



salmón mundi

BEST IDEAS
en Español

Octubre 2020

MOI
GLOBAL

en Español

Salmón Mundi Capital

- Sicav española (ISIN: ES0109297038) que cotiza en el MAB.
- Filosofía de inversión: Value Investing y la Teoría Económica Austriaca.
- Invertimos en diferentes tipos de activos, con posiciones largas y cortas.
- Normalmente encontramos oportunidades en activos, sectores, materias primas o países que no estén de moda.
- Horizonte temporal de largo plazo.

Quiénes somos



Guillermo Nieto

- Socio y Director de Inversiones.
- Licenciado en Derecho y Dirección y Adm. de Empresas por ICADE (E-3).
- Anteriormente analista de bancos, aerolíneas y papeleras y había gestionado carteras familiares.



Marta Escribano

- Socio y Analista de Inversiones.
- Licenciada en Derecho por ICADE (E-1 empresarial) y master en Mercados Financieros e Inversión Alternativa (MFIA).
- Anteriormente en tesorería y mesas de renta variable, fija y FX.



Tesis de inversión

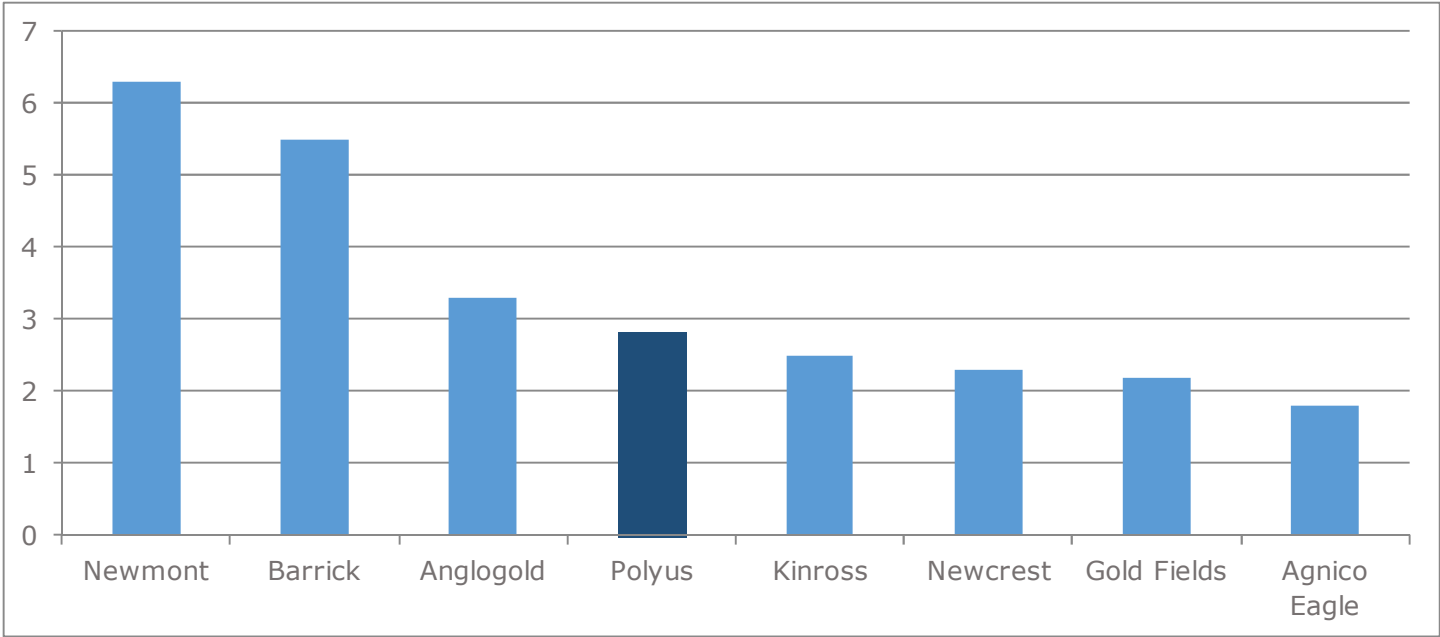
- Mayor minera de oro rusa y 4ª mundial (2,84moz).
- Mayores reservas en Rusia y 3ª mayor a nivel global (61moz).
- Productor más eficiente de las mayores de la industria (\$574 AISC). Ley (1,8g/T) superior a la media del sector (1,3g/T).
- Crecimiento anual compuesto de la producción desde 2013: 9,5% anual.
- FCL positivo en todo el ciclo y poca deuda (0,8x DN/Ebitda).
- Opcionalidad de Sukhoi Log.
- Entorno positivo para el oro.

I. Minera de oro

Descripción

- Mayor productor de oro en Rusia y 4º mundial (2,84moz).
- 3ª mayor minera de oro por reservas y recursos minerales (61 y 188moz).
- Capitaliza \$28.100 millones. 19.700 trabajadores.
- 21 años de vida (el doble que la media de las 10 mayores).
- Produce barato (\$574 AISC) con una ley elevada (1,8g/T).
- Minas a cielo abierto, incluyendo algunos de los mayores activos a nivel global.

Mayores productores oro (2019;moz)



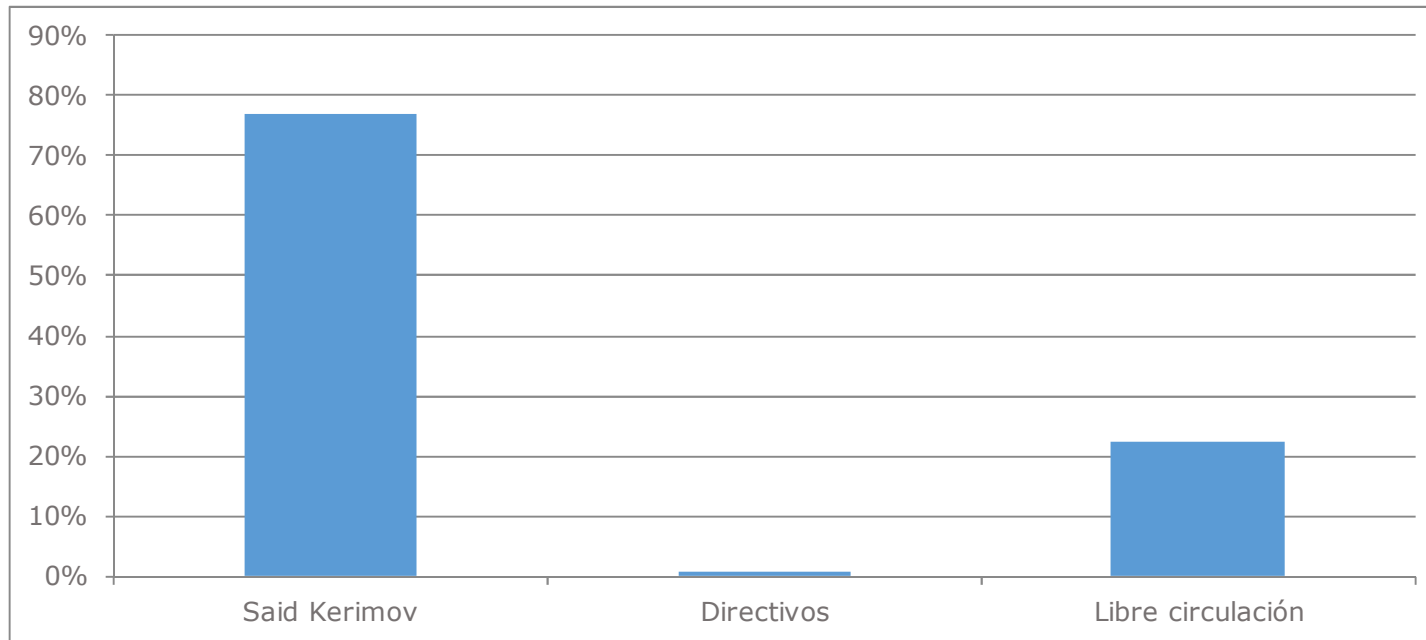
Fuente: Polyus, SM

Familia Kerimov



- Said Kerimov controla Polyus desde 2016 (76,8%).
- Su padre es Suleiman Kerimov, es un inversor, empresario y político.
- Consiguió su fortuna a base de invertir (Gazprom, Sberbank, Polymetal, Uralkali...).
- En 2009 empezó a invertir en Polyus hasta controlar la compañía en 2016.
- En 2015 Polyus dejó de cotizar y volvió en 2017.
- P. Grachev (Consejero Delegado), M. Stiskin (Dtor. Financiero) y V. Polin (Dtor. Operaciones).

Estructura accionarial (%)



Fuente: Polyus, SM

Estructura accionarial

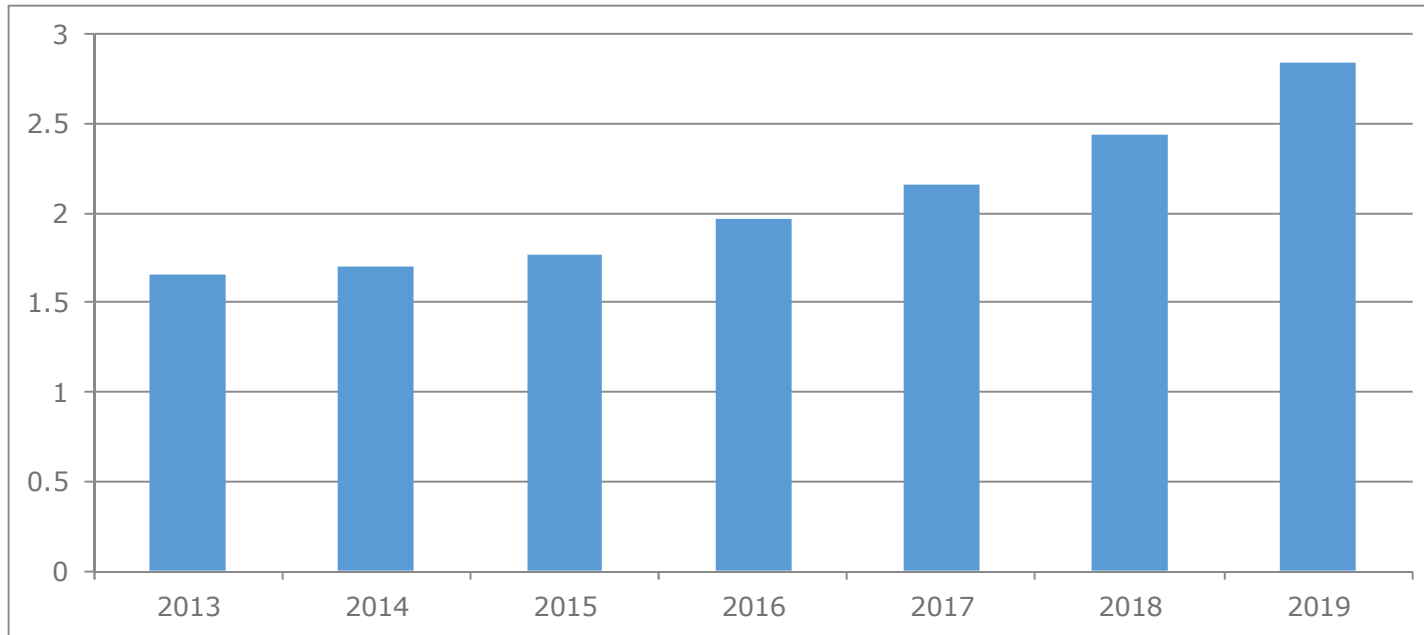
- Polyus tiene un “free float” del 22,3%.
- La familia ha reducido su participación gradualmente (82,4% en 2017 vs. 76,8% actualmente).
- Mayor liquidez de la acción (en 2018 volumen medio diario de \$8M vs. \$19M en 2019).
- Forma parte del MSCI Russia, MVIS Russia Index y del FTSE all-world.
- 40% del capital de libre circulación en Reino Unido, 35% en Norteamérica y sólo un 4% en Rusia.

Producción

Producción

- Mayor productor de oro ruso (c25% del total) y 4º global.
- En 2013 Polyus era el 8º productor (+72%).
- El crecimiento anualizado de la producción desde 2013: 9,5%.
- 2,84M de onzas en 2019: récord histórico.
- Centrados en crecimiento orgánico.
- Tasa media de recuperación 2019: 82,3% (vs. 80,8% 2018).
- Coronavirus: minas operativas en el segundo trimestre de 2020.

Producción de oro (moz)



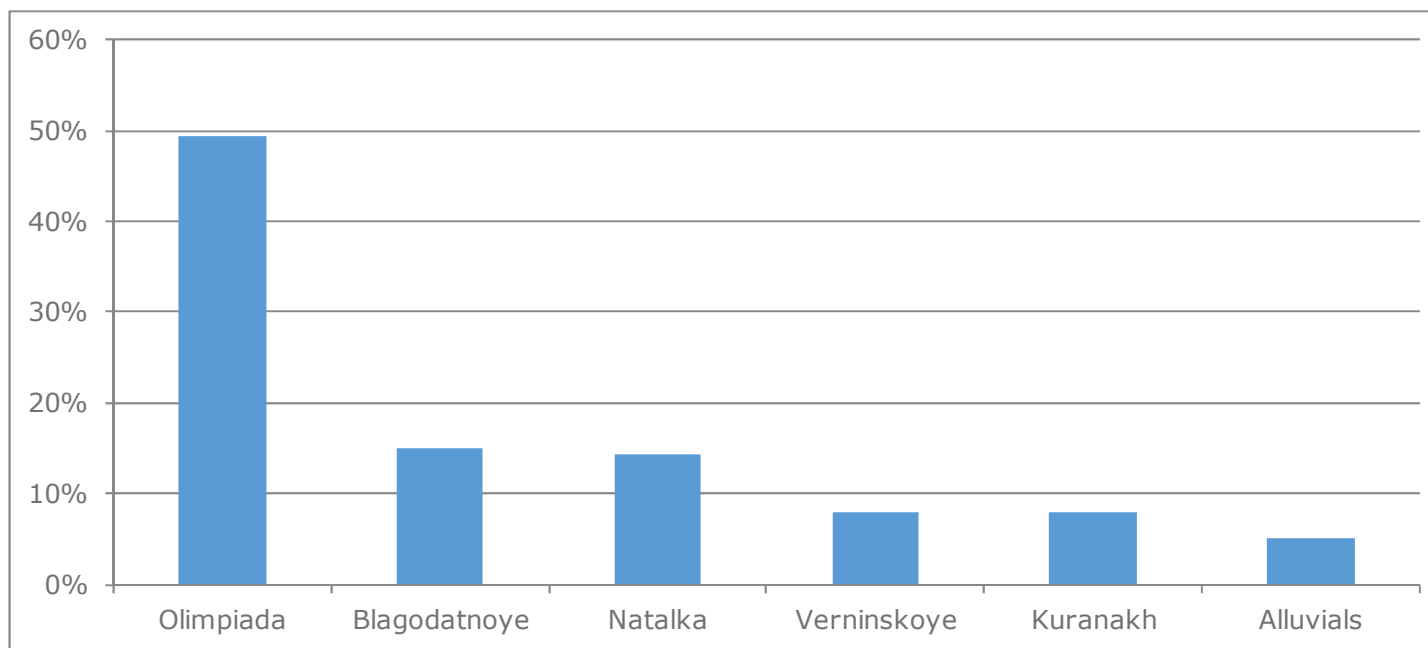
Fuente: Polyus, SM

Minas

Minas operativas

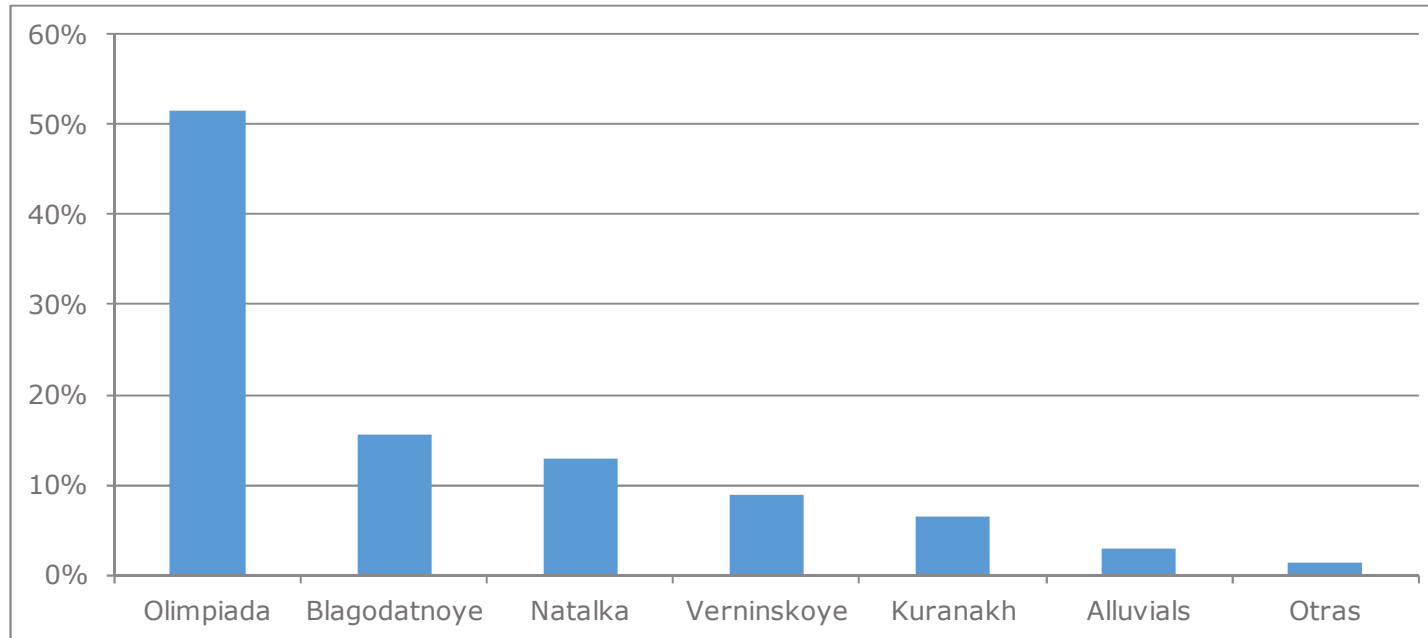
- Grandes minas en regiones ricas en oro (Siberia y Lejano Este).
- 100% minas a cielo abierto y un aluvial.
- Olimpiada y Blagodatnoye forman el núcleo de Krasnoyarsk (64% de la producción total).
- Natalka empezó a producir en 2018.
- Plantas procesadoras con una capacidad de refinado de 44 mtpa.

