceso de deuda global (318% sobre PIB) que pensamos limitará la subida de tipos de interés.

1) Polyus

Séptimo productor de oro mundial

Polyus es la mayor minera de oro rusa (representa el 23% de la producción de oro del país), es la séptima a nivel mundial, la tercera minera de oro global en número de reservas (68mn) y la tercera en recursos minerales ("resources") con 190 millones de onzas y con una vida media de las reservas de 31 años (sin contar Sukhoi Log). Tiene operaciones a cielo abierto en Olimpiada, Blagodatnoye, Verninskoye, Kuranakh, Nataika y Alluvials. Polyus en 2017 alcanzó una producción de 2,16 millones de onzas, con unos costes actuales (AISC, All-In Sustaining Costs) de \$601/onza. La compañía tiene casi 19.000 empleados. Polyus es miembro del International Council on Mining and Metals (ICMM). El principal accionista de la compañía es Said Kerimov (82,4%).

Producción anual de las principales mineras de oro en 2017 (mn ozs)



Fuente: SMC

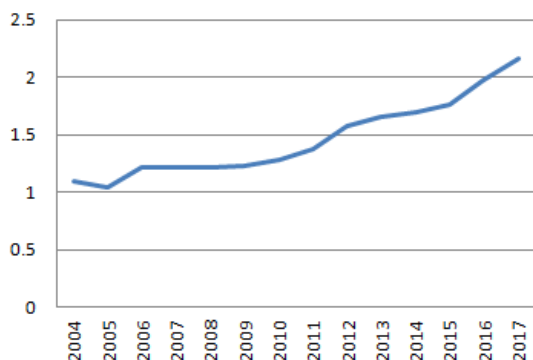
Kerimov, un perfil inversor

Polyus está controlada por Said Kerimov desde 2016. Said es hijo del billonario inversor, empresario y político Suleiman Kerimov (1966). Suleiman Kerimov es originario de la república de Dagestán, de orígenes humildes y licenciado en economía. Comenzó su carrera en la eléctrica Eltav. Forjó su fortuna a base de inversiones en acciones con préstamos. Entre 2003 y 2008 llegó a alcanzar el 5% Gazprom y el 6% Sberbank entre otras compañías. También invirtió en la minera de oro Polymetal en 2005 que posteriormente vendió. Antes de la crisis de 2008, invirtió en otras empresas y en bancos globales como Morgan Stanley, JP Morgan, Goldman Sachs y Credit Suisse entre otros, en algunos casos alcanzando participaciones por encima del 3%. Su fortuna se resintió con la crisis financiera, pero posteriormente se recuperó. En 2010, con otros socios, compraron el 53% de Uralkali, y vendió su participación tras la guerra de la potasa en 2013. En 2009 compró el 37% de Polyus que posteriormente incrementó hasta el 40%. En 2016 compró el 60% que no controlaba. En diciembre de 2015 la compañía dejó de cotizar en Londres volviendo a cotizar en julio de 2017. En 2016 Francia inició cargos contra Suleiman Kerimov por evasión de impuestos, retirándolos posteriormente. Kerimov padre ha sido citado en la lista de sanciones de EEUU contra Rusia. También ha tenido actividad política, fue miembro de la Duma ya en 1999 y desde 2008 es senador federal por Dagestán. Otros ejecutivos importantes en la compañía son Pavel Grachev (CEO), Mijail Stiskin (CFO) y Vladimir Polin (COO), todos ellos se incorporaron entre finales de 2013 y principios de 2014.

Producción creciente y reservas

Polyus ha incrementado significativamente su producción en los últimos años. En el año 2013 producía 1,65 millones de onzas, el año pasado ya produjo 2,16 millones. En los próximos años su producción seguirá creciendo, esperan alcanzar 2,4 millones de onzas para 2018 y 2,8 millones de onzas para 2019. Desde que entró el nuevo equipo gestor a principios de 2014 la producción se ha incrementado un 30% y ha logrado superar los objetivos de producción todos los años. Polyus mantiene un programa de coberturas del precio del oro para más de un 40% de su producción hasta finales de 2020.

