

18 июня 2021

Евраз

Уголь больше не помеха – повышение рейтинга до ВЫШЕ РЫНКА

EVRAZ (EVR LN)	ВЫШЕ РЫНКА		
Целевая цена	850 пенсов		
Потенциал роста	40%		
Рын. кап-я (\$ млн)	12 307		
EV (\$ млн)	15 792		
ФИНАНСЫ * (\$ млн)	2021П	2022П	2023П
Выручка	13 117	11 215	11 027
EBITDA	4 816	3 473	3 109
EBIT	4 222	2 850	2 466
Чистая прибыль	3 142	2 066	1 780
EPS (\$)	2.2	1.4	1.2
DPS (\$)	1.6	1.4	1.2
ОЦЕНКА *			
EV/EBITDA (x)	3.3	4.5	5.1
P/E (x)	3.9	6.0	6.9
P/B (x)	7.2	6.9	6.7
Дох-ть FCF (%)	19%	16%	14%
Див. дох-ть (%)	19%	16%	14%
ДИНАМИКА			
3 мес. (%)			9%
6 мес. (%)			26%
1 год (%)			108%

* оценки АТОНа

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

- Восстановление цен на коксующийся уголь еще не полностью учтено в оценке Евраз. Также, на наш взгляд, участие в реорганизации угольного дивизиона лучше принимать через акции Евраз, а не через бумаги Распадской.
- Самый высокий в секторе уровень дивидендной доходности в 21% (на спот-ценах) и консервативные консенсус-прогнозы по прибыли определяют наш взгляд на бумагу как фаворита в секторе в условиях стабильных или стагнирующих цен на сталь.
- Мы повышаем рейтинг Евраз до **ВЫШЕ РЫНКА** с целевой ценой 850 пенсов за акцию, что предполагает потенциал роста на 40%.

Цены на коксующийся уголь из Австралии подскочили до более чем \$170/т

Цены на твердый коксующийся уголь из Австралии подскочили до максимума с середины 2019, при этом дисконт к котировкам на рынке КНР сократился примерно до \$100/т со \$150/т. Это стало следствием затяжного арбитражного разбирательства между Китаем и Австралией, побудившего американских экспортеров переориентировать потоки поставок угля с Европы и Бразилии на Китай. Атмосферу напряженности на спотовом рынке поддерживают опасения дефицита предложения вследствие сокращения поставок из Австралии. В плане спроса по-прежнему высоким остается прогноз по Индии (одному из крупнейших импортеров коксующегося угля), несмотря на начало сезона муссонных дождей. Запасы в Индии остаются на невысоком уровне.

Остаются сомнения, что котировки будут стабильно превышать \$170/т, но вполне допустимо предположить, что цены останутся выше \$150/т с учетом более высокого, чем прогнозировалось, производства стали в Китае (в апреле страна достигла рекорда по выпуску – 97.8 млн т) и опасений относительно сокращения поставок из Австралии.

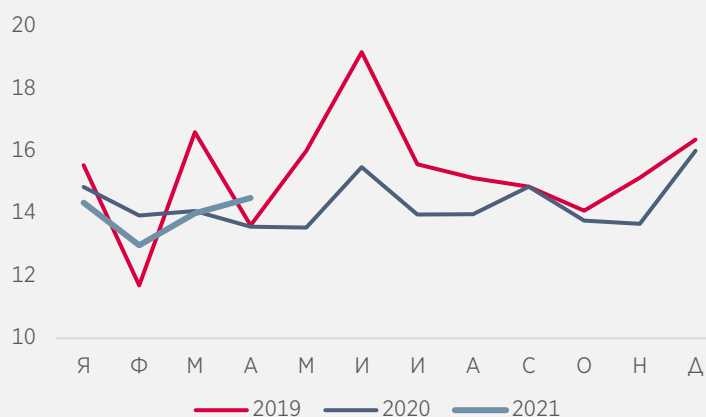
По нашим упрощенным расчетам, недавний скачок цен на коксующийся уголь на \$60/т добавляет \$500 млн к аннуализированному показателю EBITDA (+12% к консенсус-прогнозу). Данный фактор, на наш взгляд, еще не отражен в оценке Евраз.

