

Золотодобыча: надежнее чем деньги

RESEARCH
NOTE

Аналитик:
Николай Осадчий
osadchiy@sovlink.ru

Акции золотодобывающих компаний играют на фондовом рынке особую роль. В условиях острых проблем в финансовой системе, когда ценные бумаги в других секторах теряют свою стоимость в разы, здесь наблюдается устойчивый рост котировок, который может поспорить даже с ростом базового актива — золота.

Интерес инвесторов привлекает не только возможность получения стабильных доходов от компаний, продукцией которых является один из самых стабильных товаров на земле, но еще и их запасы, обладание которыми, пускай даже на ограниченный лицензиями срок, рассматривается как инструмент сохранения стоимости в период нестабильности. Но в условиях ажиотажного спроса уходит на второй план тот факт, что золотодобыча является одним из самых рискованных видов бизнеса. Помимо связанных с ним проблем геологического характера (месторождения коренного золота относятся к числу наименее однородных по составу руд), производители вынуждены самостоятельно решать проблемы инфраструктурного строительства, так как часто объекты находятся в сотнях километров от ближайших дорог.

Мы проанализировали проекты пяти представителей золотодобывающей отрасли: «Полюс Золото» и «Полиметалл», а также Peter Hambro, Highland Gold и «Золото Селигдара» для оценки рисков инвестиций, как в крупные активы, так и в небольшие по масштабу предприятия. На наш взгляд в оценке справедливой стоимости этих компаний особое значение имеет структура располагаемых ими запасов, от которой напрямую зависит стабильность будущей добычи, а также потребность в расходах на геологоразведку.

С точки зрения обеспеченности запасами и ресурсами четко прослеживаются главные отличия между рассмотренными игроками. Запасы «**Полюса**» избыточны и главная задача для него — наращивание производственных мощностей для выполнения условий приобретенных лицензий. «**Полиметалл**» располагает запасами, обеспечивающими стабильную добычу лишь до 2025 года, при этом объем ресурсов при дополнительной разведке позволит продлить срок добычи еще по крайней мере на 10 лет. Компания заинтересована в покупке новых лицензий и независимых игроков в отрасли для расширения ресурсной базы, в первую очередь в золотодобыче. **Peter Hambro** отличается наиболее высокими темпами роста добычи, главным образом за счет начала разработки нескольких богатых участков. Исчерпание текущих запасов произойдет уже к 2014 году, что также заставляет компанию искать возможности расширения мощностей за счет поглощений, либо совместной деятельности. **Highland Gold** проводит консервативную политику, проводя углубленное изучение собственных проектов, прежде чем приступить к разработке. Учитывая небольшую капитализацию бизнеса, а также большой объем запасов богатой руды, можно предполагать, что компания может быть куплена более крупными участниками рынка. «**Селигдар**» обладает сравнительно небольшим объемом запасов, разработка которых может завершиться к 2022 году. В то же время, существенный ресурсный потенциал позволит продлить этот срок — для этого необходимо активное проведение геологоразведочных работ. «Селигдар» также представляет высокий интерес для интеграции отрасли при проведении сделок слияний и поглощений.

Результаты сравнительной оценки на основе запасов и добычи

Код	Компания	МСар (\$ млн.)	Целевая МСар (\$ млн.)	Целевая цена акции (\$)	Потенциал роста *
PLZL	ОАО «Полюс Золото»	6 481,3	9786,4	51,34	51,0%
PMTL	ОАО «Полиметалл»	2 016,0	2484,5	7,89	23,2%
POG LN	Peter Hambro Mining	658,8	1275,7	13,13	93,6%
HGM LN	Highland Gold Mining	178,4	1253,1	3,85	602,5%
ZLSL	ОАО «Селигдар»	112,61	424,0	0,85	276,5%

* Потенциал роста от расчетной средней цены на 17.3.2009

Золотодобывающие компании и их запасы

Золотодобывающие компании играют особую роль на фондовом рынке. В условиях высоких рисков инвестирования в большинство финансовых инструментов их акции, напротив, приобретают характер устойчивости и надежности, которые привлекают внимание инвесторов.

Для этого существует по крайней мере три причины. Во-первых, как и любое другое предприятие, продукция которого растет в цене, золотодобыча поднимается вместе с ценами на золото. Эффект роста цены прямо пропорционален увеличению дохода компаний, а вместе с ним — показателей рентабельности и дохода на акцию.

Во-вторых, тот факт, что эти компании добывают металл, значительная часть которого после извлечения из земли окажется в сейфах частных инвесторов, либо в резервах центральных банков, придает особенное значение их запасам. Еще не добытое золото тоже приобретает стоимость.

Наконец, в-третьих, с ростом цены на золото возрастает не только стоимость запасов, но и их объем, поскольку при тех же издержках появляется возможность разрабатывать участки, добыча на которых до этого считалась нерентабельной.

Таким образом, для адекватной оценки таких активов необходимо учитывать не только доходную составляющую бизнеса, но и структуру запасов, а также всю присущую им совокупность рисков, которых в золотодобыче немало. Одним из ключевых рисков при этом является качество оценки запасов месторождений.

Запасы и ресурсы: краткие определения

В России сложилась практика использования двух систем оценки запасов. Традиционная система, используемая государством в лице Государственной комиссии по запасам (ГКЗ) еще с советских времен, классифицирует месторождения по уровню сложности их геологического устройства и степени изученности. Эта система выделяет категории **запасов** и **ресурсов**, разница между которыми заключается в степени доказанности наличия металла в руде. Запасы предполагают факт наличия металла либо непосредственно в руде, либо в смежных залежах, тогда как ресурсы допускают оценку по косвенным признакам, включая теоретические построения. Запасы в свою очередь делятся на **балансовые** и **забалансовые**, что соответствует степени их кондиционности, и обозначает факт наличия, либо отсутствия экономической обоснованности их извлечения. С точки зрения инвестора имеют значение прежде всего балансовые запасы (добыча которых рентабельна), а также ресурсы (часть которых при проведении геологических работ может явиться источником пополнения запасов).

В последние годы большинство крупных месторождений были переоценены с использованием широко применяемой в мировой практике системы оценки JORC.. Здесь также выделяются категории **запасов** и **ресурсов**, однако запасы (синоним: резервы – от англ. reserves) изначально подразумевают условие рентабельности добычи. Иначе говоря, запасы — часть ресурсов, которая подробно изучена и представляет экономический интерес для разработки. Геологическое изучение ресурсов также способствует увеличению запасов, но, в отличие от российской системы, не уменьшает при этом величину самих ресурсов.

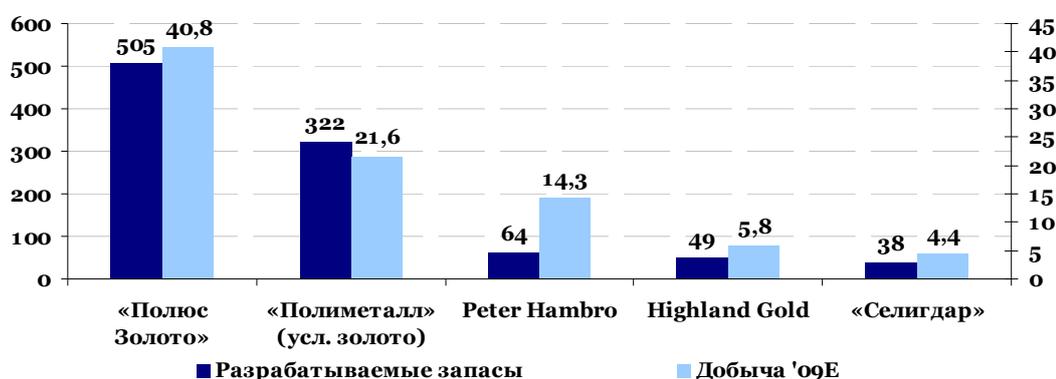
Несмотря на то, что обе классификации используют разные концепции оценки, их результат с некоторыми оговорками можно интерпретировать одинаково, сопоставляя запасы согласно JORC с величиной балансовых запасов по российской системе, а также ресурсы по JORC со всей совокупностью запасов и ресурсов (за исключением категории Р3) по российской системе. Именно в таком значении мы использовали термины запасы и ресурсы в данном обзоре. Термин **запасы** обозначает здесь и далее величину полезных ископаемых, добыча которых рентабельна при заданной цене на золото. В системе ГКЗ ему соответствует сочетание **балансовые запасы**. **Ресурсы** — совокупность всех разведанных ископаемых месторождения, включая предполагаемые и запасы. Часть ресурсов, непригодность которых доказана с экономической точки зрения, обозначается принятым в ГКЗ термином **забалансовые запасы**.

Данные о запасах и ресурсах, приводимые в обзоре могут отличаться от официальных значений, предоставляемых компаниями, поскольку учитывают истощение минерально-сырьевой базы вследствие добычи до 1 января 2009 года, а также эффективную долю собственности.

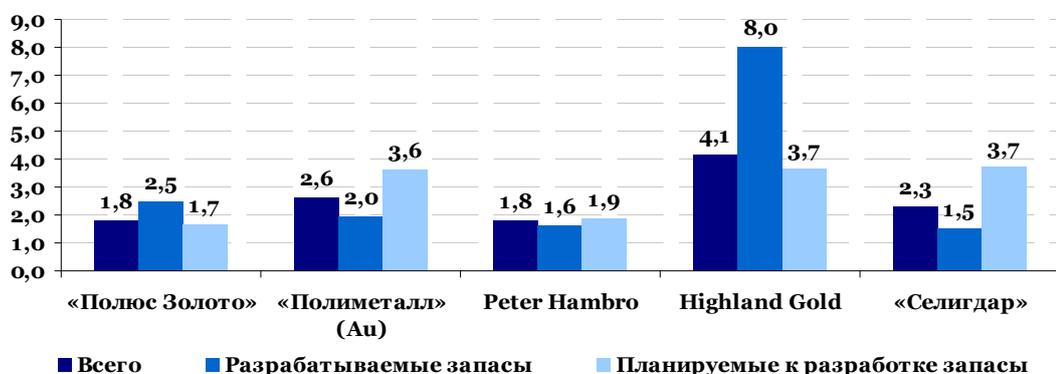
Инвестиционный потенциал

Привлечение капитала на фондовом рынке — один из важнейших каналов финансирования в золотодобыче. Размещение ценных бумаг обеспечивает приток средств в развитие добычи, проведение геологоразведочных работ, совершенствование технологии извлечения. В настоящий момент число инструментов, доступных инвестору, ограничено акциями нескольких эмитентов, среди которых присутствуют крупнейшие игроки отрасли, а также ряд небольших сохранивших самостоятельность компаний. В данном обзоре основное внимание уделяется акциям пяти из них: «Полюс Золото», «Полиметалл», Peter Hambro, Highland Gold, а также «Золото Селигдара». Основные активы этих компаний расположены в Красноярском крае, Иркутской, Читинской и Магаданской областях, а также в республике Саха (Якутия) и Хабаровском крае, т.е. в ключевых центрах добычи драгоценных металлов в РФ.

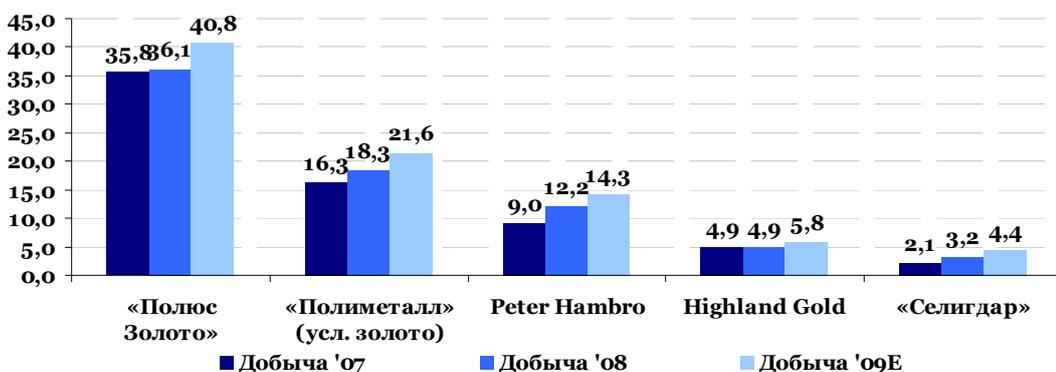
Запасы и добыча (пр. шкала) золота, тыс. тонн



Среднее содержание металла в руде



Добыча золота, тыс. тонн



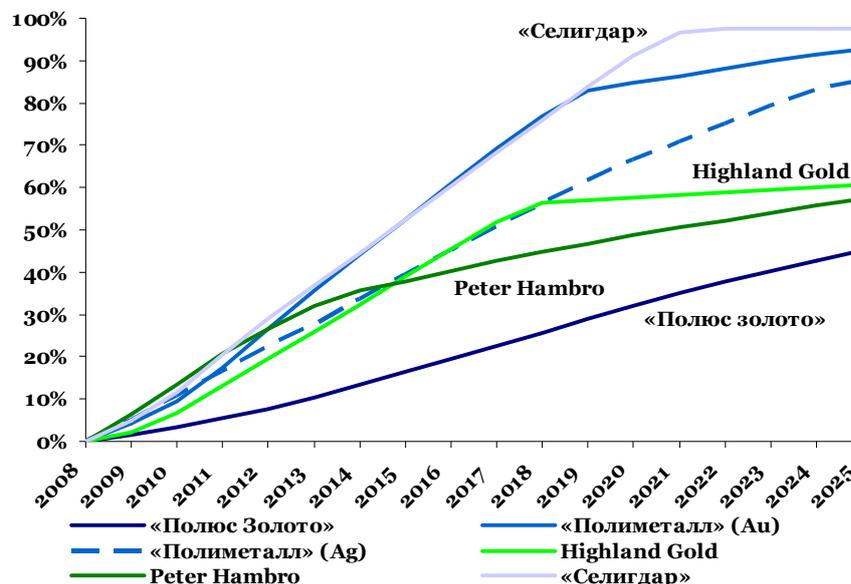
Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

На наш взгляд в оценке справедливой стоимости этих компаний особое значение имеет структура располагаемых ими запасов, от которой напрямую зависит стабильность будущей добычи, а также потребность в расходах на геологоразведку.

● **«Полюс Золото»** является бесспорным лидером, как по объему запасов, так и по добыче среди российских компаний. На начало 2009 года запасы только разрабатываемых им месторождений составляют 505 тонн золота. Еще 2 423 тонны размещены на месторождениях, разработка которых только планируется. Объем ресурсов при этом более чем вдвое превышает величину всех запасов и составляет 6 613 тонн золота. Это соотношение указывает на крайне высокую степень обеспеченности компании запасами и ресурсами. Более того, ее руководство претендует на дальнейшее увеличение запасов, рассчитывая приобрести лицензию на крупнейшее месторождение коренного золота — «Сухой Лог», балансовые запасы которого составляют 1953 тонны.