Producción desde 2004 (mn ozs)



Fuente: Gazprombank, Polyus, SMC

Olimpiada es su principal mina

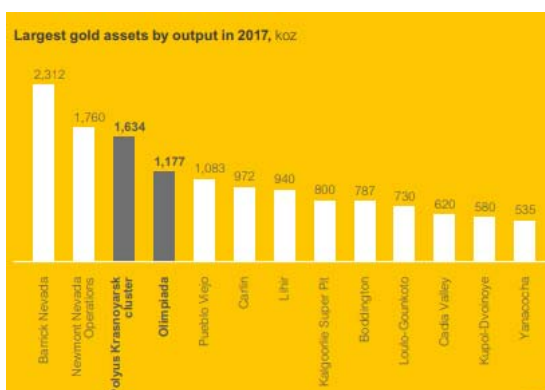
Polyus tiene cinco minas operativas: Olimpiada, Blagodatnoye, Verninskoye, Kuranakh y Nataka y el depósito aluvial de Alluvials. Nataka estará totalmente operativa para finales de 2018. Polyus también es dueña del 58% de Sukhoi Log que es uno de los depósitos de oro más grandes del mundo aún sin desarrollar. Actualmente su mina más importante, tanto en producción como en Ebitda, es Olimpiada, que supone un 56% de la producción y un 59% del Ebitda de la compañía. Esta mina produce 1,2 millones de onzas de oro al año y tiene unos costes (TCC "total cash cost") de \$319 dólares la onza. Olimpiada y Blagodatnoye juntas forman el "Krasnoyarsk cluster" que supone el 77% de toda la producción de la compañía y es el tercer activo en producción de oro del mundo.

Distribución de minas de oro operativas de Polyus (1S18)

Minas	% Producción	% Ebitda	Cash Cost (TCC)
Olimpiada	56%	59%	\$319
Blagodatnoye	21%	22%	\$355
Verninskoye	11%	11%	\$393
Kuranakh	9%	7%	\$538
Alluvials	2%	1%	\$692
Nataka	0%	0%	-

Fuente: Polyus, SMC

Mayores activos de oro globales por producción en 2017 (000 ozs)



Fuente: Polyus

Reservas y recursos minerales en 2017 (mn ozs)

(Mln/onzas)	Olimpiada	Blagodatnoye	Verninskoye	Alluvials	Kuranakh	Natalka	Sukhoi Log	Otros	TOTAL
RESERVES									
Proved	0.6	1.6	0.5	0.0	0.0	7.3	0.0	0.0	10
Probable	27.0	8.0	4.6	1.0	4.4	8.5	0.0	5.1	59
TOTAL	27.6	9.6	5.1	1.0	4.4	15.8	0.0	5.1	69
RESOURCES									
Measured	0.6	1.6	0.5	0.0	0.0	8.2	0.0	0.7	12
Indicated	31.0	14.0	11.0	0.0	5.4	15.0	0.0	11.1	88
Inferred	12.0	3.0	0.9	0.0	3.7	9.9	58.0	6.1	94
TOTAL	43.6	18.6	12.4	0.0	9.1	33.1	58.0	17.9	193

Fuente: Polyus, SMC

Muy buenas perspectivas de crecimiento

A pesar del entorno de difícil crecimiento de la producción para las mineras de oro, Polyus ha conseguido incrementar su producción un 30% desde 2013 hasta 2017 y es una de las mineras de oro con mejores perspectivas de crecimiento. Cuenta con dos proyectos que se encuentran entre los 10 mayores del mundo: Natalka que estará a finales de año en plena producción y Sukhoi Log que se espera que empiece a producir en 2026.

