

19 августа 2021

НАЧАЛО АНАЛИЗА

Потенциал роста даже при изменении цен

Российские производители стали должны получить в этом году отличную прибыль — в условиях эйфории на рынках стали и сырья. С начала года акции в секторе подорожали на 20–25%, отстав от роста цен на сталь и на внутреннем, и на внешних рынках. Хотя мы прогнозируем некоторую коррекцию цен в 4К21, она, по нашему мнению, окажется незначительной и цены в 2022–2023 гг. останутся выше исторических уровней, характерных для середины цикла. Рынок, как мы считаем, недооценивает значительный рост EBITDA и дивидендов в этом году (на 100–120% г/г). В ближайшие месяцы повышение среднерыночных оценок прибылей сектора подтолкнет вверх стоимость акций компаний черной металлургии.

Ралли цен на металлопродукцию не учтено рынком; мы видим дополнительный потенциал роста при спотовой цене на текущем уровне. В течение последних 12 месяцев цены на сталь существенно поднялись. Стоимость горячекатаного проката (FOB Черное море) прибавила 116%, увеличившись до \$925/т, в связи с восстановлением спроса на ключевых рынках и перебоями в поставках в результате карантинных ограничений. Хотя наш базовый сценарий предполагает, что глобальный спрос на сталь и предложение уравновесят друг друга к концу 3К21, мы не думаем, что цены существенно скорректируются. На наш взгляд, цена на сталь будет поддерживаться высокой стоимостью сырья и ожидаемым сокращением производства стали в Китае в 2П21 на фоне государственной политики по уменьшению выбросов углекислого газа. Мы также видим дополнительный потенциал роста на 63–91% справедливой стоимости акций российских производителей в рамках сценария, предполагающего сохранение цен на нынешнем уровне.

Цены на сталь нормализуются в 2022–2023 гг., но останутся выше исторических средних значений. Отметим, что, для того чтобы вернуться к историческим уровням середины цикла в \$500–600, цены на сталь должны упасть с текущих спотовых уровней на 40–50%, что представляется нереалистичным на фоне высокой загрузки мощностей и растущего спроса на сталь в ключевых регионах: Китае, США и ЕС. Мы консервативно оцениваем среднюю цену на горячекатаный прокат в 2021 г. в ~\$870/т против среднего значения в \$475/т в 2020 г. Ожидаем, что в 2022 и 2023 гг. цены на сталь снизятся до \$750/т и \$700/т соответственно.

Экспортные пошлины отменят в 2022 г., регуляторные и налоговые риски умеренные. Российское правительство ввело временные экспортные пошлины в размере 15% на стальной прокат на период с августа по декабрь, чтобы компенсировать рост расходов, вызванный повышением внутренних цен на сталь, на финансируемые государством проекты. Ожидаем, что государство в этом году получит около \$1,6 млрд дополнительной прибыли от производителей стали. По нашим оценкам, в следующем году сталь не будет облагаться экспортными пошлинами — вместо них в 2022 г. поднимут налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ), который может распространяться на железную руду и коксующиеся угли. Мы видим потенциал роста стоимости акций сталепроизводителей, даже при условии дальнейшего государственного контроля за внутренними ценами и возможного умеренного увеличения НДПИ, и считаем, что эти факторы уменьшат показатель EBITDA 2022П только на 3–5%.

Оценки: ЕВРАЗ, ММК — «лучше рынка»; Северсталь, НЛМК — «нейтрально». Мы начинаем анализ российского стального сектора с рекомендации «нейтрально» по Северстали и НЛМК в связи с ограниченным потенциалом роста в 11-14% и присваиваем ММК и ЕВРАЗу рейтинг «лучше рынка», так как акции обладают потенциалом роста в 40% и 44% соответственно. Средний мультипликатор EV/EBITDA по российским сталепроизводителям составит 3,6 (2021П) и 4,7 (2022П). Акции торгуются с дисконтом 13 и 19% к компаниям-аналогам из развитых и развивающихся стран соответственно.

Динамика котировок сектора с начала года



Источник: Bloomberg

Примечание: основано на равновешенной динамике акций CHMF RX, NLMK RX, MAGN RX и EVR LN в рублях

Мультипликаторы

Компания	EV/EBITDA		P/E		Дивидендная доходность
	21П	22П	21П	22П	21П
Северсталь	4,1	5,0	5,4	6,8	15%
НЛМК	4,0	5,1	5,2	6,8	16%
Евраз	3,1	3,9	3,8	5,0	22%
ММК	2,7	3,3	4,0	5,0	21%

Источник: ИБ Синара

Целевые цены и рекомендации

Компания	Рейтинг	Цел. цена	Тек. цена	Потенциал роста
Северсталь	Нейтрально	\$27,4	\$24,0	14%
НЛМК	Нейтрально	\$3,80	\$3,42	11%
Евраз	Лучше рынка	\$11,4	\$7,89	44%
ММК	Лучше рынка	\$1,30	\$0,93	40%

Источник: ИБ Синара

Дмитрий Смолин

Старший аналитик

SmolinDV@sinara-finance.ru

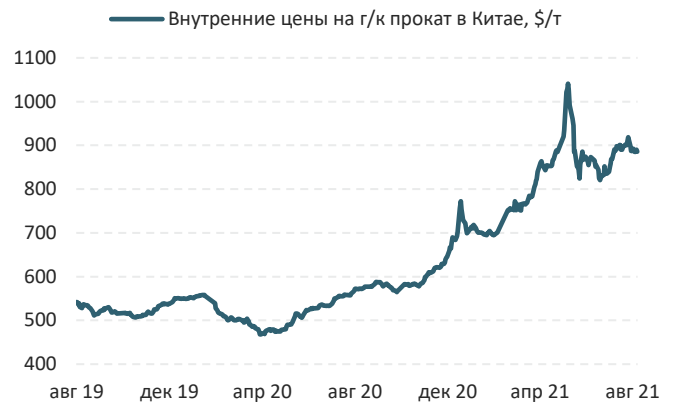
СЕКТОР СТАЛИ: КЛЮЧЕВЫЕ ДИАГРАММЫ

Российские экспортные цены на сталь снизятся в 2П21



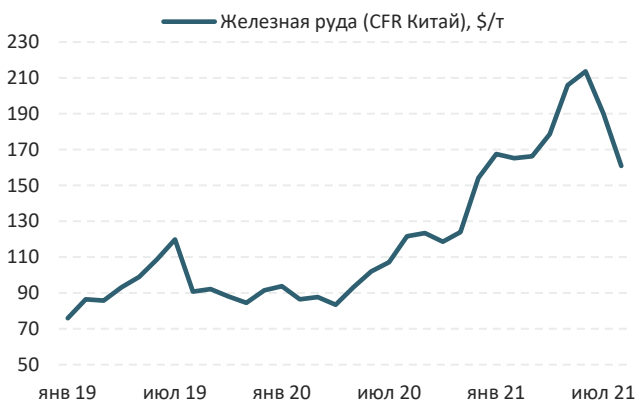
Источники: Metal Expert, Bloomberg

Цены на китайский горячекатаный прокат достигли пика в мае 2021 г.