Рис. 1: Мировые цены на твердый кокс. уголь, \$/т



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 2: Экспорт тв. кокс. угля из Австралии, млн т



Источник: данные компании, оценки АТОНа

Выделение угольного дивизиона остается структурно положительным фактором

Мы считаем, что предстоящее завершение сделки по выделению угольного бизнеса благоприятно отразится на динамике акций Евраз, акционеры которого получают акции Распадской пропорционально их долям в стальной компании.

Новость о реорганизации угольного дивизиона спровоцировала ралли в акциях Распадской – они подорожали с 200 до 250 руб. Таким образом, участвовать в выделении угольного бизнеса через акции Евраза стало более выгодным, чем раньше – рыночная капитализация угольной компании теперь выросла до 17.6% стоимости самого Евраза с 14.5% до анонсирования сделки.

При этом мы считаем, что в случае отмены или переноса выделения решением совета директоров акции Евраза будут менее подвержены коррекции из-за негативной реакции рынка. На наш взгляд, ралли в акциях Распадской в значительной мере обусловлено ожиданиями возможности продать акции Распадской с премией сразу после выделения.

Free float Распадской должен подскочить с 9% до примерно 40%, что подразумевает четырехкратный рост ликвидности (на настоящий момент средний дневной объем торгов за 3М составляет \$2.6 млн), если 90.9% акций Распадской, принадлежащие сейчас Евразу, будут распределены между акционерами Евраза пропорционально их долям, включая и 33%, которые сейчас считаются free float Евраза. Однако еще более важны ожидаемые изменения **в дивидендной политике Распадской** (предусмотренная в настоящий момент минимальная выплата в \$50 млн в год – это всего лишь нижний порог, а, например, в 2020 FCF компании составил \$123 млн).

Улучшение ESG-метрик Евраза станет важнейшим позитивным моментом для стального бизнеса в результате выделения угольных активов. После выделения угольного бизнеса компания сможет привлекать инвестиции со стороны фондов, ориентированных на ESG, политика которых сейчас полностью исключает инвестиции в уголь. «Новый» Евраз лучше впишется в новую Таксономию в области устойчивого развития ЕС (классификацию допустимых видов деятельности). Все российские производители предпринимают шаги по улучшению ESG-метрик, и их успех в этом вопросе будет отражаться на мультипликаторах оценки относительно средних значений сектора, на наш взгляд.

Привлекательная оценка и дивидендная доходность

Консенсус-оценка по Евразу весьма консервативна – прогноз Bloomberg по EBITDA за 2021 составляет всего \$3.9 млрд. Мы ожидаем, что EBITDA Евраза за 1П21 составит 67% консенсус-прогноза на 2021, что повлечет за собой повышение рейтингов и оценок – соответственно, публикация финансовых результатов за 1П21, намеченная на **5 августа, должна стать катализатором** для акций. Мы ожидаем, что у аналогов Евраза прогресс показателя EBITDA за 1П21 относительно годового консенсус-прогноза будет ниже – \$4.9 млрд (57%) у Северстали и \$5.1 млрд (58%) у НЛМК.

Евраз торгуется с мультипликаторами EV/EBITDA 2021П 4.0x по консенсус-оценкам и 3.3x по оценкам АТОНа, поскольку мы считаем, что рынок еще не полностью учитывает восстановление цен на коксующийся уголь и ванадий. Евраз остается недооцененным относительно Северстали и НЛМК, торгуясь с дисконтом 9%, и относительно собственного исторического среднего за 5 лет, торгуясь с дисконтом 18%, что, на наш взгляд, объясняется повышенной долговой нагрузкой, менее прозрачной дивидендной политикой и более низкой рентабельностью.

С корректировкой по рынку Евраз должен заплатить дивиденды в размере \$1.8 на акцию, что соответствует доходности 21% – **это самая высокая дивидендная доходность среди российских стальных компаний**. Мы предполагаем, что компания решит

выплатить 100% от величины свободного денежного потока (или \$2 600 млн), поскольку дивидендная политика предусматривает только минимальную выплату в \$300 млн. Однако инвесторам не следует забывать о возможной волатильности выплат из-за ожидаемого выделения угольных активов.

