



Борис Красноженов
Начальник управления
Старший аналитик по сектору металлов и горной добычи
(+7 495) 795-3612
Елизавета Арбузова
Аналитик
+ 7 (495) 010 48 89

Полюс

Рост цен на золото транслируется в финансовые показатели

На фоне рекордного роста цен на золото, удвоения производства на горизонте нескольких лет и снижения WACC мы повышаем целевую цену для Полюса до уровня в 2 890 руб. за акцию (против 2 380 руб. за акцию).

Золото обновляет рекорд за рекордом

С начала этого года золото прибавило в цене 60%, а на этой неделе впервые достигло отметки \$4 300 за унцию под влиянием геополитической и экономической неопределенности. Так, стабильный спрос на драгметалл со стороны ЦБ, устойчивый приток средств в профильные ETF, торговая напряженность между США и Китаем, а также перспектива снижения процентных ставок в США, являются структурными факторами поддержки для рынка золота. Все эти аспекты позволяют нам повысить наш прогноз цен на золото на 2025–2026 гг.: среднее значение золота за 2025 год на уровне \$3 400 за унцию, а средняя цена драгметалла на 2026 год будет на уровне \$3 950 за унцию.

Добыча и производство золота Полюсом

В 2028 году компания планирует перейти к наращиванию производства золота по сравнению с уровнем 2,5-2,6 млн унций в 2025-2027 гг. Мы прогнозируем рост производства до 3,3 млн унций в 2028 году на фоне запуска первой очереди Сухого Лога и новой площадки кучного выщелачивания на Куранахском месторождении. К 2032 году ждем производство на уровне чуть выше 6 млн унций за счет выхода второй очереди Сухого Лога на полную мощность.

Рекордные цены на золото позволяют рассчитывать на привлекательную дивидендную доходность

По нашим оценкам, рост цены на золото в последующие годы нивелирует некоторое плато в производственных результатах компании, а рентабельность по EBITDA сохранится на достаточно высоком уровне 72-74% на горизонте 2025-27 гг., а прочие основные финансовые показатели, вероятно, будут демонстрировать стабильность. Тем не менее, отметим, что на горизонте трёх лет мы не рассчитываем увидеть ТСС компании ниже \$600 на унцию за счет высокого НДПИ. Тем не менее, рекордные цены на золото позволяют компании не только покрывать высокие капзатраты, но и выплачивать дивиденды. По нашим подсчетам, дивиденды за 2025 год будут на уровне 173,4 руб. на акцию, что соответствует див. доходности на уровне 6%, при выплате 30% от EBITDA. Мы рассчитываем, что лишь после запуска первой очереди Сухого Лога можно будет рассчитывать на выплату выше нижней границы див. политики (до 16% див. доходности в 2030 году при выплате 50% от EBITDA).

Оценка компании

По итогам пересмотра модели мы повышаем целевую цену по Полюсу до 2 890 руб. за акцию (против 2 380 руб. ранее). Новая целевая цена предполагает 28%-й апсайд и рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА. При расчете целевой цены мы использовали метод дисконтирования денежных потоков (WACC - 18%) а также сравнительный анализ по двум мультипликаторам – EV/EBITDA 2027П (6x) и PE 2027П (8x) в равном соотношении.

Чувствительность EBITDA за 2026 год

		Цена золота, \$/унция					
		3850	3950	4050	4150	4250	4350
Курс USD/RUB	80	7 048	7 291	7 534	7 776	8 019	8 262
	85	7 055	7 297	7 540	7 783	8 026	8 268
	90	7 060	7 303	7 546	7 789	8 031	8 274
	95	7 065	7 309	7 551	7 794	8 037	8 279
	100	7 070	7 313	7 556	7 798	8 041	8 284
	105	7 074	7 317	7 560	7 803	8 045	8 288

Источник: данные компании, Альфа-банк

Рынок акций

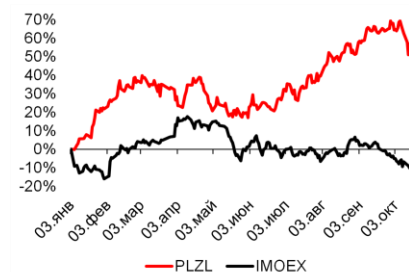
17 октября 2025

Рекомендация

Тикер	PLZL RX
Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия, Р	2 255
Новая целевая цена, Р	2 890
Потенциал роста	28%