Стратегия экспансии на крупнейшие объекты фактически монополизировала положение «Полюса» в отрасли, не оставляя конкурентам шансов на смену лидера. Однако именно эта причина может крыться за задержкой конкурса по продаже «Сухого Лога». В случае победы на нем «Полюсу» придется распределять инвестиции между этим месторождением, а также сходными по масштабу «Наталкинским» и «Нежданинским»

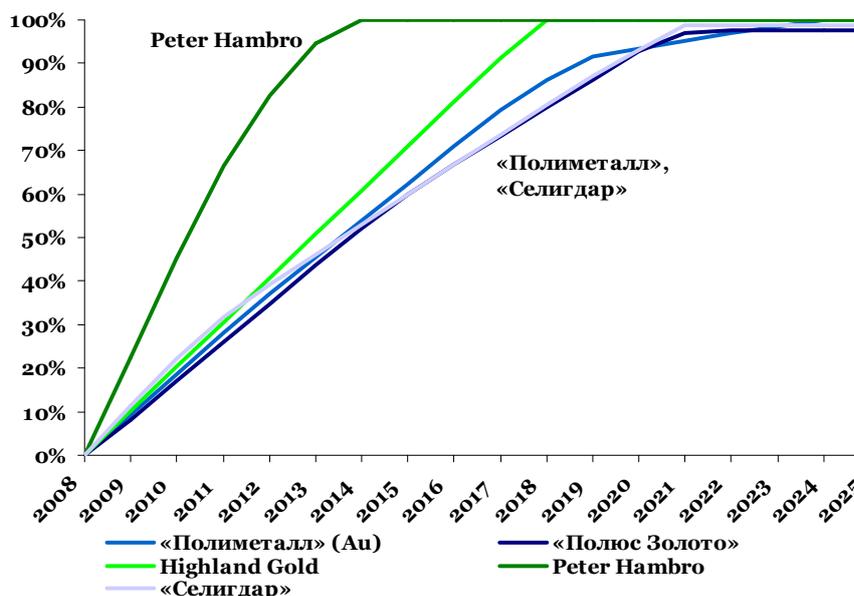
Разработка запасов, %



Сравнение компаний по темпам извлечения совокупных запасов выявляет заметное отставание «Полюс Золото», которое может привести к сложностям с сохранением лицензий на крупные, но сложные в геологическом плане месторождения.

Разработка запасов на действующих месторождениях компаний осуществляется с примерно одинаковыми темпами. Исключение составляет только Peter Hambro, у которого основной актив может завершить работу в ближайшие 5 лет.

Разработка запасов на действующих месторождениях, %



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

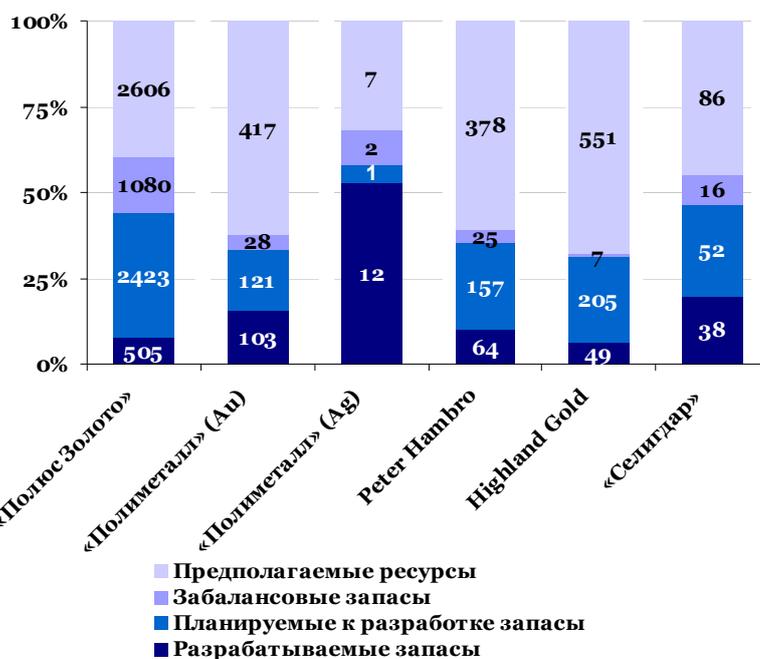
месторождениями, что может привести к неэффективному распылению ресурсов.

- **«Полиметалл»** — второй по величине игрок в отрасли, основная специализация которого — добыча серебра. В отличие от «Полюса» располагает сравнительно небольшим объемом неразрабатываемых запасов серебра и золота (в совокупности около 30%). Это делает его положение более уязвимым в долгосрочной перспективе. В особенности это касается добычи серебра. Практически весь объем балансовых запасов находится в разработке, а величина ресурсов только на 72% превышает запасы, что является наименьшим показателем среди рассматриваемых компаний. Это ставит вопрос о поиске замены главному активу — руднику «Дукат».

Многие активы «Полиметалла» расположены в труднодоступных районах на востоке страны, что требует больших затрат на развитие инфраструктуры и организацию транспорта. «Полиметалл» тоже является претендентом на разработку «Сухого Лога», что соответствует стратегии компании на повышении доли золота в доходах. Существенное увеличение добычи золота может произойти уже в 2010 году, когда компания рассчитывает приступить к разработке запасов крупного месторождения «Албазино» в Хабаровском крае. Это месторождение отличается богатой рудой (6 грамм на тонну), что позволит «Полиметаллу» увеличить средний показатель извлекаемости золота из запасов.

- **Peter Hambro** — третий по величине игрок золотодобывающей отрасли в России. Несмотря на то, что компания зарегистрирована на Кипре, а акции торгуются в Лондоне, все ее активы расположены в России. Крупнейший пакет акций также находится в руках гражданина РФ Павла Масловского. Ключевые разрабатываемые запасы находятся в Амурской области в районе с развитой инфраструктурой вблизи Байкало-Амурской магистрали. Основной доход Peter Hambro получает от продажи золота, добытого на «Покровском руднике», а с 2008 года — также с месторождения «Пионер». Однако их запасов может хватить только до 2012-2014 годов. Третий крупный объект — месторождение «Маломыр» начнет приносить доход в 2010 году.

Структура запасов и резервов, тыс. т (серебро – млн. т)



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

Прочие объекты сравнительно невелики по масштабу и рассредоточены по территории области, причем часть из них способна пополнять своими запасами действующие фабрики. Наличие большого количества объектов в стадии геологоразведки является стратегическим преимуществом Peter Hambro, поскольку дает возможность ориентации на наиболее рентабельные проекты.

- **Highland Gold** занимается разработкой единственного месторождения «Многовершинное» в Хабаровском крае. При этом разрабатываемые на нем запасы составляют всего 8,4% от совокупных запасов компании, что является наименьшим показателем среди рассматриваемых нами представителей отрасли. Расширение использования ресурсного потенциала сдерживается консервативной политикой руководства Highland Gold, на балансе которой состоят такие сложные проекты как «Майское» и «Новоширокинское». Несмотря на то, что оба проекта находятся в высокой степени готовности, их разработка неоднократно откладывалась по причине высоких издержек. Вместе с тем, преимуществом компании является наиболее высокий уровень

содержания золота в руде, который в разрабатываемых запасах («Многовершинное») составляет 8 грамма на тонну, а в 3-х крупнейших месторождениях — 9,3 гр. на тонну. Обыкновенные акции Highland Gold также котируются в Лондоне при том, что все операции компании осуществляются в России.

- **«Селигдар»** — сравнительно небольшой игрок по меркам лидеров, однако также имеющий котировки на фондовой бирже. Основные активы компании расположены в Якутии в Алданском улусе — на небольшом расстоянии от автомобильной и железной дороги, а также сетей электроснабжения. Это позитивно сказывается на себестоимости и позволяет вести добычу на месторождениях с меньшим содержанием металла в руде. 42% запасов компании уже сегодня находится в стадии разработки. Ресурсы «Селигдара» в 2,1 раза больше запасов и нуждаются в дополнительной разведке. До сих пор ни одно из месторождений компании не прошло аудита по стандарту JORC, что также требует дополнительных расходов на геологические работы. При текущем уровне содержания золота в руде на уровне 1,5 грамма на тонну, компания заинтересована в скором вовлечении в производственный оборот новых месторождений, уровень содержания золота в которых выше (3,7 грамм на тонну).

Учитывая небольшой масштаб бизнеса компании с потенциалом быстрого наращивания мощности в короткий срок, можно предположить, что «Селигдар» способен стать объектом интереса для более крупных игроков, нацеленных на увеличение добычи в условиях благоприятной конъюнктуры.

Таким образом, с точки зрения обеспеченности запасами и ресурсами четко прослеживаются главные отличия между рассмотренными игроками. Запасы **«Полюса»** избыточны и главная задача для него — наращивание производственных мощностей для выполнения условий приобретенных лицензий. **«Полиметалл»** располагает запасами, обеспечивающими стабильную добычу лишь до 2025 года, при этом объем ресурсов при дополнительной разведке позволит продлить срок добычи еще по крайней мере на 10 лет. Компания заинтересована в покупке новых лицензий и независимых игроков в отрасли для расширения ресурсной базы, в первую очередь в золотодобыче. **Peter Hambro** отличается наиболее высокими темпами роста добычи, главным образом за счет начала разработки нескольких богатых участков. Истощение текущих запасов произойдет уже к 2014 году, что также заставляет компанию искать возможности расширения мощностей за счет поглощений, либо совместной деятельности. **Highland Gold** проводит консервативную политику, проводя углубленное изучение собственных проектов, прежде чем приступать к разработке. Учитывая небольшую капитализацию бизнеса, а также большой объем запасов богатой руды, можно предполагать, что компания может быть куплена более крупными участниками рынка. **«Селигдар»** обладает сравнительно небольшим объемом запасов, разработка которых может завершиться к 2022 году. В то же время, существенный ресурсный потенциал позволит продлить этот срок — для этого необходимо активное проведение геологоразведочных работ. «Селигдар» также представляет высокий интерес для интеграции отрасли при проведении сделок слияний и поглощений.

Сравнительная оценка российских золотодобывающих компаний

Мы использовали данные о запасах компаний и прогнозируемой в 2009 году добыче для сравнительного анализа с целью получения справедливой рыночной оценки этих активов. Для единообразия оценки сведения о запасах и добыче компаний приводились к единому значению, выраженному в единицах условного золота. Для этого применялись расчетные коэффициенты конвертации на основе усредненного ценового соотношения. К-т конвертации серебра в золото составил 0,0177; к-т конвертации меди в золото — 0,00027461.

Различия в оценке, полученной по мультипликаторам запасов и добычи, могут играть существенную роль. Например, оценки компании «Полюс Золото», полученные на основе этих коэффициентов отличаются более чем в три раза. Это связано с наличием у компании большого объема запасов, которые не разрабатываются в настоящий момент. Неопределенность, связанная с возможностью разработки таких месторождений не может быть измерена однозначно и составляет рыночный риск инвестиций в данную компанию. Мы полагаем, что на практике компаниям удастся реализовать около 50% проектов, которые в настоящее время не задействованы. Это означает, что для получения итоговой оценки мультипликаторы запасов и добычи следует использовать примерно в равной пропорции.

Прогноз финансовых показателей строился на основе данных о динамике добычи и стоимости золота на рынке. Мы полагаем, что в течение 2009 года средняя цена на золото составит \$912,6 за тройскую унцию. Цены на золото находятся в тесной зависимости от внешних факторов, к числу которых относятся развитие инфляционных процессов в глобальной экономике и динамика валютных курсов. Изменение темпов развития в мировой экономике также играет важную роль, поскольку ускорение темпов восстановления индикаторов глобальной экономики неизбежно повлечет за собой выход инвесторов из резервных активов, и в том числе из золота. Тем не менее, в среднесрочной перспективе подобный сценарий представляется маловероятным, поэтому стоимость золотодобывающих компаний по-прежнему будет находиться на высоком уровне относительно других секторов промышленности.

Однако распределение инвестиций в рамках отрасли носит неравномерный характер. Крупный компании оцениваются рынком существенно выше и ближе к уровню оценки, соответствующему зарубежным аналогам. Это связано прежде всего с дополнительной премией за ликвидность подобных компаний, которая важна при балансировке инвестиционных портфелей в условиях высокой рыночной волатильности. Тем не менее, небольшие компании также представляют существенный интерес, поскольку благодаря существующей практике недооценки их акций рынком, могут стать объектами поглощения со стороны более крупных игроков.

Финансовые показатели российских золотодобывающих компаний, \$ млн., 2009E

	Sales	Net Income	BV	EBITDA	ND
ОАО «Полюс Золото»	1569,20	338,41	3762,74	1325,54	-159,00
ОАО «Полиметалл»	941,99	215,14	846,36	343,76	297,03
Peter Hambro Mining	547,35	49,52	337,50	148,89	278,40
Highland Gold Mining	225,66	92,39	797,16	82,39	-179,00
ОАО «Селигдар»	270,18	56,69	73,07	45,57	125,61

Производственные показатели золотодобывающих компаний, тонн, 2009E*

Зарубежные компании			Российские компании		
Компания	Запасы	Добыча	Компания	Запасы	Добыча
Anglogold Ashanti Limited	2 329,7	154,0	ОАО «Полюс Золото»	2 927,5	40,8
Barrick Gold Corporation	4 307,8	230,2	ОАО «Полиметалл»	464,8	21,6
Newmont Mining Corp	2 849,1	166,4	Peter Hambro Mining	220,3	14,3
Harmony Gold Mining	1 570,7	49,8	Highland Gold Mining	254,2	5,8
Newcrest Mining Limited	2 383,7	75,5	ОАО «Селигдар»	89,9	4,4
Goldcorp Inc.	1 440,1	80,8			
Gold Fields Limited	2 575,4	124,4			
Kinross Gold Corp.	1 800,4	76,2			

* Используются показатели запасов и добычи условного золота в тоннах на 01.01.2009 и 2009E соответственно

Расчет среднеотраслевых мультипликаторов, 2009Е *

	МСap, \$ млн	P/S	EV/ ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/ Запасы	EV/ Добыча
Anglogold Ashanti Ltd.	13 134,1	2,9	7,1	14,8	4,0	5,5	83,7
Shandong Gold Mining	3 878,7	1,3	17,3	28,9	9,6	-	-
Zhongjin Gold Corp	3 020,5	1,3	11,8	37,9	5,4	-	-
Barrick Gold Corp.	29 067,4	3,7	9,7	19,5	1,7	6,9	129,6
Newmont Mining Corp	20 986,5	3,2	8,8	21,1	2,2	7,5	127,7
Harmony Gold Mining	4 951,1	3,5	9,8	20,5	1,6	3,2	100,5
Newcrest Mining Ltd.	11 274,5	6,5	16,5	31,7	3,7	4,8	150,3
Goldcorp Inc.	24 612,3	10,7	21,7	56,4	1,7	16,4	291,9
Gold Fields Limited	8 648,4	2,7	7,3	19,7	1,7	3,5	73,4
Kinross Gold Corp.	12 828,6	5,6	12,0	26,7	2,2	6,9	162,6
Среднее геом. значение		3,4	11,4	25,8	2,8	6,0	128,2

* Используются показатели запасов и добычи в тоннах на 01.01.2009 и 2009Е соответственно

Расчет капитализации по соответствующему мультипликатору

	P/S	EV/ ЕБИТДА	P/E	P/BV	EV/ Запасы	EV/ Добыча
ОАО «Полюс Золото»	6 481,3	5 320,8	15 310,7	8 718,5	10 513,7	5 383,4
ОАО «Полиметалл»	2 016,0	3 194,1	3 632,4	5 542,6	2 364,9	2 502,3
Peter Hambro Mining	658,8	1 855,9	1 423,5	1 275,7	943,0	1 048,4
Highland Gold Mining	178,4	765,2	1 120,8	2 380,3	2 227,4	1 710,2
ОАО «Селигдар»		916,1	395,3	1 460,4	204,2	416,0
Веса, используемые в итоговой оценке, %	0%	0%	0%	0%	50%	50%

Расчет итоговой капитализации по мультипликаторам на основе запасов и добычи

	Текущая Капитализация, \$ млн.	Справедливая стоимость, \$ млн.	Цена обыкн. акции, \$	Потенциал роста, %
ОАО «Полюс Золото»	6 481,3	9786,4	51,34	51,0%
ОАО «Полиметалл»	2 016,0	2484,5	7,89	23,2%
Peter Hambro Mining	658,8	1275,7	13,13	93,6%
Highland Gold Mining	178,4	1253,1	3,85	602,5%
ОАО «Селигдар»	112,61	424,0	0,85	276,5%

«Полюс Золото»

Разработка запасов, тонн

● Ключевые месторождения «Полюс Золото» расположены в Красноярском крае в радиусе 90 км от поселка «Северо-Енисейский». Территориальная близость объектов золотодобычи имеет существенное значение с точки зрения обеспечения добычи необходимой транспортной инфраструктурой и электроснабжением.