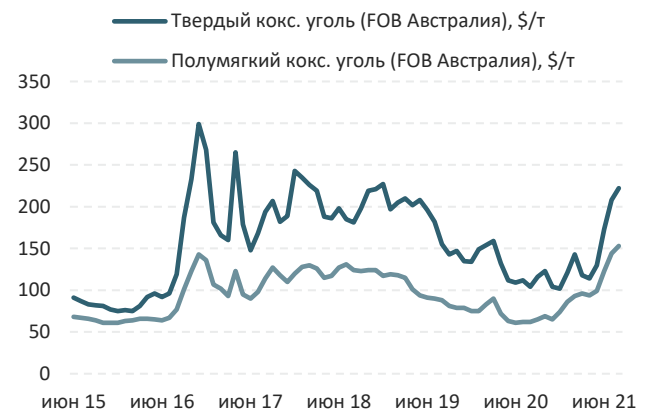
Источник: Bloomberg

Цены на железную руду в Китае скорректировались на 25%



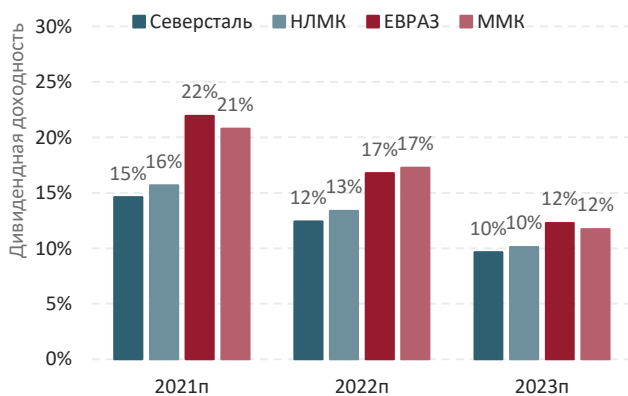
Источники: Металл Эксперт, Bloomberg

Коксующийся уголь: рост цен продолжается



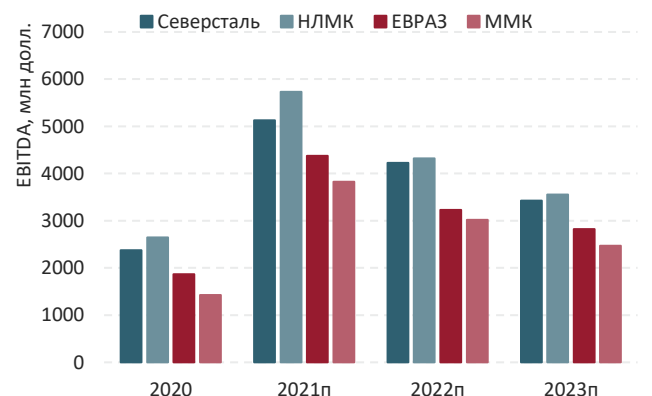
Источник: Bloomberg

Высокая дивидендная доходность станет стимулом для роста акций



Источник: Bloomberg

Показатель EBITDA достигнет пикового значения в 2021 г., прибыль в 2022–2023 гг. будет выше, чем в 2019–2020 гг.



Источник: Bloomberg

Инвестиционное заключение

Российское производство стали — самое низкокзатратное в мире благодаря высокому уровню вертикальной интеграции в сегментах железной руды и коксующихся углей; российские сталепроизводители будут конкурентоспособны при любом ценовом сценарии. Они выплачивают существенные дивиденды на квартальной основе, распределяя на них 100% и более свободного денежного потока (за исключением ЕВРАЗ — компания платит дивиденды каждые полгода).

Акции российских сталепроизводителей прибавили 20–25% с начала года, отстав от динамики цен на сталь на внутреннем и экспортных рынках. Мы ожидаем, что некоторая коррекция цен на сталь и сырье в 4К21 может стать негативным фактором изменения стоимости акций, но не думаем, что снижение цен на сталь будет значительным. По нашему прогнозу, в 2022–2023 гг. средние цены на сталь останутся выше исторических уровней, соответствующих середине сырьевого цикла.

С нашей точки зрения, рынок может недооценивать существенный рост EBITDA и дивидендов в этом году (100–120% г/г); мы считаем, что пересмотр консенсус-прогноза прибылей в сторону повышения может стать стимулом для роста акций российских представителей черной металлургии в ближайшие месяцы. Ожидаем, что временные экспортные пошлины на сталепродукты (15%), действующие в августе — декабре этого года, будут отменены в 2022 г., что поддержит акции. При этом правительство планирует заменить экспортные пошлины повышением налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ), который может распространяться на железную руду и коксующиеся угли. Нам пока неизвестно, на сколько будет повышен НДПИ, но мы прогнозируем возможный негативный эффект в размере не более 3–5% от EBITDA в 2022 г.

Российское производство стали имеет высокий уровень вертикальной интеграции в сегментах железной руды и коксующихся углей

Мы ожидаем, что в 2022–2023 гг. цены на сталь останутся выше исторических уровней, соответствующих середине сырьевого цикла

Временные экспортные пошлины на сталь в следующем году будут отменены

Содержание

СЕКТОР СТАЛИ: КЛЮЧЕВЫЕ ДИАГРАММЫ.....	2
Инвестиционное заключение	3
Оценка стоимости	4
Прогнозы ИБ Синара в отношении показателей сектора в 2021–2023 гг. превышают консенсус-прогноз.....	5
Перспективы рынка: на пике цикла	6
Прогноз цен на сырьевые товары	7
ЕВРАЗ: рост цен на уголь и выделение Распадской	9
ММК: устойчивость к пошлинам, высокая доходность	11
Северсталь: рекордная прибыль и дивиденды уже в цене	13
НЛМК: потенциал роста невелик даже с учетом дивидендов	15

Оценка стоимости

Мы начинаем анализ российского стального сектора с рекомендации «нейтрально» по акциям Северстали. Рост цены акций Северстали превысил динамику акций остальных сталелитейных компаний с начала года, и сейчас потенциал роста стоимости согласно нашей DCF-модели — только 14% до целевой цены \$27,4 на акцию. Целевую цену акции НЛМК мы оцениваем в \$3,8 (потенциал роста от текущих уровней — 11%).

Наши фавориты в российском секторе стали – ЕВРАЗ и ММК, поскольку их акции торгуются с дисконтом в 24 и 34% соответственно по коэффициенту EV/EBITDA за 2021П. Динамика этих компаний существенно отстает от НЛМК и Северстали и в этом году. Наша рекомендация по ЕВРАЗу и ММК – «лучше рынка», целевые цены — \$11,4 и 1,3 на акцию соответственно; мы считаем, что потенциал дальнейшего роста стоимости составляет 44% и 40%. Наша оценка стального сектора основана на моделях DCF: прогнозный период — 5 лет (2021–2025 гг.), средневзвешенная стоимость капитала — 10,1% (в долларах).

Акции ММК и ЕВРАЗа недооценены по мультипликаторам. Средние мультипликаторы EV/EBITDA и P/E 2021П по российскому стальному сектору составляют 3,6 и 4,6 соответственно. Несмотря на рост цен акций на 25–35% с начала года, они торгуются по данным мультипликаторам с дисконтом в 13–20% к производителям развитых и развивающихся стран и ниже своих средних исторических значений. С нашей точки зрения, акции ЕВРАЗа и ММК торгуются по привлекательным мультипликаторам и представляют отличную возможность сыграть на более высоких, чем ожидалось, ценах на сталь на глобальном и внутреннем рынках