Natalka estará en plena producción a finales de 2018

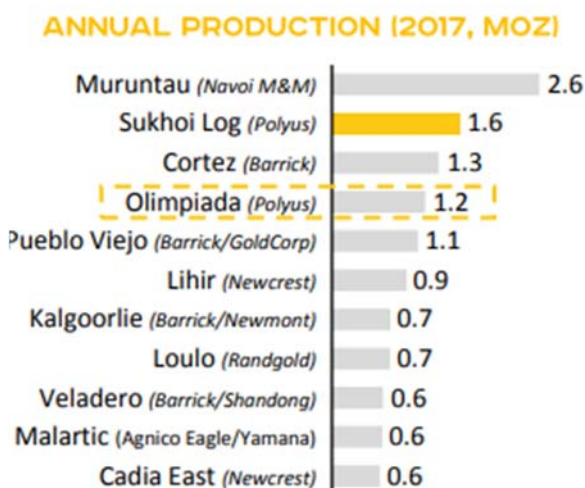
Natalka tiene 16 millones de onzas en reservas (23% del total) con una vida de 31 años. Se espera que alcance 450.000 onzas anuales (16% de la producción esperada). Natalka es uno de los mayores depósitos de oro en Rusia, es el decimoquinto mayor depósito de oro a nivel mundial y el sexto en recursos minerales. Natalka tendrá unos costes (TCC) de entre \$550 y \$600 dólares la onza, algo más elevado que la media del grupo, debido en parte a una menor ley (0,96 gr/T) que el resto del grupo, aunque irá mejorando en años posteriores hasta alcanzar los 1,6 gr/T. La inversión para desarrollar Natalka ha sido cercana a 2.200 millones de dólares. Natalka fue inicialmente descubierto en 1942. Polyus comenzó a desarrollar la mina en 2012, sus operaciones comenzaron en el primer trimestre de 2013 pero se tuvieron que parar debido a errores en la información de la época soviética. En 2015 se completó la revisión operacional de toda la mina y se espera que para finales de este año produzca a plena capacidad.

Sukhoi Log, uno de los mayores depósitos de oro del mundo

Sukhoi Log es el mayor depósito de oro de Rusia, fue descubierto en 1961, tiene 58 millones de onzas en recursos minerales convirtiéndose así en el tercer mayor proyecto en recursos ("resources") global. Sus 35 años de vida de los recursos le convierten en el cuarto depósito de mayor duración del mundo. Tiene un potencial de producción anual de 1,6 millones de onzas. Se estima que en Sukhoi Log se podría producir a un coste ("cash cost") de \$420-\$470 la onza. Su ley está entre las mejores de los grandes depósitos del mundo (2 gr/T). Un factor muy positivo es su baja intensidad de capital (la inversión estimada para su puesta en funcionamiento es de entre 2.000 y 2.500 millones de dólares). También es positiva su localización ya que está a tan sólo 6km de Verninskoye. La compañía adquirió la licencia de Sukhoi Log en 2017. Polyus tiene un 58,4% del proyecto y el 41,6% restante pertenece al conglomerado estatal ruso Rostec pero Polyus tiene una opción de compra para alcanzar el 100% y se espera que la ejecute antes de 2022.

Para finales del cuarto trimestre de 2018 habrá unas estimaciones definitivas de los recursos minerales y para 2020 de las reservas. Se espera que entre en funcionamiento en 2026. Tanto Sukhoi Log como Natalka, además, se beneficiarán de un régimen especial impositivo que ha implantado el gobierno ruso en determinadas zonas.

Producción anual esperada de Sukhoi Log frente a otras minas (mn ozs)



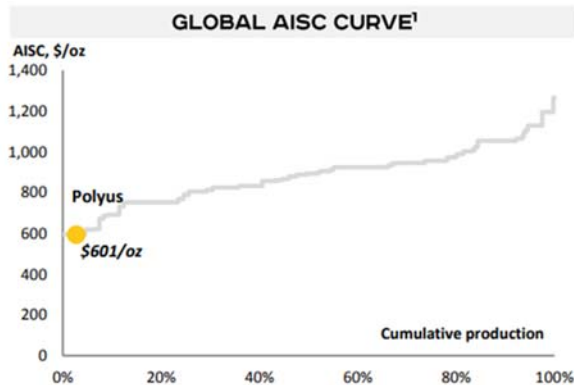
Fuente: Polyus

Polyus es líder en costes

Polyus es la minera de oro con los costes más bajos de entre las grandes compañías de la industria. Ha logrado reducir progresivamente sus costes de producción hasta conseguir producir en el segundo trimestre de 2018 a un coste AISC de \$601 la onza y a un coste TCC de \$345. Con la entrada de Natalka esperan un ligero repunte en costes, pero esperan mantener el TCC por debajo de \$425 para 2018 y por debajo de \$450 para 2019 y 2020. Estos bajos costes le permiten tener uno de los márgenes de Ebitda más altos del sector (un 63% frente a un 42% de media de la industria en 2017). Algunos de los factores que le han permitido tener estos costes bajos son: tener todas sus minas a cielo abierto, su buena ley, la depreciación del rublo, la cercanía de las minas entre sí y las eficiencias operativas. Las ventas de antimonio como "by product" también han ayudado a abaratar costes. Se ha beneficiado de la depreciación del rublo, pero no ha sido el único factor. Desde la llegada del