«Олимпиадинское месторождение»

— наиболее крупный по объему добычи объект компании, разрабатываемый в настоящее время. Остаток запасов по состоянию на 01.01.2009 составляет около 350 т золота, а ежегодный объем добычи превышает 25 т.

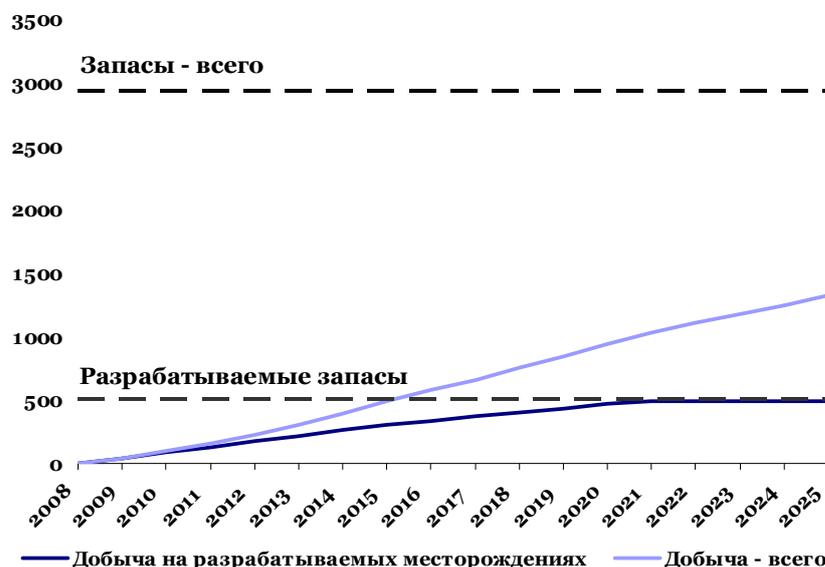
В настоящее время производство золота ведется в основном из упорных сульфидных руд, добываемых в открытых карьерах. Этот процесс производится на 3-х золотоизвлекательных фабриках (ЗИФ), последняя из которых была введена в строй в 2007 году. Процедура извлечения осуществляется путем сорбционного выщелачивания с применением предварительного бактериального окисления (для сульфидов). Одна из фабрик (ЗИФ-1) проходит реконструкцию для переработки окисленной руды месторождения «Титимуха».

Месторождения «Титимухта» и «Олень» являются спутниками «Олимпиадинского месторождения». Запасы месторождений составляют суммарно 72,5 т, из которых 69,6 тонн приходится на «Титимухту». Согласно условиям лицензий разработка и производство золота в объеме не менее 2 тонн в год должно начаться здесь во второй половине 2009 г. Месторождения расположены в районе с развитой инфраструктурой, а добываемая окисленная руда может перерабатываться «Олимпиадинском ГОКе».

Скорый ввод в строй ожидает также месторождение «Благодатное», которое находится в 25 километрах от «Олимпиады». Пригодные к разработке запасы «Благодатного» составляют в 306,6 тонн. К 2010 здесь должна заработать золотоизвлекательная фабрика производительностью 6 млн. тонн руды в год (около 13 тонн золота).

Кроме этого в Красноярском крае «Полюс» ведет разведку на месторождениях «Панимбинской поисковой площади», «Зыряновского рудного узла» и «Раздолинского рудного узла», расположенных в бассейнах рек Енисей и Большой Пит. Прогнозных ресурсы этих месторождений пока не имеют оценки в соответствии с JORC. Согласно данным на основе ГКЗ (категории P1-P3) ресурсы составляют 281 тонна золота при среднем содержании 3 гр. металла на тонну руды.

● **Иркутская область** также является важным регионом деятельности «Полюса». Ключевые месторождения компании здесь сосредоточены к северу от административного центра Бодайбо



Источник: оценки ООО «Совлинк»

Темпы разработки запасов «Полюса» являются наименее медленными в отрасли. Если фабрики на действующих месторождениях завершат свою работу к 2021 году, то добыча на новых проектах может продлиться по меньшей мере до 2060 года.

Крупнейшее месторождение района — «**Сухой Лог**». На данный момент по нему составлено укрупненное технико-экономическое обоснование добычи, которое «Полюс» подготовил совместно с «Центральным научно-исследовательским геологоразведочным институтом цветных и благородных металлов» (ЦНИГРИ). Балансовые запасы месторождения оцениваются в 1950 тонн при среднем содержании 2,1 грамм золота на тонну руды. «Полюс» — главный претендент на разработку данного месторождения, в случае своей победы рассчитывает вложить в капитальные работы до \$1,5 млрд.

Месторождения «**Западное**», «**Вернинское**», участок «**Медвежий**» расположены в непосредственной близости от «Сухого Лога». Балансовые запасы месторождений оцениваются в 95 тонн золота, прогнозные ресурсы составляют 202 тонн. На данный момент разработка недр производится только на месторождении «Западное», на котором размещена золотоизвлекательная фабрика мощностью 800 тыс. т руды в год. Два других месторождения пока находятся в стадии геологического исследования, а также непосредственной подготовки к добыче («Вернинское»).

Месторождение «**Чертово Корыто**», находящееся более чем в 100 километрах к северо-востоку от «Сухого лога» имеет запасы золота 80 тонн, ресурсы — 96,4 тонны. Золото содержится в кварцевых жилах с небольшим содержанием сульфидов. В настоящий момент на месторождении продолжаются геологоразведочные работы. Разработку запасов планируется начать после 2010 года. Золото содержится в виде самородных образований в составе сульфидсодержащей руды. К месторождению примыкают «**Желтуктинская**» и «**Верхне-Кевактинская**» перспективные площади, лицензия на геологическое изучение которых также принадлежит полюсу. Прогнозные ресурсы этих площадей (по классификации ГКЗ) оцениваются в 90 тонн золота.

Независимым объектом разработки в будущем может стать «**Мукодекское**» месторождение золото-сульфидно-кварцевой формации с прогнозными ресурсами (по ГКЗ) 200 тонн золота. Его запасы находятся на расстоянии более 200 км от Бодайбо и в настоящий момент не разрабатываются.

Помимо рудных месторождений в Иркутской области «Полюс» разрабатывает также группу россыпных залежей «**Ленской золоторудной компании**», разбросанных в долинах рек в радиусе 200 км от Бодайбо. Совокупные запасы золота в этих месторождениях составляют примерно 42,6 тонны. Большая часть месторождений контролируется «Полюсом» через участие в капитале ОАО «Лензолото» (россыпи в руслах рек Вача, Мал.Патом, Нирунд, Бол.Бугарихта), которому в свою очередь принадлежат доли участия в компаниях ЗАО "Дальняя Тайга" (месторождения р. Бол.Бужуихта), ЗАО "Чаразото" (р. Бол.Баллаганах, р. Нижний Имянет, р. Мал.Патома, р. Нирунда, р. Иллигирь, р. Таймендра, р. Бол.Чанчик, руч. Бол.Алемакит, р. Тахтыги, руч. Мал. Алемакит, руч. Евсейка, р. Кадаликан), ЗАО "Надеждинское" (р. Догалдын-Накатами, р. Бодайбок, р. Бодайбо, р. Иллигири, р. Накатами, р. Бол.Чанчик, руч. Мал.Чанчик, участок Феодосиевский, верховье руч. Догалдын, руч. Еленинский)

- В **Магаданской области** одно из крупнейших месторождений в России, лицензия на разработку которого принадлежит «Полюс Золото». «**Наталкинское месторождение**», открытое еще в 1944 году, разрабатывается дочкой «Полюса» — компанией «Рудник им. Матросова». Первоначально добыча велась подземным способом, однако этот способ не оправдал затрат, и в настоящий момент компания готовится к ведению открытой добычи. Запасы извлекаемого золота на месторождении оцениваются компанией в 1270 тонн. Возобновление добычи золота планируется в 2013 году. Руда месторождения представлена самородным золотом в составе минерализованных жил с разнородным содержанием кварца и вкраплениями сульфидов. Объем требуемых для его разработки инвестиций компания оценивает в \$1,9 млрд.

Помимо этого «Полюс» располагает также лицензиями на разработку ряда небольших месторождений, часть из которых находится в радиусе 80 км от «Наталки». К ним относятся «**Омчакская перспективная площадь**», «**Дегдеканское рудное поле**», «**Восточная перспективная площадь**». На большем удалении находятся «Доронинское рудное поле» с запасами полиметаллов и «**Чай-Юрьинская площадь**». На этих объектах в настоящее время добыча не ведется, а проводятся поисково-оценочные работы.

• **Амурская область.** Добыча золота в этом регионе компанией пока не ведется, однако производятся геологические работы по имеющимся месторождениям и перспективным площадям. К ним относятся «**Бамское месторождение**» и «**Апсаканская золотоносная площадь**»

• **Республика Саха (Якутия)**

«**Куранахское рудное поле**». В настоящее время «Куранах» — единственный крупный актив, разрабатываемый компанией в Якутии. Этим занимается дочка «Полюса» — «Алданзолото ГРК». Запасы месторождения на начало 2009 годы составляют 42,3 тонны золота. В 2008 году компания добыла здесь и реализовала 4,48 тонны золота. При этом к 2013 рассматривается возможность выйти за счет расширения рудной базы на уровень добычи 10-11 тонн.

«**Ключусское рудное поле**». Месторождение обладает запасами (категории В+С1+С2) около 137 тонн с содержанием металла 9,9 гр. на тонну руды. Основной объем разведочных работ на нем был проведен еще в середине 1990-х годов, но с тех пор добыча золота на месторождении не начиналась из-за отсутствия необходимой инфраструктуры (электричество), а также упорности присутствующих здесь руд (золото находится в связанном с сульфидами состоянии). «Якутская горнорудная компания» располагает лицензией на геологическое изучение данного месторождения с целью подготовки экономического обоснования начала его разработки.

«**Месторождение им. Пинигина**». Сравнительно недавно выявленные запасы золота на этом месторождении, расположенном между якутскими городами Нерюнгри и Алдан, невелики и составляют 15 тонн по категории С2. «Полюс» приобрел лицензию на разведку данного месторождения с целью оценки потенциальных запасов на его территории. Сроки начала добычи не определены. Запасы представлены рудами малосульфидно-кварцевого и сульфидно-силикатного состава.

«**Нежданинское золоторудное месторождение**» (разрабатывается дочкой «Полюса» — ОАО «ЮВГК») обладает запасами золота 634,5 т золота, кроме того, согласно оценке 2006 года в его недрах содержится также 2024 т серебра. Месторождение, являющееся третьим по величине запасов в России, предполагает шахтную добычу, однако в настоящее время рассматривается возможность разработки открытым способом. Основной тип руд — упорные углеродсодержащие золотомышьяковистые. До сих пор извлечению подлежала лишь малая часть запасов руды (около 10%), которую составляют более богатые золотом кварцевые жилы. В январе 2009 года «Полюс» заключил предварительное соглашение с канадским золотодобытчиком Kinross Gold о создании СП для разработки «Нежданинского». Руководство компании рассчитывает добывать здесь 12 т золота ежегодно, инвестируя в проект до \$1 млрд. Выход на стадию добычи предположительно произойдет в 2013 году. Полномасштабное освоение месторождения сдерживается недостаточным развитием инфраструктуры, в частности, необходимостью прокладки дороги.