Сравнительная оценка российских сталепроизводителей

Компания		Рын. кап., млн \$	Ст. комп., млн \$	EV/EBITDA			P/E			Рент. по EBITDA		
				2021П	2022П	2023П	2021П	2022П	2023П	2021П	2022П	2023П
Северсталь	Россия	20 105	21 662	4,1	5,0	5,8	5,4	6,8	8,4	47%	43%	38%
НЛМК	Россия	20 497	22 479	4,0	5,1	6,0	5,2	6,8	8,6	39%	35%	32%
ЕВРАЗ	Россия	11 388	14 794	3,1	3,9	4,7	3,8	5,0	6,6	31%	28%	24%
ММК	Россия	10 392	10 418	2,7	3,3	4,2	4,0	5,0	7,2	35%	32%	27%
Среднее значение				3,6	4,7	5,7	4,7	6,6	8,3	40%	34%	31%
Сталепроизводители развитых стран												
ArcelorMittal	Мультинационал	37 768	44 972	2,6	4,0	5,5	3,4	6,0	9,7	23%	17%	13%
US Steel	США	6772,1	11 302,1	2,4	4,3	5,5	2,3	6,1	11,5	25%	17%	14%
Nucor	США	30 546,6	33 269,4	4,0	7,1	8,9	5,5	11,2	16,2	25%	16%	14%
Cleveland-Cliffs	США	11 963,7	18 304,7	3,4	5,4	7,2	3,6	6,0	10,1	26%	19%	15%
Steel Dynamics	США	12 840,8	14 847,3	3,7	5,8	7,1	4,8	8,4	10,8	23%	16%	14%
BlueScope Steel	Австралия	8747	8886	5,7	4,4	5,9	10,8	7,7	12,1	17%	19%	15%
Voestalpine	Австрия	7996	9805	4,9	5,3	6,0	9,0	10,3	13,0	14%	13%	12%
Nippon Steel	Япония	17 187	39 697	5,5	6,1	5,9	6,8	7,4	7,0	12%	12%	12%
JFE Holdings	Япония	7594	23 578	5,4	5,8	6,1	5,2	6,0	6,4	11%	11%	11%
Среднее значение				4,2	5,3	6,5	5,7	7,7	10,8	20%	15%	13%
Сталепроизводители развивающихся стран												
POSCO	Южн. Корея	25 893	33 577	3,4	3,6	3,6	5,7	6,5	6,6	16%	15%	14%
Hyundai Steel	Южн. Корея	5916	15 914	5,4	5,6	5,6	5,9	6,4	6,3	15%	14%	14%
Baoshan Steel	Китай	24 659	33 827	4,5	4,3	4,1	7,1	6,6	6,2	14%	15%	16%
China Steel	Китай	20 806	28 890	8,7	9,0	12,1	10,7	12,2	20,9	20%	20%	18%
Gerdau	Бразилия	50 056	11 977	3,5	4,9	5,7	4,8	7,6	9,5	26%	20%	17%
CSN	Бразилия	12 025	14 551	2,7	3,4	4,1	3,2	4,9	6,4	50%	44%	40%
Erdemir	Турция	8363	8493	3,5	4,9	5,6	5,3	7,5	8,6	36%	27%	26%
Tata Steel	Индия	22 964	32 835	4,5	6,2	7,4	5,9	9,7	11,6	27%	22%	20%
Среднее значение				4,5	5,2	6,0	6,1	7,7	9,5	26%	22%	21%

Источники: Bloomberg, ИБ Синара

Прогнозы ИБ Синара в отношении показателей сектора в 2021–2023 гг. превышают консенсус-прогноз

Мы ожидаем повышения консенсус-прогноза по прибыли. Из представленной ниже таблицы видно, как отличаются наши новые оценки прибылей от составленного Bloomberg консенсус-прогноза. На данный момент наш прогноз прибылей превышает среднерыночный на 10%. Мы предполагаем, что повышение консенсус-прогнозов и стабильные цены на стальную продукцию могут привести к росту котировок российских представителей черной металлургии в 2П21. Если учесть стремительный рост цен на сталь и сырье в 2021 г., аналитики в среднем, как можно предположить, несколько припозднились с пересмотром прогнозов в период публикации отчетности в секторе. После того как компании представили исключительно высокие результаты за 2К21 и превзошли ожидания, аналитики, вероятнее всего, пересмотрят свои прогнозы в сторону повышения.

Оценки ИБ Синара vs консенсус-прогноз по российскому сектору стали на 2021–2023 гг.

	2021П			2022П			2023П		
	Синара	Консенсус	Δ, %	Синара	Консенсус	Δ, %	Синара	Консенсус	Δ, %
Северсталь									
Выручка	11 252	10 098	11	10 168	9004	13	9676	8648	12
ЕБИТДА	5254	4967	6	4363	4098	6	3719	3358	11
Рентабельность по ЕБИТДА	47%	49%	-2 п.п.	43%	46%	-3 п.п.	38%	39%	0 п.п.
Чистая прибыль	3729	3439	8	2951	2426	22	2377	2064	15
Чистая рентабельность	33%	34%	-1 п.п.	29%	27%	2 п.п.	25%	24%	1 п.п.
НЛМК									
Выручка	14 413	13 909	4	12 648	12 529	1	11 762	11 157	5
ЕБИТДА	5583	5530	1	4435	4095	8	3720	3417	9
Рентабельность по ЕБИТДА	39%	40%	-1 п.п.	35%	33%	2 п.п.	32%	31%	1 п.п.
Чистая прибыль	3976	3783	5	3004	2599	16	2389	2030	18
Чистая рентабельность	28%	27%	0 п.п.	24%	21%	3 п.п.	20%	18%	2 п.п.
ЕВРАЗ									
Выручка	15 107	13 320	13	13 800	11 965	15	13 106	11 279	16
ЕБИТДА	4748	4377	8	3804	3226	18	3133	2820	11
Рентабельность по ЕБИТДА	31%	33%	-1 п.п.	28%	27%	1 п.п.	24%	25%	-1 п.п.
Чистая прибыль	2983	2639	13	2290	1782	29	1730	1460	18
Чистая рентабельность	20%	20%	0 п.п.	17%	15%	2 п.п.	13%	13%	0 п.п.
ММК									
Выручка	10 784	10 471	3	9959	9706	3	9321	8775	6
ЕБИТДА	3822	3619	6	3197	2842	12	2481	2403	3
Рентабельность по ЕБИТДА	35%	35%	1 п.п.	32%	29%	3 п.п.	27%	27%	-1 п.п.
Чистая прибыль	2614	2407	9	2070	1744	19	1448	1372	6
Чистая рентабельность	24%	23%	1 п.п.	21%	18%	3 п.п.	16%	16%	0 п.п.

Источники: Bloomberg, ИБ Синара

Перспективы рынка: на пике цикла

Ключевые факторы: постепенное сворачивание ФРС программы выкупа активов и замедление темпов роста в Китае. По нашему мнению, фундаментальные показатели остаются благоприятными для рынка стали и сырья, но не полностью оправдывают текущие цены, близкие к рекордно высоким значениям. Мы считаем вероятным снижение цен на сталь и сырье в течение следующих 6–18 месяцев. Отметим несколько причин, по которым мы предполагаем, что цикл роста цен на сырье подходит к концу.

- В последние 12 месяцев основным драйвером цен на сырьевые товары была масштабная программа выкупа активов от ФРС. Поскольку инфляционные ожидания достигли своего пика, а ФРС занимает все более «ястребиные» позиции и может рассмотреть вопрос сворачивания программ поддержки уже в 4К21, мы ожидаем возвращения цен на сталь и сырье на уровни, которые больше соответствуют фундаментальным факторам.
- Китайские власти сигнализировали, что высокие цены на сталь и сырье представляют угрозу для восстановления экономики, и сейчас принимают меры по их снижению (отмена льгот по НДС, контроль цен, ограничение экспортных поставок и спекуляций). Эта кампания, направленная на сдерживание цен, как мы ожидаем, продолжится в 2П21.
- В настоящее время Китай сдерживает рынок кредитования, сокращает расходы на инфраструктуру и предпринимает шаги, направленные на охлаждение рынка недвижимости. Потенциальное распространение дельта-варианта COVID-19 в КНР — это еще один серьезный риск для китайской экономики, который может замедлить рост ВВП в 2П21.