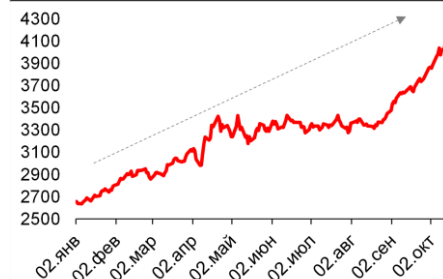
Источник: Мосбиржа, Альфа-Банк
Цена закрытия – 16 октября

Динамика акций PLZL и IMOEX



Источник: Мосбиржа, Альфа-Банк

Динамика цены золота, \$/унция



Источник: данные компании, Альфа-банк

Динамика ключевых финансовых показателей

\$ млн	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	7 343	8 839	9 805	9 959
EBITDA	5 877	6 191	7 309	7 294
Рентабельность по EBITDA, %	77%	72%	74%	74%
Чистая прибыль	3 081	3 912	4 448	4 502
Рентабельность по чистой прибыли, %	42%	44%	45%	45%
ТСС, \$/унция	383	688	678	642
CAPEX	1 257	2 587	2 820	2 581
СДП	1 559	2 805	2 230	2 189
Чистый долг	6 233	7 014	7 681	8 047
Чистый долг/EBITDA, x	1,1	1,1	1,1	1,1
Дивиденды выплаченные	1 147	1 922	2 193	2 219
Объявленный дивиденд на акцию,	9,9	2,0	2,3	2,3
Объявленный дивиденд на акцию,	1375	173	221	234
Дивидендная доходность, %	9%	6%	7%	8%
PIE, x	4,3	7,5	7,7	8,0
EV/EBITDA, x	4,0	5,7	5,8	6,0
Производство, тыс. унций	3 002	2 540	2 482	2 590



Изменение макропрогнозов

В 2025 году цены на золото 47 раз обновили исторический максимум, а на этой неделе превысили отметку \$4 300 за унцию на фоне новой эскалации торгового противостояния между США и Китаем, шатдауна в США и «голубиных» комментариев председателя ФРС – Джерома Пауэлла. Столь положительная динамика обусловлена высоким инвестиционным спросом, иными словами, рекордными чистыми притоками в золотые ETF в результате геополитической напряженности и внутривалютных проблем в ряде стран, стабильным спросом на драгметалл со стороны мировых ЦБ и перспективами смягчения политики Федерезерва. Между тем, BofA повысил прогноз цен на золото на 2026 год до \$5 000 за унцию, а Goldman Sachs, в свою очередь, поднял с \$ 4 300 до \$4 900 за унцию. Мы считаем, что есть вполне убедительные основания ожидать, что рост цен продолжится, хотя и не исключаем некоторой коррекции относительно текущих уровней. По нашим прогнозам, к концу 2025 года золото, вероятно, будет торговаться на уровне \$3 900 за унцию (при среднем значении за год \$3 400 за унцию), а к концу 2026 года оно подорожает до \$4 200 за унцию (при средней цене за год \$3 950 за унцию). При этом отметим, что в основе наших прогнозов лежат довольно консервативные допущения, поэтому не исключено, что фактический рост цен в следующем году может оказаться более значительным.

Таблица 1: Расчетная база для моделей

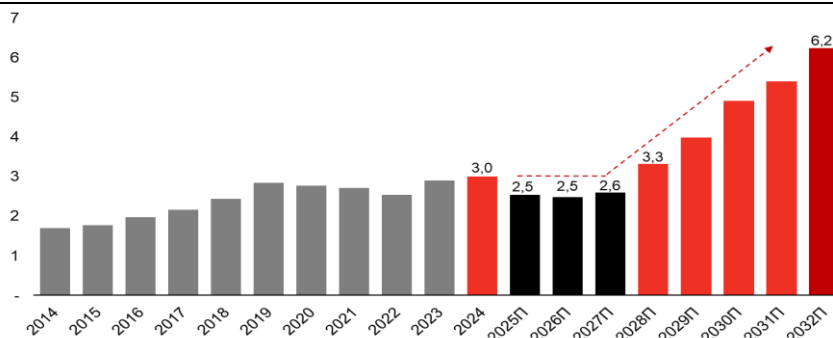
	2025 год	2026 год
Старый прогноз средней цены на золото, \$/унция	3 300	3 450
Обновленная цена на золото на конец года, \$/унция	3 900	4 200
Обновленная средняя цена на золото за год, \$/унция	3 400	3 950
Средний курс USD/RUB	85,4	95,5