Producción por mina (2019)



Fuente: Polyus, SM

Ebitda por mina (2019)

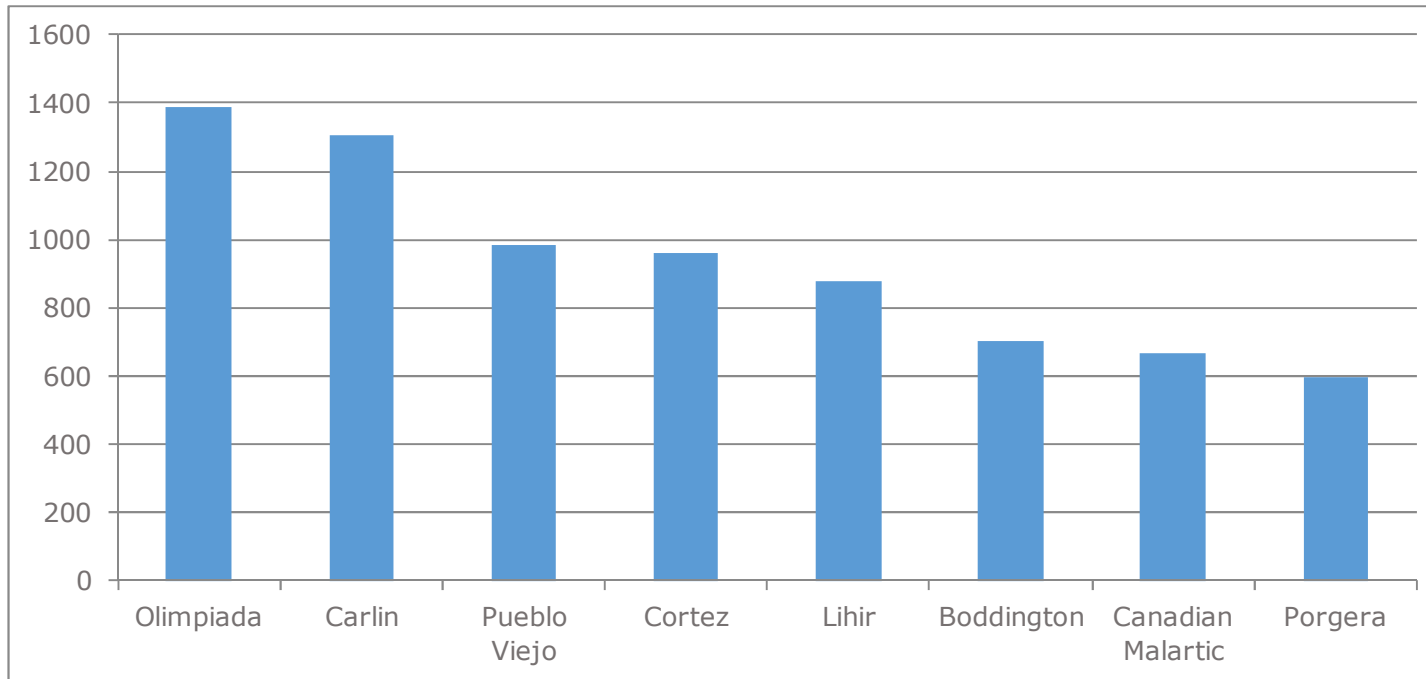


Fuente: Polyus, SM

Olimpiada (49% producción, 51% Ebitda)

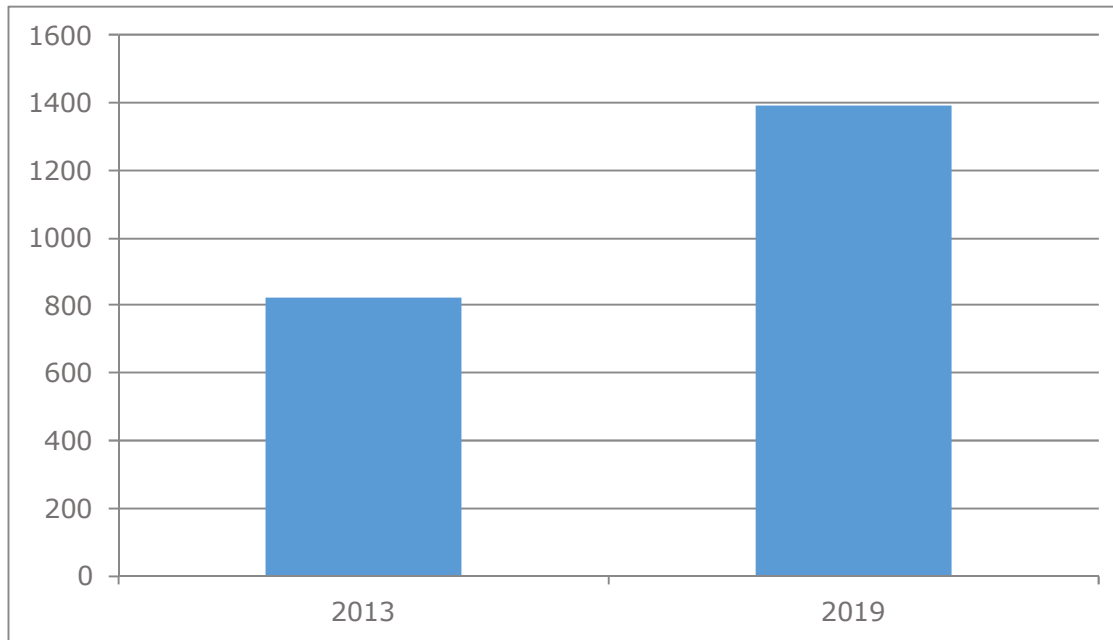
- Mayor mina de oro en Rusia y 3ª en el mundo.
- Puesta en funcionamiento en 1996.
- Producción 2019: 1.389 koz.
- \$314/oz TCC, \$543/oz AISC
- 24moz de reservas P&P (ley 2,9 g/T).
- Ley: 3,47 g/T.
- 17 años de vida.

Olimpiada vs otras minas ('000 oz año)



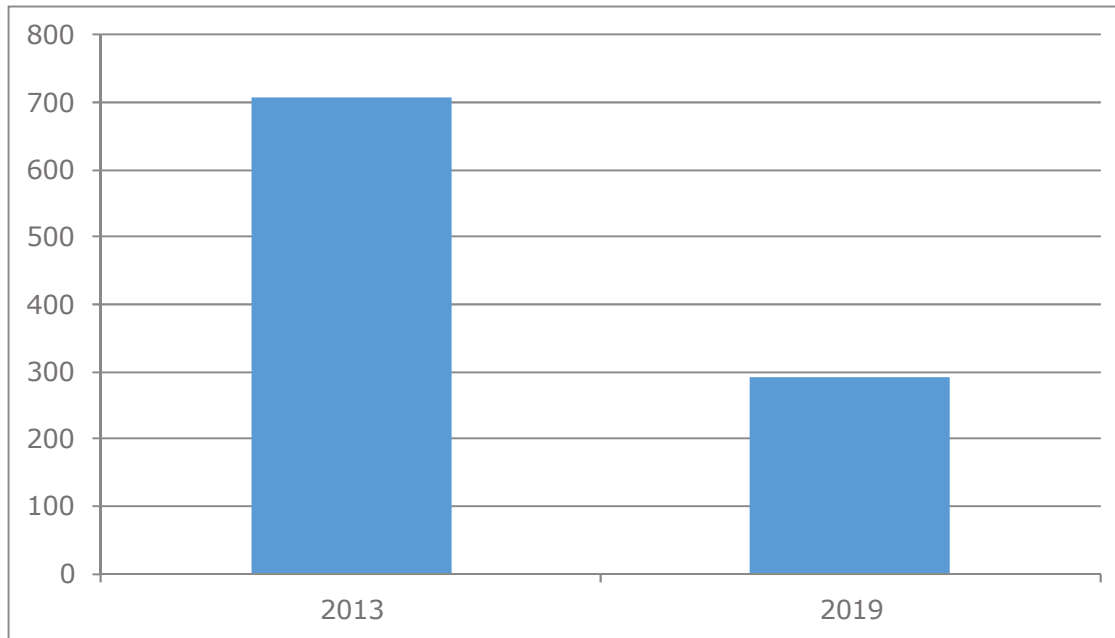
Fuente: Polyus, SM

Producción Olimpiada ('000 oz año)



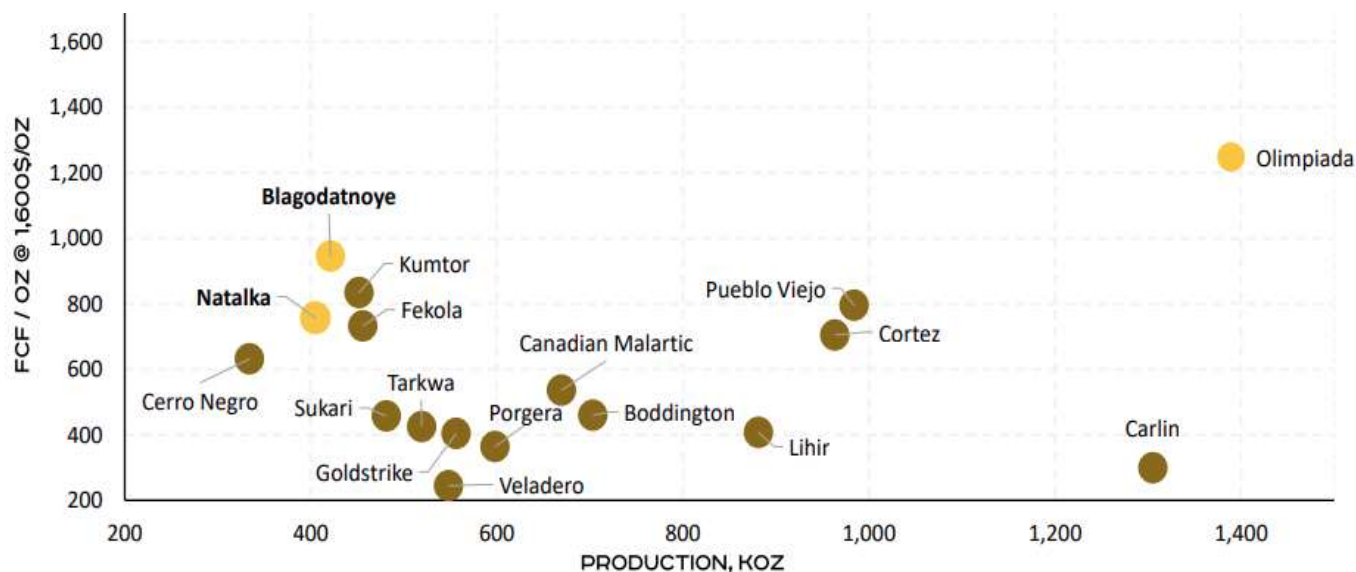
Fuente: Polyus, SM

TCC Olimpiada (\$/oz)



Fuente: Polyus, SM

FCL/oz y producción (\$/oz; '000 oz)



Fuente: Polyus *Asumiendo: \$1.600/oz

Blagodatnoye (15% producción, 15% Ebitda)

- Puesta en marcha en 2010 (25 km desde Olimpiada).
- Producción 2019: 420,8 koz.
- \$324/oz TCC, \$475/oz AISC.
- Ley: 1,18 g/T.
- 8,8moz de reservas P&P.
- 18 años de vida.

Nataalka (14% producción, 13% Ebitda)

- Uno de los mayores depósitos de Rusia y el 15º global.
- El 6º mayor en recursos minerales.
- Descubierta en 1942. Adquirido por Polyus en 2008 y operativo en 2018.
- Producción 2019: 405.000 oz (triple frente a 2018).
- \$361/oz TCC, \$534/oz AISC.
- Ley: 1,76 g/T.
- 14moz de reservas P&P.
- 29 años de vida.

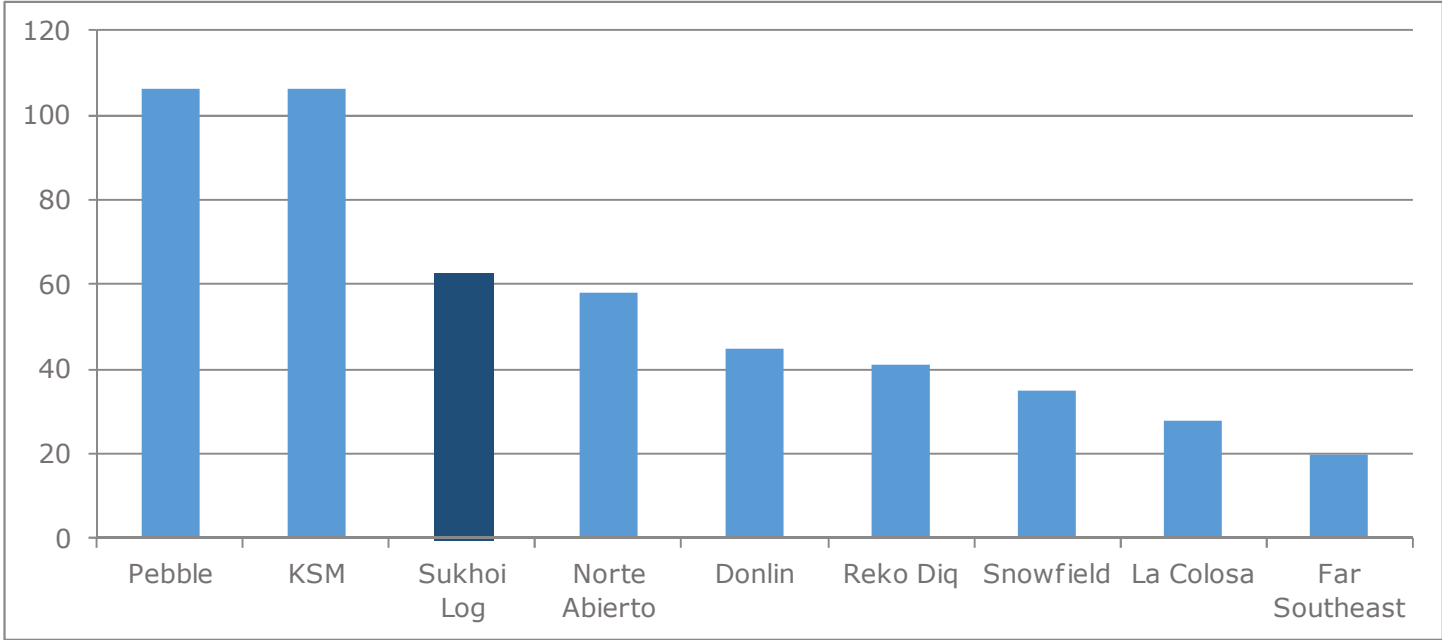
Sukhoi Log

- Mayor depósito en Rusia y 3º activo greenfield global.
- Localizado en Bodaybo, cerca de Verninskoye.
- Descubierta en la década de los 60. Exploración inicial entre 1961 y 1993.
- Polyus consigue licencia para exploración y minería en 2017.
- La decisión final de inversión se tomará en 2021.
- Actualmente controlan un 78%, con un acuerdo para controlar su totalidad en 2022.