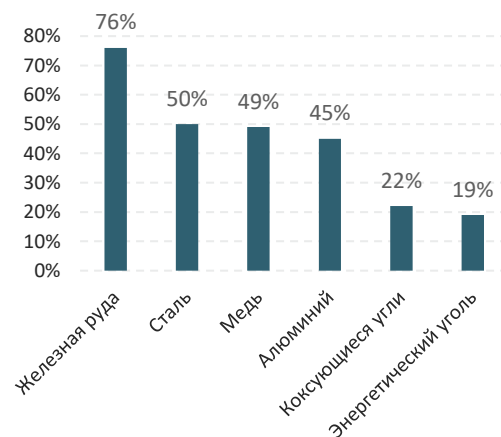
Китай является ключевым игроком на рынках стали и сырья

Китай остается ключевой движущей силой мировых рынков стали и сырья для ее производства, поскольку на него приходится 50% мирового потребления этой продукции. Кроме того, доля Китая в морских перевозках железной руды и коксующегося угля составляет соответственно около 76% и 22% от общемирового объема. Экспортные и внутренние цены на сталь и сырьевые товары в России тесно коррелируют со спотовыми китайскими ценам, так как Россия является одним из ведущих экспортёров на рынке этой продукции.

В июне – июле загрузженность доменных печей в Китае оставалась на высоком уровне свыше 90%. При этом в июле производство стали в Китае неожиданно сократилось на 8,4% г/г до 86,8 млн т, а производство чугуна составило 72,85 млн тонн (-8,9%), показав самый низкий месячный уровень за последние 15 месяцев. Развитие китайского рынка стали в 2П21 и далее будет определяться следующими тенденциями:

- сталелитейная промышленность КНР начнет новый этап развития благодаря реструктуризации и внедрению «зеленых» технологий;
- китайская экономика продолжит расти, что должно привести к увеличению видимого потребления стали на 5% г/г в 2021 году;
- в феврале 2022 г. (то есть через 6 месяцев) в Пекине пройдут зимние Олимпийские игры, и для обеспечения хорошего качества воздуха будет реализована программа «Олимпийская синева», которая включает расширение ограничений выпуска стали. Загрязнение воздуха в Таншане, главном металлургическом центре Китая, должно

Доля Китая в мировом спросе на продукцию



Источник: ИБ Синара

Примечание: по железной руде, коксующимся углям и энергетическому углю показана доля Китая в морских перевозках

снизиться на 40% по сравнению с прошлым годом в дни, предшествующие Олимпиаде, и во время ее проведения (4–22 февраля 2022 г.).

В 2021 г. правительство КНР ввело новые меры по ужесточению контроля над объемами производства в сталелитейной промышленности. Ожидается дальнейшее ужесточение требований к охране окружающей среды за счет ввода более строгих стандартов на выбросы углерода и проверок соотношения вновь вводимых и устаревших мощностей.

Мы прогнозируем, что рост производства стали в Поднебесной ограничится в этом году всего 4% (ниже роста спроса), а в 2022–2023 гг. производство снизится примерно на 1–2% по сравнению с прошлым годом.

Прогноз цен на сырьевые товары

Цены на сталь и железную руду снизятся в 2022–2023 гг., цены на коксующийся уголь проявят устойчивость

Сводная информация о наших прогнозных ценах на сталь и сырье приведена в таблице ниже.

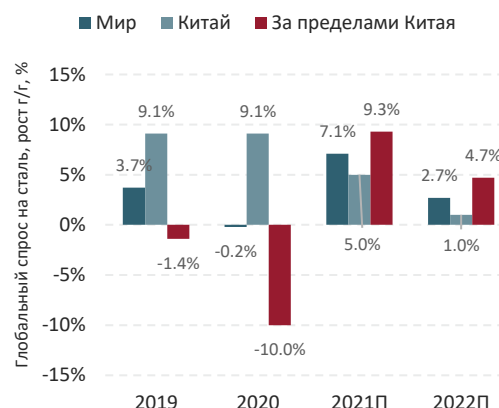
- Ожидается, что средние внутренние цены на угли коксующихся марок в 2021 г. вырастут на 50% по сравнению с прошлым годом до \$125 за тонну и останутся практически неизменными в 2022–2025 гг. благодаря росту цен на уголь в Австралии.
- Средние внутрироссийские цены на железную руду в 2021 г. составят, по нашим оценкам, \$142 за тонну концентрата (+89% г/г), но в 2022 и 2023 гг. ожидается снижение на 29% и 20% г/г соответственно вместе с ценами на железную руду в Китае.
- Средние внутренние цены на лом вырастут в 2021 г. на 40% г/г до \$329/т и, как ожидается, скорректируются в 2022–2023 гг. на фоне снижения цен на сталь.
- В 2022 году экспортные цены на слябы вырастут на 89% по сравнению с прошлым годом до \$785 за тонну.
- Средние экспортные и внутренние цены на горячекатаный рулон в 2021 г. оцениваются в \$870/т (+85%) и \$893/т (+84%) соответственно. В 2022 г. экспортная цена снизится до \$750/т, а в 2023 г. — до \$700/т, а премия внутренней цены на горячекатаный рулон к экспортной составит около 10%.
- В 2021 г. внутренние цены на арматуру вырастут на 69% по сравнению с 2020 г. до \$669/т, а в 2022–2023 гг. арматура на внутреннем рынке будет стоить примерно на 15% дешевле горячекатаного рулона.

Прогноз цен на продукцию

\$/т	Спотовая цена	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Экспортная цена на г/к прокат, FOB Черное море	925	484	470	870	750	700	713	726
Внутренняя цена на г/к прокат	1073	534	485	893	825	770	784	799
Экспортная цена на г/к прокат, FOB Черное море	795	430	415	785	677	632	643	655
Экспортная цена на квадратную заготовку, FOB Черное море	680	421	413	740	661	614	626	639
Внутренняя цена на арматуру	743	461	397	669	701	655	667	679
Твердый коксующийся уголь, FOB Австралия	222	183	124	155	150	145	148	151
Внутренняя (смешанная) цена на коксующийся уголь	160	135	83	125	127	126	129	132
Железная руда, CFR, Китай	160	89	108	163	115	92	94	96
Внутренняя цена на железную руду	167	84	75	142	100	80	82	83
Внутренняя цена на лом	339	369	235	329	304	284	289	294

Источник: ИБ Синара, Металл Эксперт, Bloomberg

Глобальный спрос на сталь растет, несмотря на замедление экономического роста Китая



Источники: World Steel, ИБ Синара

Запрет Китая на импорт австралийского угля поддержит цены на коксующийся уголь. За последние 3 месяца спотовая цена австралийского твердого коксующегося угля подскочила на 100% до \$222/т, в то время как спотовая цена на китайский твердый коксующийся уголь выросла на 41% до \$333/т. Это было вызвано высоким спросом и ограниченным внутренним предложением угля в Китае, где продолжаются масштабные проверки безопасности на шахтах. Мы ожидаем, что в 2П21 спотовые цены на коксующийся уголь в Китае скорректируются с нынешних максимумов, поскольку объемы производства стали в стране снизятся с недавних рекордных уровней. Цены же на австралийский коксующийся уголь вернутся в диапазон \$145–150/т, который мы считаем адекватным ценовым диапазоном, пока Китай сохраняет запрет на импорт австралийского угля.

Мы прогнозируем снижение цен на железную руду, цены на сталь останутся выше уровней, соответствующих середине сырьевого цикла. Мы ожидаем коррекции цен на железную руду. Сокращение производства стали в Китае в 2П21 и далее, а также рост мирового предложения поспособствуют коррекции цен на железную руду до \$90–100/т. В то же время сокращение производства стали в Китае в 2П21 и 2022 г., обусловленное вопросами экологии, ограничит китайский экспорт, что должно оказать поддержку мировым ценам на стальную продукцию, включая российские экспортные цены. Мы полагаем, что спрос и предложение стали в мире придут в равновесное состояние в конце 3К21, что должно привести к коррекции цен (хотя и незначительной). В результате в 2022 г. цена российского экспорта горячекатаного проката должна остаться на уровне около \$750/т, что выше исторического уровня середины цикла в \$500/т.