Цены на ванадий – темная лошадка

Цены на феррованадий в США взлетели на 61% с начала года до \$40.75/кг – такой уровень в последний раз наблюдался в середине мая 2019. Спотовые котировки сейчас находятся на средних уровнях 2019, когда Евраз получил \$650 млн выручки от ванадия (+85% г/г, до 8% от общего консолидированного показателя). Потенциальный прирост EBITDA на \$300 млн также не полностью отражен в оценке Евраз, на наш взгляд.

В 1K21 рост цен (+31% кв/кв) был связан с восстановлением спроса в Европе и Северной Америке. Во 2K21 спрос на ванадий остается высоким, поддерживая цены. В ближайшее время доминирующую роль в поддержании спроса на ванадий по-прежнему будет играть сталеплавильная промышленность. В долгосрочной перспективе ожидается, что Китай установит приблизительно 30-60 ГВт новых мощностей по накоплению энергии к 2030, что увеличит спрос на ванадий на 28-56 тыс. т в год.

Ралли в ванадии пришлось на октябрь 2018 – цены на феррованадий подскочили до рекордных максимумов почти в \$130/кг, а средняя цена по итогам 2018 составила \$80/кг. Это транслировалось в рост выручки в 2018 на \$0.6 млрд г/г (до \$1.2 млрд с \$0.5 млрд).

Устойчивость к рискам внутреннего регулирования

Доля внутренней выручки в общих продажах составляет 38%, что является самым низким значением среди основных российских стальных компаний (62% у Северстали и 83% у ММК). Это, на наш взгляд, делает компанию более устойчивой к рискам внутреннего регулирования, когда правительство обсуждает «ручное» регулирование цен на сталь.

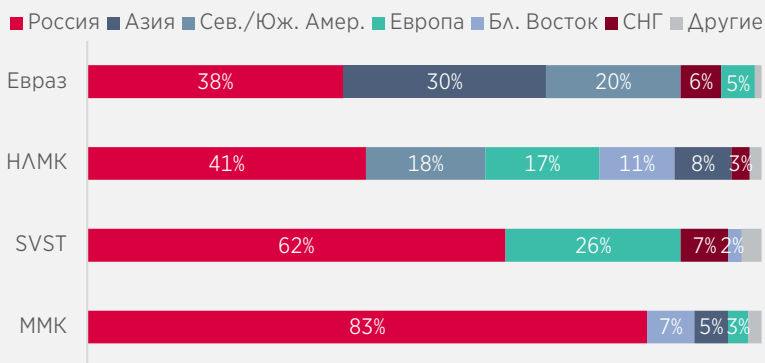
Евраз – лидер российского рынка строительной стали (69% в 2020), имеющий также самые сильные позиции на мировом рынке (30% в Азии и 20% в Северной и Южной Америке).

Рис. 3: Феррованадий 80%, США, склад Питтсбург, \$/кг.



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 4: Структура выручки производителей стали в 2020 по регионам



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Сравнительные мультипликаторы

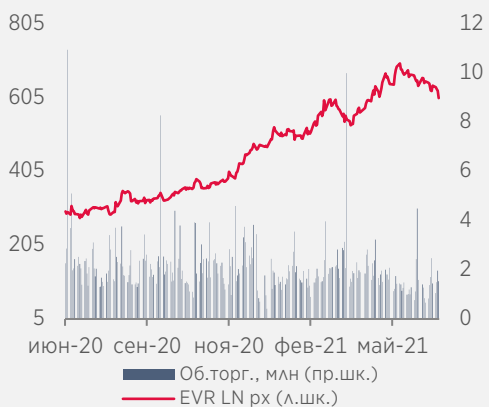
Рис. 5: Российские металлургические компании и мировые аналоги