SOVLINK

YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

20 марта 2009

Оценка запасов месторождений «Полюс Золото» на 01.01.2009, кг (*)

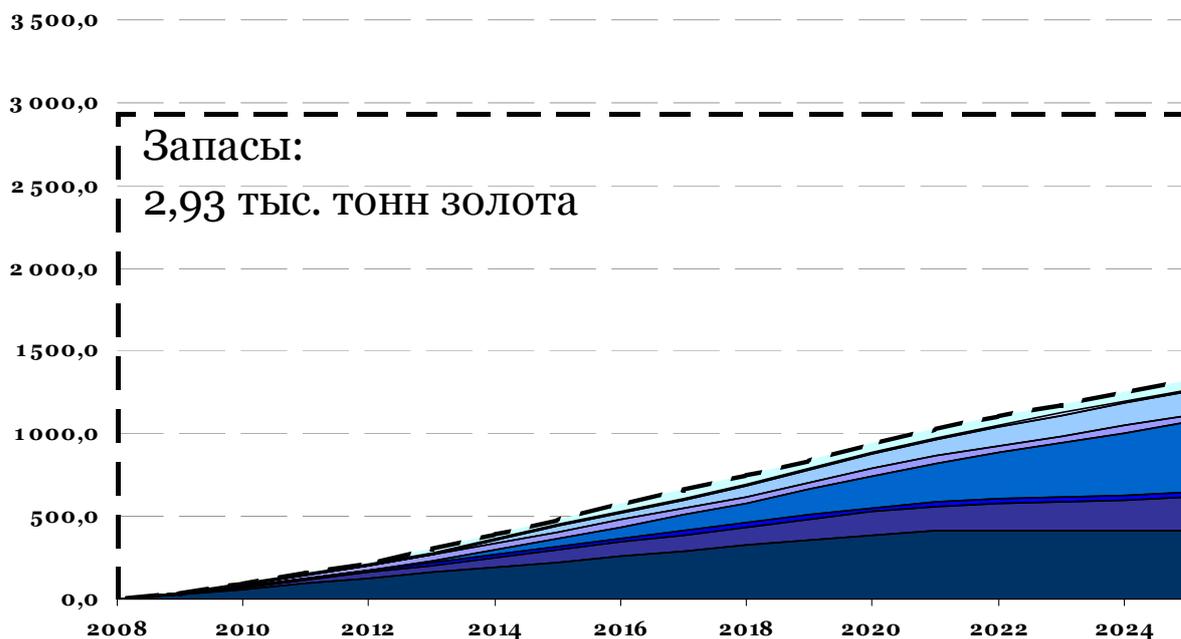
Месторождение	Доля в собственности	Содержание золота в запасах, гр/т	Золото: запасы	Золото: ресурсы	Стандарт	ГРП	Обуст-ройство	Эксплу-атация
«Олимпиадинское»		3,8	351 916	456 641	JORC			X
«Титимухта»		3,3	69 641	92 377	JORC		X	с 2009
«Тырадинское»				2 627				
«Кварцевая Гора»				32 000	ГКЗ			
«Олень»		6,2	2 900	7 596	JORC			X
«Благодатное»		2,3	306 649	406 087	JORC		X	с 2010
«Попутнинское»				110 000	ГКЗ	X		
«Зыряновский рудный узел»				100 000	ГКЗ	X		
«Раздолинский рудный узел»				71 100	ГКЗ	X		
«Лензолото» - всего	64,1%	0,5	27 319	49 589	JORC			
«Наталка», «Омчакская перспективная площадь»	97,5%	1,1	1 238 540	1 857 370	JORC		X	с 2013
«Дегдеканское рудное поле»				190 000	ГКЗ	X		
«Восточная перспективная площадь»			665	28 665	ГКЗ	X		
«Бамское»		3,7	14 200	100 700	ГКЗ	X		
«Кючусское рудное поле»		9,9	81 771	136 855	JORC**	X		
«Куранахское рудное поле»		1,6	42 313	205 699	JORC			X
«Месторождение им. Пинигина»			15 000	41 400	ГКЗ	X		
«Нежданское»		5,6	634 511	2 220 788	JORC		X	с 2013
«Западное»		2,8	10 628	21 390	JORC			X
Участок «Медвежий»				12 000	ГКЗ	X		
«Вернинское»		3,0	51 538	83 793	JORC		X	с 2010
«Чертово Корыто»		1,8	79 936	96 359	JORC	X		с 2010
«Желтуктинская» и «Верхне-Кевактинская» перспективные площади				90 000	ГКЗ	X		
«Мукодекское»				200 000	ГКЗ	X		
Всего		1,79	2 927 526	6 613 036				
в т.ч. разрабатываемые		2,48	504 716	833 293				
в т.ч. планируемые		1,69	2 422 810	5 779 744				

Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

* «Запасы» обозначают балансовые запасы по российской классификации, либо совокупность доказанных и вероятных запасов – по классификации JORC.

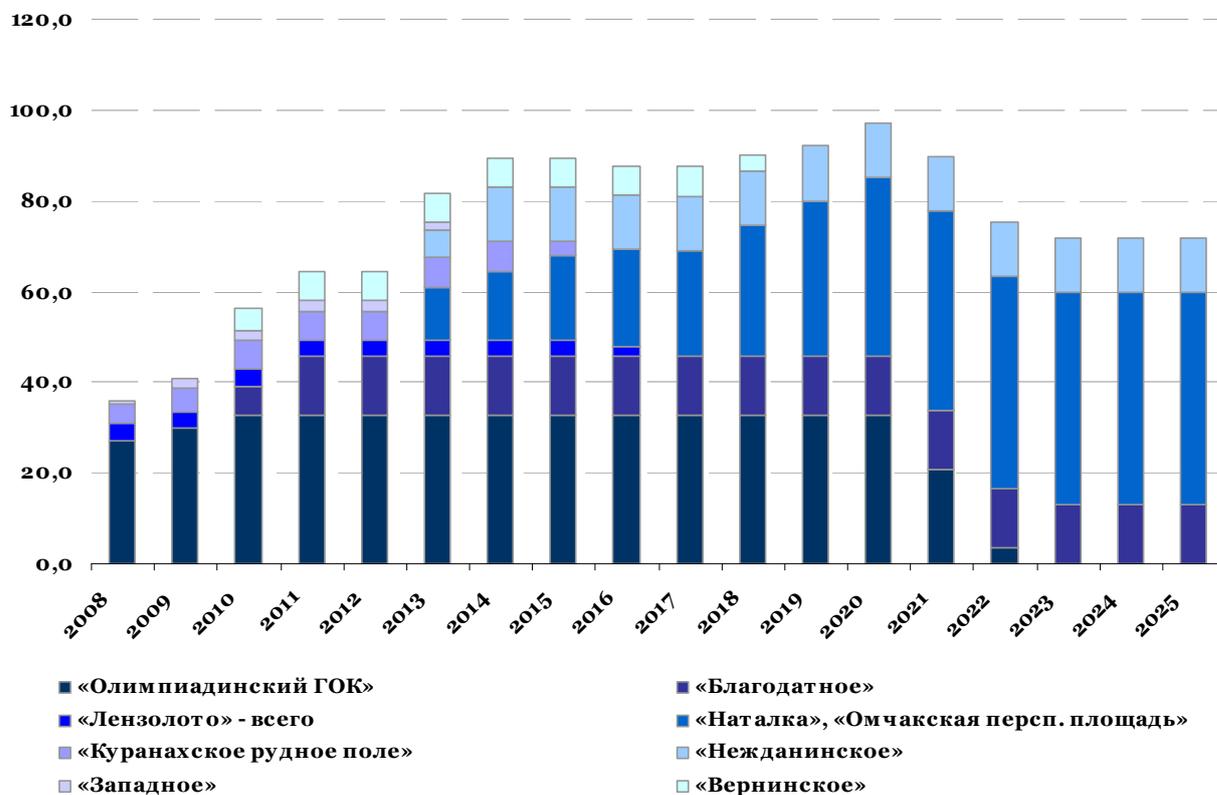
** Ресурсы в соответствии с JORC, запасы - ГКЗ

Динамика разработки запасов золота на месторождениях «Полюс Золото», тонн



- «Олимпиадинский ГОК»
- «Лензолото» - всего
- «Куранахское рудное поле»
- «Западное»
- ▬ Остаток запасов
- «Благодатное»
- «Наталка», «Омчакская персп. площадь»
- «Нежданнинское»
- «Вернинское»

Добыча золота на месторождениях «Полюс Золото», тонн



- «Олимпиадинский ГОК»
- «Лензолото» - всего
- «Куранахское рудное поле»
- «Западное»
- «Благодатное»
- «Наталка», «Омчакская персп. площадь»
- «Нежданнинское»
- «Вернинское»

Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

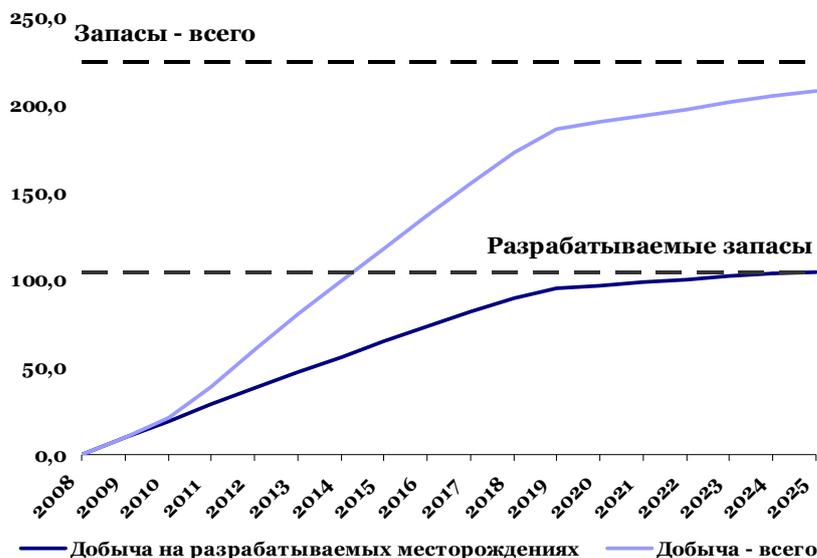
«Полиметалл»

В настоящее время компания ведет добычу в трех регионах России: Магаданской и Свердловской областях, а также Хабаровском крае.

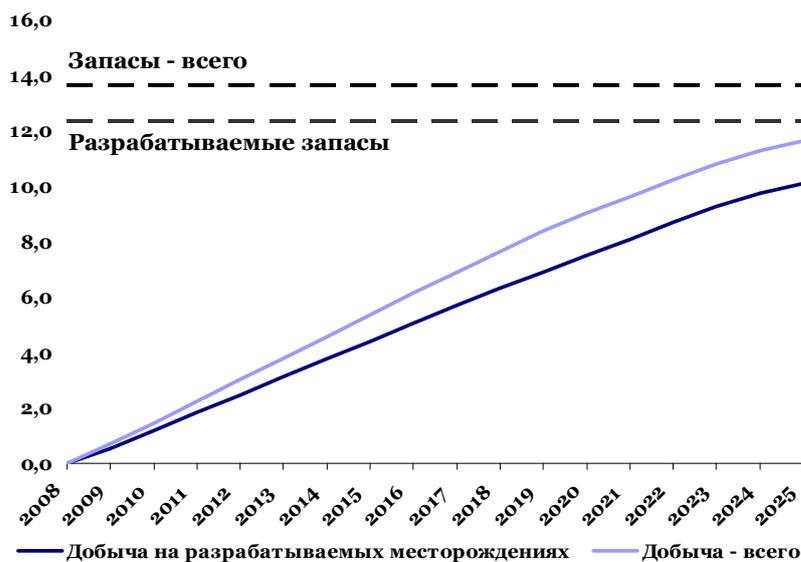
- Главный добывающий актив «Полиметалла» — **месторождение «Дукат»**, расположенное в 400 км севернее Магадана, относится к числу крупнейших залежей серебра в мире. Добыча осуществляется как наземным, так и шахтным способом. Ежегодный объем добычи составляет стабильно около 995 кг золота и 402 тонн серебра (данные 2008 года). Исходя из таких уровней производства металлов месторождение обеспечено доказанными и вероятными резервами на 23-25 лет. Балансовые запасы месторождения могут быть увеличены за счет дооценки прилегающих к нему залежей, в частности, месторождений «Перевальное» и «Звездное». До 2011 года извлечение руды будет осуществляться открытым способом. К концу 1 квартала 2009 года компания намерена ускорить темпы ведения добычи путем повышения производительности извлекающей фабрики с 950 до 1500 тыс. тонн руды в год.

Другие месторождения компании в Магаданской области меньше по размеру и связаны с «Дукатом» грунтовыми дорогами и зимниками. Запасы месторождений «Лунное» и расположенного в непосредственной близости «Арылах» удалены более чем на 100 км на север от «Дуката» и составляют соответственно 1853 т. серебра и 2,99 т. золота (данные компании). Добыча руды производится как из карьера, так и подземной разработкой («Лунное»). «На «Лунном» находится золотоизвлекающая фабрика проектной мощностью 300 тыс. т руды в год, на которую поступает руда с обоих месторождений, а также концентрат с месторождения «Дукат». Полученный после переработки цинково-серебряный цементат после пиробработки в слитки

Разработка запасов золота, тонн



Разработка запасов серебра, тыс. тонн



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

«Полиметалл» уже сегодня разрабатывает практически всю доступную сырьевую базу серебряных месторождений, и потенциал ее расширения довольно ограничен. В то же время, благодаря стратегии на увеличение доли золота в доходах, сырьевая база по этому металлу позволит компании сохранять высокие объемы добычи в течение не менее 20 лет.

Доре направляется на аффинаж на Красноярский завод цветных металлов. Исходя из текущих уровней добычи (527 кг золота и 176 тонн серебра в 2008 году на двух месторождениях) существующих запасов месторождений может хватить на 10-13 лет.

Полиметалл и его дочерние компании также владеют лицензиями на ряд месторождений в магаданской области, разработка которых в настоящий момент не ведется. К ним относятся в частности активы «Омолонской золотодобывающей компании» — Практически отработанное месторождение «**Кубака**» (основной объем запасов — около 90 тонн золота извлечен предыдущим собственником), а также «**Биркачанская**», «**Авландинская**» и «**Орочская**» перспективные площади и «**рудопроявление Прогнозное**». Наиболее детально из них разведано месторождение «Биркачан», добыча золота на котором может начаться в 2009 года после подготовки технико-экономического обоснования (ТЭО). Все названные площади располагаются на территории Северо-эвенского района — одного из самых труднодоступных мест магаданской области. В случае начала их разработки компании потребуются дополнительные вложения в создание транспортной инфраструктуры — прокладку зимников. Основной центр переработки в районе расположен на месторождении «Кубака» — золотоизвлекательная фабрика мощностью 640 тыс. т руды в год. Совокупные ресурсы четырех названных площадей, а также непосредственно «Кубаки» составляют около 60 тонн золота.

Месторождение «**Гольцовое**» с запасами 1262 т серебра (оценка компании) также пока только планируется к разработке. Предполагается, что добыча начнется в 2010 году. Месторождение находится примерно в 60 км от Дукатской обогатительной фабрики, поэтому основная задача компании по освоению данного месторождения — аудит запасов (последняя оценка делалась предыдущим собственником в начале 2007 года) и строительство подземного рудника.

• **Хабаровский край** является вторым по значимости регионом для «Полиметалла». Основная добыча сосредоточена здесь на месторождениях «Охотской горно-геологической компании» «**Хаканджинское**» и «**Юрьевское**». Также перспективные площади числятся за дочками компании ЗАО «Георазведка» и ООО «Ресурсы Албазино».

В 2008 году на фабрике в Хакандже, мощность которой составляет 600 тыс. т руды, было получено 3,5 т золота и 42 т серебра. Таким образом, обеспеченность фабрики запасами только «Хаканджинского месторождения» составляет около 7 лет. С 2008 года фабрика снабжается также рудой с «Юрьевского месторождения», а в дальнейшем возможна транспортировка сюда руды с примыкающих к «Юрьевскому» «**Южно-Уракской**» и «**Хакаринской**» площадей. Совокупные прогнозные ресурсы этих, а также нескольких других месторождений, большая часть которых находится в радиусе 100 км от Хаканджи, составляет около 125 тонн золота.

Наибольший потенциал развития мощностей в Хабаровском крае «Полиметалл» связывает с освоением месторождения «**Албазино**». Согласно подтвержденной стандартами JORC оценке, полученной летом 2008 года, запасы месторождения составляют 65,3 тонны золота, ресурсы — 93,3 тонны. Месторождение расположено в труднодоступном районе в 150 км от порта Николаевск-на-Амуре. Добыча золота намечена на конец 2010 года, а вывод обогатительного предприятия на полную мощность 11 тонн золота в год — к 2011 году.