Информация для квалифицированных инвесторов

ЕВРАЗ: рост цен на уголь и выделение Распадской

Наш фаворит в секторе черной металлургии — ЕВРАЗ, крупнейший производитель угля коксующихся марок в России, поскольку мощный рост цен на внутреннем рынке на коксующийся уголь в 2021 г., а также стабильные цены на сортовой прокат окажут поддержку финансовым результатам ЕВРАЗа в 2П21 и далее. Кроме того, рекордную прибыль должен получить североамериканский дивизион ЕВРАЗа, где сложилась исключительно благоприятная ценовая конъюнктура. Миноритарии ЕВРАЗа и Распадской могут получить дополнительную выгоду в результате выделения в отдельную компанию активов Распадской, которое ожидается в 4К21.

Сильная поддержка со стороны растущих рынков коксующегося угля. Показатели прибыли ЕВРАЗа получают в 2П21 поддержку от сегмента коксующегося угля, цены на который на внутреннем рынке уже подскочили на 40% к/к в 3К21. Такому скачку способствовало главным образом ценовое ралли на мировых рынках, за которыми с некоторым лагом следует рынок российский. Отметим рост спотовых цен на твердый коксующийся уголь в Австралии на 100% за последние 3 месяца до \$222/т, тогда как цены на тот же вид продукции в Китае выросли за этот период на 41% и достигли \$333/т на фоне стабильно высокого спроса и ограниченного собственного предложения коксующегося угля в КНР. В этой связи рост цен на уголь в России может продолжиться в 4К21. Мы предполагаем, что запрет на импорт в Китай австралийского угля сохранится в 2022 г., что не будет способствовать устранению рыночных дисбалансов и поддержит цены на высоких уровнях. Экспортные и внутренние цены на коксующиеся угли сохранят в России, по нашему мнению, устойчивость в 2022 г. и останутся на относительно высоких уровнях ввиду ограниченного глобального предложения и растущего спроса со стороны КНР. В настоящее время Россия является одним из крупнейших экспортеров коксующегося угля в Китай, и ЕВРАЗ может извлечь значительную выгоду из высоких цен на мировых рынках.

Выделение Распадской приведет к созданию дополнительной ценности. ЕВРАЗ планирует выделить активы Распадской в отдельную компанию, что в долгосрочной перспективе может создать существенную дополнительную стоимость, так как металлургический и угольный бизнес смогут реализовывать свою собственную стратегию и преследовать собственные цели в сфере ESG и распределении капитала. По завершении выделения ЕВРАЗ рассчитывает и далее обеспечивать собственные потребности в угле его покупками у Распадской. Выделение активов Распадской намечено завершить к декабрю этого года. Как мы полагаем, акционеры ЕВРАЗа получат ~95% акций Распадской (столько сейчас составляет доля в капитале Распадской, принадлежащая ЕВРАЗу) пропорционально своему участию в капитале ЕВРАЗа. ЕВРАЗ также намеревается предоставить акционерам возможность получить денежное вознаграждение вместо акций Распадской во время выделения угольных активов. После выделения Распадской ее акции продолжат торговаться на Мосбирже (при этом увеличится количество акций в свободном обращении), а торги бумагами ЕВРАЗа продолжатся в премиальном сегменте Лондонской фондовой биржи.

Ожидается уменьшение ценовой премии плоского проката к сортовому. Обратим внимание, что в настоящий момент слябы экспортируются с премией в 16% относительно цены заготовок, тогда как на внутреннем рынке горячекатаный прокат стоит дороже арматуры на 44% (\$1070 против \$742 за тонну). На наш взгляд, существенная разница в ценах на плоский и сортовой прокат не продержится долго, и мы ожидаем ее нормализации со временем до порядка 15%, что может стать положительным фактором для ЕВРАЗа как крупнейшего производителя сортового проката в России.

Оценка стоимости: с дисконтом к НЛМК и Северстали. Акции ЕВРАЗа торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2021П на уровне 3,1 или с 24%-ным дисконтом относительно Северстали и НЛМК, что нам представляется необоснованным. Рассчитанная нами целевая цена на горизонте 12 месяцев – \$11,4 за акцию – предполагает потенциал роста котировок в 44% относительно текущих уровней.

Динамика котировок ЕВРАЗа и индекса



Источник: Bloomberg
Примечание: приведено к 100%

Эмитент	ЕВРАЗ
Тикер	EVR LN
ISIN	GB00B71N6K86
Последняя цена, \$	7,89
Целевая цена (12 мес.), \$	11,4
Среднедневн. оборот (3 мес.), \$ млн	13,3
Акции в свободном обращении, %	33,64%
Рейтинг	Лучше рынка
Потенциал роста	44%

Источник: ИБ Синара

Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	11 905	9754	15 107	13 800	13 106	13 393	13 951
Валовая прибыль	3852	3042	6441	5290	4455	4552	4873
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-1723	-1392	-2156	-1969	-1870	-1911	-1991
Прочие операционные расходы	-106	-43	-67	-61	-58	-59	-62
ЕБИТДА	2601	2212	4748	3804	3133	3244	3533
Износ и амортизация	578	605	530	544	607	663	713
ЕБИТ	2023	1607	4218	3260	2526	2582	2821
Процентные расходы	-336	-322	-241	-220	-233	-245	-242
Прибыль до налогообложения	1687	1295	3978	3040	2293	2337	2578
Налог на прибыль	-537	-437	-994	-760	-573	-584	-645
Расходы на долю меньшинства и убыток по курсовым разницам	-785	10	10	10	10	10	10
Чистая прибыль акционерам	365	868	2993	2290	1730	1763	1944
Балансовый отчет, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	3804	3406	4205	3954	3795	3869	4018
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	1423	1627	1903	1728	1573	1605	1694
Чистые основные средства	4925	4541	5007	5518	5969	6366	6717
Итого активы	9847	8710	9979	10 285	10 619	11 129	11 667
Итого текущие обязательства	2253	3107	3475	3446	3472	3508	3553
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	140	1078	1078	1078	1078	1078	1078
Долгосрочная задолженность	5666	4683	4683	4683	4683	4683	4683
Итого собственный капитал	1676	791	1705	1910	2088	2432	2795
Доля меньшинства	252	129	129	129	129	129	129
Итого обязательства и собственный капитал	9847	8710	9992	10 168	10 372	10 752	11 160
Чистый долг	4383	4134	3858	4033	4188	4156	4067
Отчет о движении денежных средств, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистая прибыль	365	868	2993	2290	1730	1763	1944
Износ и амортизация	578	605	530	544	607	663	713
Прочее	1114	120	130	130	130	130	130
Изменение в оборотном капитале	373	335	-155	46	31	-6	-15
Чистый операционный денежный поток	2430	1928	3498	3010	2497	2549	2771
Капитальные затраты	-762	-624	-1000	-1100	-1100	-1100	-1100
Свободный денежный поток	1765	1304	2498	1910	1397	1449	1671
Дивиденды уплаченные	-1086	-878	-2079	-2085	-1553	-1418	-1581
Изменение в долге	-230	-86	0	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-1415	-1107	-2222	-2085	-1553	-1418	-1581