Sukhoi Log

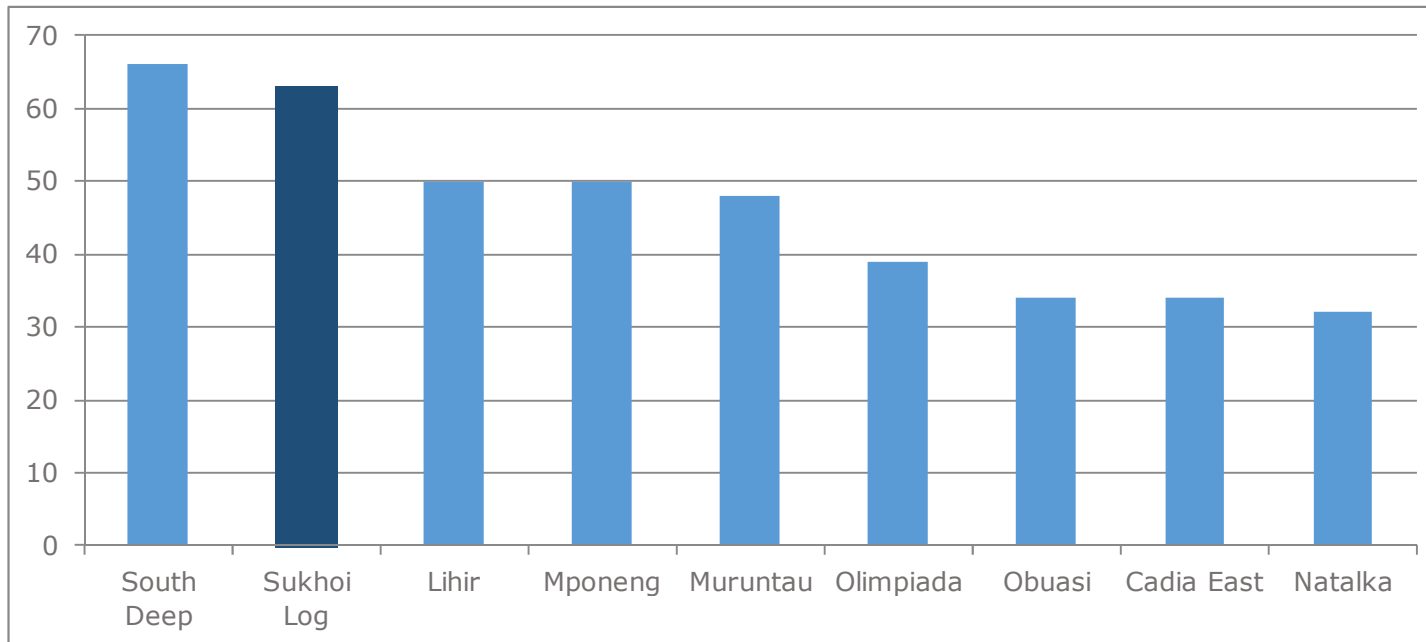
- A cielo abierto con 63moz en recursos minerales (28,3moz indicadas + 35moz inferidas).
- 40 años de vida (3º más duradero).
- Costes muy competitivos: TCC \$420-470/oz.
- 2,1 g/T.
- 1,6moz de producción anual esperada.
- Bajo nivel de inversión necesario: \$2.000-\$2.500 millones.
- El estudio de factibilidad finalizará en 2021 y empezará a producir en torno al 2026.

Greenfield: recursos (moz; 2019)



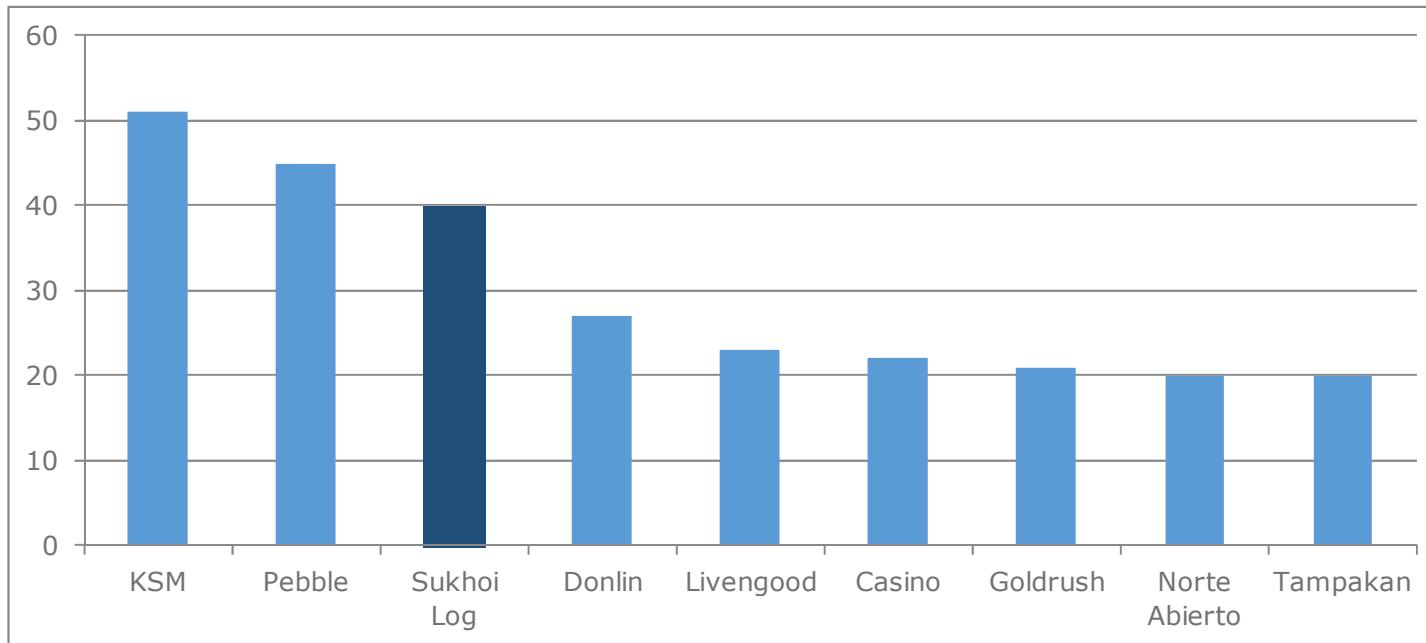
Fuente: Polyus, SM

Minas operativas: recursos (moz; 2019)



Fuente: Polyus, SM

Greenfield: vida de mina (años;2019)



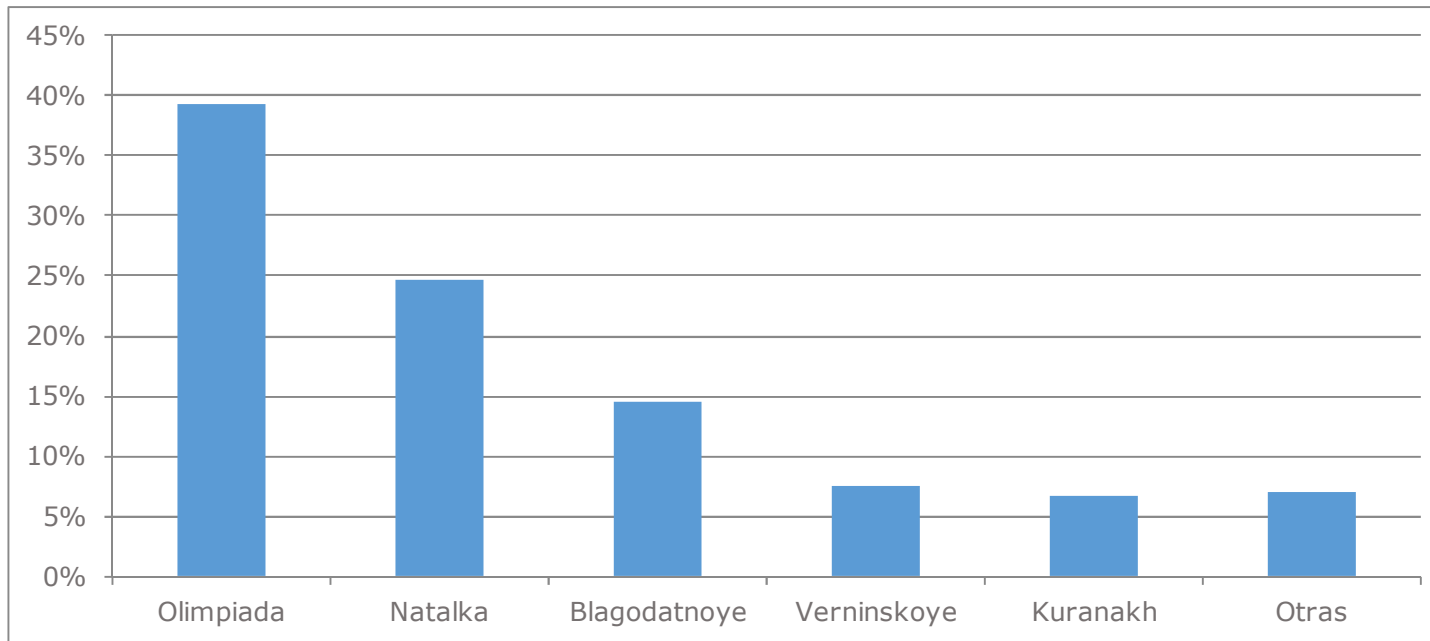
Fuente: Polyus, SM

Reservas y recursos minerales

Reservas

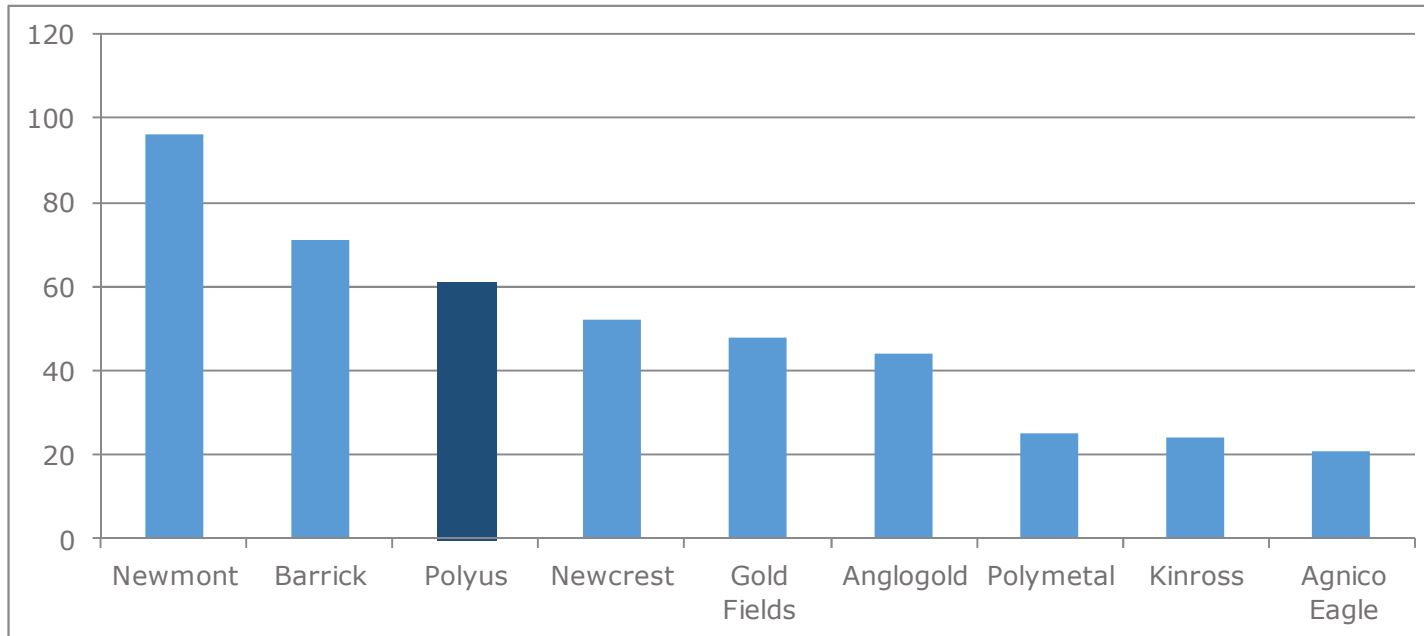
- 3ª mayores reservas de oro en el mundo.
- Reservas P&P: 61moz.
- Polyus representa el 70% de las reservas de oro rusas.
- Calculadas a \$1.250/onza.
- 21 años de vida (ex SL), mucho mayor que la media de las grandes del sector (12 años).
- Más del 90% de las reservas en minas actualmente operativas.
- Olimpiada, Blagodatnoye y Natalka: 78% de reservas totales.

Reservas por mina (2019)



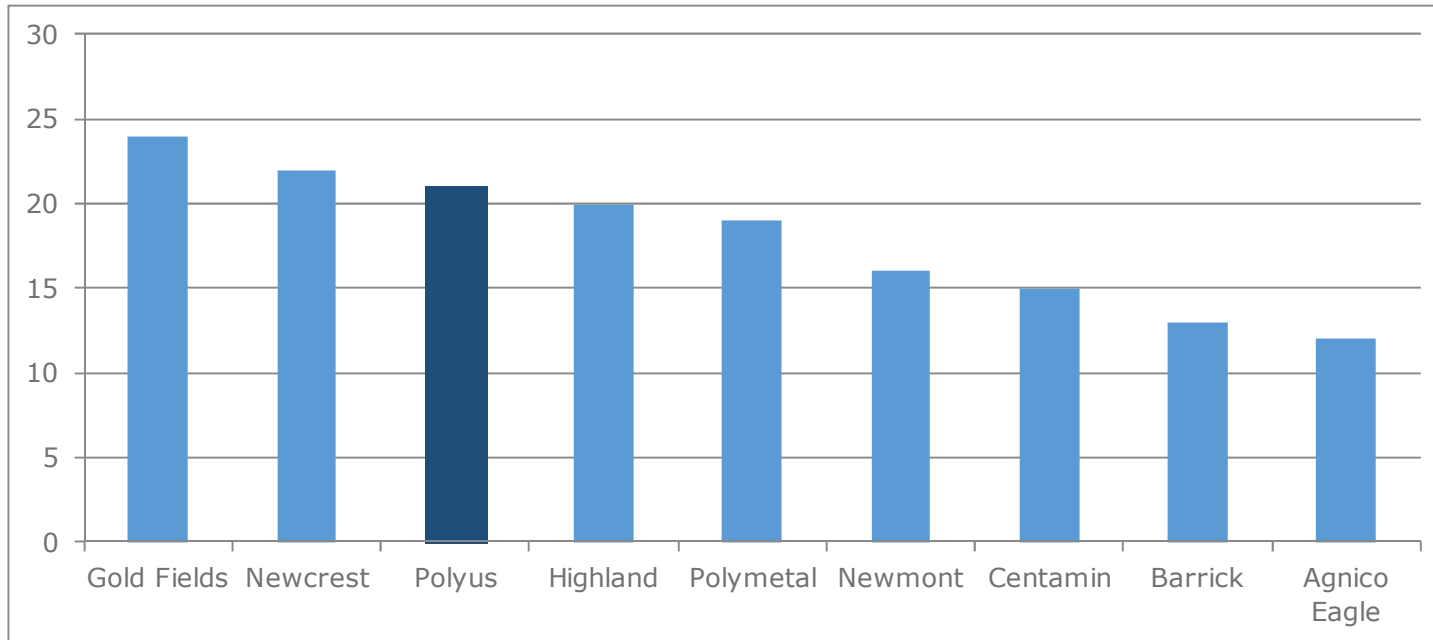
Fuente: Polyus, SM

Reservas competidores (2019)



Fuente: Polyus, SM

Vida de las reservas (2019)