• **Свердловская область.** Помимо Дальнего востока добыча драгметаллов также активно ведется на территории Свердловской области. Главный производственный актив компании здесь — золотоизвлекательная фабрика на «**Воронцовском месторождении**» под Краснотурьинском. Фабрика, оператором которой выступает дочка компании — ЗАО «Золото Северного Урала», использует две технологии для переработки разных типов руд в недрах месторождения. Основной массив — упорные первичные руды, содержащие золото в сочетании с сульфидами требует применения технологии «уголь в пульпе», тогда как для разработки окисленных руд применяется более дешевая технология кучного выщелачивания.

Само месторождение разрабатывается с 2000 года. На начало 2009 года запасы золота и серебра составляют соответственно 53 и 75 тонн. Исходя из увеличенной в 2008 году мощности перерабатывающей фабрики (до 1850 тонн), это гарантирует сохранение добычи металлов на месторождении еще в течение 10 лет. «Полиметалл» обладает потенциалом расширения

сырьевой базы в регионе за счет разведки и разработки новых золотоносных участков, расположенных в радиусе 150 км от Красноурьинска, с совокупными прогнозными ресурсами 140 тонн золота (включая 51 т прогнозных ресурсов условного золота «**Галкинского участка**», лицензией на геологическое изучение которого обладает дочка «Полиметалла» ООО «Полиметаллы Северного Урала»). Запасы компании в этом районе в наибольшей степени обеспечены качественной инфраструктурой: близостью к транспортным магистралям и источникам электроэнергии.

Самостоятельный интерес для компании представляет изучение «**Рефтинской зоны**», находящейся вблизи города Сухой Лог. Ее геологическое изучение осуществляется дочерним подразделением ОАО «Аурум» Прогнозные ресурсы месторождений «**Февральское**» и «**Икрянское**» в зоне оцениваются в 60 тонн золота.

Поисково-разведочные работы «Полиметалла» производятся также в Красноярском крае и в Читинской области. Деятельность на этих направлениях осуществляется компанией в партнерстве с лидером мировой золотодобычи — Южноафриканской компанией AngloGold Ashanti. Со стороны «Полиметалла» в СП участвуют ООО «Золото Тайги» и ООО «Имитзолото». Исследуемые ими месторождение «**Аненское**» и «**Апрелковско-Пешковский рудный узел**» представляют собой потенциально самостоятельные объекты для золоторазработки.



SOVLINK

YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

20 марта 2009

Оценка запасов месторождений «Полиметалла» на 01.01.2009, кг (*)

Месторождение	Содержание золота в запасах, гр/т	Золото: запасы	Золото: ресурсы	Содержание серебра в запасах, гр/т	Серебро: запасы	Серебро: ресурсы	Стандарт	ГРП	Обустройство	Эксплуатация
«Дукат»	0,9	21 555	22 225	404,5	9 569 856	10 823 207	JORC			X
«Дукатская перспективная площадь»						1 900 000	ГКЗ	X		
«Дукатское рудное поле»						3 200 000	ГКЗ	X		
«Роговикская перспективная площадь»			5 000			126 000	ГКЗ	X		
«Лунное»	1,5	4 692	10 118	340,3	1 057 163	2 548 006	JORC			X
«Арылах»	0,8	1 218	1 836	411,7	630 107	991 242	JORC			X
«Кубака»	15,5	11 042	11 042				JORC			X
«Биркачанская и Авландинская перспективные площади»	2,4	42 861	42 861				JORC		X	
«Орочская перспективная площадь»			6 283				JORC	X		
«рудопоявление Прогнозное»			20 000				ГКЗ	X		
«Гольцовое»				896,0	1 262 801	2 006 174	JORC		X	с 2010
«Воронцовское»	2,7	53 374	56 208	3,6	75 115	79 978	JORC			X
«Катасьминский участок»			40 600				ГКЗ	X		
«Рудничный участок»			15 000				ГКЗ	X		
«Тамуньерский участок»			30 000				ГКЗ	X		
«Волчанский участок»			20 000				ГКЗ	X		
Участок «Рефтинской зоны»			60 000				ГКЗ	X		
«Галкинский участок»			18 335			480 000	JORC	X		
«Хаканджинское»	4,5	18 439	21 106	225,0	999 038	1 157 679	JORC			X
«Юрьевское»	12,7	4 049	6 678	11,1	3 552	6 886	JORC			X
«Южно-Уракская площадь»			21 000				ГКЗ	X		
«Аркинско-Селемджинская площадь»			33 600			11 700	ГКЗ	X		
«Амкинская площадь»			37 600				ГКЗ	X		
«Аркинская рудная площадь»			20 000				ГКЗ	X		
«Хакаринская площадь»			14 000				ГКЗ	X		
«Албазино»	4,3	65 317	91 724				JORC		X	с 2010
«Аненское» (50%)	10,8	1 568	3 400				ГКЗ	X		
«Апрелковско-Пешковский рудный узел» (50%)			60 000				ГКЗ	X		
Всего	2,60	224 113	668 614	252,17	13 597 631	23 330 873				
в т.ч. разрабатываемые	1,97	103 326	118 170	234,89	12 334 830	15 606 998				
в т.ч. планируемые	3,60	120 787	550 444		1 262 801	7 723 874				

Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

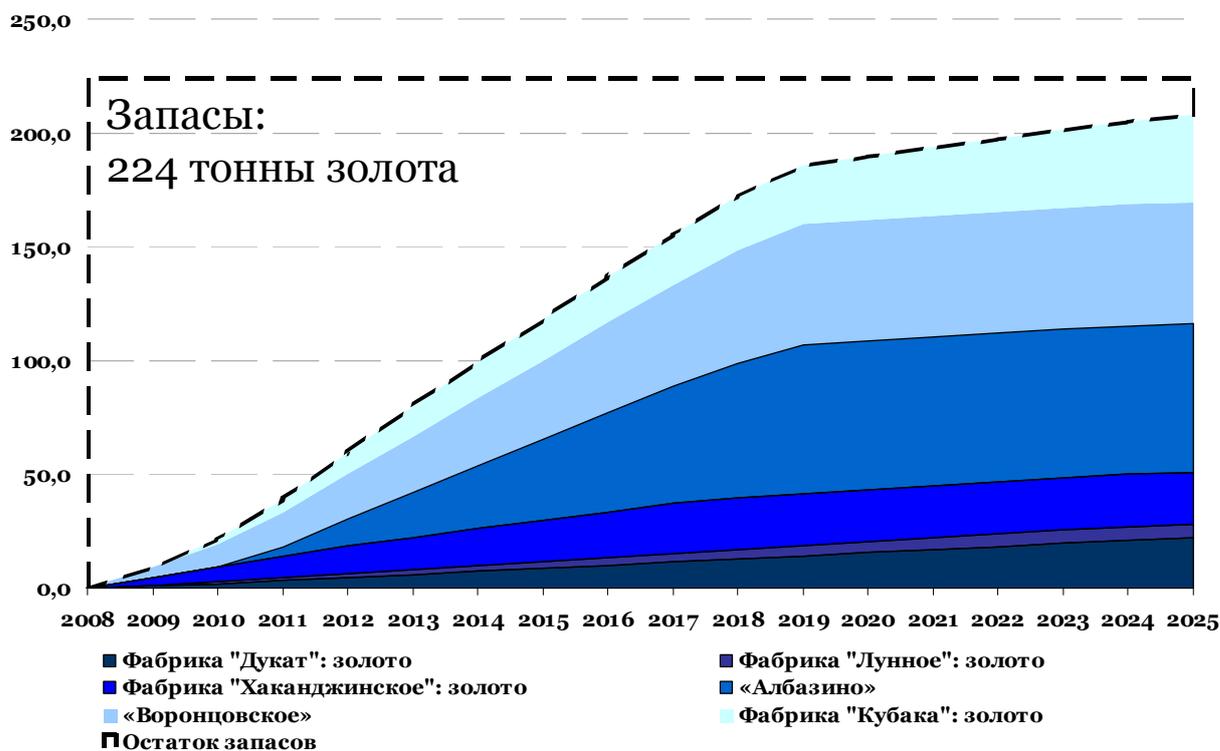
* «Запасы» обозначают балансовые запасы по российской классификации, либо совокупность доказанных и вероятных запасов – по классификации JORC.

** Ресурсы в соответствии с JORC, запасы - ГКЗ

Тел.: +7 495 967 1300

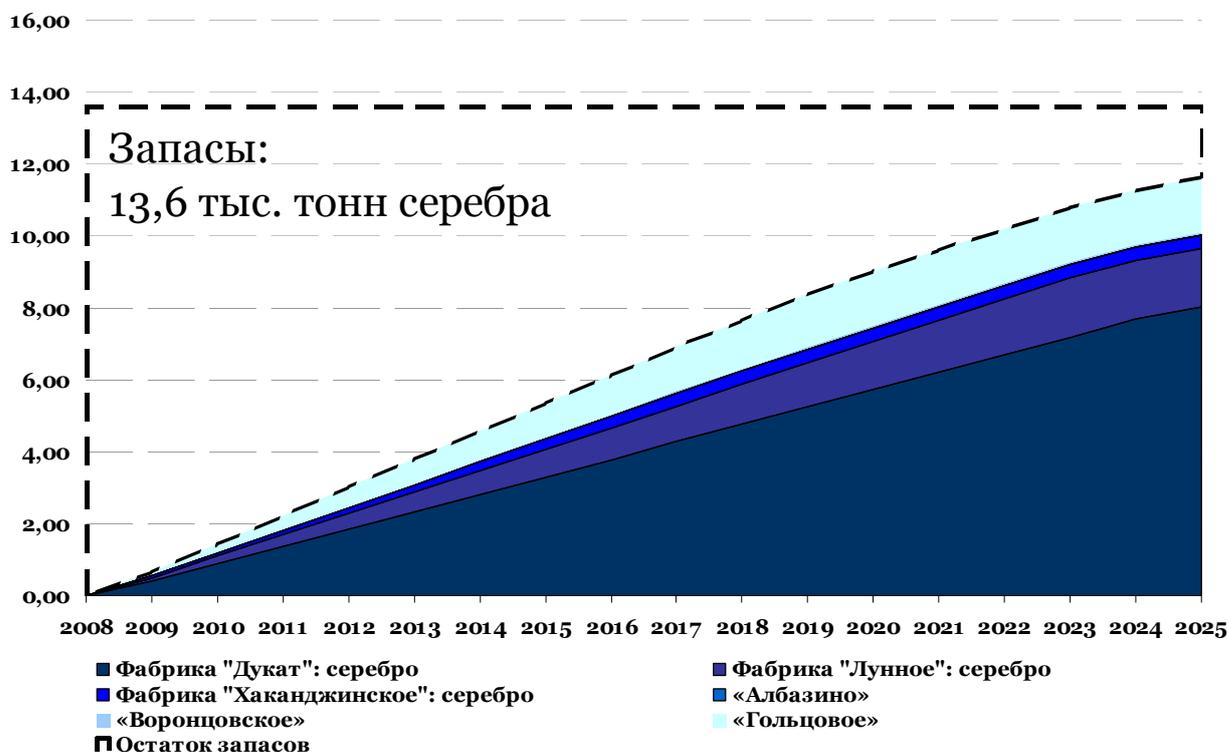
Факс: +7 495 967 1311

Динамика разработки запасов золота на месторождениях «Полиметалла», тонн



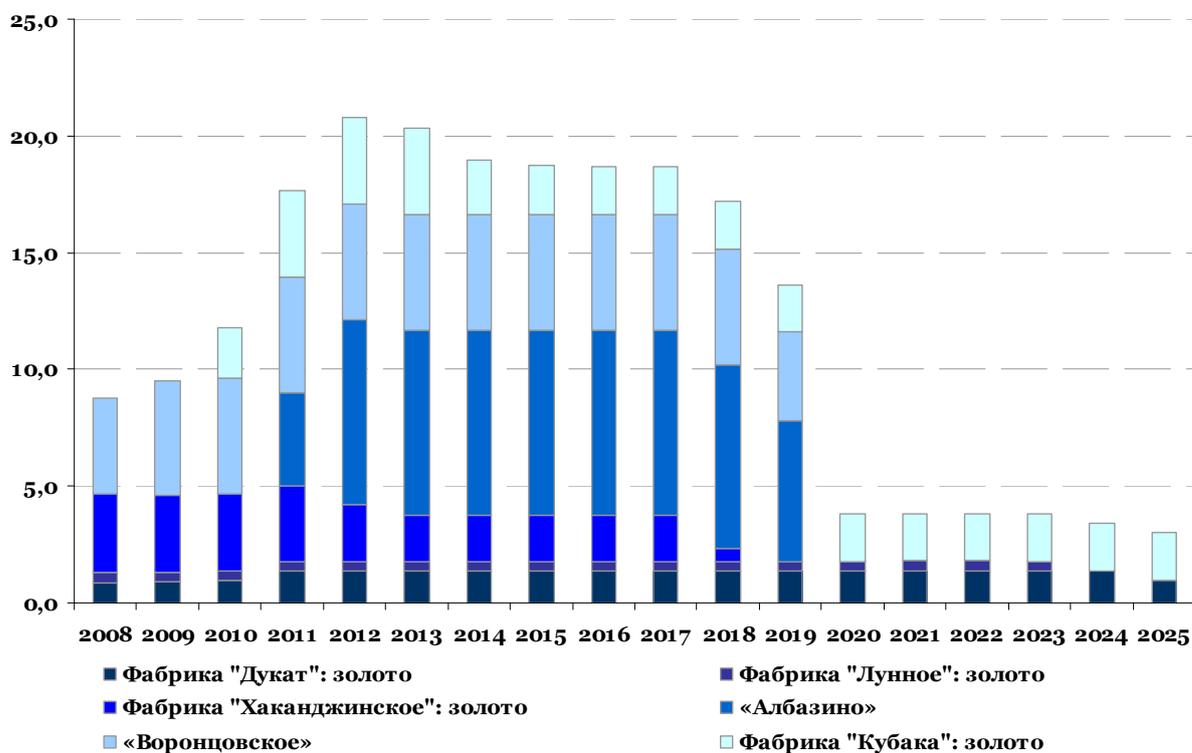
Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Динамика разработки запасов серебра на месторождениях «Полиметалла», тыс. т