Источник: ИБ Синара

Модель DCF, млн \$

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	Постпрогнозный период
Свободный денежный поток	2498	1910	1397	1449	1671	19 430
Фактор дисконтирования	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,65
Дисконтированный свободный денежный поток	2381	1653	1099	1035	1084	12 602
Справедливая стоимость компании	19 853					
Чистый долг (на конец 2К21)	3356					
Корректировки на долю владения	50					
Целевая рыночная капитализация	16 447					
Целевая цена (12 мес.), \$/акц.	11,4					
					Бета-коэффициент	1,2
					с учетом долговой нагрузки	
					Средневзвешенная стоимость капитала	10,1%
					Рост в постпрогнозный период	2,0%

Источник: ИБ Синара

ММК: устойчивость к пошлинам, высокая доходность

Мы положительно оцениваем ММК в качестве ставки на российский рынок стали и на горизонте 12 месяцев устанавливаем по акциям эмитента целевую цену в \$1,3 за штуку (потенциал роста — 40%). Компания менее уязвима для введения временных пошлин на экспорт (совокупный негативный эффект оценивается примерно в \$150 млн). ММК окажется в выигрышном положении в связи с высокими ценами на сталь на внутреннем рынке, которые следуют за мировыми. Кроме того, у компании одна из наиболее высоких дивидендных доходностей на 12 месяцев — 21%.

Со следующего года горячий комплекс ММК Metalurji в Турции добавит 1,6 млн тонн к производству стали. ММК остановил выпуск стали на предприятии ММК Metalurji в 2012 г. из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке лома. В июле 2021 г. завод ММК Metalurji приступил к горячим испытаниям электросталеплавильного цеха. Цех с литейно-прокатным модулем для производства горячекатаного проката после девяти лет простоя возобновил работу и сейчас наращивает производство с целью выхода на проектную мощность. Компания отмечает, что запуск цеха с литейно-прокатным модулем на площадке ММК Metalurji в Искендеруне должен обеспечить плавное увеличение объемов производства. В 2021 г. планируется выпустить 200–260 тыс. тонн горячекатаного проката с выходом завода на полную проектную мощность в 2022 г.

Еще одно вторичное размещение (SPO) в 2П21 и возможное включение бумаг в расчет индекса MSCI Russia. Основной акционер ММК В. Рашников рассматривает возможность проведения еще одного вторичного размещения акций (в дополнение к уже имевшей место в апреле продаже акций на бирже), чтобы бумаги ММК были включены в расчет индекса MSCI Russia. ММК может разместить еще порядка 1,5% акций, но сроки SPO пока не определены. Следующий пересмотр структуры индексов MSCI состоится в ноябре 2021 г. Хотя SPO через процедуру ускоренного сбора заявок, если учесть свойственный для таких операций дисконт в 3–5% к рыночной стоимости, может на короткое время оказать давление на котировки, в долгосрочной перспективе увеличение доли акций в свободном обращении должно стать положительным фактором ввиду повышения ликвидности бумаг и переоценки их стоимости с перспективой включения в расчет странового индекса MSCI. В апреле 2021 г. В. Рашников уже продал 3% акций, и тогда принадлежащая ему структура обязалась не продавать акции ММК в течение двух месяцев. Срок обязательства истек в конце июня 2021 г.

Снижение цен на железную руду поддержит рентабельность. ММК отличается незначительной вертикальной интеграцией в сегмент добычи железной руды (собственные потребности компания обеспечивает лишь на 20%). Основную часть рудного сырья ММК получает с казахстанского предприятия ССГПО, принадлежащего ERG, по долгосрочной ценовой формуле, привязанной к ценам на железную руду в Китае. С пиковых значений этого года спот-цены на железо в КНР снизились на 25% до \$160/т ввиду нормализации поставок железорудного сырья из Австралии и Бразилии и охлаждения спроса в самом Китае. Мы предполагаем, что Китай продолжит снижать цены на сырьевые товары, включая железную руду, что приведет к их коррекции в среднем до \$115/т в 2022 г. (-30% г/г) и положительно скажется на показателях рентабельности ММК в дальнейшем.

Оценка стоимости: дисконт 34% относительно НЛМК и Северстали. Акции ММК торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2021П на уровне 2,8 — с дисконтом в 34% к оценкам НЛМК и Северстали, что нам представляется неоправданным. Рассчитанная нами целевая цена с горизонтом 12 месяцев в \$1,3 на акцию на 40% выше текущей курсовой стоимости бумаг ММК.

Динамика котировок ММК и индекса



Источник: Bloomberg

Примечание: приведено к 100%

Эмитент	ММК
Тикер	MAGN RX
ISIN	RU0009084396
Последняя цена, \$	0,93
Целевая цена (12 мес.), \$	1,3
Среднедневн. оборот (3 мес.), \$ млн	26,8
Акции в свободном обращении, %	18,7%
Рейтинг	Лучше рынка
Потенциал роста	40%

Источник: ИБ Синара

Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	7566	6395	10 784	9959	9321	9500	9679
Валовая прибыль	2161	1746	4533	3758	2908	2867	2783
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-874	-738	-1245	-1150	-1076	-1097	-1118
Прочие операционные расходы	0	0	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	1797	1492	3822	3197	2481	2472	2414
Износ и амортизация	510	484	534	589	649	702	749
ЕБИТ	1287	1008	3288	2608	1832	1770	1665
Процентные расходы	-38	-21	-21	-21	-21	-21	-21
Прибыль до налогообложения	1249	987	3267	2587	1811	1749	1644
Налог на прибыль	-239	-186	-653	-517	-362	-350	-329
Расходы на долю меньшинства и убыток по курсовым разницам	48	-197	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	1058	604	2614	2070	1448	1399	1316
Балансовый отчет, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	2991	2851	3586	3419	3272	3321	3385
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	1105	1058	1274	1183	1039	1024	1015
Чистые основные средства	5180	4541	5007	5518	5969	6366	6717
Итого активы	8284	7492	8692	9037	9341	9787	10 202
Итого текущие обязательства	1565	1825	2183	2172	2220	2269	2328
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	333	411	411	411	411	411	411
Долгосрочная задолженность	527	548	548	548	548	548	548
Итого собственный капитал	5497	4582	5424	5779	6036	6434	6790
Доля меньшинства	22	19	19	19	19	19	19
Итого обязательства и собственный капитал	8284	7492	8692	9037	9341	9787	10 202
Чистый долг	-245	-99	-315	-224	-80	-65	-56
Отчет о движении денежных средств, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистая прибыль	1058	604	2614	2070	1448	1399	1316
Износ и амортизация	510	484	534	589	649	702	749
Прочее	159	172	172	172	172	172	172
Изменение в оборотном капитале	287	-34	-161	65	50	-14	-14
Чистый операционный денежный поток	1715	1226	3159	2895	2319	2259	2222
Капитальные затраты	-833	-694	-1000	-1100	-1100	-1100	-1100
Свободный денежный поток	885	358	2159	1795	1219	1159	1122
Дивиденды уплаченные	-907	-623	-1943	-1886	-1363	-1174	-1131
Изменение в долге	347	65	0	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-570	-558	-1943	-1886	-1363	-1174	-1131

Источник: ИБ Синара

Модель DCF, млн \$

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	Постпрогнозы й период
Свободный денежный поток	2159	1795	1219	1159	1122	13 049
Фактор дисконтирования	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,65
Дисконтированный свободный денежный поток	2058	1554	959	828	728	8463
Справедливая стоимость компании	14 589					
Чистый долг (на конец 2К21)	6					
					Бета-коэффициент	1,2
					с учетом долговой нагрузки	
Корректировки на долю владения	20				Средневзвешенная стоимость капитала	10,1%
Целевая рыночная капитализация	14 563				Рост в постпрогнозный период	2,0%
Целевая цена (12 мес.), \$/акц.	1,30					

Источник: ИБ Синара

Северсталь: рекордная прибыль и дивиденды уже в цене

Компания должна оказаться в выигрышном положении благодаря рекордным ценам на сталь и сырье и сохранит лидерство в России и мире по показателю рентабельности EBITDA. Северсталь планирует повысить объемы производства стали на 15% до 13 млн тонн к 2023 г. По нашим оценкам, акции компании торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2021П и 2022П на уровне 4,1 и 5,0 соответственно (годовая дивидендная доходность на горизонте 12 месяцев составит 15%). Мы начинаем анализ Северстали с рейтинга «нейтрально»: акции компании росли опережающими темпами относительно акций других сталепроизводителей с начала года, потенциал роста к целевой цене на горизонте 12 месяцев в \$27,4 на акцию составляет только 14%.