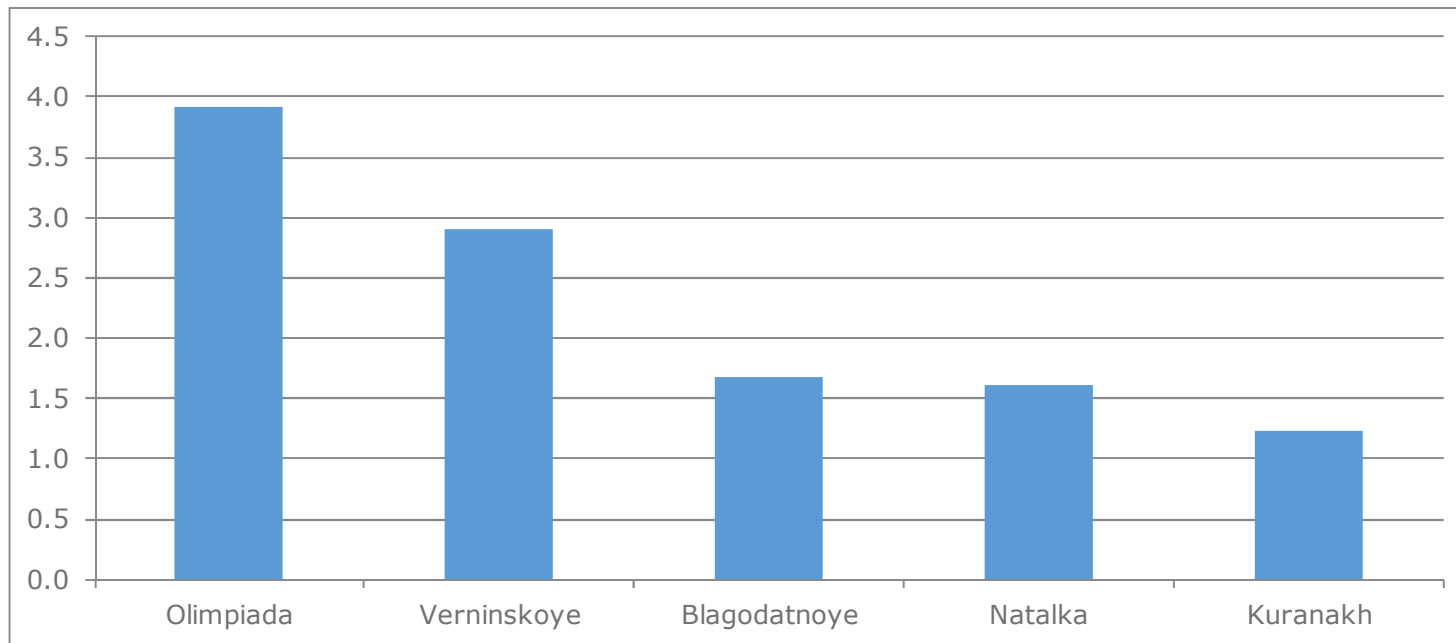


Fuente: Polyus, SM

Ley de las reservas

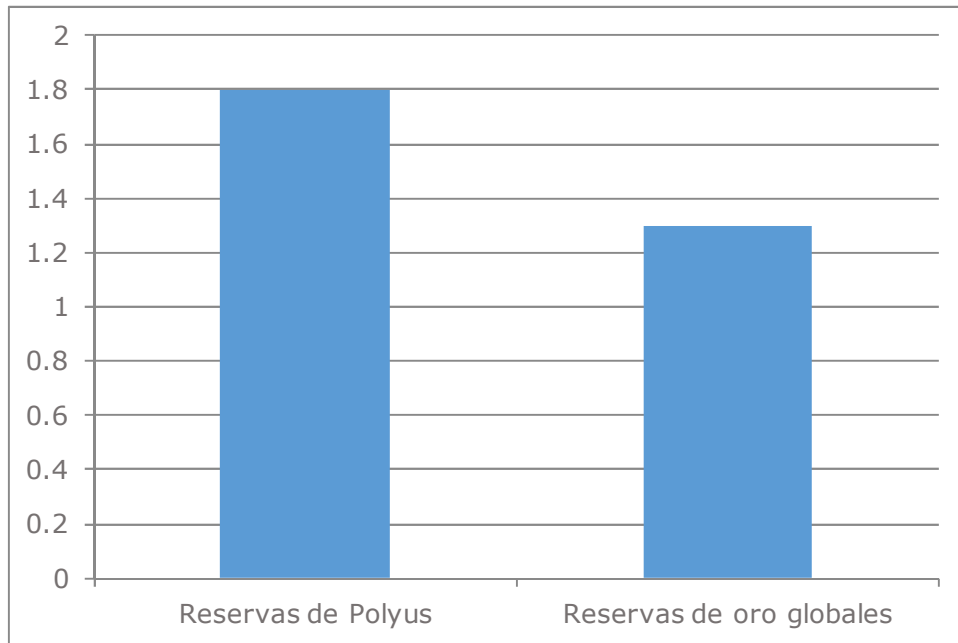
- Ley media de las reservas: 1,8 g/T.
- Ley mucho mayor que la media de 1,3 g/T del sector.
- 54moz (89%) esperan ser extraídas por un proceso convencional, a una ley de 2 g/T.
- El resto de reservas tienen menor ley.

Ley por mina (2019)



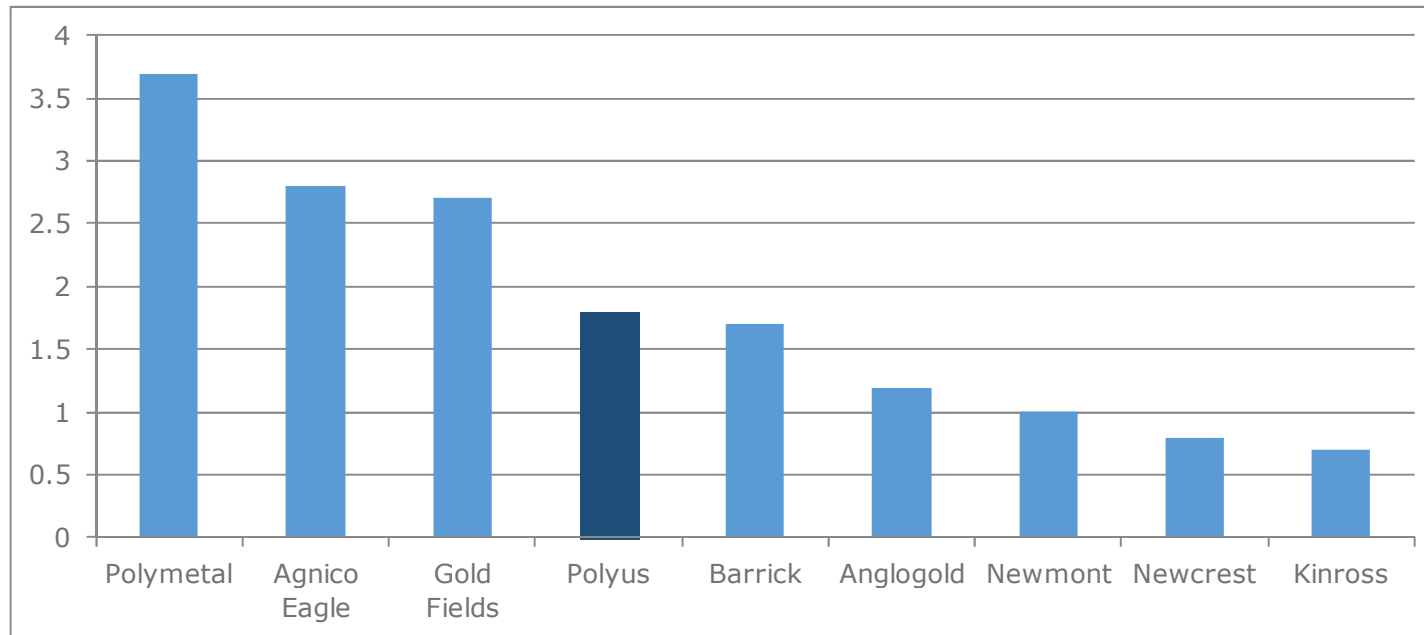
Fuente: Polyus, SM

Ley: Polyus vs. media (2019)



Fuente: Polyus, SM

Ley de los competidores (2019)

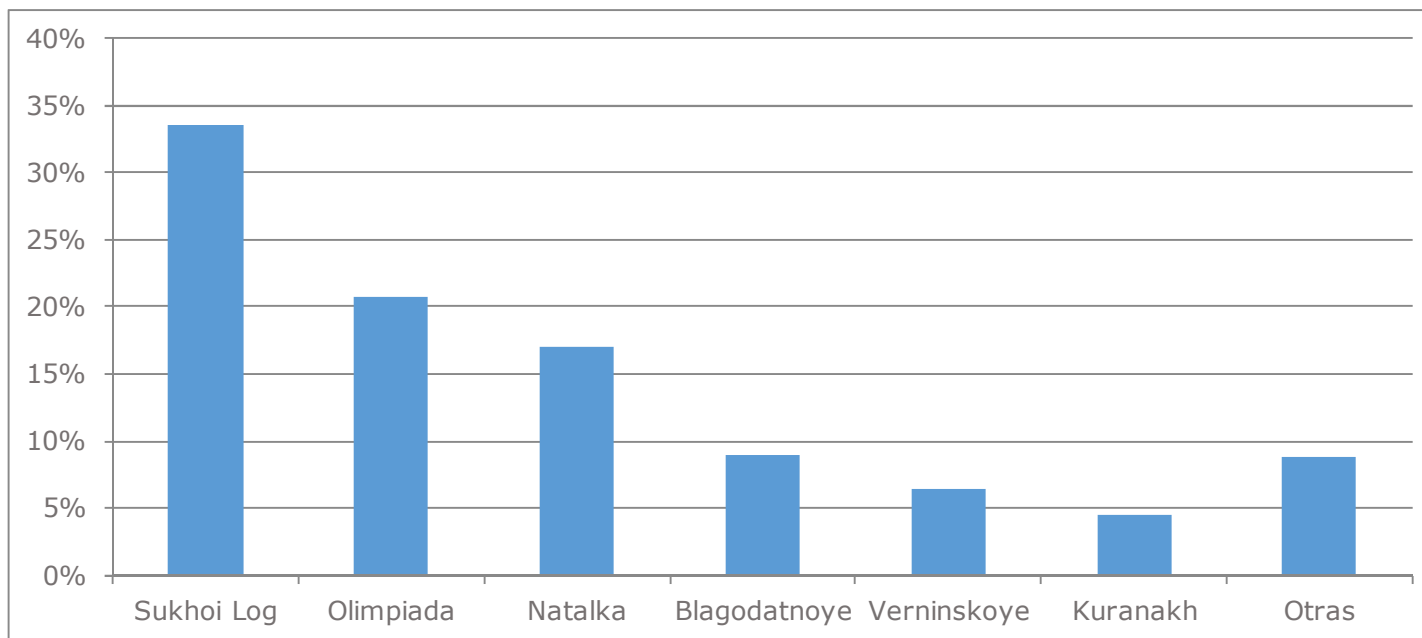


Fuente: Polyus, SM

Recursos minerales

- MI&I 2019: 188moz.
- 63moz provienen de Sukhoi Log.
- Calculadas a \$1.500 la onza.
- 60% de los recursos minerales se encuentran en minas ya operativas.
- Olimpiada, Natalka y Sukhoi Log: dentro de los 30 mayores activos globales con más recursos minerales.

Recursos minerales minas (2019)



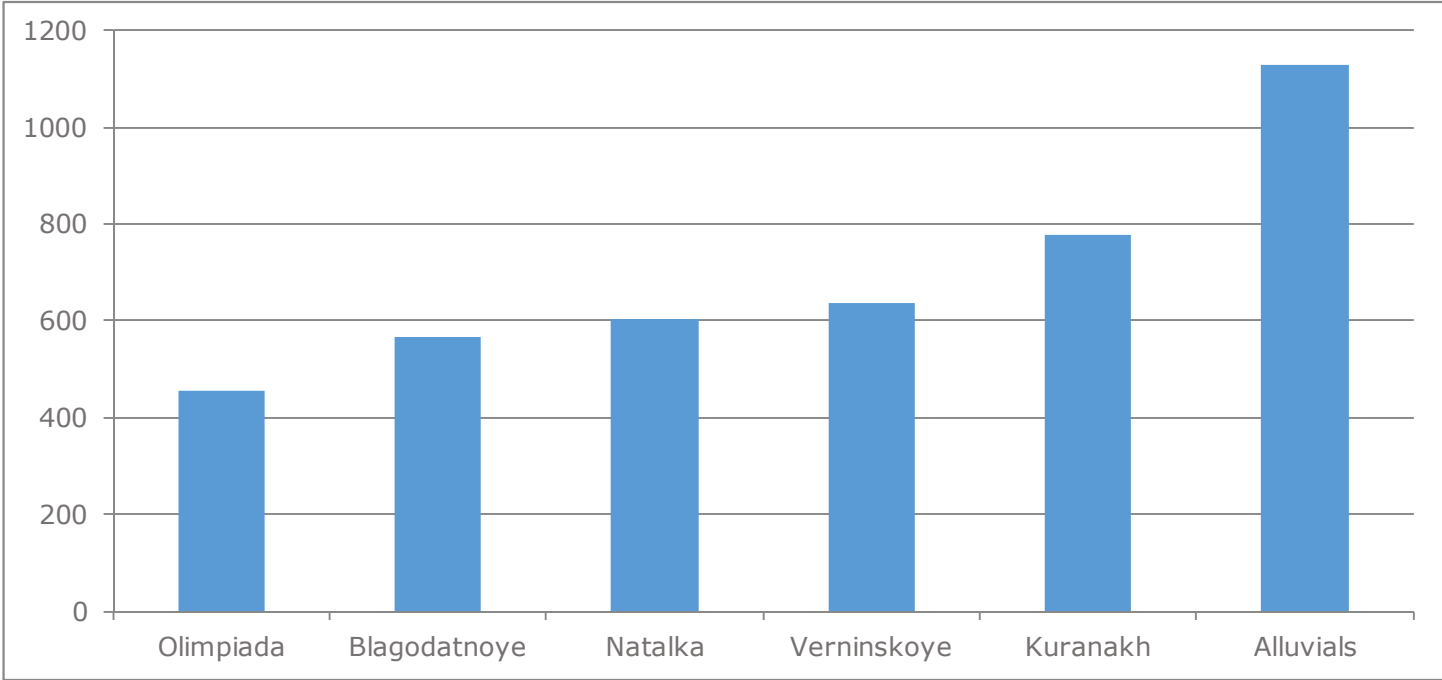
Fuente: Polyus, SM

Costes

Costes bajos

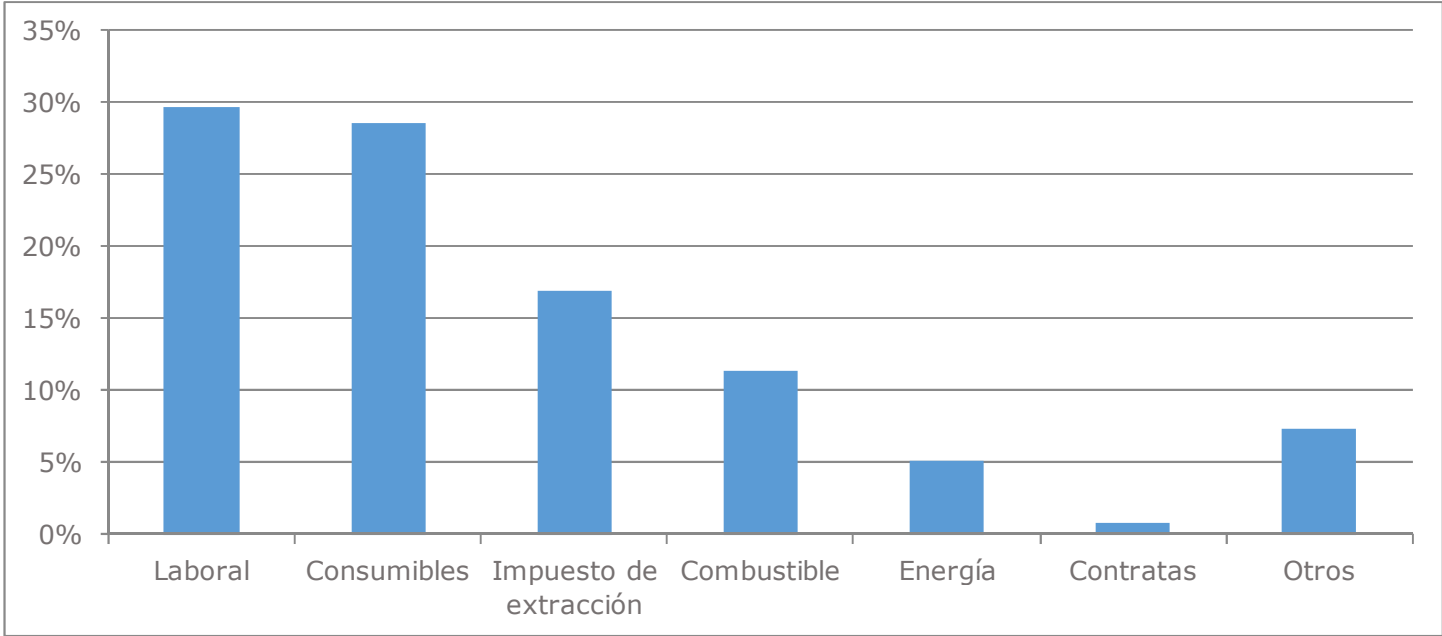
- Menores costes de las diez mineras de oro más grandes del mundo.
- TCC \$340/oz y AISC \$574/oz.
- El AISC medio de las mayores en 2019 fue \$951/oz.
- Entre los mejores márgenes de Ebitda de la industria (67%).
- Le protege contra fluctuaciones del precio del oro.
- Reducción de costes desde 2013.