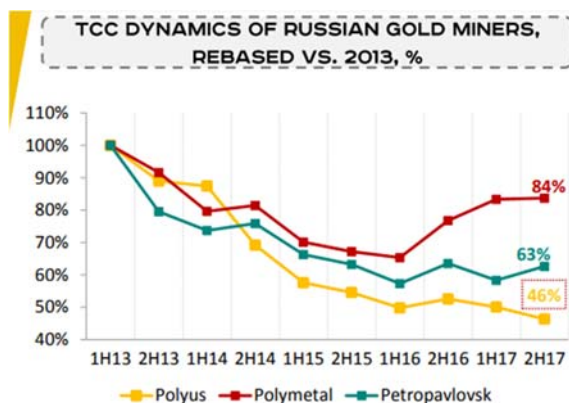
nuevo equipo directivo sus costes en rublos se han reducido aproximadamente un 25%. Su disminución de costes también ha sido significativamente mayor que otras mineras de oro rusas.

Curva de costes (AISC) global



Fuente: Polyus, Metal Focus (2017)

Evolución de costes de Polyus frente a otras mineras de oro rusas desde 2013

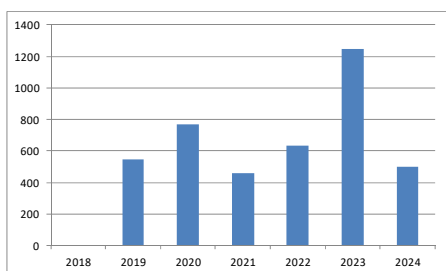


Fuente: Polyus

Deuda más ajustada, pero el dividendo sigue siendo atractivo

Tras la recompra de las acciones en 2016 Polyus incrementó su deuda significativamente. Su ratio de deuda neta/Ebitda subió desde 0,3x en 2015 hasta 2,5x en 2016, aunque actualmente la ha reducido hasta 1,8x. El 98% de la deuda es a tipo fijo con un tipo medio del 4,8%. El 79% de la deuda está denominada en dólares y el 21% en rublos. El 42% del total de vencimientos de la deuda son a partir de 2023. Su rating de S&P es BB-, de Moody's Ba1 y de Fitch BB-. Un factor positivo es que sus necesidades de inversión, tras la finalización de Nataalka, van a disminuir desde los 850 millones de dólares de 2018 hasta los 550 millones para 2020. Polyus mantiene una política de dividendos favorable al accionista, su objetivo es pagar la cantidad mayor de entre 550 millones de dólares o el 30% del Ebitda, siempre que el ratio deuda/Ebitda no supere 2,5x (si se superase el consejo la reconsideraría).

Vencimientos de la deuda (\$ mn)



Fuente: Polyus

Valoración atractiva

Polyus cotiza a \$31 por ADR a PER 2018e 7,1x, con una rentabilidad por dividendo del 6,6%. A EV/Reservas es la más barata de las principales mineras de oro (\$180/oz) frente a niveles cercanos a \$300 de la competencia. Creemos que Polyus puede valer un 120% más, esperamos que la compañía consiga los incrementos de producción anunciados, que el oro supere los máximos de los últimos años y una apreciación progresiva del rublo (la apreciación del rublo no incide negativamente en todos los costes ya que el 35% están denominados en dólares). A esta valoración, Polyus cotizaría cercano a \$300 EV/Reservas, en línea con las principales mineras de oro, lo cual nos parece razonable dado sus perspectivas positivas de crecimiento, sus bajos costes y su elevada ley. Creemos que avances en el desarrollo de Sukhoi Log pueden ser un factor positivo adicional.

II) La industria: el oro y la minería de oro

a) El oro

Demanda y oferta: ETFs la partida más volátil

La demanda de oro en 2017 fue de 4.138 toneladas y se dividió en joyería (53%), demanda de inversión (30%) en la que los ETFs fueron un 5% del total, demanda de bancos centrales (9%) y uso industrial (8%). La oferta proviene de minería (74%) y de reciclaje (26%). En los últimos años la partida más volátil ha sido la de los ETFs que han oscilado entre un 13% de la demanda hasta un -20%. En 2018 la demanda de ETFs ha disminuido un 2% debido principalmente a la debilidad de las compras de Norteamérica. Creemos que ésta se recuperará a futuro cuando se produzcan caídas de mercado con volatilidad elevada.