Ожидается высокий органический рост российского производства стали. Недавно Северсталь повысила прогноз по объемам производства на этот год на 300 тыс. тонн, что предполагает годовой рост примерно на 3% до 11,6 млн тонн. Ранее в марте 2021 г. на «Дне инвестора» Северсталь сообщила, что производство стали после обновления доменных печей должно достичь 13 млн тонн в 2023 г., что предполагает увеличение объемов производства на 15% по сравнению с уровнем 2020 г. Объемы роста производства стальной продукции у Северстали самые высокие по сравнению с другими российскими сталепроизводителями, и это должно поддержать финансовые показатели при продолжающемся ослаблении рыночной конъюнктуры.

Высокий уровень вертикальной интеграции в сегментах железной руды и коксующихся углей. Северсталь имеет самый высокий уровень самообеспеченности в железной руде (130%) и коксующихся углях (90%). Благодаря этому себестоимость сляба у Северстали — одна из самых низких в России и мире: \$175/т в 2К21 против цены НЛМК в \$252/т. Лидерство Северстали в рентабельности и низкой стоимости сляба обеспечивается благодаря ее комбинатам «Карельский окатыш» и «Олккон» с их низкой себестоимостью железорудного сырья на уровне \$27–30/т в 2К21. В то же время затраты угледобывающего предприятия «Воркутауголь» одни из самых высоких в российской угольной отрасли (\$90/т в 2К21), и мы считаем, что Северсталь могла бы продать этот актив или в будущем реорганизовать его в форме выделения, чтобы повысить рейтинги по ESG.

Сильный свободный денежный поток и высокие дивиденды. В 2018–2020 гг. отношение чистого операционного денежного потока к EBITDA в среднем составляло 89%, что является одним из самых высоких уровней в отрасли. В 2018–2020 гг. компании удавалось поддерживать дивидендную доходность на уровне 13% и коэффициент выплаты дивидендов на уровне 138% от чистой прибыли, поскольку компания распределяет почти 100% FCF на дивиденды. У компании также сильные финансовые результаты: текущее отношение чистого долга к EBITDA составляет 0,37 — один из самых низких результатов по отрасли, что позволяет компании направлять весь FCF на выплату дивидендов.

Справедливая оценка стоимости по мультипликаторам. По нашим оценкам, соотношение EV/EBITDA в 2021П и 2022П составляет 4,2 и 5,3, что не выглядит дешево по сравнению со средними мультипликаторами по отрасли, поэтому наша рекомендация — «нейтрально»: потенциал роста ограничен 14% от текущих уровней.

Динамика котировок Северстали и индекса



Источник: Bloomberg

Примечание: приведено к 100%

Эмитент	Северсталь
Тикер	CHMF RX
ISIN	RU0009046510
Последняя цена, \$	24
Целевая цена (12 мес.), \$	27,4
Среднедневн. оборот (3 мес.), \$ млн	36,5
Акции в свободном обращении, %	23,0%
Рейтинг	Нейтрально
Потенциал роста	14%

Источник: ИБ Синара

Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	8157	6870	11 252	10 168	9676	9875	10 071
Валовая прибыль	3271	2918	6298	5176	4393	4438	4477
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-889	-738	-1245	-1150	-1076	-1097	-1118
Прочие операционные расходы	-41	16	26	24	23	23	23
ЕБИТДА	2805	2422	5254	4363	3719	3800	3869
Износ и амортизация	464	460	522	602	673	736	793
ЕБИТ	2341	1962	4732	3761	3046	3064	3076
Процентные расходы	-132	-133	-71	-66	-70	-74	-74
Прибыль до налогообложения	2209	1829	4661	3696	2977	2989	3002
Налог на прибыль	-465	-293	-932	-739	-595	-598	-600
Расходы на долю меньшинства и убыток по курсовым разницам	23	-520	0	0	0	0	0
Чистая прибыль акционерам	1767	1016	3729	2956	2381	2391	2401
Балансовый отчет, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	3095	2228	2718	2540	2425	2477	2539
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	1081	589	736	626	487	495	511
Чистые основные средства	4207	4746	5474	6123	6700	7214	7671
Итого активы	8222	7396	8615	9085	9547	10 113	10 632
Итого текущие обязательства	1586	1770	1937	1943	1991	2017	2043
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	290	610	610	610	610	610	610
Долгосрочная задолженность	2361	2002	2002	2002	2002	2002	2002
Итого собственный капитал	3463	2729	3781	4245	4659	5199	5692
Доля меньшинства	15	15	15	15	15	15	15
Итого обязательства и собственный капитал	8222	7396	8615	9085	9547	10 113	10 632
Чистый долг	1570	2023	1876	1986	2125	2117	2101
Отчет о движении денежных средств, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистая прибыль	1767	1016	3729	2956	2381	2391	2401
Износ и амортизация	464	460	522	602	673	736	793
Прочее	0	112	112	112	112	112	112
Изменение в оборотном капитале	599	65	-177	75	25	-19	-19
Чистый операционный денежный поток	2807	2506	4186	3745	3191	3221	3287
Капитальные затраты	-1202	-1327	-1250	-1250	-1250	-1250	-1250
Свободный денежный поток	1280	806	2936	2495	1941	1971	2037
Дивиденды уплаченные	-1574	-1228	-2789	-2605	-2079	-1963	-2020
Изменение в долге	1131	-25	0	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-443	-1253	-2789	-2605	-2079	-1963	-2020

Источник: ИБ Синара

Модель DCF, млн \$

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	Постпрогнозный период
Свободный денежный поток	2936	2495	1941	1971	2037	23 688
Фактор дисконтирования	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,65
Дисконтированный свободный денежный поток	2798	2159	1526	1407	1321	15 363
Справедливая стоимость компании	24 574					
Чистый долг (на конец 2К21)	1541					
Корректировки на долю владения	16					
Целевая рыночная капитализация	23 017					
Целевая цена (12 мес.), \$/акц.	27,5					

Источник: ИБ Синара

НЛМК: потенциал роста невелик даже с учетом дивидендов

НЛМК как крупнейший российский экспортер стали занимает хорошее положение на рынке, поскольку экспортные цены на сталь в 2П21 остаются на высоком уровне в связи с рыночным дефицитом стали на глобальных рынках. В то же время потенциал роста стоимости ограничен из-за ожидаемой коррекцией цен на сталь в 4К21 и 2022 г. Отмечаем, что в 2П21 НЛМК как самый крупный экспортер стали в России понесет наибольшие убытки в связи с вводом 15%-ных экспортных пошлин на металл, которые будут взиматься с августа по декабрь. При этом мы ожидаем, что прибыль НЛМК в 2П21 останется на уровне 1П21 и годовая дивидендная доходность составит 16%. Наш рейтинг по НЛМК — «нейтрально», целевая цена на горизонте 12 месяцев — \$3,8 на акцию (потенциал роста 11% от текущих уровней).

