



ИНСТИТУТ ГЕОТЕХНОЛОГИЙ

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Приложение к обзору  
ИГТ-МФ «Драгметаллы» за сентябрь 2021

[www.igeotech.ru](http://www.igeotech.ru)

**DICTUM — FACTUM**

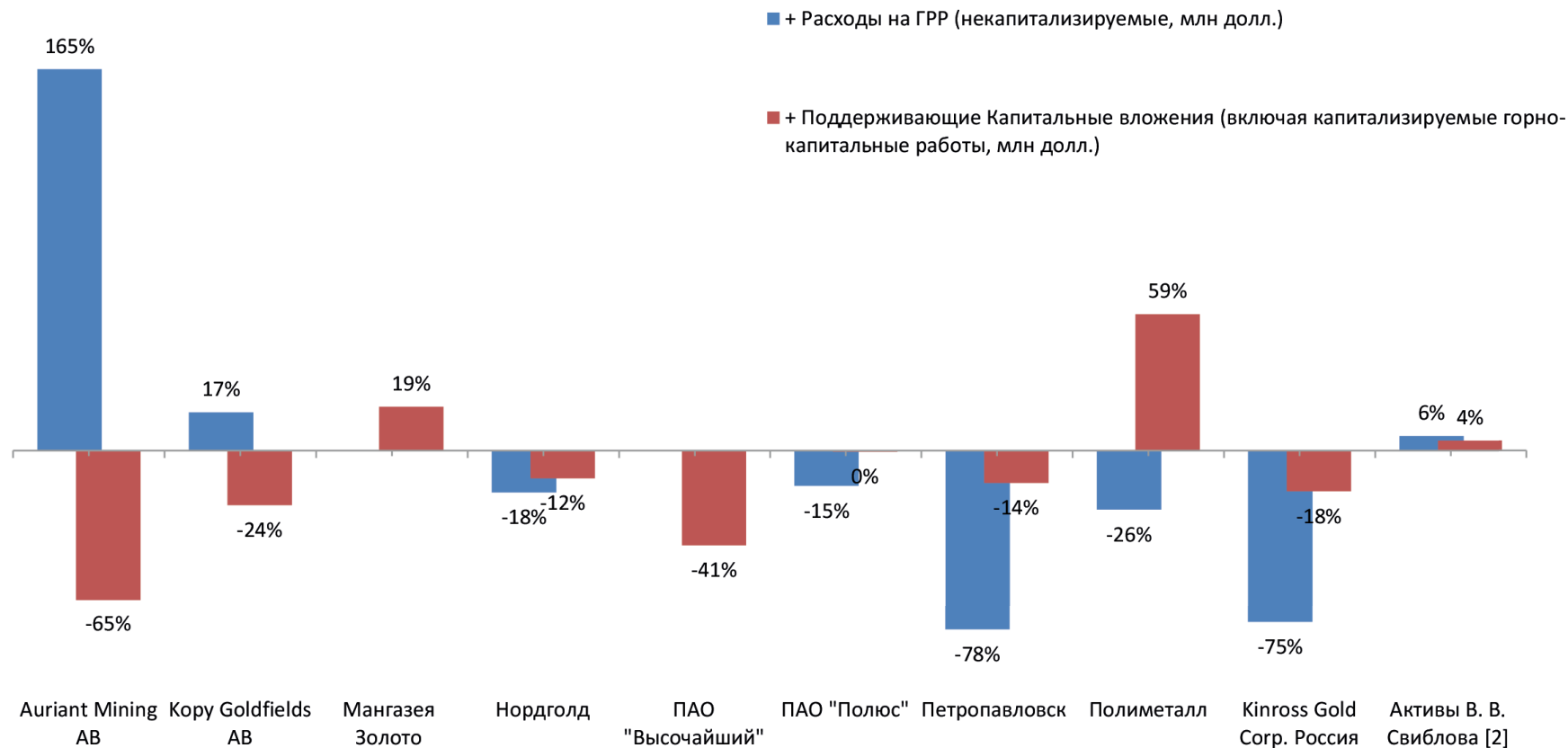
*«Институт геотехнологий» (ИГТ) данным выпуском продолжает серию собственных обзорно-аналитических материалов, являющихся дополнением и приложением к ежемесячным обзорам «Драгметаллы», выпускаемым ИГТ на русском языке совместно с Metals Focus (Великобритания). Каждый ежемесячный выпуск посвящен одному из аспектов развития золотодобычи в России. ИГТ регулярно, раз в квартал, анализирует один из трёх таких аспектов, и каждая тема обзора с квартальной периодичностью будет далее пополняться данными и их анализом.*

В прошлых обзорах по данной теме мы подробно касались принятой мировой методики анализа затрат золотодобывающих компаний, а также приводили анализ основных факторов их изменения. Если в прошлом выпуске (июнь с.г.) мы оценили структуру и основные факторы изменения TCC (Total Cash Costs — совокупные денежные расходы), то в этом более подробно остановимся на анализе AISC (All-in Sustaining Costs — полные поддерживающие затраты), а также маржинальности по AISC и EBITDA российских золотодобытчиков в 2019–2020 годах и, в некоторой степени, в первом полугодии текущего года.