Costes por mina (AISC; \$)



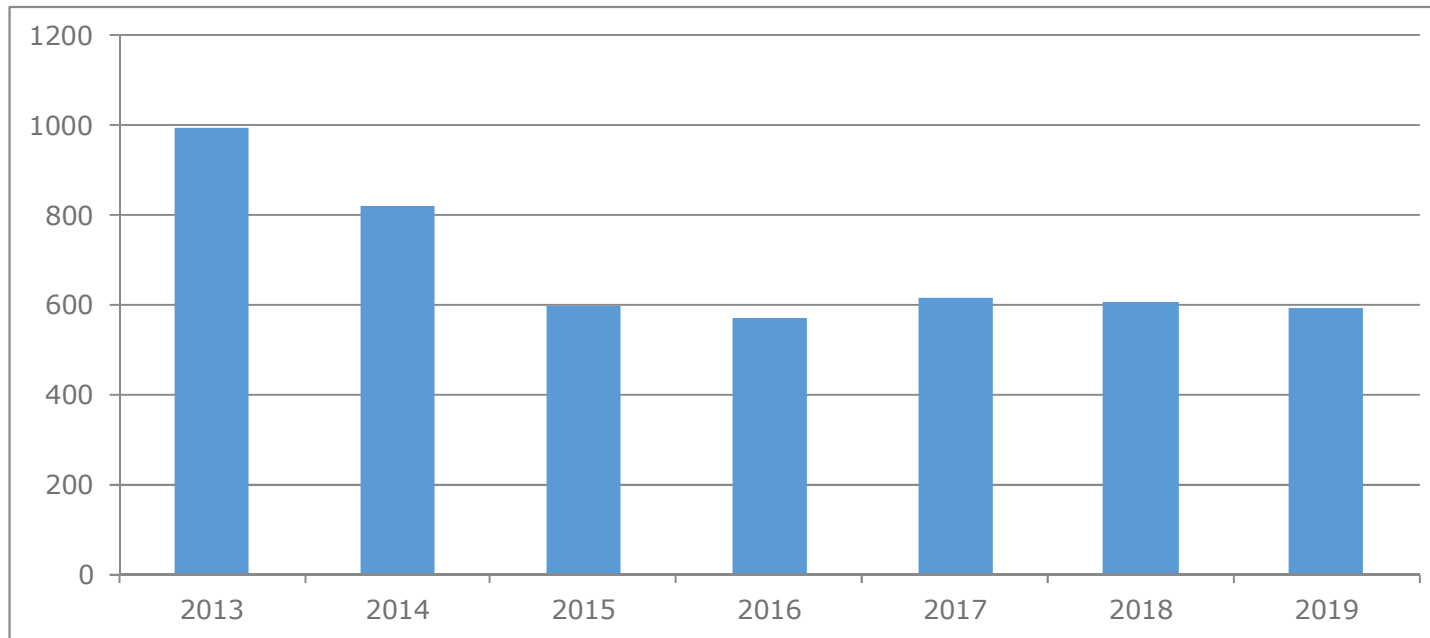
Fuente: Polyus, SM

Costes operativos (%)



Fuente: Polyus, SM

Reduciendo costes (AISC; \$/oz)



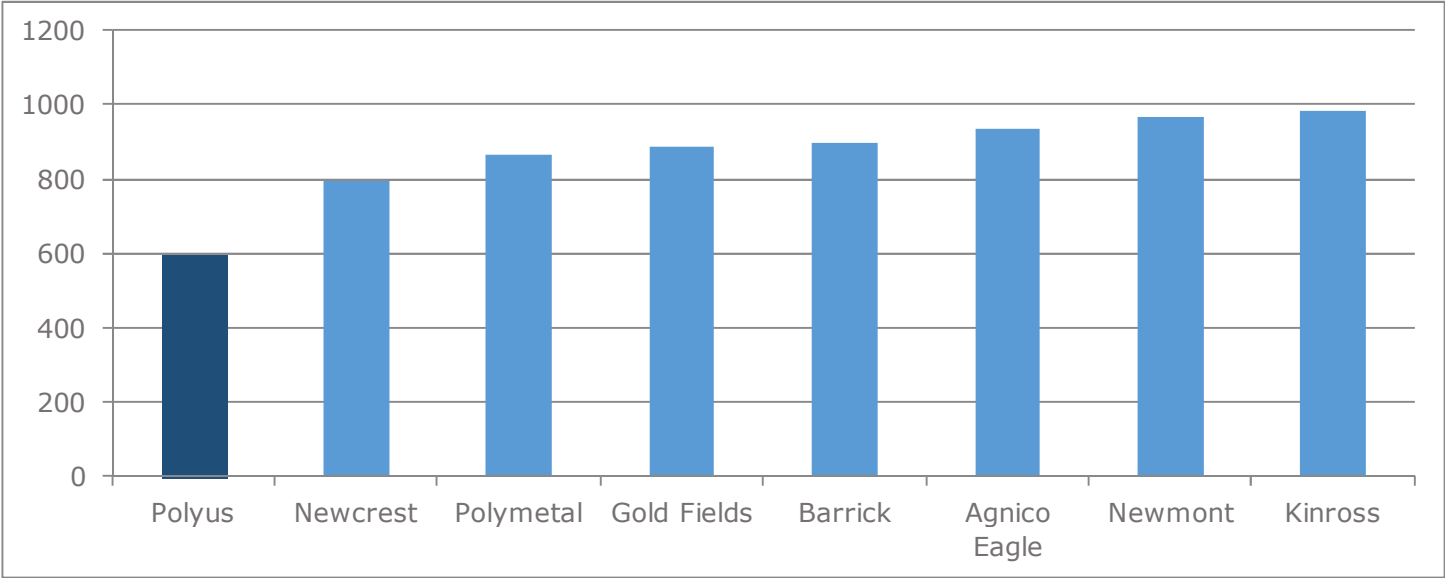
Fuente: Polyus, SM

¿Por qué costes bajos?

- Activos excepcionales (Tier 1).
- El gran tamaño de las minas genera economías de escala.
- Proximidad de sus activos.
- Operaciones a cielo abierto con ley elevada.
- Tecnología avanzada.
- Depreciación del rublo, aunque ha reducido sus costes más que sus competidores rusos.

Costes competidoras

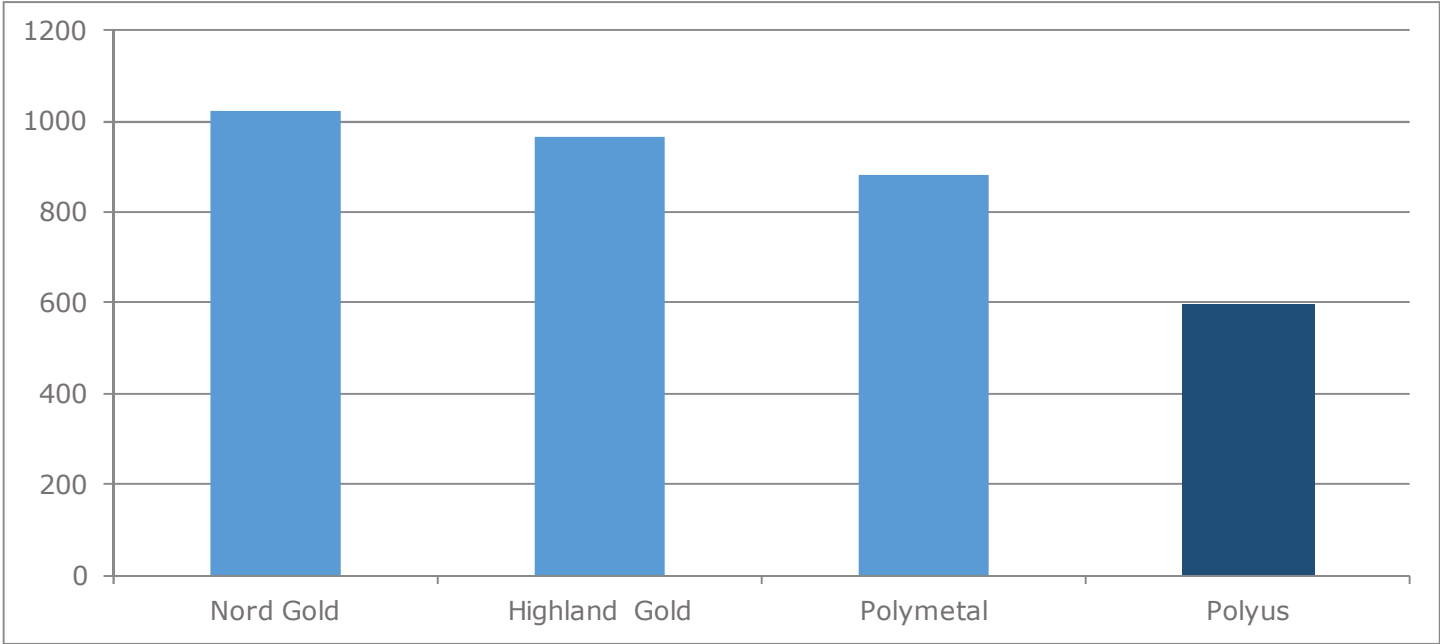
(AISC; \$/oz; 2019)



Fuente: Polyus, SM

Costes competidoras rusas

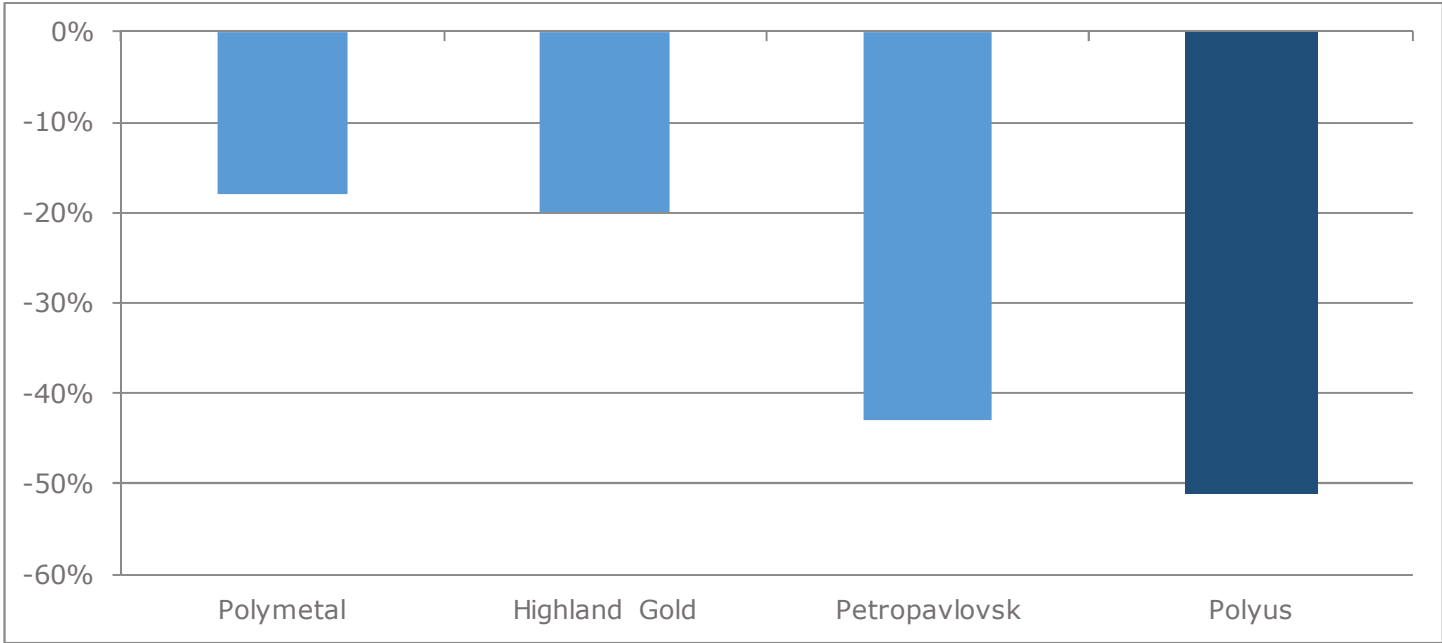
(AISC; \$/oz; 1S2020)



Fuente: Polyus, SM

Costes competidoras rusas

(Cambio 2013-2020)

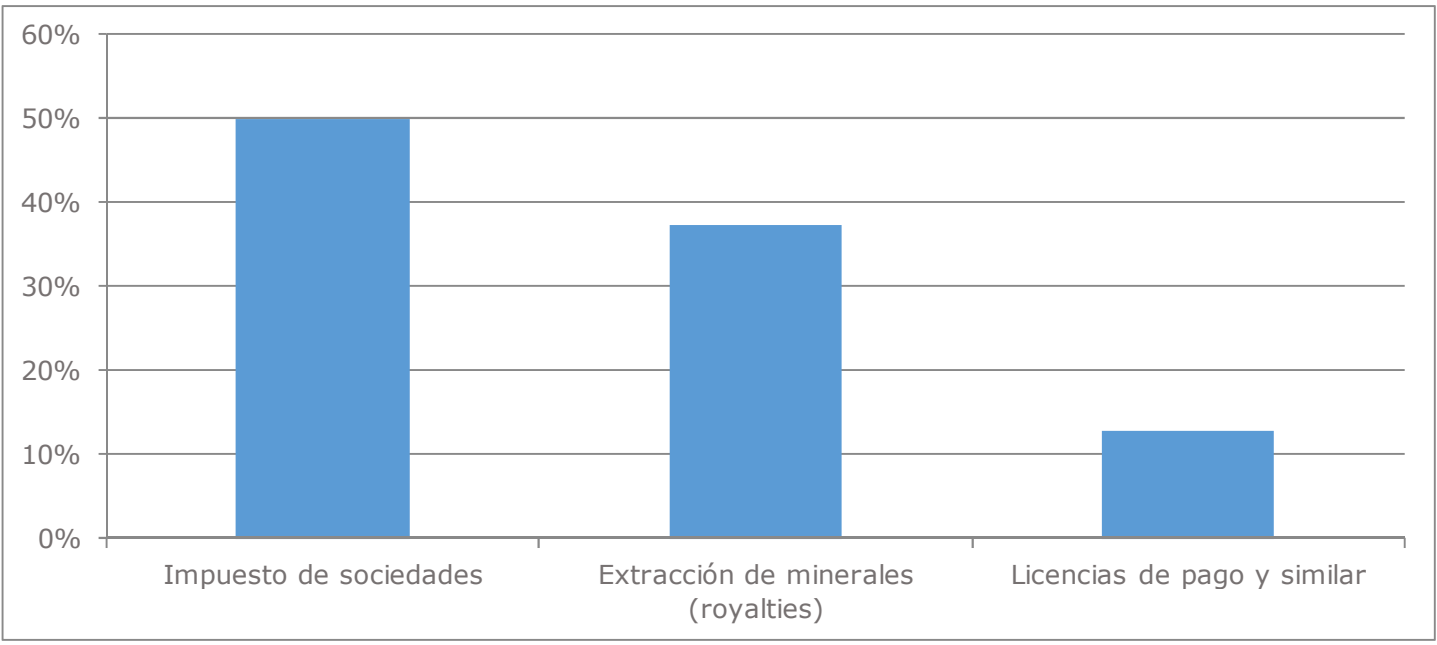


Fuente: Polyus, SM

Impuestos

- Esperan un tipo efectivo impositivo del 18%.
- Impuesto sobre la renta en Rusia es del 20% (17% regional + 3% federal).
- Menor carga impositiva por invertir en ciertas regiones.
- Aplicable en las regiones de Verninskoye y Magadán.
- Principales impuestos: el impuesto sobre la renta y el impuesto de extracción de minerales (MET).

Impuestos (% del total pagado en 2019)



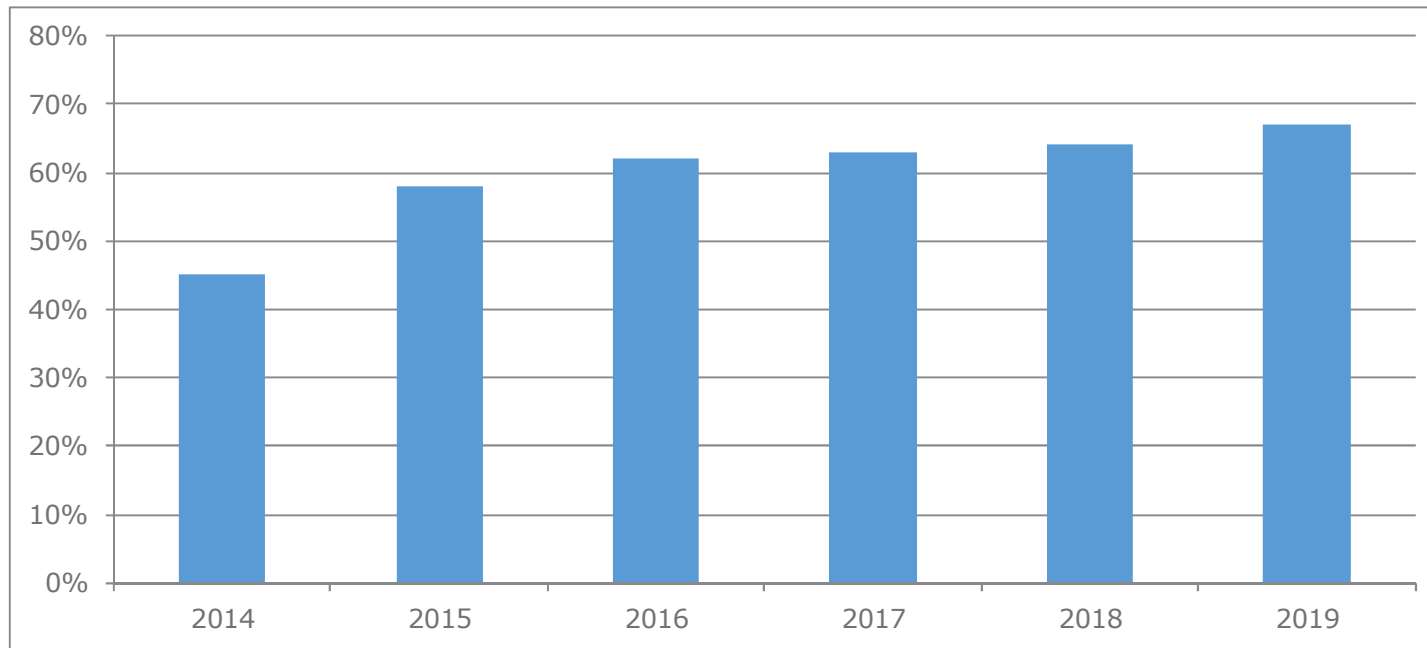
Fuente: Polyus, SM

Situación financiera

Situación financiera

- Récord de ventas y Ebitda en 2019.
- Sólida posición de liquidez (\$1.654Mln): 92% en USD.
- Flujo de caja libre positivo en todo el ciclo.
- Mayores márgenes del sector (67% margen de Ebitda en 2019 vs. 42% de media de la industria).
- Coberturas: 280k onzas de oro cubiertas en 2020 pero ninguna a partir de 2020.