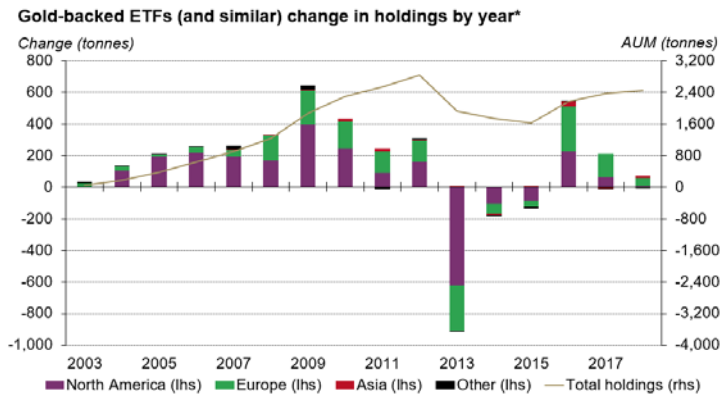
Oferta y demanda de oro desde 2010 (toneladas)

Oferta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Minería	2.744,1	2.845,6	2.911,5	3.071,5	3.149,8	3.216,0	3.278,7	3.305,2
Coberturas	-108,8	22,5	-45,3	-27,9	104,9	13,1	32,7	-25,6
Oro reciclado	1.680,3	1.655,8	1.677,2	1.254,9	1.193,7	1.128,8	1.291,4	1.167,7
Total	4.315,6	4.523,9	4.543,4	4.298,5	4.448,4	4.357,9	4.602,7	4.447,3

Demanda	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Joyería	2.054,3	2.096,2	2.140,0	2.703,8	2.503,7	2.420,8	2.060,6	2.182,1
Tecnología	460,5	428,6	381,3	355,9	348,7	332,0	323,4	333,1
Inversión	1.633,3	1.732,9	1.615,0	813,9	877,7	961,1	1.615,4	1.248,3
Lingotes y monedas	1.203,7	1.500,8	1.308,9	1.726,2	1.061,9	1.086,3	1.068,4	1.042,0
ETFs	429,6	232,0	306,1	-912,3	-184,2	-125,1	547,0	206,4
Bancos centrales y otras inst	79,2	480,8	569,3	623,8	583,9	576,5	389,8	374,8
Total	4.227,2	4.738,4	4.705,7	4.497,6	4.314,0	4.290,4	4.389,2	4.138,3

Fuente: WGC, SMC

Demanda de ETFs de oro desde 2003

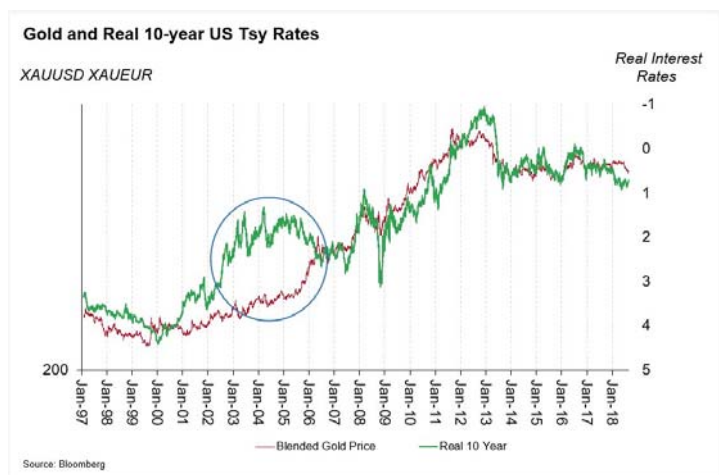


Fuente: Bloomberg, WGC

Los tipos reales es uno de los factores claves para el precio del oro

Los tipos reales (diferencia entre tipo de interés nominal e inflación) es uno de los factores que más condiciona el comportamiento del oro. En períodos de bajadas de tipos reales el comportamiento tiende a ser positivo y en períodos de subidas de tipos reales tiende a ser negativo. El coste de oportunidad de tener oro actualmente es menor que en décadas pasadas ya que los tipos reales son aproximadamente un 3% menores que durante la década de los noventa. Teniendo en cuenta la masiva impresión de dinero desde la quiebra de Lehman Brothers y el efecto retardado en el aumento de la inflación con el incremento de agregados monetarios (ver informe "Inflación y materias primas"), creemos que a futuro la inflación será alta. Pensamos, sin embargo, que las subidas de tipos serán limitadas debido a la elevada deuda global (un 40% más que en 2007). Por eso esperamos tipos reales más negativos a futuro, lo cual creemos que será positivo para el precio del oro.