Основные данные, использованные в исследовании, предоставлены британской компанией Metals Focus, ежеквартально выпускающей обзор Metals Focus Gold Mine Costs Service ([www.metalsfocus.com/product/gold-mine-cost-service/](http://www.metalsfocus.com/product/gold-mine-cost-service/)), в котором приводится набор данных производственных и финансовых показателей по каждому из более чем 250 рудников и более 120 золотодобывающих компаний по всему миру. Помимо этого, исходными данными послужили опубликованные сведения о затратах ряда действующих в России публичных и непубличных золотодобывающих компаний за указанные периоды. На слайде 3 на рисунке 1 приведены изменения основных составляющих AISC ряда компаний, ведущих деятельность в России и публикующих отчётные данные о структуре и динамике затрат.

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Рисунок 1. Изменение основных компонентов AISC в 2020 году по отношению к 2019 году [1]



[1] Показатели по ряду компаний отсутствуют в отчётности

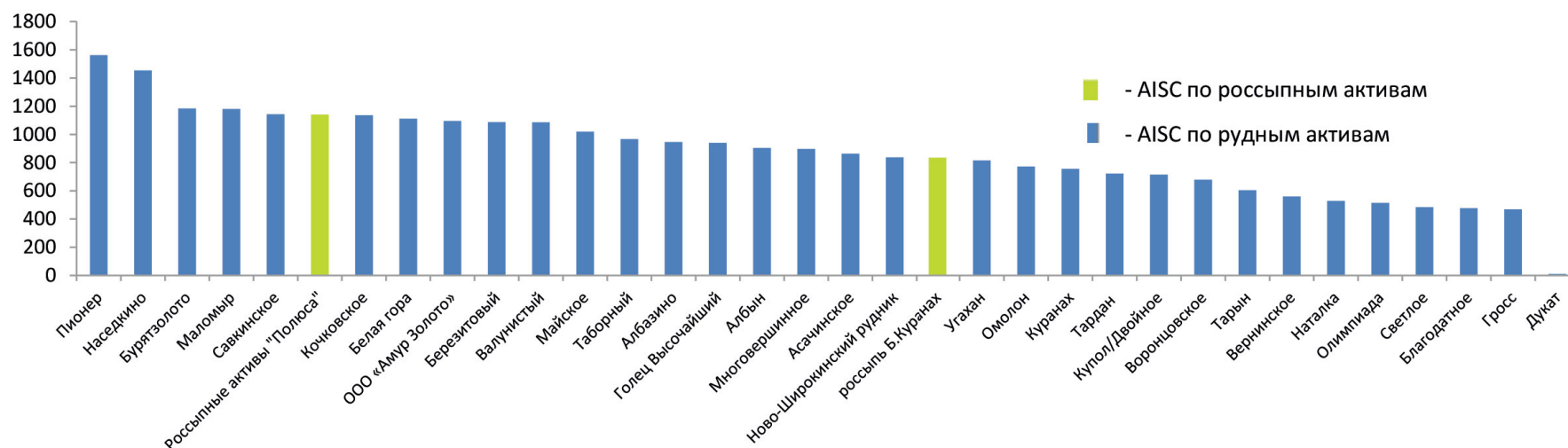
[2] В расчёт включены показатели по компаниям Trans-Siberian Gold и Руссдрагмет

Источник: публичная отчётность компаний, данные ИГТ и Metals Focus Gold Mine Costs Service

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Исходя из проведённого анализа расходов компаний в 2020 году по отношению к 2019 году, можно отметить, что по большинству компаний и отдельных проектов основными факторами, влияющими на динамику AISC, являются: поддерживающие капвложения, которые либо в себе содержат, либо не содержат (и тогда они учитываются дополнительно отдельной строкой) затраты на вскрышные работы и ГРП. Поддерживающие капвложения обязательно включают вложения в основные средства (технику, оборудование, прочее), необходимые для поддержания текущего уровня производства, но, согласно формата World Gold Council, не должны включать таковые для целей расширения производства за рамки текущего масштаба. Ниже на рисунке 2 и в таблице 1 (на слайдах 5 и 6) представлены полные поддерживающие затраты (AISC) для ряда золотодобывающих объектов России за 2020 г.

Рисунок 2. AISC 2020 г., долл./унц.