Margen de Ebitda (%)

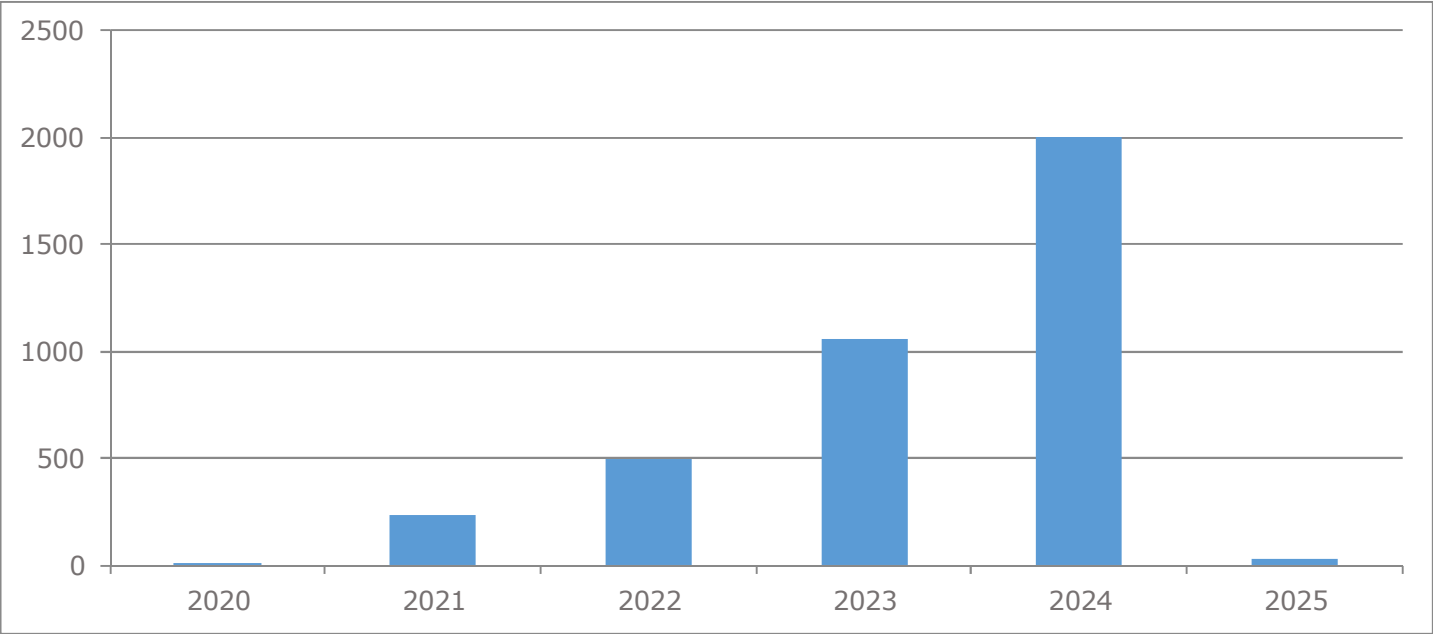


Fuente: Polyus, SM

Deuda

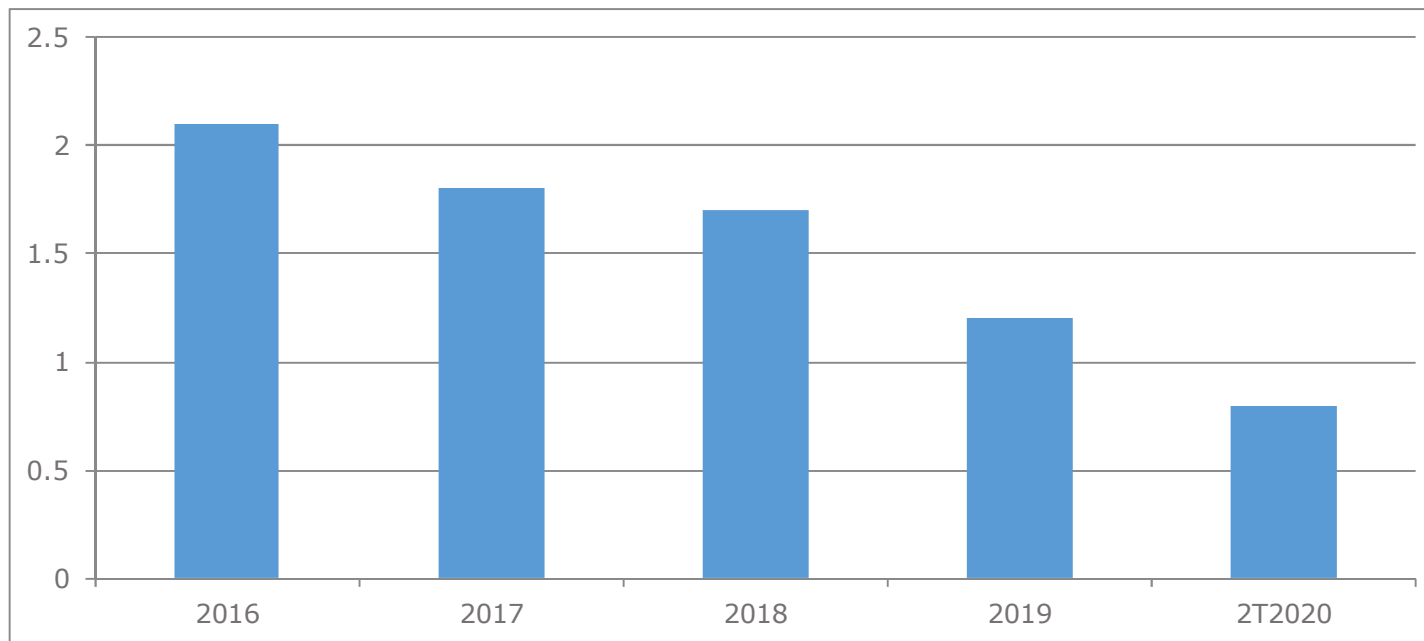
- Deuda neta/Ebitda 2T2020: 0,8x.
- Rating: BB (S&P y Fitch).
- 4,6% interés medio. Poco riesgo de tipos, ya que sólo el 3% de la deuda tiene interés variable.
- Deuda total \$5.086 Mln.
- Para 2022 esperan tener caja neta.
- 62% de la deuda en \$ y 38% en RUB.
- Mayor parte de la deuda denominada en \$.

Vencimientos deuda (Mln \$)



Fuente: Polyus, SM

Deuda neta / Ebitda (veces)

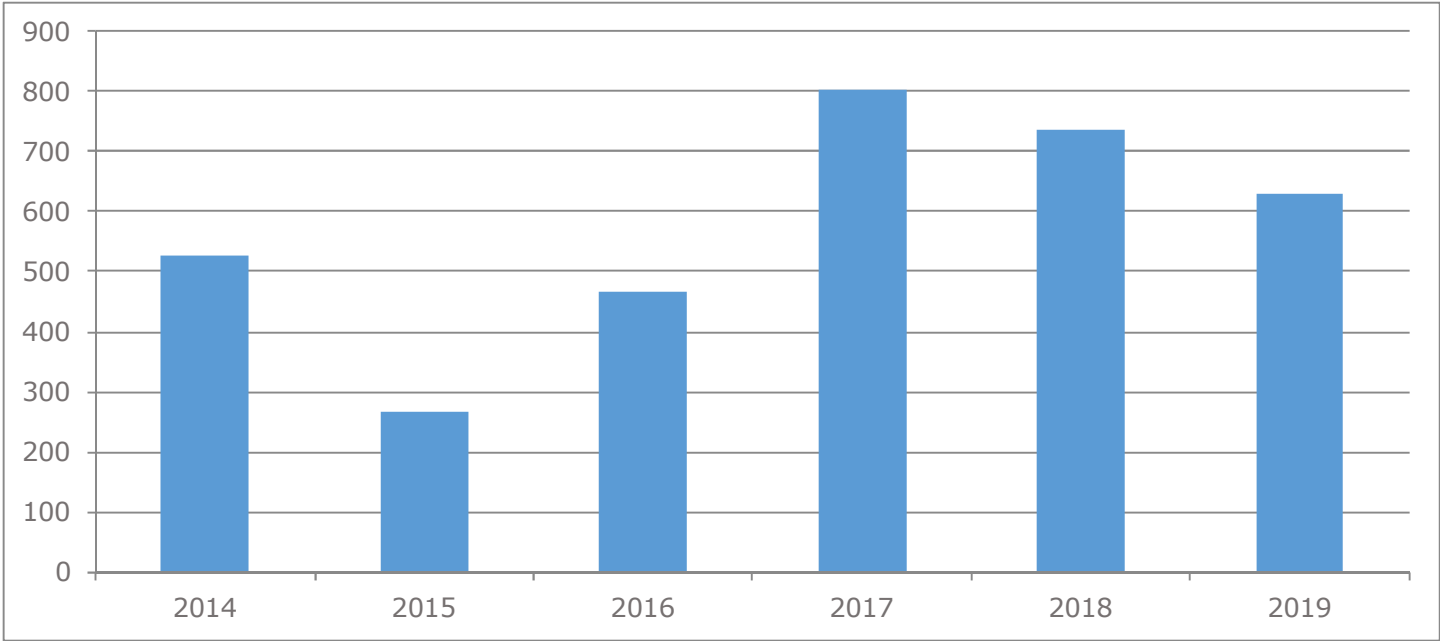


Fuente: Polyus, SM

Inversión

- 2019: \$630Mln (vs. \$736 en 2018). Esperan \$700-\$750 Mln para 2020.
- Gran parte dirigida a Nataalka y Olimpiada.
- Se centran en proyectos de bajo riesgo y retornos altos.
- Ratio inversión/ventas, en la parte baja de la industria.
- Criterio de inversión más estricto: proyectos de expansión con TIR superior al 20% a \$1.050 el oro.
- Inversión en exploración principalmente para Sukhoi Log.

Inversión (Mln \$)



Fuente: Polyus, SM

Objetivos 2020

		COVID-19
Producción	c2,8 Mln/oz	Riesgo moderado
Costes (TCC)	\$400-450/oz	Intacto
Inversión	\$700-750 Mln	Intacto
Sin coberturas de oro más allá de 2020		

Fuente: Polyus, SM *Asumiendo: \$1.200 oro, USD/RUB 60

Riesgos y oportunidades

Riesgos

- Caída del precio del oro.
- Fuerte apreciación del rublo.
- Sanciones adicionales en Rusia.
- Compra de la familia Kerimov.
- No aprobación o retraso del proyecto de Sukhoi Log.
- El precio de la acción ha casi doblado este año.

Oportunidades

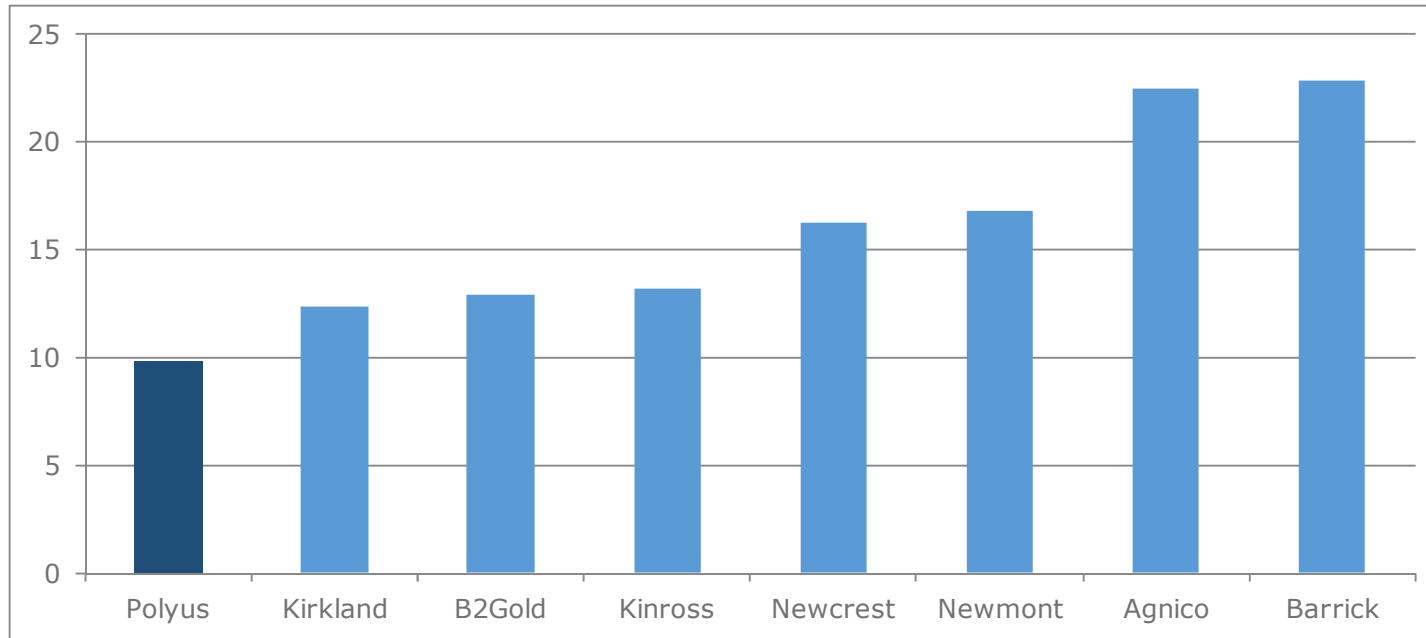
- Aumento del precio del oro.
- Depreciación continuada del rublo.
- Aprobación del proyecto Sukhoi Log.
- Nuevos descubrimientos en las minas ya operativas.
- Reducción de costes.
- Incremento de compras por parte de inversores rusos.
- Aumento del capital de libre circulación.
- Mayor peso en ETFs o índices internacionales.

Valoración

Valoración

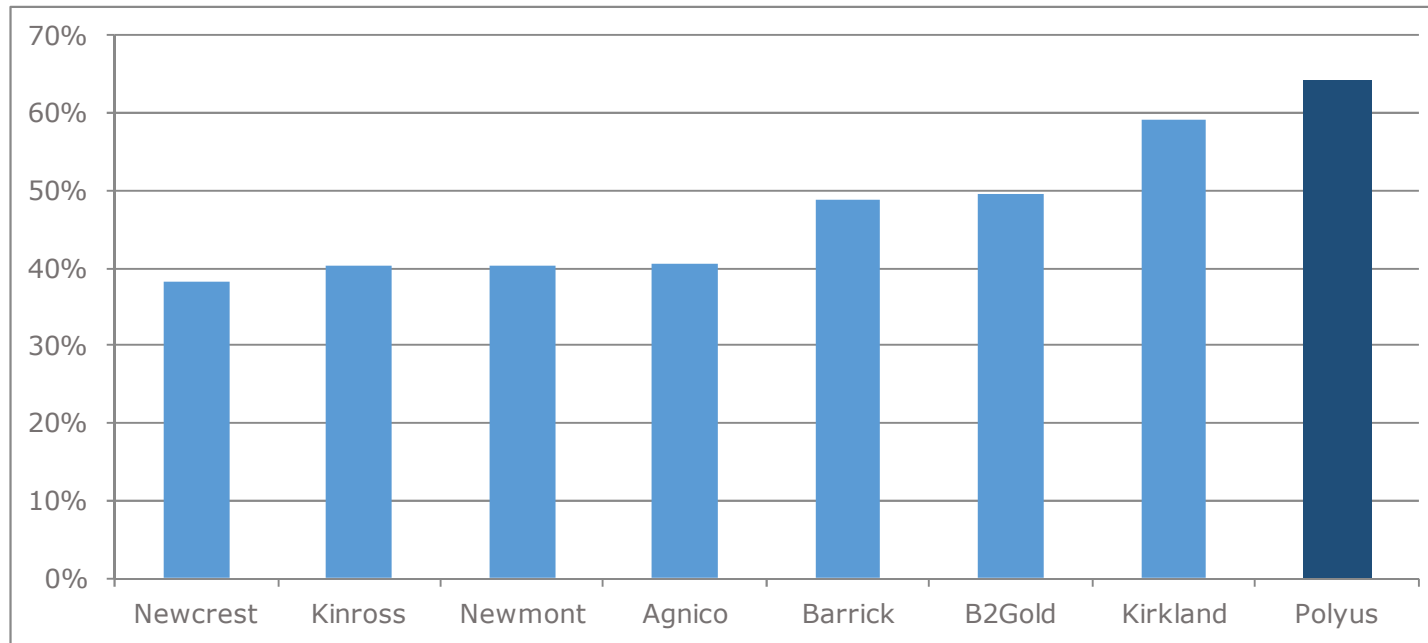
- 2021: PER 9,8x, EV/Ebitda 7,6x, FCF yield 7,9%.
- Mayor rentabilidad por dividendo media de los últimos 5 años en el sector (5,2%).
- Menor precio/beneficio esperado para 2021 entre las mayores.
- Esperan un margen operativo en niveles del 64% para los próximos años, el mayor del sector.
- El ROE de Polyus es el mayor de la industria.
- A EV/reservas y EV/recursos minerales, Polyus es la más barata de sus competidoras.