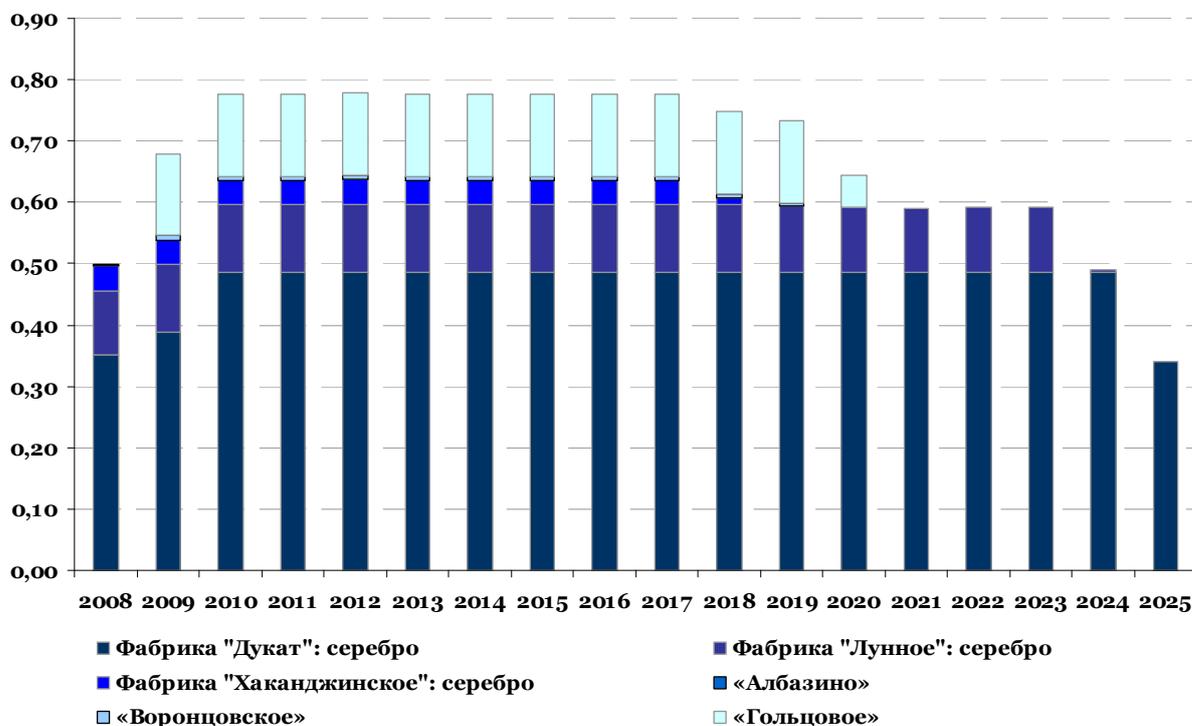
Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Добыча золота на месторождениях «Полиметалла», тонн



Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Добыча серебра на месторождениях «Полиметалла», тыс. т



Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Разработка запасов, тонн

Peter Hambro

Большинство месторождений Peter Hambro сосредоточены в Амурской области в зоне близкой доступности от транспортной инфраструктуры.

Три крупнейших актива компании составляют разрабатываемые сегодня месторождения «Покровское» и «Пионер», а также планируемый к вводу объект «Маломыр». Их доля в общих запасах составляет почти 55% или 84% добычи холдинга в 2008 году.

• Основной объем добычи Peter Hambro на территории Амурской области осуществляется на «Покровском руднике», где в 2008 году было добыто

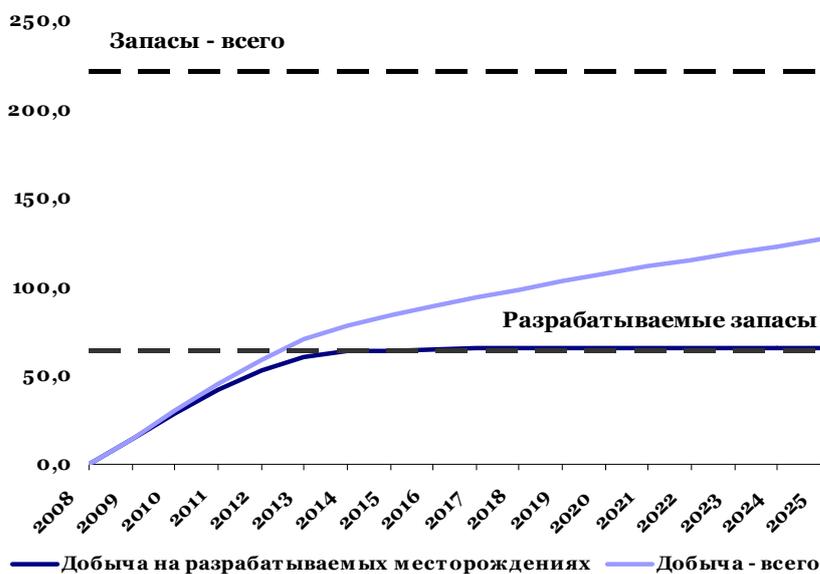
8,3 т золота. Производство ведется на фабрике производительностью 1900 т руды в год, а также методом кучного выщелачивания, где дополнительно перерабатывается 600 т руды (эффективность извлечения золота этим способом составляет около 60%).

В ближайшие пять лет собственные запасы месторождения будут исчерпаны, однако срок производства на руднике может быть увеличен за счет доразведки и ввода в оборот примыкающих к нему месторождений («Покровка-2», «Великие лужки», «Анатолевский», «Желтунак»).

Параллельно с этим планируется наращивание мощностей на месторождениях «Пионер» и «Маломыр», которые со временем полностью компенсируют вывод из работы «Покровского рудника». Рудник «Пионер», расположенный в 35 км севернее «Покровского», обладает доказанными и вероятными запасами около 35 тонн золота со средним содержанием 1,3 гр. на тонну. Из них 10,5 тонн составляют запасы Андреевской площади с более богатыми запасами, содержание золота в которой составляет 3,7 гр. на тонну. Именно эта часть запасов месторождения разрабатывается в настоящий момент — производится выемка наиболее богатой руды с содержанием 11 гр. на тонну. Мощность существующей фабрики составляет 1 млн. т руды в год, а в дальнейшем планируется ввод в строй двух новых блоков мощностью по 2,2 млн. т руды каждый. Добыча на месторождении осуществляется открытым способом. Вес добытого в 2008 году металла составил 2,3 тонны.

Месторождение «Маломыр» находится на северо-востоке амурской области (в 360 км от Покровского). Его запасы при среднем содержании 1,3 гр. на тонну руды составляют около 64 тонн золота. Геологоразведочные работы на месторождении продолжаются, однако величина доказанных запасов позволяет руководству компании рассчитывать на начало добычи уже в 2010 году. Первоначально здесь будет добываться по 1600 т руды в год, однако впоследствии мощность перерабатывающих блоков может быть увеличена до 3 млн. т руды, что позволит эксплуатировать данное месторождение в течение более 17 лет.

В собственности Peter Hambro находится также большое количество небольших и средних месторождений в Амурской области, разработка которых рассматривается в более отдаленной



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

Высокие темпы добычи, которые отличают Peter Hambro от конкурентов, приведут к отработке действующих месторождений к 2014 году. К этому моменту добыча компании может снизиться, однако введение в строй новых мощностей позволит продолжить разработку минерально-сырьевой базы в течение длительного периода.

перспективе. К их числу относятся «**Токур**», запасы которого по категориям В+С1+С2 составляют 34 тонны золота и «**Албын**» с ресурсами (Р1) 49,7 тонн золота. Балансовые запасы «Токура» для открытой разработки невелики и оцениваются компанией всего в 3,1 тонны. Основной объем богатой золотом руды содержится в виде кварцевых жил, добыча которых возможна шахтным способом. Частично запасы месторождения отработаны уже в советское время.

Разработка ресурсов «Албына», а также примыкающего к нему «Харгинского рудного поля» по планам компании может начаться в 2012 году. Наибольший интерес представляют собой Харгинские запасы, содержание золота в которых оценивается в 15 гр. на тонну.

В этом же районе находятся лицензионные участки «Сагуро-Семертакский» и «Осипкан», дополнительное изучение которых может увеличить потенциал реализации «Токурского» и «Албынского» проектов.

Peter Hambro участвует также в небольших совместных проектах по добыче золота — его партнерами выступают как самостоятельные российские компании, так и крупные зарубежные игроки. К ним относятся СП с компанией «Сусуманзолото», вместе с которой ведется добыча на месторождениях «**Школьное**» и «**Берелех**» в Магаданской области. Доля РНМ составляет 50%. При этом, если добыча на «Школьном» практически завершилась, то на «Берелехе» еще имеется серьезный потенциал. Ежегодно здесь добывается по 1,5-1,6 т россыпного золота, причем существующих запасов может хватить на 9 лет работы. Совместная добыча ведется также на месторождении «**Рудное**», руда которого перерабатывается на фабрике, построенной РНМ вместе с ОАО «Прииск Соловьевский». Объемы добычи невелики — в 2008 году здесь было получено 82 кг золота.

● **Ямал.** Большие перспективы руководство компании связывает с освоением месторождений на Ямале. Уже в 2011 году возможно начало добычи на месторождении «**Новогоднее Монто**», а также непосредственно примыкающем к нему «**Петропавловском**». Запасы этих месторождений составляют более 28 т золота по категориям С1+С2 согласно оценке на начало 2008 года, однако эффективность их извлечения долгое время оставалась под вопросом. Дополнительным аргументом в пользу их разработки является наличие в руде дополнительных минералов (прежде всего железного колчедана), которые могут использоваться в металлургии и в строительной промышленности края.



SOVLINK

YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

20 марта 2009

Оценка запасов месторождений Peter Hambro на 01.01.2009, кг (*)

Месторождение	Доля в собственности	Содержание золота в запасах, гр/т	Золото: запасы	Золото: ресурсы	Стандарт	ГРП	Обустройство	Эксплуатация
«Покровский рудник»		2,6	22 312	57 210	JORC *			X
«Великие лужи»				7 092	ГКЗ	X		
«Анатолевский»				995	ГКЗ	X		
«Желтунак»					ГКЗ	X		
«Пионер»	1,3		33 794	82 626	JORC			X
«Апрельское»					ГКЗ	X		
«Маломыр»	1,3		63 980	159 872	JORC		X	с 2009
«Ворошиловское»	17,4		1 462	2 022	ГКЗ	X		
«Токур»	3,2		33 654	84 601	ГКЗ		X	
«Сагуро-Семертакский»				17 500	ГКЗ		X	
«Осипкан»				15 000	ГКЗ	X		
«Албын»				49 766	ГКЗ	X		с 2012
«Харгинское»				12 006	ГКЗ	X		
«Верхне-Алиинское»		13,2	20 808	20 808	ГКЗ	X		
«Берелех»	50%	0,1	6 812	7 714	ГКЗ			X
«Школьное»	50%				ГКЗ			X
«Новогоднее Манто»	90%	1,3	6 494	14 892	ГКЗ		X	с 2011
«Петропавловское»		1,5	20 839	50 854	ГКЗ		X	
«Войкаро-Щучинское»					ГКЗ	X		
«Яшор-Лабтаяганское»					ГКЗ	X		
«Кулиинский»					ГКЗ	X		
«Бухтинский»					ГКЗ	X		
«Чагоянск»					ГКЗ	X		
«Одолго»		4,1	715	995	ГКЗ			X
«Соловьевский»		8,5	9 424	16 423	ГКЗ	X		
«Кировское»				15 552	ГКЗ	X		
«Талдан»				7 496	ГКЗ	X		
Всего		1,81	220 295	623 424				
в т.ч. разрабатываемые		1,64	63 633	156 632				
в т.ч. планируемые		1,88	156 662	466 792				

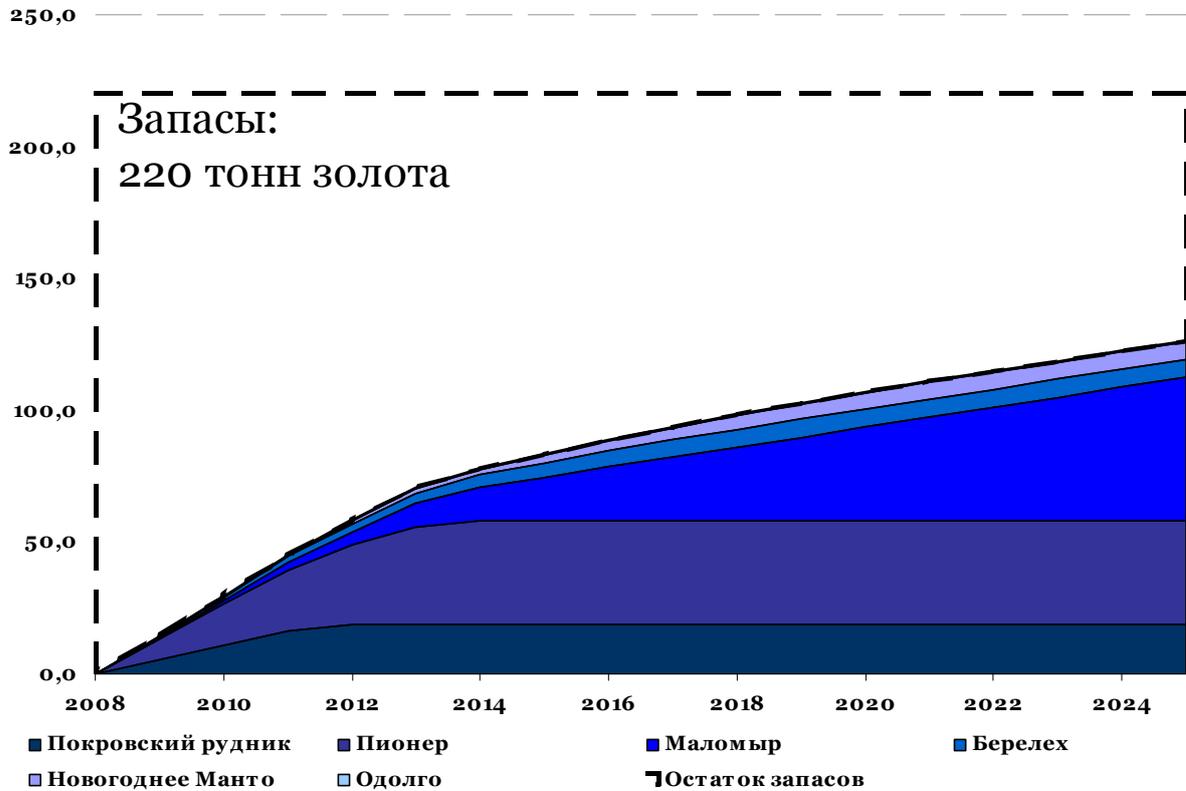
Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

* «Запасы» обозначают балансовые запасы по российской классификации, либо совокупность доказанных и вероятных запасов – по классификации JORC.