Ожидается высокий органический рост. В мае 2021 г. НЛМК сообщил о новом проекте — создании на базе Стойленского ГОКа нового горно-металлургического производства. Предполагается, что будет расширен действующий карьер и увеличены объемы добычи руды с 43 до 67 млн тонн в год, построены новые мощности по обогащению, позволяющие производить 10 млн тонн концентрата, фабрика окомкования мощностью 9 млн тонн окатышей, цех по производству ГБЖ мощностью 2,5 млн тонн. Инвестиции составят около 250 млрд руб. Проект планируется к реализации в 2024–2027 гг., поэтапный ввод в эксплуатацию запланирован на 2027–2028 г. Новый проект повысит самообеспеченность железной рудой и прибыльность в долгосрочной перспективе. В 1П22 НЛМК также планирует ввести в эксплуатацию завод по производству трансформаторной стали в Индии. Мощность завода составит 64 тыс. тонн. Начиная с 2023 г. новый агрегат непрерывного горячего цинкования № 5 (АНГЦ № 5), строящийся на Липецкой площадке, сможет ежегодно выпускать 450 тыс. тонн премиальной стальной продукции.

Восстановление рентабельности американских активов и убыточные европейские заводы. Американские активы НЛМК в 1П21 вновь стали приносить прибыль на фоне растущего спроса и исключительно высоких цен на горячекатаный прокат. Рентабельность американских активов по EBITDA в 2К21 достигла 30% (7% в среднем в прошлом году). Американский дивизион НЛМК генерировал \$278 млн EBITDA в 1П21 против \$76 млн в 2020 г. Цены в США в этом году существенно поднялись до уровня \$1800/т за горячекатаный прокат в связи с рыночным дефицитом и ввозными пошлинами в 25%. При этом европейские активы НЛМК (Dansteel и NBH) в 1П21 продолжали нести убытки (\$18 млн на уровне EBITDA).

Сильная дивидендная политика поддерживает акции. Текущая дивидендная политика компании предполагает выплату как минимум 100% FCF, если отношение чистого долга к EBITDA ниже 1,0, и как минимум 50% FCF, если этот показатель выше 1,0. Средний коэффициент выплаты FCF в 2017–2020 гг. был равен 112%. В 2К21 фактический коэффициент выплаты FCF достиг 127% при снижении отношения чистого долга к EBITDA до 0,42. Ожидаем, что НЛМК продолжит распределять на дивиденды 100% и более FCF, что делает акции компании привлекательными с точки зрения дивидендной доходности (16% в 2021 г. и 13% в 2022 г.).

Прогнозируем на 2022 г. справедливую оценку стоимости акций по мультипликатору EV/EBITDA. По нашему прогнозу, НЛМК торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2021П и 2022П на уровне 4,0 и 5,1 (примерно на уровне Северстали), наша рекомендация — «нейтрально».

Динамика котировок НЛМК и индекса



Источник: Bloomberg

Примечание: приведено к 100%

Эмитент	НЛМК
Тикер	NLMK RX
ISIN	RU0009046452
Последняя цена, \$	3,42
Целевая цена (12 мес.), \$	3,80
Среднедневн. оборот (3 мес.), \$ млн	37,1
Акции в свободном обращении, %	20,7%
Рейтинг	Нейтрально
Потенциал роста	11%

Источник: ИБ Синара

Финансовая отчетность

Отчет о прибылях и убытках, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	10 554	9245	14 413	12 648	11 762	11 781	12 015
Валовая прибыль	3502	3325	7024	5574	4678	4486	4537
Общие, коммерческие и административные расходы (в т. ч. на НИОКР)	-1401	-1191	-1857	-1629	-1515	-1518	-1548
Прочие операционные расходы	-100	-63	-98	-86	-80	-80	-82
ЕБИТДА	2564	2645	5583	4435	3720	3582	3651
Износ и амортизация	562	562	562	562	562	562	562
ЕБИТ	2002	2083	5021	3873	3158	3020	3089
Процентные расходы	-50	-89	-98	-92	-96	-103	-105
Прибыль до налогообложения	1794	1580	4971	3766	2986	2785	2802
Налог на прибыль	-453	-343	-994	-753	-597	-557	-560
Расходы на долю меньшинства и убыток по курсовым разницам	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Чистая прибыль акционерам	1339	1236	3976	3012	2388	2227	2240
Балансовый отчет, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Итого оборотные активы	3695	3570	4273	3898	3635	3627	3700
Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	1000	1033	1194	1075	909	857	867
Чистые основные средства	6039	5659	6345	7018	7630	8186	8692
Итого активы	10 484	9862	11 250	11 548	11 898	12 447	13 025
Итого текущие обязательства	2188	2432	2432	2432	2432	2432	2432
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	468	1054	1054	1054	1054	1054	1054
Долгосрочная задолженность	2188	2432	2432	2432	2432	2432	2432
Итого собственный капитал	5930	4730	5854	6209	6557	7067	7613
Доля меньшинства	17	11	11	11	11	11	11
Итого обязательства и собственный капитал	10 484	9862	11 250	11 548	11 898	12 447	13 025
Чистый долг	1656	2453	2292	2411	2577	2629	2619
Отчет о движении денежных средств, млн \$	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Чистая прибыль	1341	1237	3977	3013	2389	2228	2241
Износ и амортизация	562	562	562	562	562	562	562
Прочее	636	200	200	200	200	200	200
Изменение в оборотном капитале	465	101	-278	200	97	-6	-29
Чистый операционный денежный поток	3004	2112	4413	3990	3324	3116	3156
Капитальные затраты	-1080	-1139	-1200	-1250	-1250	-1250	-1250
Свободный денежный поток	1212	973	3213	2740	2074	1866	1906
Дивиденды уплаченные	-2120	-1412	-3052	-2858	-2241	-1918	-1896
Изменение в долге	515	830	0	0	0	0	0
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	-1668	-582	-3052	-2858	-2241	-1918	-1896

Источник: ИБ Синара

Модель DCF, млн \$

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	Постпрогнозы й период
Свободный денежный поток	3213	2740	2074	1866	1906	23 143
Фактор дисконтирования	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,65
Дисконтированный свободный денежный поток	3062	2372	1631	1332	1236	15 010
Справедливая стоимость компании	24 643					
Чистый долг (на конец 2К21)	1963					
Корректировки на долю владения	19					
Целевая рыночная капитализация	22 661					
Целевая цена (12 мес.), \$/акц.	3,8					

Источник: ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Рынок акций США

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Технологии, ретейл, телекоммуникации

Анастасия Обухова
ObukhovaAN@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент, удобрения, транспорт, электроэнергетика

Анастасия Егазарян
EgazaryanAA@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Тоби Вудалл

WoodallT@sinara-finance.ru

Настоящий материал подготовлен ПАО «СКБ-Банк» исключительно в информационных целях.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО «СКБ-Банк» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться как или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу, вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выраженные с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированными инвесторами в соответствии с законодательством РФ. ПАО «СКБ-Банк» не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и/или услуг.

Данный материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение, копирование и/или изменение материала и/или его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО «СКБ-Банк». Распространение без согласия ПАО «СКБ-Банк» в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса.

До выхода настоящего материала содержание настоящего материала не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и/или дисконтированная дивидендная/купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок, такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Лучше рынка» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Нейтрально» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Хуже рынка» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Детальная информация касательно использованных в настоящем материале общедоступных методов и предпосылок предоставляется на основании адресного запроса на resprod@skbbank.ru.

В данном отчете Инвестиционный Банк Синара может упоминаться как ИБ Синара.

ПАО «СКБ-БАНК»

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 04.03.2016 на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 04.03.2016 на осуществление операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.