Источник: публичная отчётность компаний, данные ИГТ, Metals Focus Gold Mine Costs Service

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Таблица 1. AISC и параметры по основным активам золотодобывающих компаний в России

Холдинг/компания	Актив	AISC, долл./унц.		2020/ 2019	Тип месторождения	Схема производства [1]	Тип переработки [1]	Объём добычи золота, тыс. унц.	Объём добычи, тыс. т руды (м³ песков*)
		2019	2020						
«Петропавловск»	Пионер	1363	1562	+15 %	Рудное	ПГР+ОГР	ЗИФ	119	3145
	Маломыр	1181	1181	+16 %	Рудное	ПГР+ОГР	ЗИФ	140	4128
	Албын	904	904	+31 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	127	2338
«Мангазея Золото»	Наседкино	951	1454	+53 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	17	748
	Савкинское	1383	1143	-17 %	Рудное	ОГР	КВ	5	0
	Кочковское	1096	1137	+4 %	Рудное	ОГР	КВ	30	596
«Нордголд»	Гросс	407	469	+15 %	Рудное	ОГР	КВ	278	16000
	Таборный	893	967	+8 %	Рудное	ОГР	КВ	77	7500
	Бурятзолото	1170	1184	+1 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	47	304
	Березитовый	1148	1087	-5 %	Рудное	ПГР+ОГР	ЗИФ+КВ	69	1200
ПАО «Высочайший»	Угахан	759	816	+7,5 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	76	3547
	Тарын	1280	605	-53 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	64	1455
	Россыпь Б. Куранах	1015	835	-18 %	Россыпное	ОГР	Драга	20	3510*
	Голец Высочайший	930	941	+1 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	104	3501
Активы В.В. Свиблова	Многовершинное	757	898	+19 %	Рудное	ПГР+ОГР	ЗИФ	138	1009
	Асачинское	941	863	-8 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	44	170
	Ново-Широкинский рудник	551	838	+52 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	78	843
	Белая гора	954	1112	+17 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	38	1393
	Валунистый	934	1087	+16 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	40	271

[1] ПГР — подземные горные работы; ОГР — открытые горные работы; ЗИФ — золотоизвлекательная фабрика; КВ — кучное выщелачивание; \* — для россыпей.

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Таблица 1. AISC и параметры по основным активам золотодобывающих компаний в России (продолжение)

Холдинг/компания	Актив	AISC, долл./унц.		2020/ 2019	Тип месторождения	Схема производства [1]	Тип переработки [1]	Объём добычи золота, тыс. унц.	Объём добычи, тыс. т руды (м³ песков*)
		2019	2020						
Kopy Goldfields AB	ООО «Амур Золото»	1050	1096	+4 %	Руд. + Росс.	ПГР	ЗИФ+КВ	53	842
Kinross Gold Corp. Россия	Купол/Двойное	715	715	0 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	511	1724
Auriant Mining AB	Тардан	1082	722	-33 %	Рудное	ОГР	ЗИФ+КВ	32	387
«Полиметалл»	Майское	1264	1020	-19 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	139	1039
	Албазино	872	946	+8 %	Рудное	ОГР+ПГР	ЗИФ	261	1993
	Омолон	880	773	-12 %	Рудное	ОГР+ПГР	ЗИФ+КВ	206	2525
	Воронцовское	460	679	+48 %	Рудное	ОГР	ЗИФ+КВ	89	375
	Дукат	12	12	-6 %	Рудное	ПГР	ЗИФ	48	2228
	Светлое	449	484	+8 %	Рудное	ОГР	КВ	119	1888
	Россыпные активы «Полюса»	1129	1141	+1 %	Россыпное	ОГР	Драга	143	9629*
ПАО «Полюс»	Куранах	777	756	-3 %	Рудное	ОГР	ЗИФ+КВ	239	8008
	Вернинское	636	560	-12 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	273	5642
	Наталка	605	529	-13 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	456	24531
	Благодатное	566	478	-16 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	455	16701
	Олимпиада	455	515	+13 %	Рудное	ОГР	ЗИФ	1200	16273

[1] ПГР — подземные горные работы; ОГР — открытые горные работы; ЗИФ — золотоизвлекательная фабрика; КВ — кучное выщелачивание; \* — для россыпей.