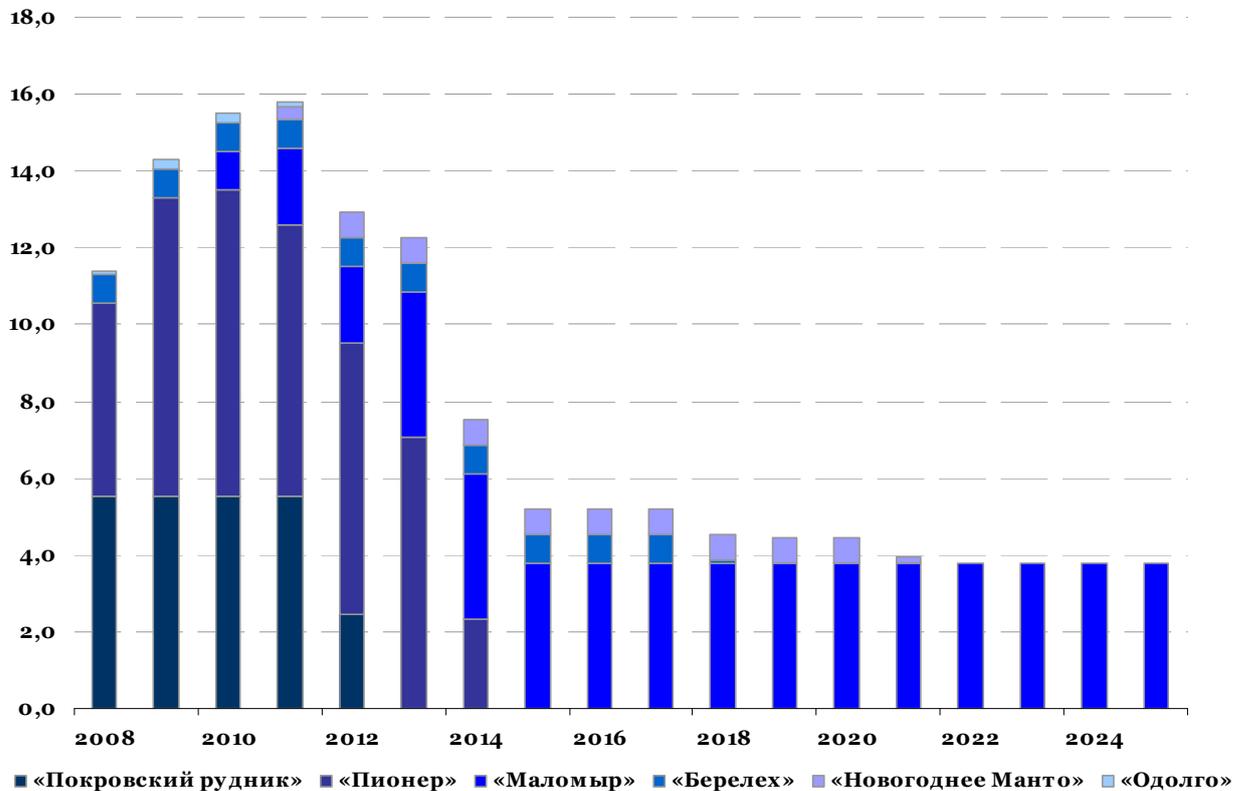
Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Динамика разработки запасов золота на месторождениях Peter Hambro, тонн



Добыча золота на месторождениях Peter Hambro, тонн



Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Highland Gold

- Единственным разрабатываемым в настоящее время активом Highland Gold является амурское месторождение «Многовершинное» (Хабаровский край). Одновременно это крупнейший актив компании, с оцениваемыми по классификации JORC запасами в 49 тонн золота. При нынешних темпах разработки (в 2007 и 2008 годах добыча составила по 4,9 т золота) запасы месторождения будут исчерпаны к 2018 году.

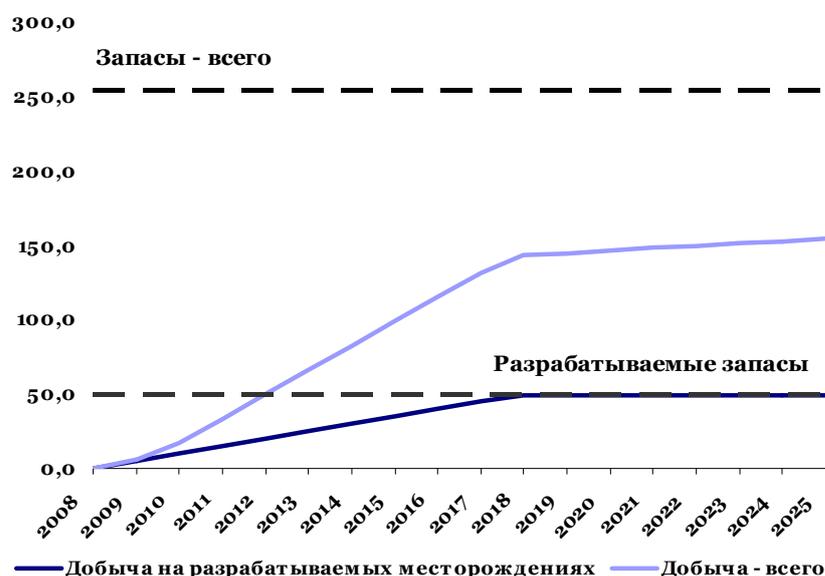
К этому времени компания рассчитывает запустить ряд новых проектов, наиболее перспективными из которых являются месторождения «Новоширокинское» в Читинской области и «Майское» на Чукотке. Оба месторождения предполагалось разрабатывать еще до того как они перешли в собственность Highland Gold, однако на разных стадиях проектирование было остановлено. Возобновление работ возможно прежде всего за счет доразведки и переоценки запасов, а также повышения рентабельности добычи в условиях выгодной рыночной конъюнктуры.

Прочие объекты компании в Хабаровском крае находятся в стадии геологоразведки и их разработка не планируется в ближайшее время. Наибольшие перспективы в плане начала добычи у месторождения «Белая гора». Выгодное расположение (в 66 км от действующего «Многовершинного месторождения» и в 5 км от ближайшей линии электропередач) обеспечивает ему статус актуальной ресурсной базы для фабрики, находящейся в поселке Многовершинный. Запасы месторождения по категориям C1+C2 будут защищаться пред госкомиссией в 2009 году и могут составить до 30 тонн золота при содержании 2,5 гр/т.

- **Читинская область.** Строительство на «Новоширокинском руднике» в 500 км от Читы велось до 1994 года, когда оно прекратилось в связи с недостатком финансирования. Запасы месторождения содержат не только золото, но и серебро (около 90 гр. на тонну), а также цинк и свинец (1,5-2% и 4-5% соответственно). Это предопределило приоритеты при изучении месторождения в советское время, поскольку первоначально именно присутствие цинка и свинца в руде служило обоснованием для начала строительства фабрики. Сегодня Highland готовится осваивать месторождение в партнерстве с компанией, специализирующейся на добыче этих видов ископаемых ресурсов — «Казцинк», контроль над которой принадлежит швейцарской Glencore. Однако, несмотря на высокую степень готовности к работе, в конце 2008 года вновь было принято решение об отсрочке начала добычи на руднике в связи со снижением стоимости цинка на рынке.

Определенные перспективы расширения добычи в Читинской области связаны также с доразведкой и запуском добычи на «Тасеевском» и «Голготайском» месторождениях, а также

Разработка запасов, тонн



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

Медленный ввод в строй новых объектов добычи является главным недостатком компании с точки зрения инвесторов. Наличие богатых ресурсов позволяет Highland Gold меньше внимания уделять поиску новых месторождений, однако если проблемы с запуском добычи в Читинской области и на Чукотке сохранятся, компания может лишиться лицензий.

отработкой хвостов «Балейской золотоизвлекательной фабрики». Переработка уже добытой руды с «Балейской фабрики» при среднем содержании золота 1,02 гр. на тонну руды более рентабельна по сравнению с формированием нового карьера. В то же время, два месторождения, расположенных в непосредственной близости с совокупными запасами и ресурсами 78,6 тонн золота при среднем содержании 5,6 гр. на тонну дают надежное основание для организации нового центра добычи в регионе.

- **Чукотка.** Крупнейший по запасам актив Highland Gold — «**Майское месторождение**», расположено в 187 км от чукотского порта Певек. Сроки начала разработки месторождения также неоднократно сдвигались. Уже после приобретения лицензии в 2004 году Highland Gold вынуждено было отложить добычу с 2007 на 2010 год. Но сегодня стоит под вопросом и эта дата. Несмотря на то, что с точки зрения инфраструктуры проект находится в высокой степени готовности, точные запасы золота на месторождении до сих пор не подсчитаны. При этом объем измеренных и выявленных ресурсов составляет 79 тонн при среднем содержании золота 11,5 гр. на тонну, что свидетельствует о большом потенциале добычи.



SOVLINK

YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

20 марта 2009

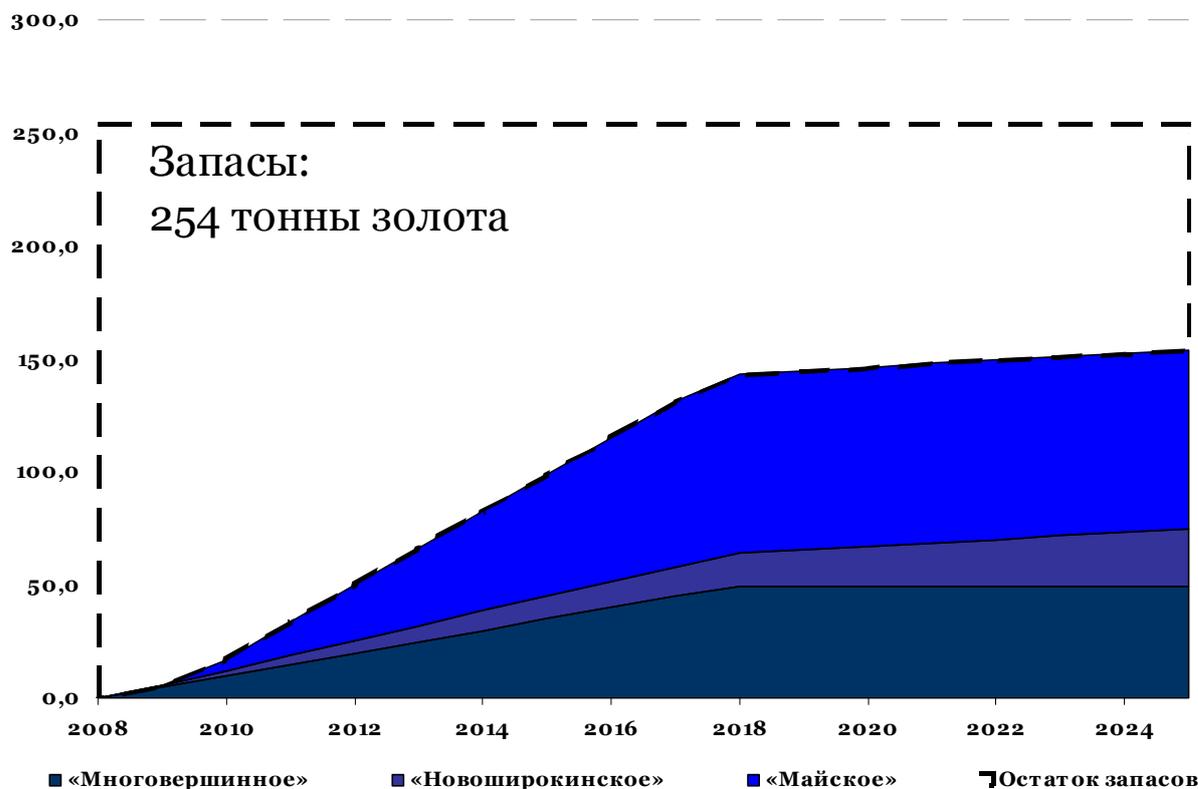
Оценка запасов месторождений Highland Gold на 01.01.2009, кг (*)

Месторождение	Доля в собственности	Содержание золота в запасах, гр/т	Золото: запасы	Золото: ресурсы	Стандарт	ГРП	Обуст-ройство	Эксплу-атация
«Многовершинное»		8,0	49 226	73 144	JORC			X
«Новоширокинское»	48,25%	7,2	28 235	35 234	JORC		X	с 2009
«Майское»		11,5	79 412	227 738	JORC *		X	с 2010
«Тасеевское»				68 739	JORC		X	
«Голготайское»		15,4	9 891	9 891	ГКЗ	X		
«Белая Гора»		2,5	30 400	30 400	ГКЗ	X		
«Совиное»				10 000	ГКЗ	X		
«Любавинское»		1,5	42 000	42 000	ГКЗ	X		
Хвосты «Балейской ЗИФ-1»		1,0	15 085	15 085	ГКЗ	X		
«Ункурташ»				300 000	ГКЗ	X		
«Иска»					ГКЗ	X		
«Майя» и «Иникан»					ГКЗ	X		
Всего		4,1	254 249	812 231				
в т.ч. разрабатываемые		8,0	49 226	73 144				
в т.ч. планируемые		3,7	205 023	739 087				

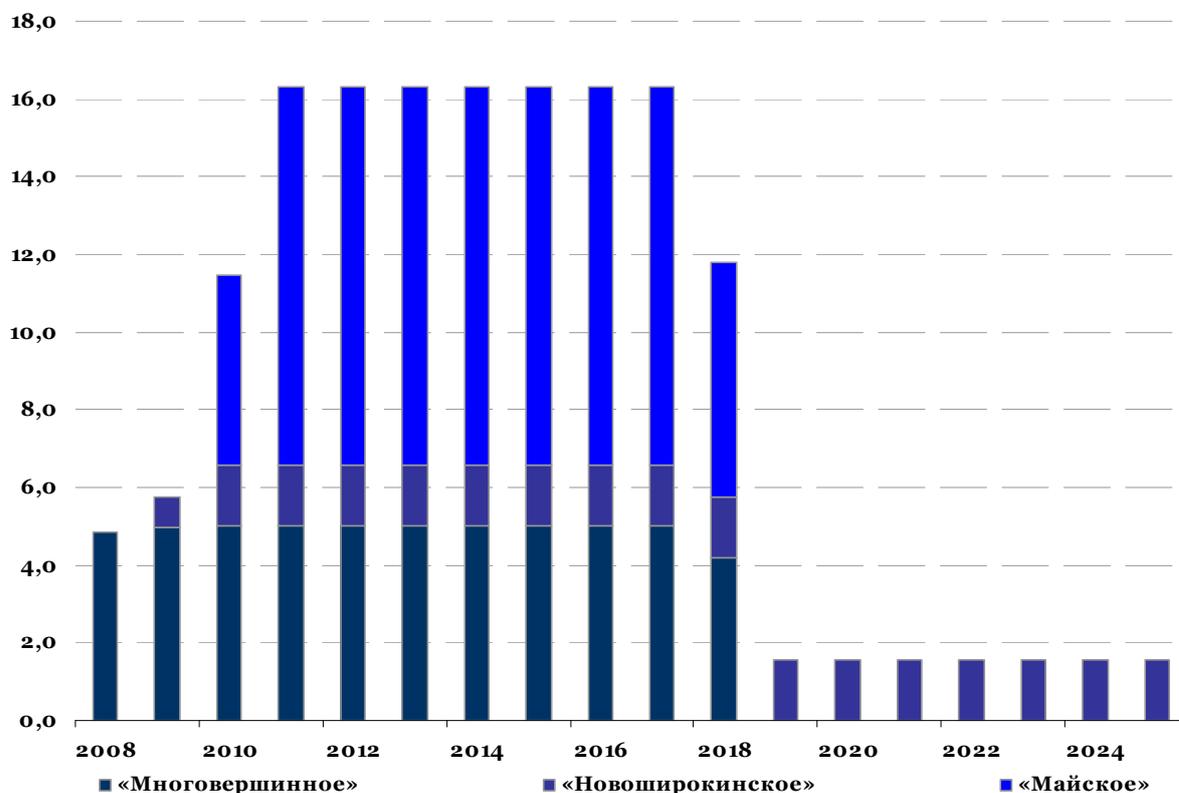
Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

* «Запасы» обозначают балансовые запасы по российской классификации, либо совокупность доказанных и вероятных запасов – по классификации JORC.