PER estimado 2021



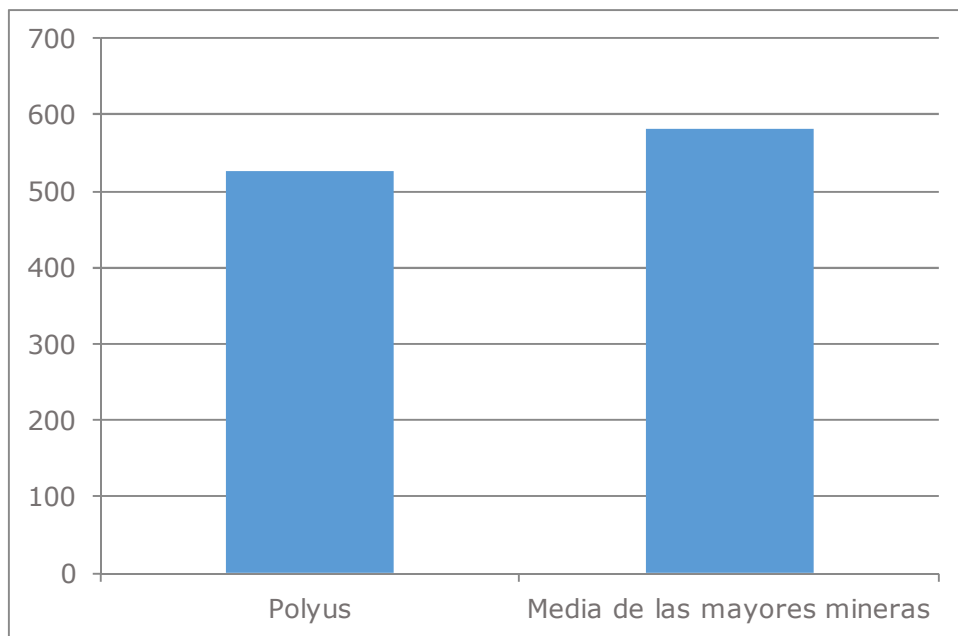
Fuente: S&P Global, SM

Margen operativo 2021



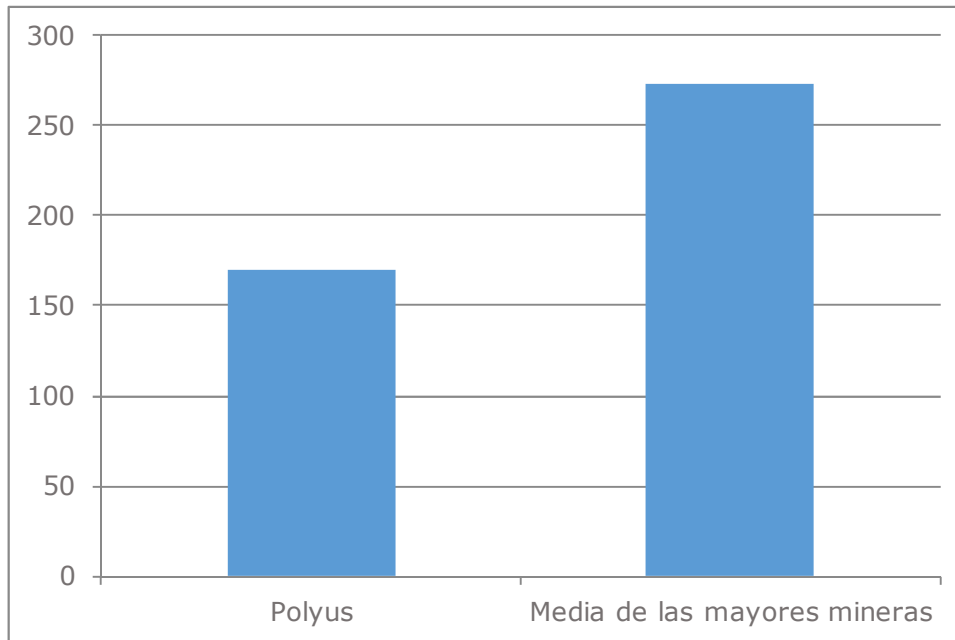
Fuente: S&P Global, SM

EV/reservas (\$/oz)



Fuente: Stifel, SM

EV/recursos minerales (\$/oz)

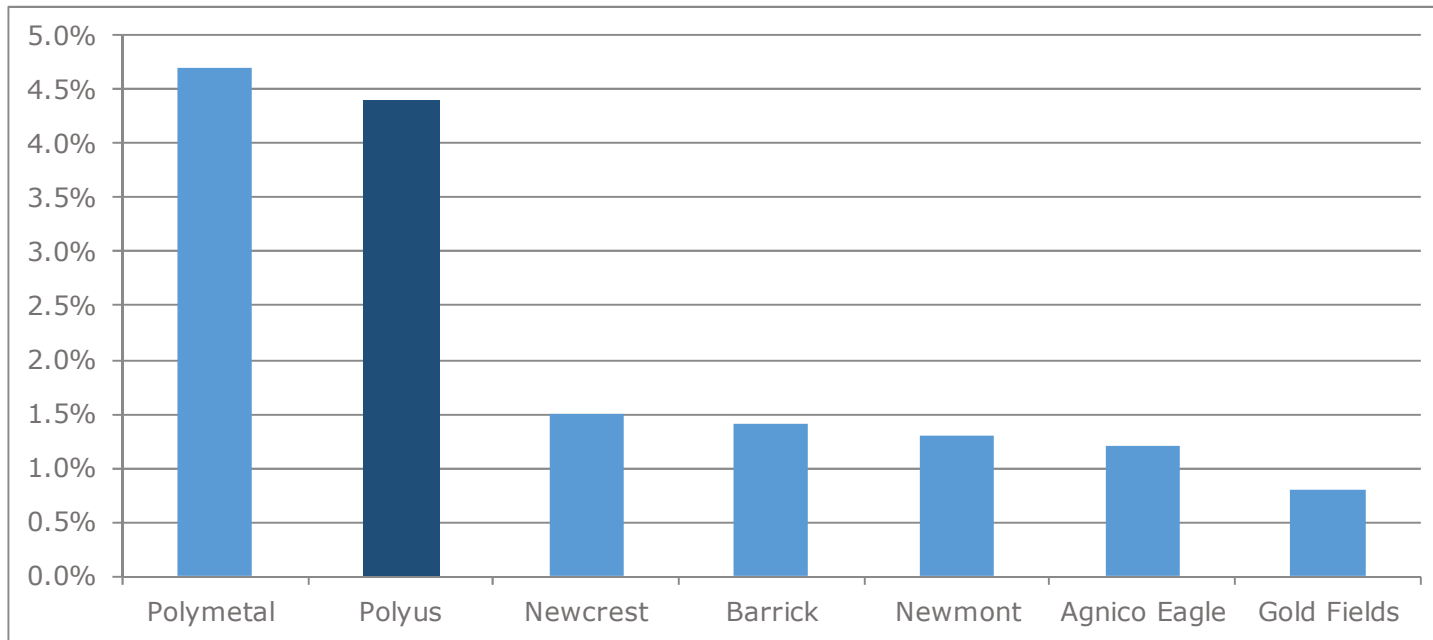


Fuente: Stifel, SM

Dividendo

- Líder de la industria en remuneración al accionista.
- Rentabilidad por dividendo actual del 3% (2019: 4,4%).
- Payout del 30% del Ebitda.
- Condición necesaria: deuda neta/Ebitda <2,5x.
- Si no se cumple, el consejo tendrá discrecionalidad.

Rentabilidad por dividendo (2019)



Fuente: Polyus, SM

II. Jurisdicción: Rusia

Minería en Rusia

- Rusia es el 3º mayor productor de oro (9%) y el 2º país con más reservas.
- El 83% de todo el oro de Europa proviene de Rusia.
- La minería es uno de los sectores claves del país.
- \$75 billones en recursos y minerales aún por desarrollar en el país (Mining World).
- Varias minas rusas de oro figuran entre las de menor coste del mundo.
- Fiscalidad interesante si se implementan programas de inversión regional.

Atractivo en minería (2018/19)

Figure 3: Investment Attractiveness Index



Fuente: Instituto Fraser

Rublo

- La mayor parte de los costes de Polyus son en rublos.
- El oro se vende en dólares.
- Una apreciación fuerte del rublo sería negativo, pero Rusia tiene un fondo soberano que reduce las fluctuaciones de la moneda.
- El oro en rublos está prácticamente en máximos históricos.

Oro en rublos (rub/oz)



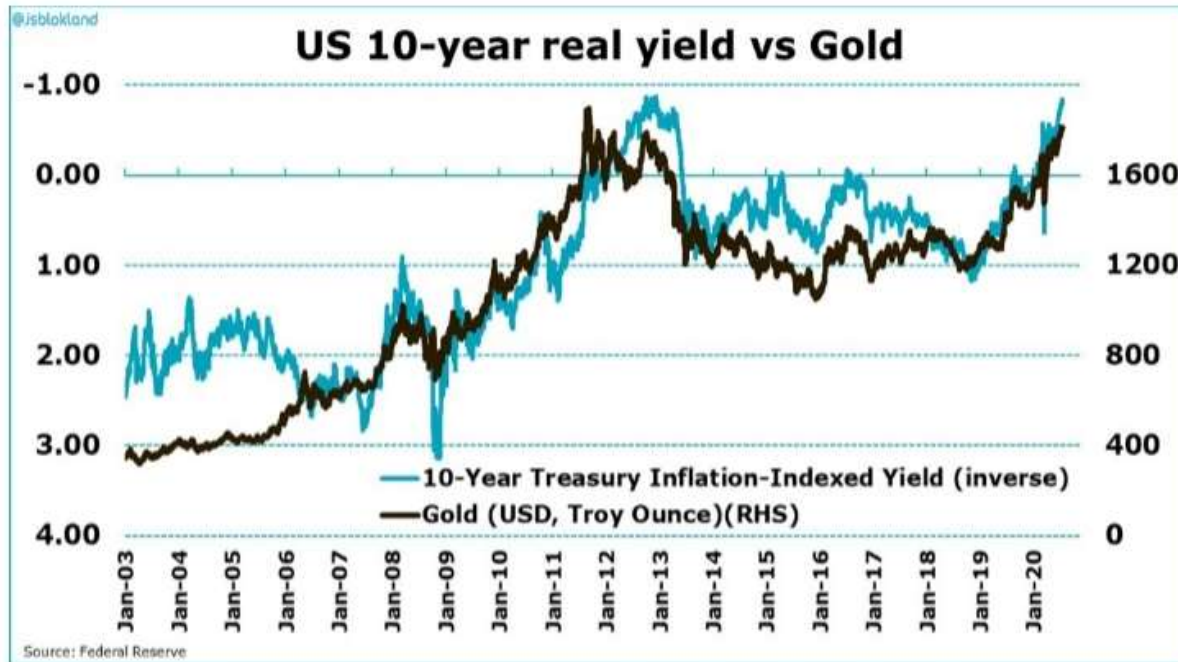
Fuente: goldprice.org

III. Oro y mineras de oro

Oro

- El oro, +20% en el año, se ha comportado mejor que el mercado.
- Activo excelente en momentos de incertidumbre.
- Al principio de las crisis cae por la necesidad de liquidez.
- El oro suele subir cuando se acelera la inflación y mantiene su valor en períodos deflacionarios.
- Fuerte correlación con los tipos reales, cuanto más bajos mejor.