				Кап-я		EV/EBITDA		P/E		FCFY		DY ЧД/EBITDA		ROE	ROA	EV/выпр.		% изм.			
Компания		Посл. цена		US\$	21П	22П	21П	22П	21П	22П		21П				21П	22П	3М	6М	1 год	
Сталь, Россия (конс.)					4.1	5.9	5.7	8.9	15%	11%	15%	0.4	75%	24%	1.6	1.9	16%	25%	79%		
ММК	USD	11.3	9 576	3.3	4.2	5.1	7.2	13%	11%	16%	0.0	30%	21%	1.0	1.1	17%	20%	50%			
НЛМК	USD	35.8	21 336	4.6	6.7	6.1	9.9	15%	12%	14%	0.4	53%	27%	1.8	2.1	21%	25%	82%			
Северсталь	USD	22.5	18 597	4.1	6.1	5.6	9.0	16%	10%	16%	0.5	91%	32%	2.0	2.4	16%	30%	76%			
Evrast	GBp	608	12 307	4.0	5.4	5.5	8.1	15%	11%	13%	0.8	125%	18%	1.3	1.4	9%	26%	108%			
Сталь, Австралия					5.4	5.0	10.9	9.9	8%	9%	2%	-0.3	13%	9%	0.8	0.7	12%	24%	84%		
Bluescope Steel	AUD	21.2	8 053	5.1	4.7	10.0	8.9	8%	11%	1%	-0.4	15%	10%	0.9	0.8	12%	19%	74%			
Sims MM	AUD	16.2	2 454	6.4	6.1	13.9	13.2	7%	5%	3%	-0.1	11%	7%	0.5	0.4	12%	28%	94%			
Сталь, Сев. Америка					5.2	7.3	6.3	12.3	11%	8%	1%	1.0	24%	15%	0.9	1.0	13%	52%	117%		
Allegheny Tech	USD	21.9	2 779	17.4	11.6	отр.	30.6	1%	2%	н.д.	4.5	0%	н.д.	1.5	1.3	2%	36%	108%			
Commercial Metals	USD	30.2	3 636	6.1	6.4	10.9	11.2	0%	8%	2%	0.8	17%	7%	0.7	0.7	5%	50%	47%			
Nucor	USD	95.3	28 503	4.4	7.8	6.3	13.0	9%	6%	2%	0.1	34%	20%	1.0	1.1	35%	77%	119%			
Reliance Steel	USD	154.7	9 858	6.8	8.0	10.2	12.4	7%	8%	2%	0.3	16%	10%	0.9	1.0	4%	31%	62%			
Schnitzer	USD	48.8	1 340	5.6	6.0	8.4	9.1	1%	7%	2%	0.4	17%	н.д.	0.6	0.6	15%	63%	172%			
Steel Dynamics	USD	59.1	12 489	4.0	6.5	5.3	9.6	13%	9%	2%	0.2	44%	24%	0.9	1.0	25%	64%	121%			
US Steel	USD	23.8	6 423	2.9	5.1	2.7	7.5	35%	19%	0%	0.6	41%	14%	0.7	0.8	5%	41%	192%			
Сталь, Европа					3.7	4.3	4.0	8.7	11%	12%	4%	0.5	13%	7%	0.6	0.6	6%	30%	98%		
Erdemir	TRY	18.9	7 609	3.6	5.2	5.4	7.9	10%	16%	18%	-0.3	27%	16%	1.3	1.4	12%	35%	126%			
ArcelorMittal	EUR	24.8	32 634	3.0	4.3	4.0	6.8	15%	12%	1%	0.1	18%	9%	0.6	0.6	7%	32%	165%			
Outokumpu	EUR	4.8	2 620	5.1	5.6	9.9	10.4	6%	10%	2%	1.4	10%	4%	0.5	0.5	10%	50%	81%			