Динамика разработки запасов золота на месторождениях Highland Gold, тонн



Добыча золота на месторождениях Highland Gold, тонн



Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Разработка запасов, тонн

«Селигдар»

«Селигдар» — независимый игрок рынка золота, занимающийся разработкой 5 месторождений, расположенных в республике Саха и Алтайском крае: «Самолазовское», «Гарбузовское», «Межсопочное», «Нижнеякокитское» и «Мурзинское-1».

Месторождения отличаются сравнительно невысоким содержанием золота в добываемой руде (от 1,1 до 3,3 гр. на т), что требует особых способов обработки руды для достижения приемлемого уровня рентабельности добычи.

На Якутских

месторождениях компания применяет технологию кучного выщелачивания, которая позволяет более эффективно добывать золото даже при условии низкого процента содержания металла в руде и предполагает сравнительно низкие капитальные затраты. Принцип технологии основан на растворении золота в щелочном растворе, которым пропитывается большой объем руды, и последующем восстановлении металла с помощью химической реакции. Уровень извлекаемости золота при использовании этого способа выше, нежели при применении традиционного гравитационного отсеивания и флотации, поэтому его можно использовать для обработки существующих отвалов на старых месторождениях.

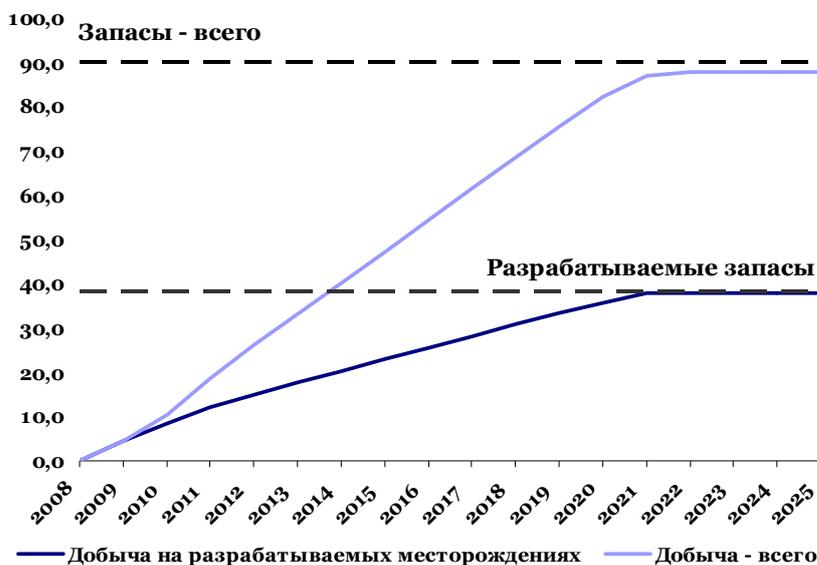
Компактность расположения ключевых разрабатываемых и планируемых объектов «Селигдара» упрощает процессы администрирования и снижает издержки на строительство объектов инфраструктуры.

Действующие месторождения

Разработка месторождений «**Самолазовское**», «**Гарбузовское**» и «**Межсопочное**» ведется компанией с момента ее основания (Преобразования из Артели старателей «Селигдар») в 2005 году. Руда на «Межсопочном» — наиболее богатая среди разрабатываемых компанией месторождений: в тонне исходного материала содержится 3,3 гр. золота. На «Самолазовском» и «Гарбузовском» месторождениях содержание золота составляет соответственно 2,1 и 1, 8 гр. на тонну. К 2011 году запасы названных месторождений могут быть исчерпаны полностью.

С середины 2008 года на «**Нижнеякокитском рудном поле**», в которое входят пять месторождений: «Надежда», «Верхнее», «Смежное», «Хвойное» и «Трассовое», запущена промышленная добыча рудного золота. Мы ожидаем, что в 2009 году разработка запасов этих месторождений выйдет на уровень 2,225 т золота в год, что позволит компенсировать постепенное уменьшение добычи на «Самолазовском» и «Межсопочном» месторождениях. Средний уровень содержания золота в руде «Нижнеякокитского» составляет 1,5 гр. на т.

Кроме этого в настоящий момент подконтрольная «Селигдару» «Артель старателей «Поиск» ведет разработку «**1-го Мурзинского**» месторождения в Алтайском крае. Работы по добыче золота на этом месторождении производятся артелью с 1996 года. Средний уровень содержания



Источник: данные компаний, оценки ООО «Совлинк»

Руководство «Селигдара» строит серьезные планы наращивания объемов добычи, однако большинство из месторождений компании невелики по масштабу, что потребует приобретения новых лицензий к 2020 году.

золота в руде – 1,5 гр. на т. Текущих запасов месторождения может хватить для ведения добычи до 2018 года.

Предполагаемые к разработке месторождения

Перспективы расширения добычи, на которое рассчитывает руководство компании, тесно связаны с месторождениями «Рябиновое» и «Васин», обладающими наибольшими запасами в совокупном объеме сырьевой базы.

Месторождение «**Рябиновое**», на котором завершена стадия разведочного бурения, обладает балансовыми запасами, включая прогнозные – 16,7 т золота. Начало разработки месторождения запланировано на 2009 год, когда будет подготовлено технико-экономическое обоснование (ТЭО) проекта, а к 2011 году на нем должна начать функционировать обогатительная фабрика. Уровень содержания золота в руде составляет 2,5 гр. на т.

В 2010 году ввод новых мощностей продолжится. Согласно планам компании добыча должна начаться в Киргизии на месторождении «**Апрельское**» (С учетом доли компании 51%, запасы составляют – 1,59 т, разведанные ресурсы – около 9 т), а также «**Васин**» в Оренбургской области (доля «Селигдара» в проекте – 72%, запасы – 31,9 т, объем ресурсов – 31,1 т) и «**Лунное**» (республика Саха). Запасы золота последнего месторождения невелики и составляют 1,5 тонны, а ресурсы – 10,6 т золота. Важной составляющей руды данного месторождения является наличие природного урана в количестве примерно 5,4 тыс. т. Запуск освоения запасов «Лунного» планируется к 2011 году, когда будут завершены основные геологоразведочные работы. Партнером компании в этом проекте (с долей 50,03%) выступает урановый холдинг «Атомредметзолото», который займется реализацией производимого урана.



SOVLINK

YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

20 марта 2009

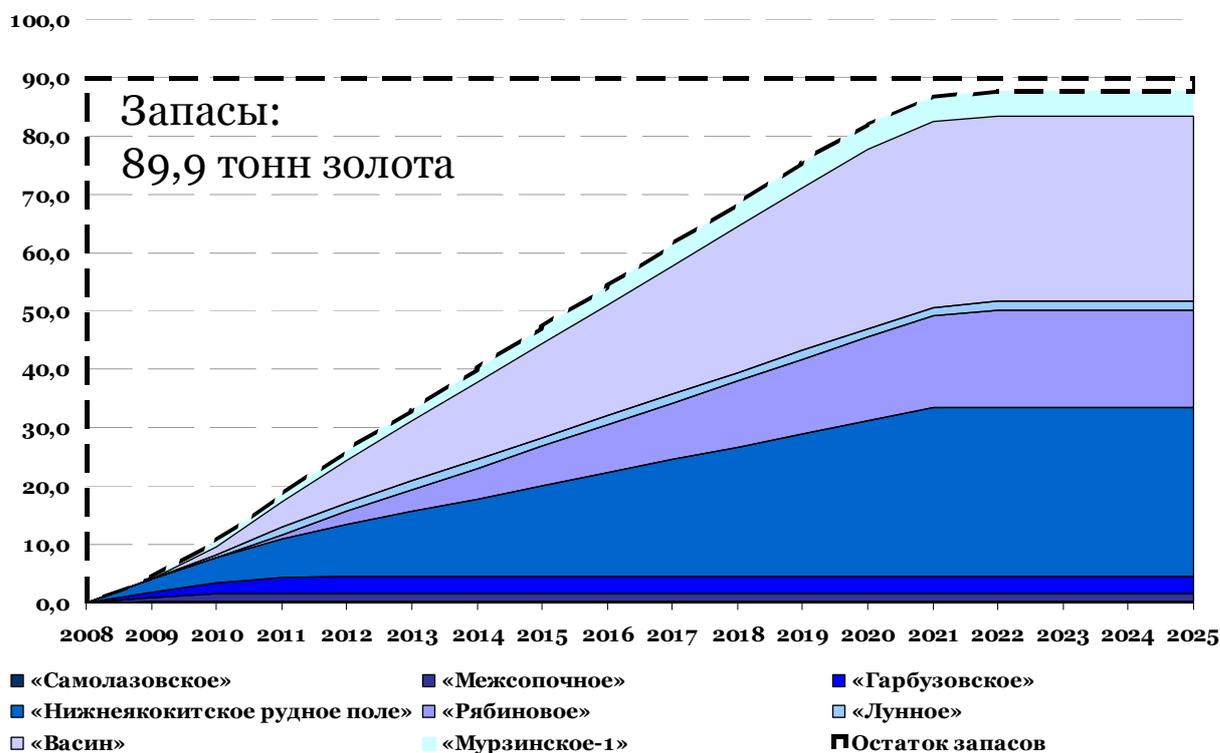
Оценка запасов месторождений «Селигдара» на 01.01.2009, кг (*)

Месторождение	Доля в собственности	Содержание золота в запасах, гр/т	Золото: запасы	Золото: ресурсы	Стандарт	ГРП	Обустройство	Эксплуатация
«Самолазовское»		2,1	275	10 654	ГКЗ			X
«Межсопочное»		4,9	1 274	7 853	ГКЗ			X
«Гарбузовское»		1,8	2 949	9 545	ГКЗ			X
«Верхне-Якокутская площадь»				16 944	ГКЗ		X	н/д
«Нижнеякокутское рудное поле»		1,5	30 009	50 022	ГКЗ		X	с 2008
«Рябиновое»		2,5	16 744	25 582	ГКЗ	X		с 2010
«Лунное»	49,97%	3,9	1 499	10 594	ГКЗ	X		с 2010
«Васин»	72%	5,0	31 900	32 144	ГКЗ			X
«Мурзинский участок»:	82%							с 2008
«Мурзинское-1»	82%	1,5	3 687	3 687	ГКЗ	X		н/д
«Мурзинское-2,3»	82%			12 300	ГКЗ	X		с 2010
«Апрельское»	51%		1 593	9 060	ГКЗ	X		
«Табардыр»				2 099	ГКЗ	X		
«Енньё»				486	ГКЗ	X		
«Склон»				456	ГКЗ	X		
«Кэдерги»				1 147	ГКЗ			X
Всего		2,29	89 929	192 572				
в т.ч. разрабатываемые		1,52	38 194	81 761				
в т.ч. планируемые		3,72	51 735	110 812				

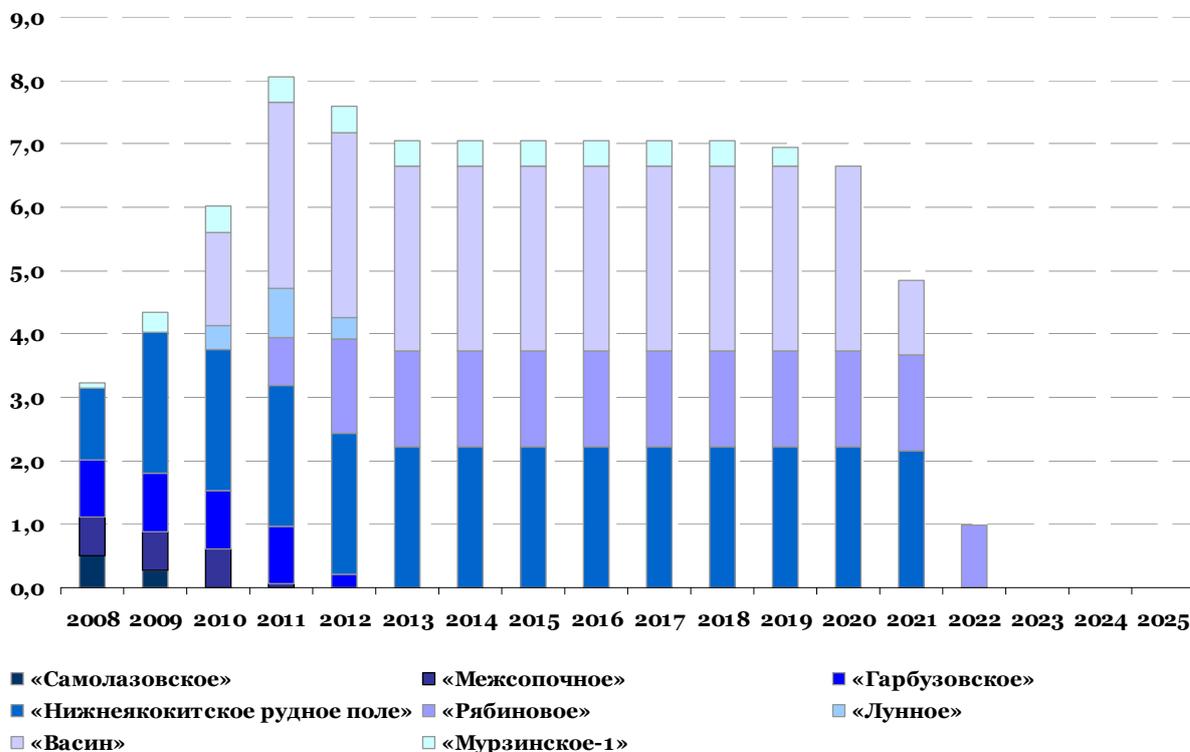
Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

* «Запасы» обозначают балансовые запасы по российской классификации, либо совокупность доказанных и вероятных запасов – по классификации JORC.

Динамика разработки запасов золота на месторождениях «Селигдара», тонн



Добыча золота на месторождениях «Селигдара», тонн



Источник: данные компании, оценки ООО «Совлинк»

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел. : +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2009г., ООО "Совлинк". Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация ("Информация") не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО "Совлинк" или иных согласованных с ООО "Совлинк" лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО "Совлинк" по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО "Совлинк" не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО "Совлинк" могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО "Совлинк" не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО "Совлинк" не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО "Совлинк" будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.