Tipos reales EEUU vs oro



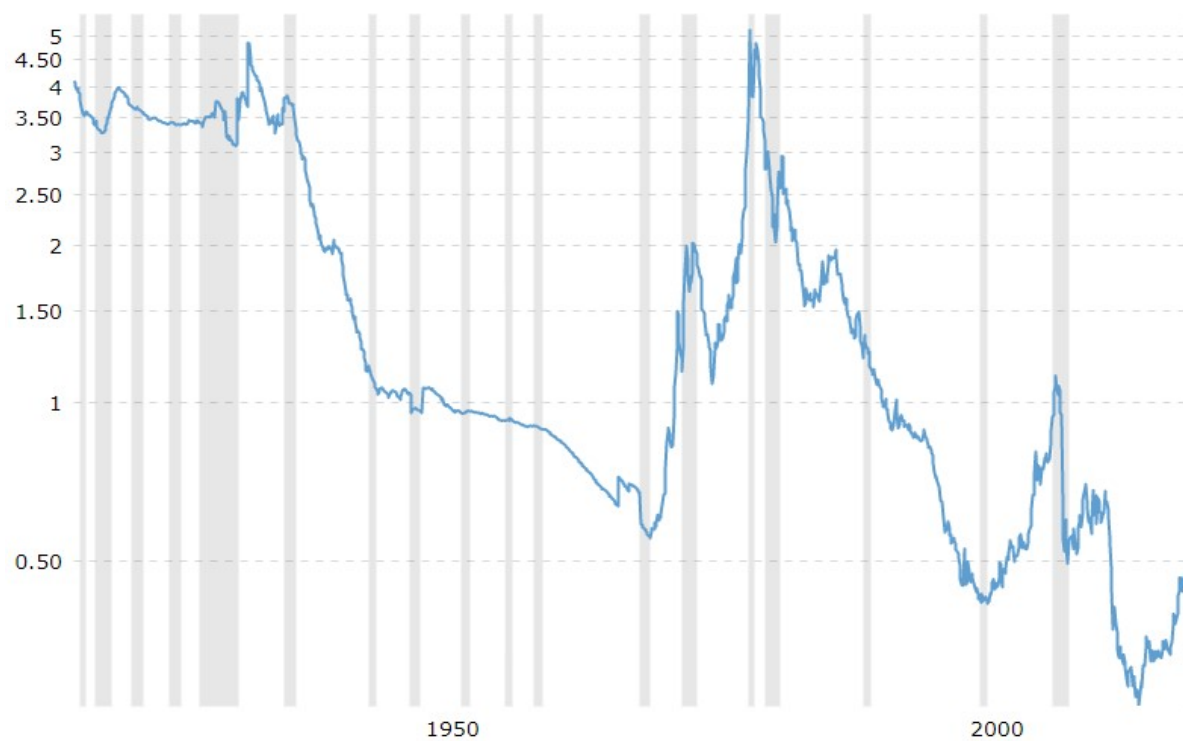
Fuente: FED, Blokland

Balance de la FED vs oro



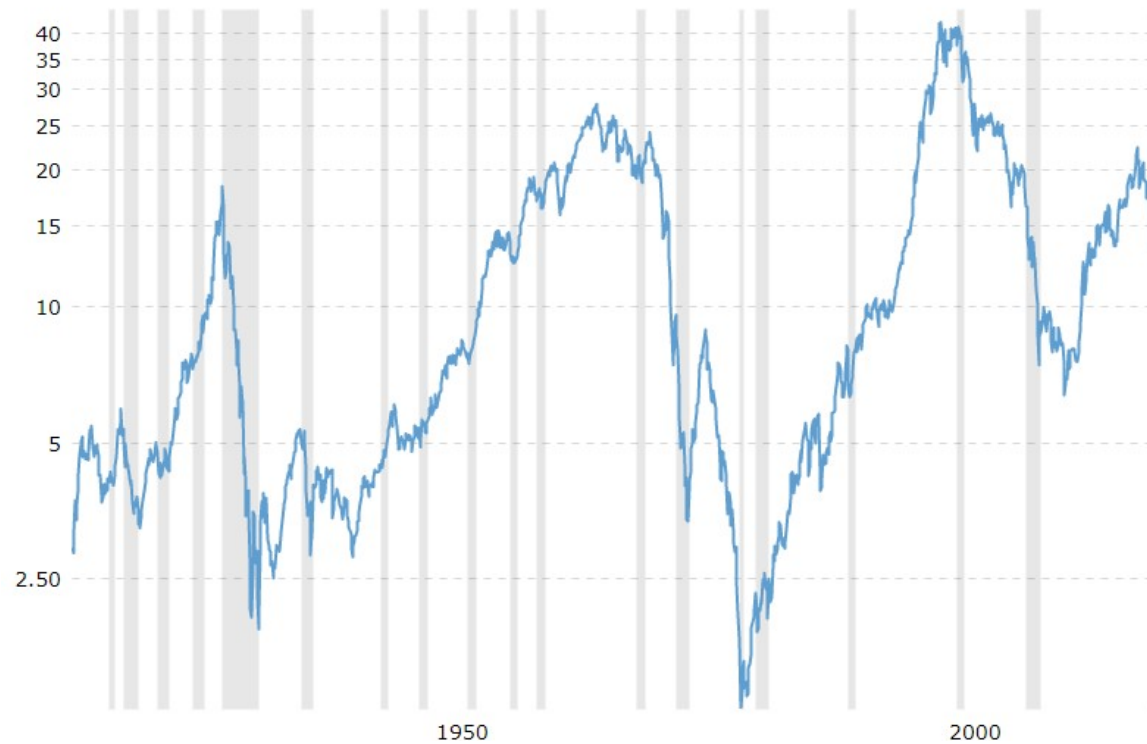
Fuente: Macrotrends

Base monetaria vs oro



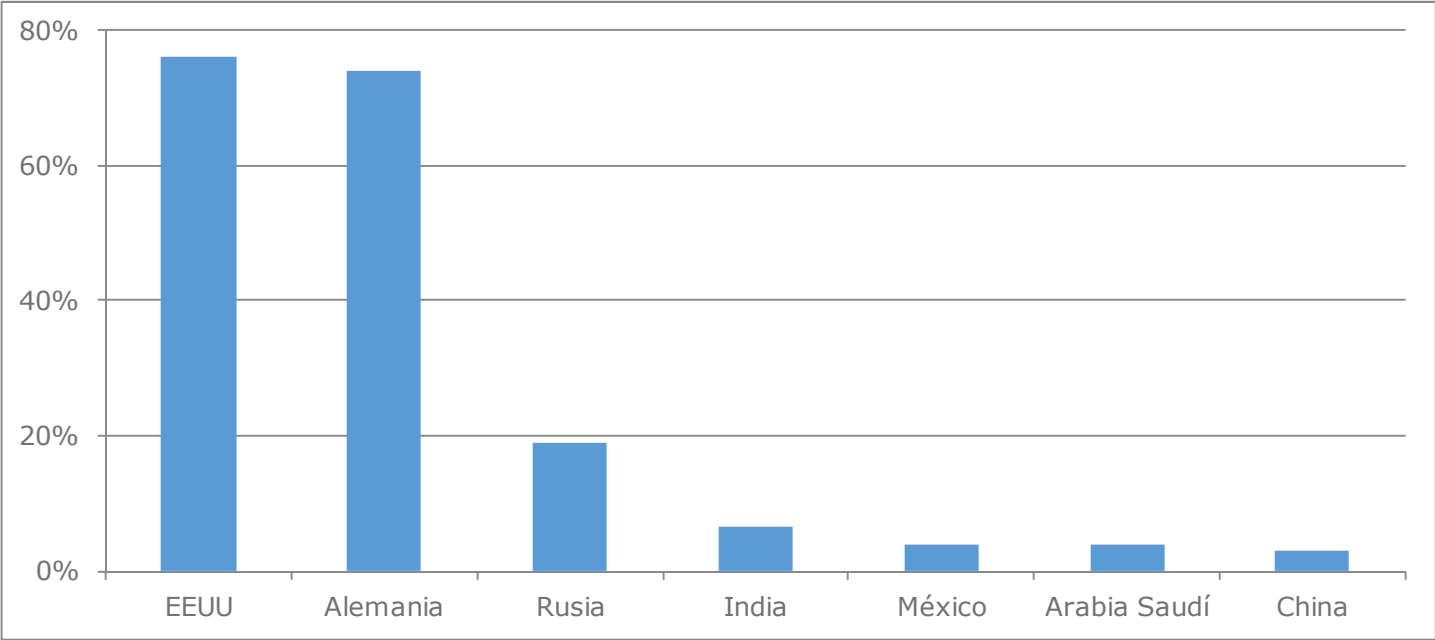
Fuente: Macrotrends

Ratio oro/Dow Jones



Fuente: Macrotrends

Oro como % de las reservas



Fuente: World Gold Council, SM

Compras bancos centrales

(Tn oro)

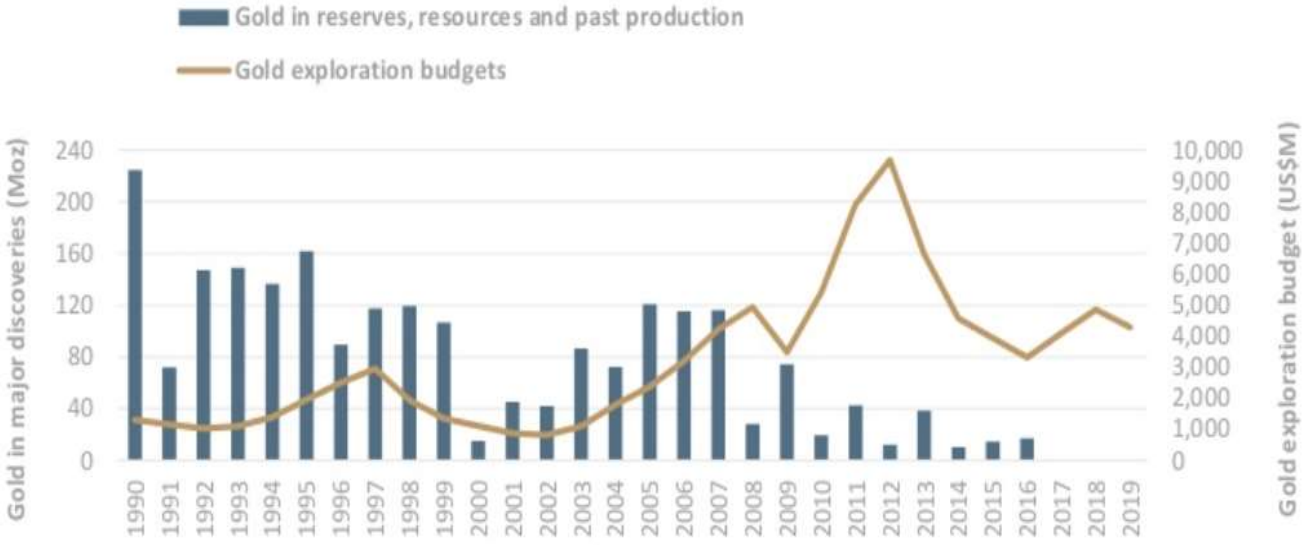


Fuente: World Gold Council, SM

Mineras de oro

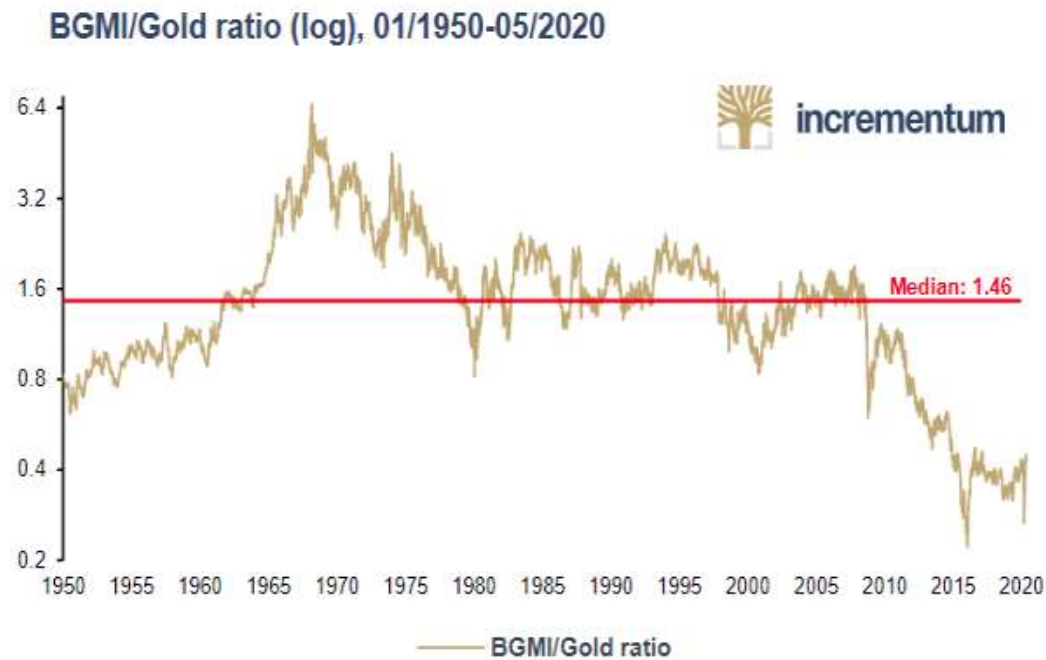
- Mercado bajista desde 2011 hasta finales de 2015.
- Oro en reservas, recursos y producción, al menor nivel desde 2009.
- Inversión destinada a exploración de oro ha bajado desde 2009.
- 2019: 1º declive anual de oferta de minería desde 2008.
- Las reservas globales de oro han descendido +10% desde 2016.
- Buenas perspectivas: incremento del precio del oro y menores costes (energía y divisa).

Inversión exploración oro (moz;\$m)



Fuente: S&P Global

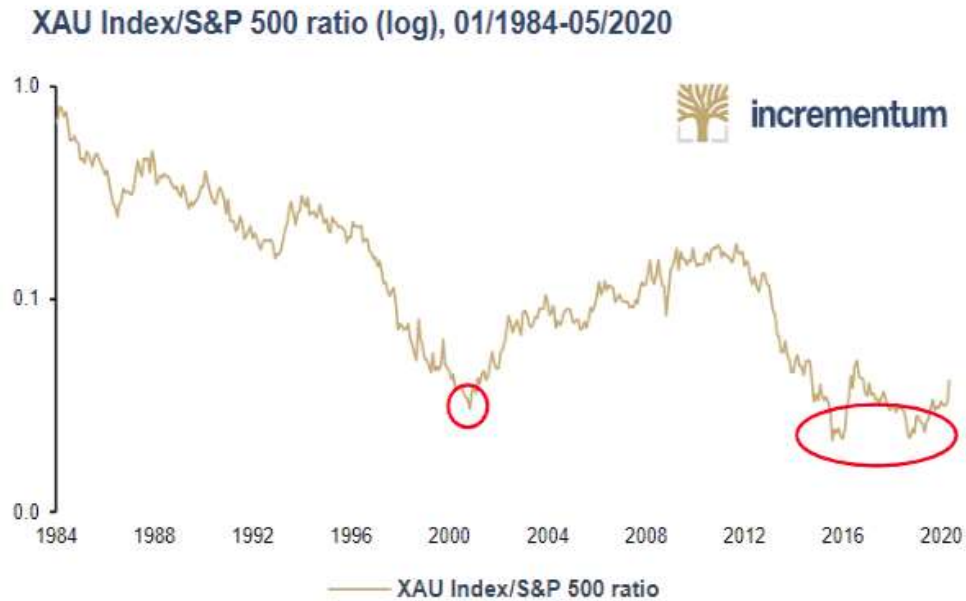
Mineras de oro vs. oro



Source: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

Fuente: Incrementum

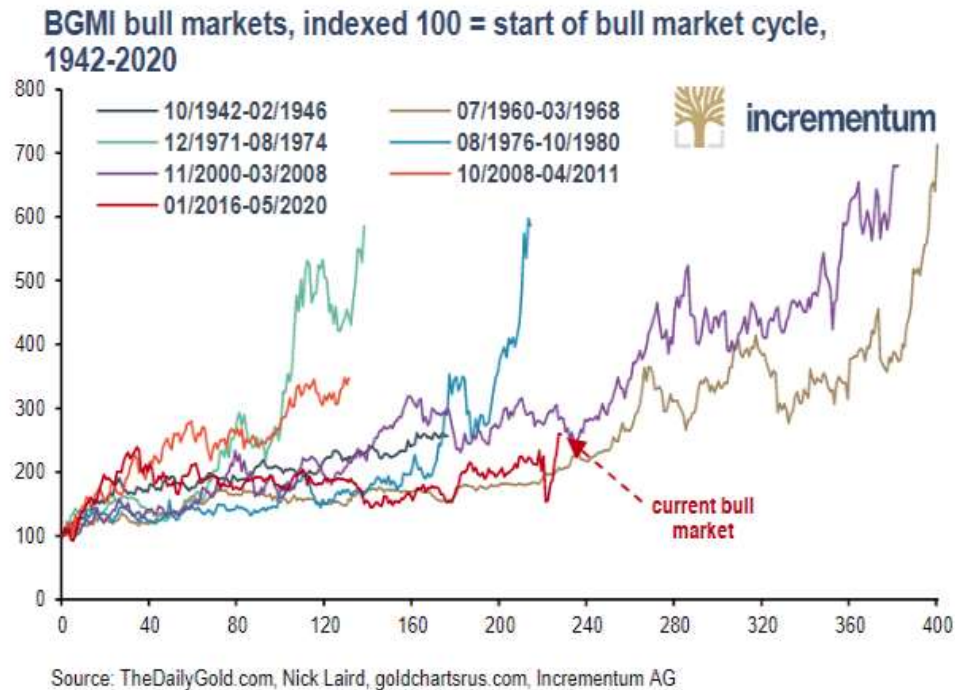
Mineras de oro vs. S&P 500



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

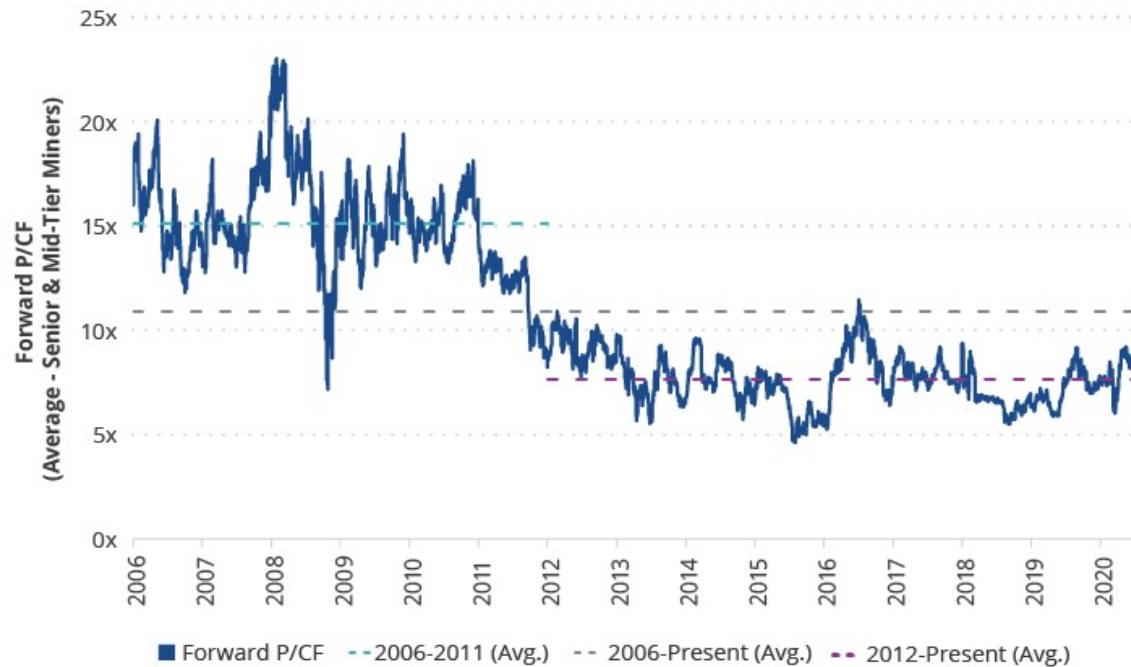
Fuente: Incrementum

Mercados alcistas mineras



Fuente: Incrementum

Mineras de oro: precio/FC



Fuente: RBC Capital Markets *26 Agosto 2020

Conclusión

- Minera de oro líder en Rusia y 4ª global.
- Mayores reservas en Rusia y 3ª global.
- Productor más eficiente de las mayores mineras (\$574 AISC). Reduciendo costes progresivamente.
- Crecimiento anualizado de la producción de oro desde 2013: 9,5%.
- Ley (1,8g/T) más alta que la media del sector (1,3g/T).
- FCL positivo en todo el ciclo y deuda baja (0,8x DN/Ebitda).
- Crecimiento a largo plazo y perspectivas positivas del oro.

¡Gracias!

BESTIDEAS
en Español

**MOI
GLOBAL**

en Español

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 Salmón Mundi S.L., asesor de inversiones exclusivo de Salmon Mundi Capital Sicav, no 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.