Voestalpine	EUR	34.9	7 423	8.3	4.9	отр.	9.9	10%	7%	1%	3.1	-1%	0%	0.8	0.7	-1%	17%	76%			
Aperam	EUR	44.9	4 274	5.6	5.9	9.1	10.3	8%	10%	4%	0.0	17%	н.д.	0.8	0.7	23%	30%	74%			
ThyssenKrupp AG	EUR	8.6	6 376	1.0	0.8	отр.	15.6	отр.	7%	1%	-1.8	-1%	-1%	0.0	0.0	-21%	7%	25%			
Kloeckner	EUR	11.6	1 382	2.9	5.2	4.6	13.9	9%	13%	4%	0.6	22%	15%	0.2	0.2	19%	38%	174%			
Salzgitter	EUR	25.6	1 830	2.7	3.2	5.0	7.6	отр.	13%	1%	0.7	11%	3%	0.2	0.2	7%	19%	107%			
SSAB	SEK	40.9	4 501	3.4	4.5	5.2	7.9	10%	14%	5%	0.4	12%	9%	0.6	0.6	-2%	37%	57%			
Сталь, Япония					15.6	7.0	7.9	17.2	1%	3%	1%	5.7	-3%	-1%	0.9	0.8	2%	28%	56%		
Daido Steel	JPY	5 380	2 124	11.9	6.8	60.5	10.6	3%	отр.	0%	4.3	1%	1%	1.0	0.8	4%	21%	48%			
Hitachi Metals	JPY	2 122	8 269	28.6	11.0	отр.	51.2	3%	5%	0%	3.2	-9%	-5%	1.3	1.1	14%	39%	57%			
JFE Holdings	JPY	1 265	7 062	11.2	5.4	отр.	5.2	отр.	отр.	1%	7.8	-2%	-1%	0.8	0.6	-5%	21%	47%			
Kobe Steel	JPY	690	2 284	8.8	6.2	66.9	8.0	отр.	отр.	0%	6.6	0%	0%	0.6	0.5	-3%	23%	63%			
NSSMC	JPY	1 830	15 801	12.3	5.8	отр.	6.9	отр.	4%	1%	6.5	-3%	-1%	0.9	0.7	0%	38%	67%			
Сталь, Китай					7.2	7.0	8.7	9.0	10%	13%	8%	1.0	13%	7%	1.3	1.3	24%	45%	81%		
Angang Steel	HKD	4.6	6 087	4.3	4.1	6.1	6.0	12%	19%	6%	0.3	9%	6%	0.4	0.5	10%	39%	126%			
Maanshan I & S	HKD	3.4	4 115	5.2	4.8	5.6	5.0	21%	22%	11%	1.2	13%	4%	0.6	0.6	24%	52%	47%			
China Steel Corp	TWD	35.0	19 836	8.4	8.4	10.1	10.8	6%	10%	7%	1.6	17%	10%	1.7	1.7	38%	43%	70%			
Сталь, Индия					8.1	4.7	16.9	6.8	14%	13%	1%	2.8	14%	7%	1.9	1.3	51%	75%	238%		
JSP	INR	380.7	5 247	3.7	3.3	6.7	5.0	31%	18%	0%	1.8	17%	10%	1.3	1.1	23%	40%	162%			
JSW Steel	INR	664	21 680	10.4	5.9	21.3	9.5	3%	5%	0%	2.8	18%	8%	2.6	1.8	57%	82%	243%			
Steel Authority	INR	122.4	6 828	6.5	4.0	11.1	4.6	24%	17%	1%	3.4	11%	5%	1.2	1.0	73%	112%	313%			
Tata Steel	INR	1 061	17 260	7.3	4.0	16.7	4.9	17%	19%	1%	3.1	10%	5%	1.4	1.0	50%	68%	233%			