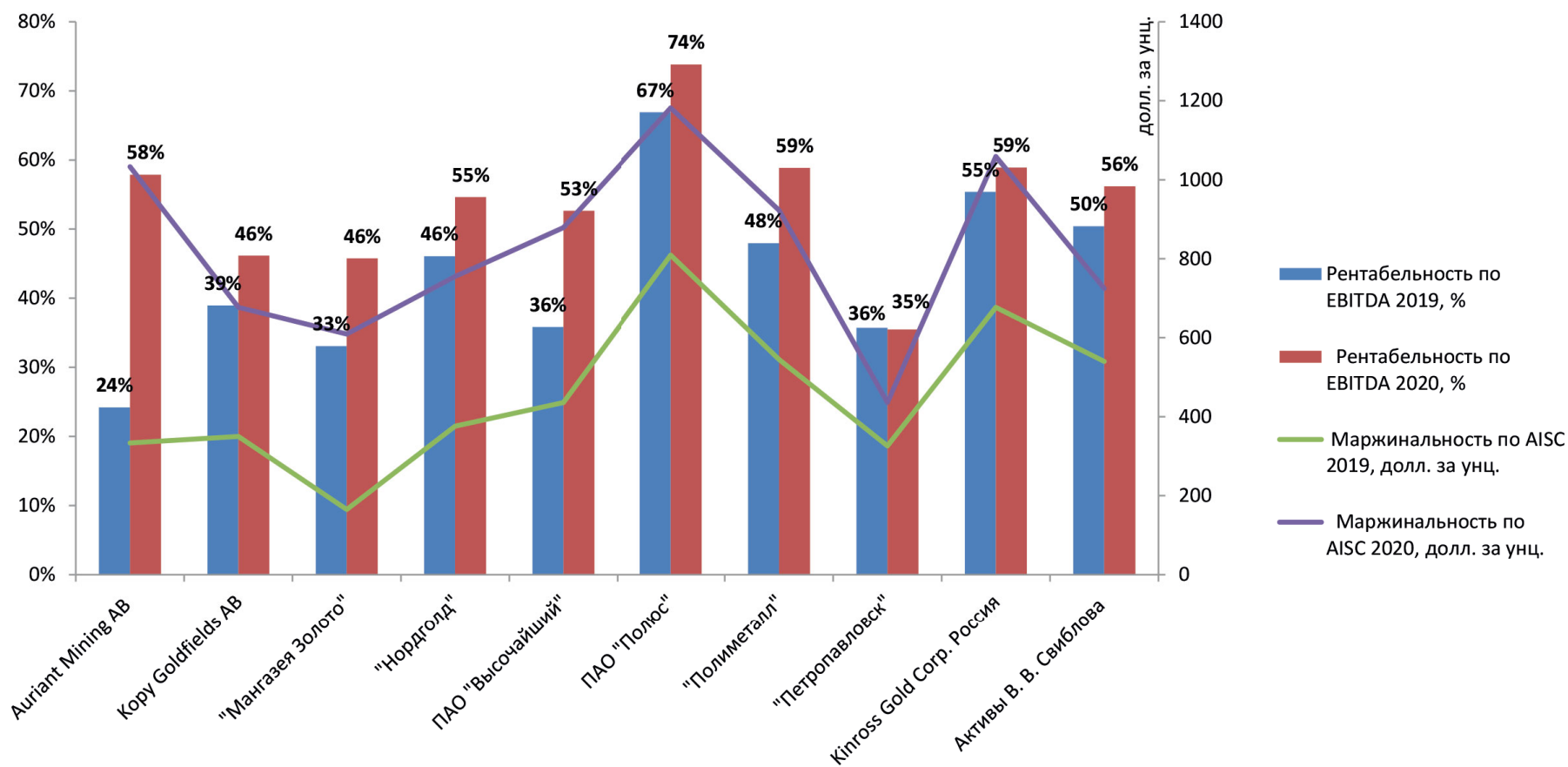
# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Помимо названных факторов для анализа показателей затрат и их динамики важен масштаб объекта добычи, а также параметры технологии, руды, содержаний, способа добычи, логистика и инфраструктура на площадке проекта. Ниже в таблице приведены параметры активов, оказывающие разнонаправленное влияние на величину AISC. Эти факторы обуславливают вариативность удельных (на единицу проданного золота) затрат. К примеру, в большинстве случаев, если на объекте ведется открытая добыча и переработка по технологии кучного выщелачивания (КВ), то, даже на относительно небогатых рудах, удельные затраты ТСС будут ниже, чем сравнимое по масштабу производство на ЗИФ, тем более при подземной добыче. При этом добыча упорных руд, их переработка на площадке рудника и последующая транспортировка, а также расходы, связанные с извлечением золота из концентрата (например, по автоклавной технологии) значительно увеличивают ТСС на унцию. Подобные выводы можно сделать и в отношении затрат, составляющих AISC: если компания работает на одном активе — то удельные административно-хозяйственные расходы (GA), как правило, будут выше, чем у предприятия с несколькими рудниками и производствами; у публичных компаний расходы, связанные с администрированием листинга, увеличивают составляющие AISC; в случае отсутствия проектов развития у предприятия — AIC (All-in Costs, полные затраты) будут близки к AISC.

Из графика на рисунке 3 (слайд 8) видно, что за 2020 год маржинальность компании по EBITDA снизилась только у «Петропавловска», остальные продемонстрировали уверенный рост, в немалой степени вызванный прошлогодним резким ростом цены на золото.