Источник: Альфа-банк

Анализ текущих показателей Полюса и расчет новой целевой цены

Полюс подтвердил озвученный в начале года прогноз на 2025–2027 гг., согласно которому объемы добычи в этот период должны составить 2,5-2,6 млн унций в год, то есть будут ниже рекордных значений 2024 г. (3,0 млн унций). Снижение объемов обусловлено плановым переходом к отработке пятой очереди карьера на Олимпиаде. Тем не менее, уже в 2028 году мы ожидаем роста производства до 3,3 млн унций за счет запуска первой очереди Сухого Лога и новой площадки кучного выщелачивания на Куранахском месторождении. В первой половине 2030-х годов, когда Сухой Лог выйдет на полную мощность и заработают две очереди, по нашим прогнозам, производство должно увеличиться более чем в два раза относительно текущих уровней, до 6 млн унций в год.

Рис. 1: Динамика производства золота Полюса, млн унций



Источник: данные компании, Альфа-банк



Тем не менее, по нашим оценкам, рост цена на золото в последующие годы нивелирует некоторое плато в производственных результатах компании. Вопреки прогнозам компании, согласно которым в 2025 году денежные затраты (ТСС) должны составить \$525-575 на унцию, по нашим подсчетам, при таком уровне цен на золото и, как следствие, повышенном НДС, ТСС по итогам текущего года увеличится почти вдвое, до \$688 на унцию. Более того, на горизонте 2025–2027 гг. мы не рассчитываем увидеть ТСС компании ниже \$600 на унцию при таких рекордных ценах на золото. Тем не менее, рентабельность по EBITDA сохранится на достаточно высоком уровне 70-74%, а прочие основные финансовые результаты, вероятно, будут демонстрировать неплохую динамику.

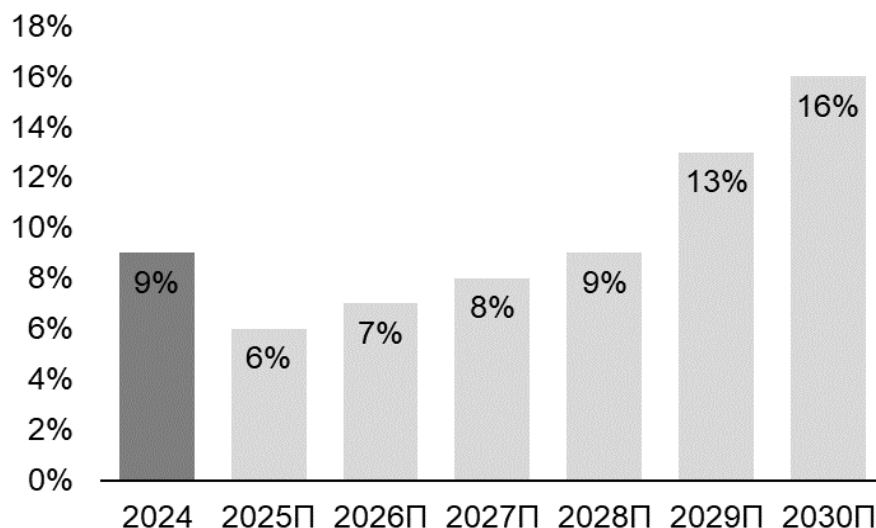
Таблица 2: Динамика ключевых финансовых показателей

\$ млн	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	7 343	8 839	9 805	9 959
EBITDA	5 677	6 191	7 309	7 397
Рентабельность по EBITDA, %	77%	72%	74%	74%
Чистая прибыль	3 081	3 912	4 446	4 580
Рентабельность по чистой прибыли, %	42%	44%	45%	46%
Общие денежные затраты (ТСС), \$/унция	383	688	678	642
Капитальные затраты	1 257	2 567	2 620	2 591
СДП	1 559	2 605	2 230	2 169
Чистый долг	6 233	7 014	7 661	8 047
Чистый долг/EBITDA	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Дивиденды выплаченные	1 147	1 922	2 193	2 219
Объявленный дивиденд на акцию, \$/акция	9,89	2,03	2,31	2,34
Объявленный дивиденд на акцию, руб./акция	1 375	173	221	234
Дивидендная доходность, %	9%	6%	7%	8%