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

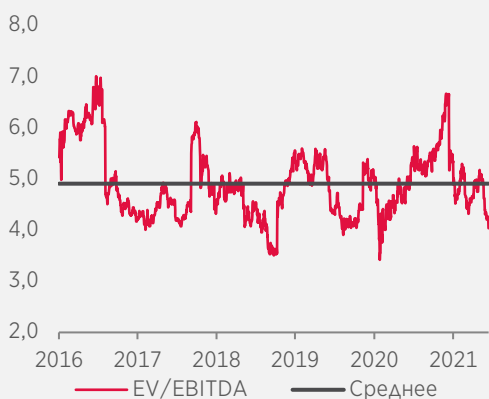
EVR LN	ВЫШЕ РЫНКА
Целевая цена	850 пенсов
Потенциал роста	40%
Рын. кап-я (\$ млн)	12 307
EV (\$ млн)	15 792

Рис. 6: GDR и объемы торгов



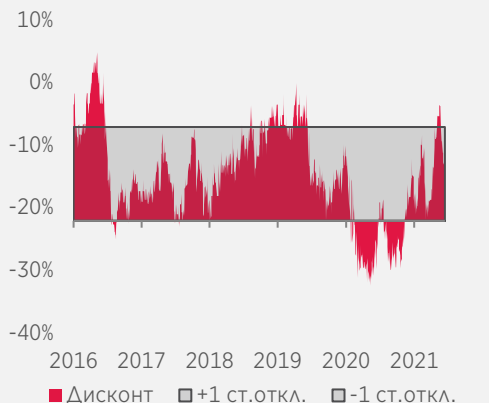
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 7: Форв. EV/EBITDA к среднему



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 8: Дисконт/премия к аналогам



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Евраз: коротко о главном

О компании

ЕВРАЗ – один из мировых лидеров по производству стальной продукции для инфраструктурных проектов (13.6 млн т стали в 2020) и лидер отечественного рынка по производству коксующегося угля (20.7 млн т в 2020). Один из самых низкзатратных производителей стали в мире, производственные активы расположены в России (на них приходится >20% общего выпуска коксующегося угля и 70% объема реализации ж/д продукции внутри страны) и Северной Америке (50% объема реализации продаж ж/д продукции).

Рис. 9: Финансовые мультипликаторы и коэффициенты

	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П
Рентабельность						
Валовой прибыли	30.5%	31.2%	43.7%	39.3%	37.2%	35.9%
Операционной прибыли	10.22%	17.13%	32.19%	25.42%	22.36%	20.37%
EBITDA	21.8%	22.7%	36.7%	31.0%	28.2%	26.5%
Чистой прибыли	3.1%	8.8%	24.0%	18.4%	16.1%	14.7%
Рентабельность						
ROE	18.9%	60.3%	239.6%	118.1%	98.2%	86.4%
ROA	3.7%	9.2%	32.4%	20.2%	18.7%	17.8%
ROCE	26.1%	28.7%	69.5%	48.7%	44.2%	41.7%
Эффективная ставка налога	-59.5%	-33.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Ликвидность						
Текущий коэффициент	1.7	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
Коэфф. срочной ликвидности	1.0	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
Коэфф. абс. ликвидности	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.2
Коэфф. быстрой ликвидности	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5	0.3
Чист. об. капитал, \$ млн	1 691	1 377	1 376	891	471	59
Опер. эффективность						
Оборот деб. зад-ти	17.4	21.4	28.6	22.4	24.1	24.1
Оборот запасов	5.6	5.2	6.4	5.8	6.1	6.1
Оборот кред. задолженности	6.4	5.1	5.7	5.4	5.7	5.6
Оборот общих активов	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
Срок погашения деб. задолж., дн.	21.0	17.1	12.8	16.3	15.1	15.1
Период обор. запасов	65.2	69.7	60.0	60.0	60.0	60.0
Погашение. кред. задолж., дн.	57.2	71.8	65.0	65.0	65.0	65.0
Цикл обращения ДС	28.9	15.0	7.8	11.3	10.1	10.1
Коэфф. долг. нагрузки						
Коэффициент долга	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Обеспеченность собств. средствами	0.19	0.11	0.16	0.18	0.20	0.21
Долг/акции	4.1	8.5	5.3	4.5	4.0	3.7
Процентное покрытие	3.7	5.2	14.3	10.6	10.2	10.3
ДП/долг	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7	0.8
Чистый долг/EBITDA	1.3	1.5	0.4	0.6	0.7	0.9
Чистый долг, \$ млн	3 316	3 210	1 690	2 096	2 320	2 491
Коэффициенты оценки						
P/E	33.7	14.3	3.9	6.0	6.9	7.7
EV/EBITDA	6.1	7.1	3.3	4.5	5.1	5.5
EV/выручка	1.3	1.6	1.2	1.4	1.4	1.5
P/B	6.4	13.4	7.2	6.9	6.7	6.6
PEG	-0.4	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.7
P/CF	5.1	6.4	3.4	4.0	4.6	5.0
EPS	0.3	0.6	2.2	1.4	1.2	1.1
BVPS	1.3	0.6	1.2	1.2	1.3	1.3
Индикаторы ДП						
Коэффициент выплат див-дов*	297.3%	101.6%	75.9%	95.5%	97.9%	98.2%
Див. доходность	8.8%	7.0%	19.3%	15.9%	14.1%	12.7%
Доходность FCF	11.0%	7.8%	19.4%	16.0%	14.2%	12.7%
Операционный ДП/продажи	20.4%	19.8%	27.7%	27.2%	24.4%	22.9%