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Рисунок 3. Показатели рентабельности российских золотодобывающих компаний



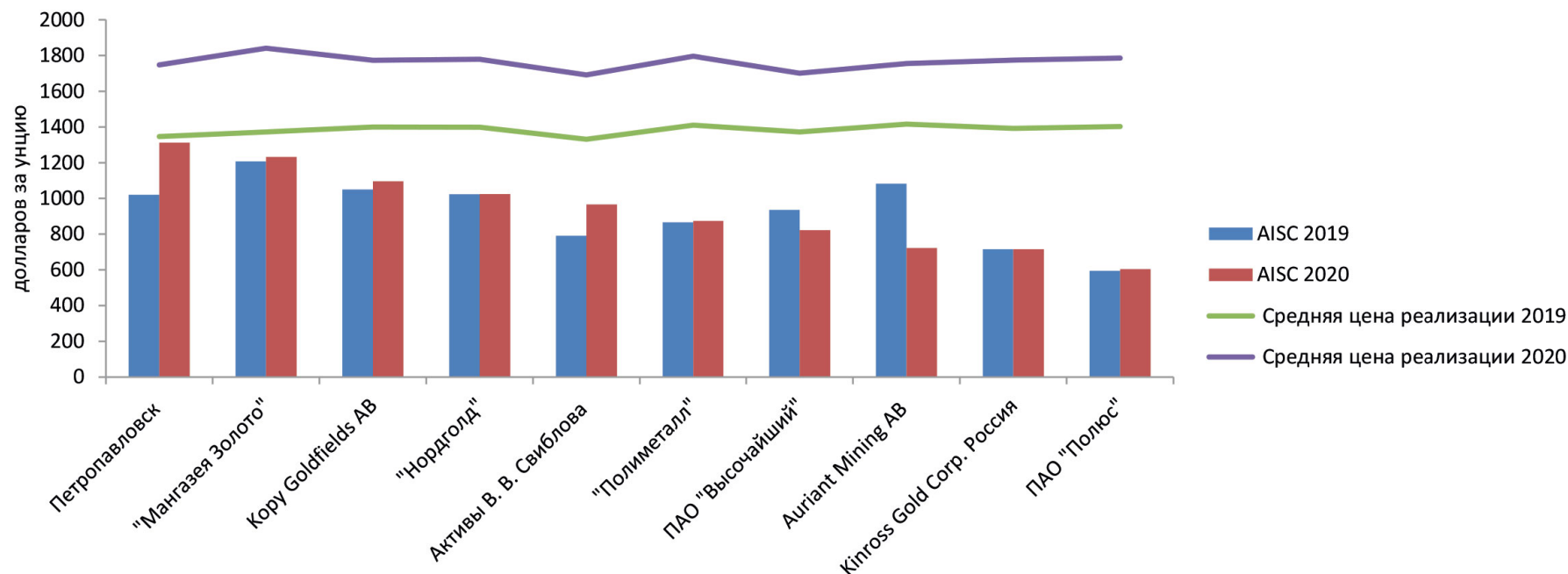
Источник: публичная отчетность компаний, данные ИГТ, Metals Focus Gold Mine Costs Service



## Действующие производства

В целом из десяти рассматриваемых на рисунке 3 (слайд 8) холдингов рост AISC в 2020 г. отмечается у 6 компаний. Наименьший рост — у «Полюса» и «Полиметалла», а наибольший — у «Петропавловска» (29 %) и у активов, консолидированных В.В. Свибловым (в расчёт включены Trans-Siberian Gold и «Руссдрагмет»/Highland Gold и не включен Дарасунский рудник). Добиться снижения AISC в 2020 г. более чем на 10 % удалось ПАО «Высочайший» и Auriant Mining AB (рис. 4).

Рисунок 4. Маржинальность по AISC российских золотодобывающих компаний [1]



[1] Показатели по ряду компаний отсутствуют в отчётности

Источник: публичная отчётность компаний, данные ИГТ, Metals Focus Gold Mine Costs Service

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

У «Полюса» и Kinross Gold Corp. (российские активы) отмечается рост корпоративных расходов, но только у «Полюса» показатель AISC в связи с этим вырос, а у Kinross эффект был нивелирован снижением капзатрат. У «Полиметалла» и Trans-Siberian Gold показатель AISC вырос за счёт роста вложений в основные средства. У «Руссдрагмет» с Auriant Mining AB — за счёт роста расходов на вскрышу, а у «Петропавловск», Kory Goldfields AB (ООО «Амур Золото») и «Мангазея Золото» — за счёт роста ТСС. У GV Gold (ПАО «Высочайший») показатель AISC снизился за счёт уменьшения ТСС на 4 % год к году и экономии на поддерживающих расходах. При этом отмечается рост расходов на капитальные вскрышные работы (что обусловлено инвестициями в развитие карьеров на ГОКах «Высочайший» и «Угахан»). Объем финансирования на геологоразведочные работы составил 7 млн долл., но у GV Gold расходы на ГРП относятся не к поддерживающим (sustaining costs), а к затратам на развитие (development costs).