Источник: данные компании, Альфа-банк

Что касается дивидендных выплат компании, напомним, что в начале 2025 года Полюс представил новую див. политику, согласно которой компании направляет на дивиденды 30% от EBITDA (целевой уровень выплат не реже двух раз в год). За 1П25 Полюс выплатил 70,85 руб. на акцию, таким образом, по нашим подсчетам за 2П25 можно ожидать дивиденд на акцию на уровне 102,6 руб. на акцию, что транслируется в див. доходность на уровне 5% при текущей цене бумаг Полюса. В период 2025-2027 гг. мы не ожидаем дивиденды выше целевого уровня (30% от EBITDA) за счет высокого уровня капитальных затрат на фоне запуска Сухого Лога. Тем не менее, считаем, что после 2029 года можно рассчитывать на дивиденд в размере 50% от EBITDA.

Рис. 2: Хорошая дивидендная доходность Полюса с восходящим трендом



Источник: данные компании, Альфа-банк

**Таблица 3: Чувствительность дивидендов на акцию (руб.) за 2026 год**

		Цена золота, \$/унция				
		3850	3950	4050	4150	4250
Курс USD/RUB	80,5	179	186	192	198	204
	85,5	191	197	204	210	217
	90,5	202	209	216	223	230
	95,5	213	221	228	235	243
	100,5	225	232	240	248	255
	105,5	236	244	252	260	268
	110,5	247	256	264	273	281

Источник: данные компании, Альфа-банк

Оценка компании

По итогам пересмотра модели мы повышаем целевую цену по Полюсу до 2 890 руб. за акцию (против 2 380 руб. ранее). Новая целевая цена предполагает 28%-й апсайд и рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА. При расчете целевой цены мы использовали метод дисконтирования денежных потоков (WACC - 18%) а также сравнительный анализ по двум мультипликаторам – EV/EBITDA 2027П (6x) и PE 2027П (8x) в равном соотношении.

Таблица 4: Оценка справедливой стоимости бумаги

		Оценка	Вес для расчета
DCF	18%	4 448	33%
EV EBITDA (x)	6	2 149	33%
PE (x)	8	2 159	33%
		Целевая цена, руб. за акцию	2 890
		Потенциал роста	28%

Источник: данные компании, Альфа-банк

Таблица 5: Чувствительность целевой цены Полюса

		Цена золота, \$/унция				
		3 700	3 750	3 800	3 850	3 900
Курс USD/RUB	90	2 788	2 826	2 864	2 902	2 940
	95	2 801	2 839	2 877	2 915	2 953
	100	2 813	2 851	2 890	2 927	2 965
	105	2 824	2 862	2 899	2 937	2 975
	110	2 833	2 871	2 909	2 947	2 985

Источник: данные компании, Альфа-банк



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник управления Акции
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru

Управление аналитики

Начальник управления

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталия Орлова, Ph.D.

norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш

jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов

bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Нефть и Газ

Никита Блохин

nblokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Арбузова

eyarbuzova@alfabank.ru
+7 (495) 010-4889

Потребительский

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазрян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Долговой рынок

Мария Радченко

mgradchenko@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Отраслевая аналитика

Недвижимость

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

ИТ

Дмитрий Протас

dprotas@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров

azorov@alfabank.ru
+7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская

apoltavskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова

akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева

oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис

ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев

fnikolaev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

Электроэнергетика

Анастасия Егазрян

aegazaryan@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Недвижимость

Ирина Фомкина

ifomkina@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Редактор

Максим Сухманский

msukhmanskiy@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев

didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

porekhova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Никита Еуров

neurov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Потребительский

Екатерина Тузикова

etuzikova@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)

Торговые операции

Артем Белобров

abelobrov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

makaroiviv@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

РЕПО

Олег Морозов

omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.