Oro y tipos de interés reales desde 1997



Fuente: Bloomberg

El oro tiende a subir cuando hay correcciones con elevada volatilidad

El oro no necesariamente actúa como refugio cuando hay crisis localizadas, como la de este verano en Turquía, o en sectores concretos. Pero sí que tiende a tener un buen comportamiento cuando hay correcciones generalizadas con una elevada volatilidad (VIX).

Comportamiento del oro en correcciones de mercado

Chart 4: Gold prices tend to rise as volatility increases

Performance of gold during stock market corrections*



*Dates used: Black Monday: 9/1987-11/1987; LTCM: 8/1998; Dot-com bubble bust: 3/2000-3/2001; September 11: 9/2001; 2002 recession: 3/2002-7/2002; Great Recession: 10/2007-2/2009; Sovereign debt crisis I: 1/2010-6/2010; Sovereign debt crisis II: 2/2011-10/2011; Greek default: 6/1/2015-9/30/2015. ** The VIX is available only after January 1990. For events occurring prior to that date, annualised 30-day S&P 500 volatility is used as a proxy.

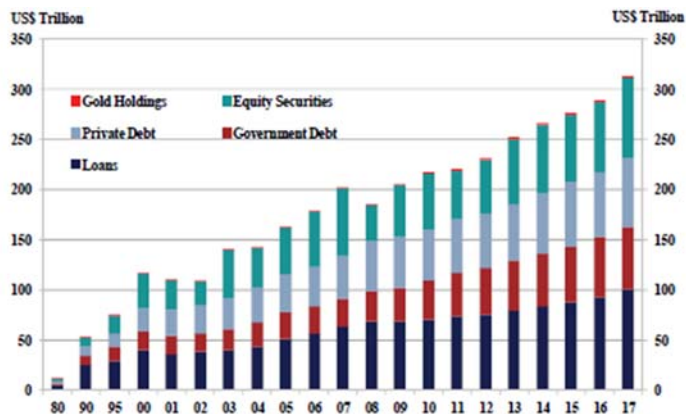
Source: Bloomberg, World Gold Council

Fuente: World Gold Council

El oro como porcentaje sobre activos financieros es históricamente bajo

Otro factor positivo para el precio del oro es su limitado peso frente a los activos financieros. El oro como porcentaje de los activos financieros globales tan sólo llegó a un 0,52% en 2017 frente al 2,74% que llegó a representar en 1980 y al casi 5% en 1968.