В основном изменения в AISC объясняются динамикой ТСС по соответствующим активам. Так, показатель AISC по всем активам компаний «Полюс», «Полиметалл» (кроме ГОКа «Албазино»), «Высочайший», «Петропавловск», Nordgold (кроме ГОКа «Березитовый»), а также по активам В.В. Свиблова (кроме Асачинского ГОКа) изменился вслед за ТСС.

Из 34 анализируемых активов на 19 показатель AISC вырос от 1 до 52 %, а на 12 — сократился на 3–53 %. **Поддерживающие капвложения** выросли только на 13 из них на 10–170 %. Сильнее всего — на Воронцовском и Омолоне («Полиметалл»), а менее всего — на Маломыре («Петропавловск»). Сократились **поддерживающие капвложения** на большинстве активов компаний «Полюс» (кроме Наталки и Благодатного), «Высочайший», Kory Goldfields, а также на большинстве крупнейших рудников. Они снижались по активам в интервале от -3 до -76 %, не считая колебаний около нуля. Наибольшее снижение показали Тарын («Высочайший») и Албын («Петропавловск»), а наименьшее — Березитовый (Nordgold) и Угахан («Высочайший»).

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

На Олимпиаде («Полюс»), Албазино («Полиметалл»), Таборном и Гроссе (Nordgold), Ново-Широкинском, Белой горе и Многовершинном (Активы В.В. Свиблова) рост совокупных денежных затрат на производство и поддержание текущих операций на унцию был также обусловлен ростом **капитальных затрат в основные средства (техника, оборудование)**. Снижение AISC обусловлено снижением капитальных затрат на закупку **основных средств** на таких активах, как Вернинское («Полюс») и Асачинское (Активы В.В. Свиблова).

Поддерживающие капзатраты в **основные средства (техника, оборудование)** выросли в интервале 4–1097 %. Сильнее всего — на Белой Горе (Активы В.В. Свиблова), а слабее всего — на Куполе (Kinross). Вовлечение руды Благодатного месторождения (Хабаровский край) в переработку на фабрике Белой Горы (Активы В.В. Свиблова) и вызванная этим закупка и обновление части оборудования повлекли за собой кратный рост капзатрат от низкой базы 2019 г.

Капзатраты на **основные средства (техника, оборудование)** снижались по активам от -9 до -99 %. Наибольшее снижение показали активы ПАО «Высочайший», что указывает на экономию денежных средств в связи с ростом вскрышных работ, а наименьшее — россыпные активы «Полюса».

На таких активах как Благодатное (Активы В.В. Свиблова), Наталка («Полюс»), Пионер («Петропавловск»), Березитовый (Nordgold), Тардан (Auriant Mining) снижение AISC в 2020 году по отношению к 2019 году обусловлено также снижением затрат на **вскрышные работы** в 2020 г. Затраты на вскрышу снижались по активам в среднем интервале от -6 до -100 %, не считая колебаний около нуля. Наибольшее снижение показал Тардан (Auriant Mining), а наименьшее — Воронцовское и Албазино («Полиметалл»). Затраты на **вскрышу** выросли в интервале 17-112%. Сильнее всего — на Светлом («Полиметалл»), а слабее всего — на Валунистом (Активы В.В. Свиблова). Высокий рост показали также Маломыр («Петропавловск») и Голец Высочайший (ПАО «Высочайший»).

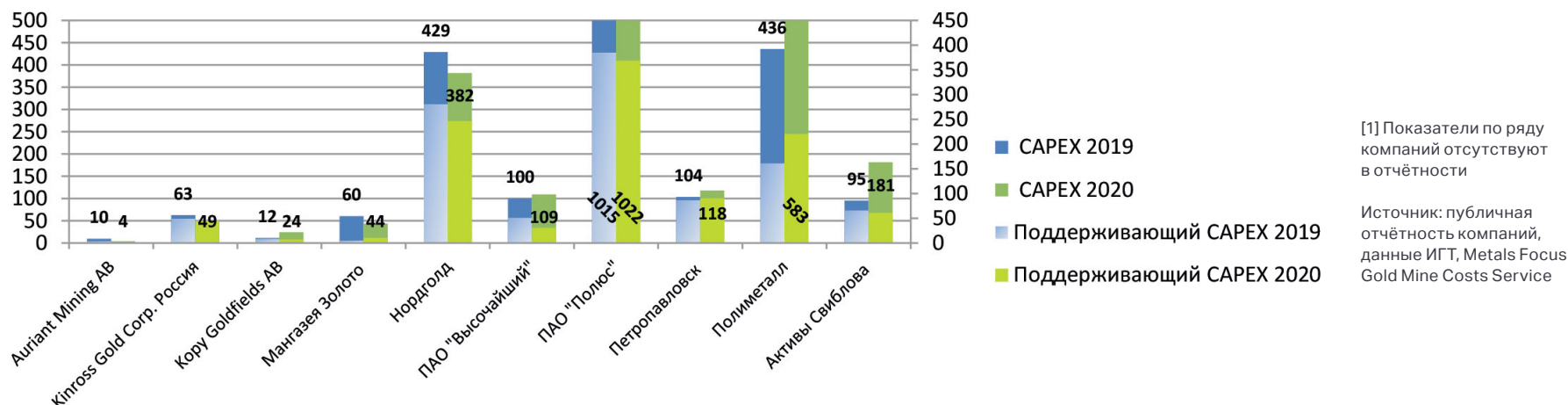
# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

На руднике Албазино при снижении TCC на 2 % AISC, напротив, выросли на 8 %; на Березитовом: 0 и -5 % соответственно; на Асачинском (Активы В.В. Свиблова): +4 и -8 % соответственно; на Куполе (Kinross): 0 и +11 % соответственно. Данная зависимость указывает на достаточно большую долю поддерживающих затрат в себестоимости данных предприятий. При этом на руднике Светлый («Полиметалл») при изменении TCC на +21 % AISC выросли на +8 %, а на Гольце Высочайшем — на 3 и 1 % соответственно, что, напротив, указывает на небольшой объем поддерживающих затрат в себестоимости на этих активах.

## Проекты развития

Капитальные затраты золотодобывающих компаний, согласно методике WGS, делятся на поддерживающие (sustaining CAPEX) и развивающие (development CAPEX) и приведены на рисунке 5 (слайд 13) для десяти обсуждаемых холдингов за 2019 и 2020 г.

Рисунок 5. Поддерживающие затраты и затраты на развитие у российских золотодобывающих компаний в 2020 и 2019 годах, млн долл.



# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

**Нордголд** из своего объема капитальных вложений в размере 382,3 млн долл. (429 в 2019 г.) направляет на поддержание текущих операций 243,1 млн долл. (288,3 в 2019 г.), а 139,2 млн долл. (140,7 в 2019 г.) — на развитие. При этом в 2019 г. на руднике Гросс на развитие направлено 49 млн долл. в 2020 г., на руднике **Таборный** — 23 млн долл., на руднике **Березитовый** — 13 млн долл.

**«Петропавловск» на Пионере** в 2020 г. направил на развитие 23,1 млн долл., на **Маломыре** — 3,5 млн долл., на **Албыне** — 37,9 млн долл.

Капитальные затраты на проекты развития **«Полюса»** в 2020 году увеличились на 4 % — до 653 млн долл. Основная часть этой суммы — проекты развития на **Олимпиаде** и **Наталке**, в том числе модернизация установок биовыщелачивания на Олимпиаде. При этом поддерживающие капзатраты составляют 369 млн долл.

Капитальные затраты **«Полиметалла»** составили 583 млн долл., что на 34 % выше по сравнению с 2019 годом и на 8 % выше запланированных затрат. Их рост связан с ускоренными инвестициями в проекты для устранения влияния пандемии коронавируса на график их реализации. При этом 308 млн долл. направлены на проекты развития.

Основным проектом развития компании **«Руссдрагмет»/Активы В.В. Свиблова** является освоение месторождения **Кекура** с объемом вложений в 2020 г. в размере 107 млн долл. В 2020 г. отмечается рост вложений в развитие проектов **Ново-Широкинского** рудника и **Белой Горы** на 11 и 20 млн долл. соответственно. За пределами рассмотрения пока остаются затраты на развитие Дарасунского рудника этой группы, что связано с отсутствием публично раскрываемой информации о затратах по данному проекту, а также затраты на освоение месторождения Серебряное, входящего в эту же группу.

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Почти все анализируемые компании, за исключением Nordgold, в 2020 году нарастили инвестиции, но капвложения растут отстающими от темпов роста доходности компаний темпами, а поддерживающие капитальные затраты и вовсе по совокупности анализируемых компаний снизились на 2 %.

Как мы уже писали, существует некоторая методическая неопределенность в критериях отнесения затрат к поддерживающим и к затратам на развитие, и разные компании по-разному рассчитывают данные показатели, что затрудняет сравнительный анализ. Для полноценного анализа и мониторинга проектов со стороны инвесторов World Gold Council рекомендовал еще одну метрику — полные затраты (All-in Costs, AIC), которые в дополнение к AISC включают:

1. Расходы на проекты роста и развития производства, не относящиеся к текущим операциям.
2. Расходы по поддержке местных сообществ, не связанные с текущими операциями.
3. Расходы на получение разрешений и лицензий, не связанные с текущими операциями.
4. Расходы на ликвидацию и рекультивацию, не связанные с текущими операциями.
5. Расходы на геологоразведочные работы и ТЭО (не являющиеся поддерживающими).
6. Капитализируемые расходы на геологоразведочные работы (не являющиеся поддерживающими).
7. Горно-капитальные расходы (не являющиеся поддерживающими).
8. Капитальные затраты (не являющиеся поддерживающими).
9. Расходы на аренду и лизинг (не являющиеся поддерживающими).