El oro frente a activos financieros



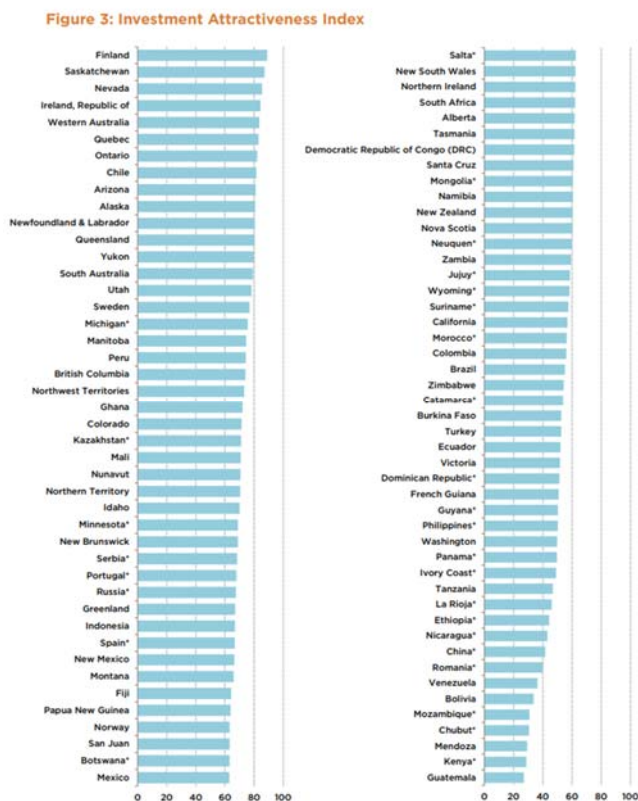
Fuente: CPM

b) Minería de oro

Rusia como jurisdicción minera

Rusia es el tercer productor mundial de oro y se encuentra relativamente bien situada en los informes internacionales que valoran el atractivo de diferentes países para operar en minería. Por ejemplo, en el informe de mineras del Instituto Fraser, Rusia figura por encima de países como Nueva Zelanda, México, Noruega o España. Rusia también es el país más barato para extraer oro a nivel global (TCC a \$480 la onza en 2016). Cinco de las diez minas de oro con costes más bajos del mundo se encuentran dentro del país.

Ranking de países atractivos para inversión en minería (2017)

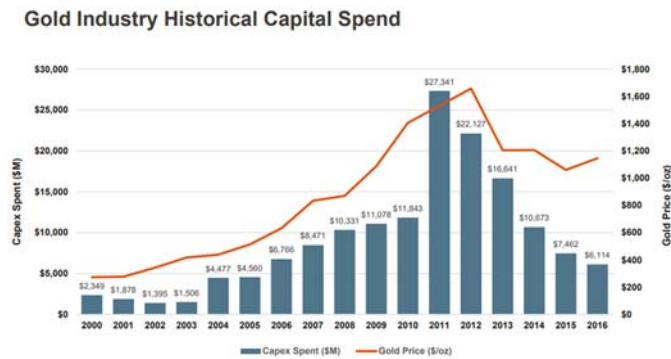


Fuente: Fraser Institute, Informe anual de mineras 2017

Entorno complicado para encontrar oro

La inversión de la industria de las mineras de oro ha retrocedido drásticamente en los últimos años. Ésta alcanzó máximos en 2011 con un nivel de inversión de 27.341 millones de dólares y desde ahí ha experimentado un descenso significativo hasta los 6.114 millones de dólares de 2016. La calidad cada vez es menor, la ley se ha reducido desde niveles de 2,73 gramos en 2001 hasta 1,45 gramos en 2013 (un descenso del 47% en poco más de una década). Las reservas de oro también han bajado desde los máximos alcanzados en 2011, de prácticamente 700 millones de onzas hasta aproximadamente 450 millones en 2016. Las reservas globales además tan sólo suponen 16 años al nivel de producción actual. A esto se le añade que en los últimos 10 años ha habido menos descubrimientos. En esta década se han hecho 41 (215 millones de onzas) frente a los 222 (1.726 millones de onzas) que se hicieron en los 18 años precedentes.

Inversión histórica de las mineras de oro

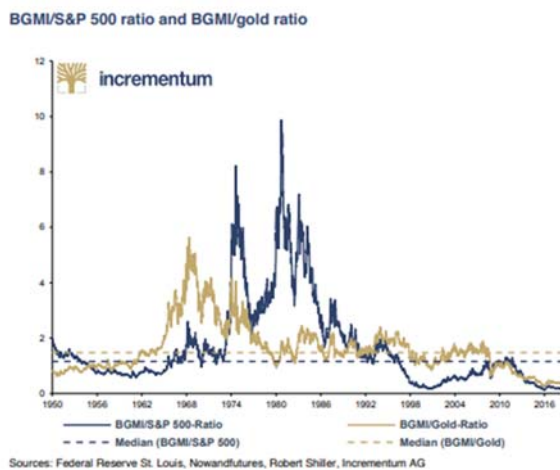


Fuente: Goldcorp

Mineras de oro en mínimos

Las mineras de oro globales están históricamente infravaloradas respecto al precio del oro. El índice de mineras de oro BGMI (Barron´s Gold Mining Index) frente al oro está prácticamente en mínimos desde 1940, y tan sólo ligeramente por encima de los mínimos alcanzados en enero de 2016. Las mineras también se encuentran infravaloradas si las comparamos con el S&P 500, están en mínimos desde 1950 y a niveles similares a los alcanzados en 2001, antes del gran mercado alcista de las mineras de oro.

Índice Barron´s Gold Mining Index (BGMI) frente al precio del oro y al S&P500



Fuente: Incrementum, FRED

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comuniqué por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.