# Анализ затрат золотодобывающих компаний в России в 2020–2021 гг.

Если показатели TCC и AISC характеризуют краткосрочные изменения в работе компании, то AISC описывает полный набор затрат организации и формирует достоверную картину расходов долгосрочного развития компании, в т.ч. и за пределами сроков жизни действующих проектов. Большинство российских компаний не публикуют данные показатели в отчетности и их анализ на текущем этапе не представляется возможным. Тем не менее мы планируем вернуться к этим метрикам по мере получения доступной информации.

Рост полных затрат на поддержание устойчивого производства (AISC), наблюдавшийся в 2020 г. и в ряде случаев отмечаемый также в 1 полугодии текущего года, в определенной мере обусловлен ростом цен на золото, что позволило компаниям дополнительно инвестировать в повышение эффективности производства и вкладываться в дополнительные вскрышные работы (на отдельных проектах). Но в основном компании в течение 2020 г., снижая объемы вскрышных работ за счет добычи и переработки более бедного и ставшего в новых условиях рентабельным сырья, стремились вкладывать средства в новую технику и дополнительное оборудование, обеспечивая долгосрочную операционную эффективность. Таким образом, крупнейшие российские компании используют текущую ценовую ситуацию для формирования и поддержания своего стабильного развития, удерживая под контролем себестоимость производимой продукции.

Наиболее низкие значения показателя AISC отмечаются у активов с наибольшими объемами добычи руды. Этот фактор является, очевидно, конкурентным преимуществом, которое компании стремятся реализовывать и в 2021 г. Вместе с тем, и рост доли кучного выщелачивания в общем объеме производства способен обеспечить снижение показателя AISC. При этом наличие подземного способа добычи, как правило, оказывает повышающее воздействие на уровень AISC, особенно для небольших по масштабу производств и даже на рудах с достаточно высоким содержанием золота. Кроме того, более высокий уровень показателя AISC отмечается на завершающей и на начальной стадиях реализации проектов.



## Авторы выпуска

**Дмитрий Агапитов**  
Исполнительный директор  
Группы ИГТ

**Сергей Баушев**  
Руководитель представительства  
ИГТ на Дальнем Востоке

**Михаил Лесков**  
Директор по развитию  
бизнеса

**Алексей Дудник**  
Старший аналитик



**Адрес**  
119234, Россия,  
г. Москва, ул. Ленинские  
Горы, вл. 1, стр. 77  
«Научный Парк МГУ»

Тел. +7 (495) 930-85-54  
E-mail: [info@igeotech.ru](mailto:info@igeotech.ru)  
[www.igeotech.ru](http://www.igeotech.ru)

## Отказ от претензий

Сведения в данном отчёте предназначены исключительно для информационных целей. Они не являются предложением о продаже, предложением о покупке или рекомендацией относительно какой-либо сделки с ценными бумагами или оценки финансового состояния упомянутых компаний. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как финансовая или инвестиционная консультация по какому-либо вопросу. «Институт геотехнологий» прямо отказывается от всякой ответственности в отношении действий, предпринятых на основе любой части или всей информации, содержащейся в этом обзоре.

Запрещается воспроизведение любой информации, данных или материала (далее — «Контент») в любой форме, за исключением случаев получения предварительного письменного разрешения от соответствующей стороны. Такая сторона, её аффилированные лица и поставщики (далее — «Поставщики контента») не гарантируют точность, адекватность, полноту, своевременность или наличие любого Контента и не несут ответственность за любые ошибки или неполный объем информации (по оплошности или иным причинам), вне зависимости от их причины, а также за результаты, полученные от использования такого Контента. Ни при каких обстоятельствах Поставщики контента не будут нести ответственность за любой ущерб, расходы или затраты, судебные издержки или убытки (включая упущенную выгоду и альтернативные затраты), связанные с любым использованием Контента. Любая ссылка на конкретную инвестицию или ценные бумаги, рейтинг или иное наблюдение в отношении инвестиции в рамках данного Контента, не является рекомендацией ни по продаже, ни по приобретению, ни по удержанию такой инвестиции или ценных бумаг; не касается вопросов целесообразности инвестиции или ценных бумаг и не может рассматриваться в качестве консультации по вопросам инвестирования. Кредитные рейтинги и иные упомянутые в данном обзоре оценки являются выражением мнения и не представляют собой констатацию факта.