* % ЧП по МСФО

Источник: Bloomberg, данные компании, оценки АТОНа

Рис. 10: Динамика цены и индексы

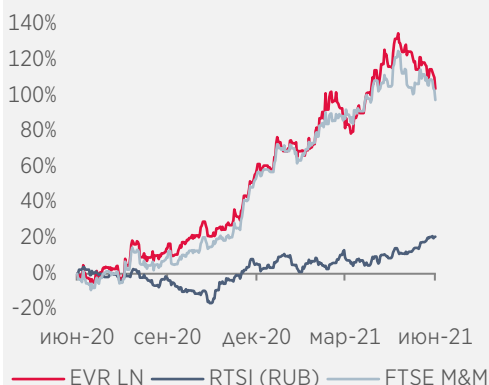


Рис. 11: АТОН vs. конс. 2021, \$ млн

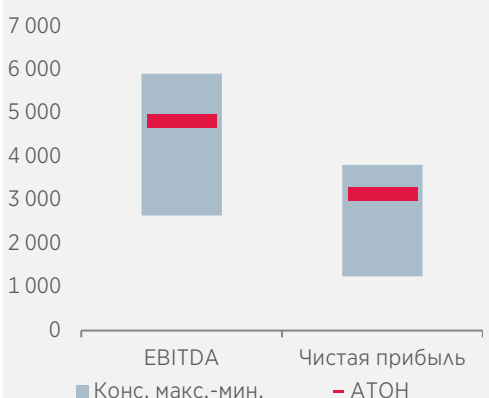


Рис. 12: EBITDA по сегментам, \$ млн



Рис. 13: FCF и дивиденды, \$ млн

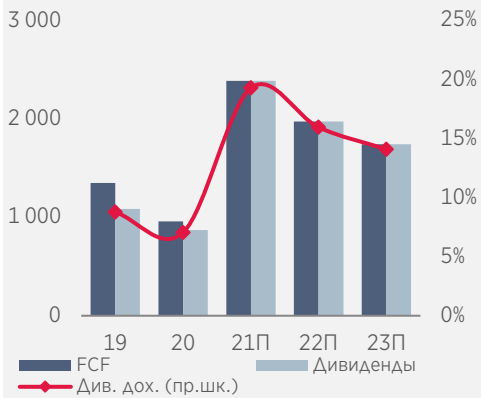


Рис. 14: Новые и старые оценки АТОНа и консенсус, \$ млн

	2021П			2022П		
	Новые	Старые	%	Новые	Старые	%
Выручка	13 117	11 089	18%	11 215	11 675	-4%
EBITDA	4 816	2 060	134%	3 473	2 694	29%
Чистая прибыль	3 142	1 156	172%	2 066	1 397	48%
FCF	2 386	750	218%	1 974	1 026	92%
DPS (\$)	1.64	0.40	309%	1.35	0.60	126%
	АТОН	конс.	%	АТОН	конс.	%
Выручка	13 117	12 544	5%	11 215	11 330	-1%
EBITDA	4 816	3 902	23%	3 473	2 886	20%
Чистая прибыль	3 142	2 244	40%	2 066	1 506	37%
DPS (\$)	1.64	1.12	46%	1.35	1.12	21%

Рис. 15: Сводка финансовой отчетности, \$ млн

	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П
Отчет о прибылях и убытках						
Выручка	11 905	9 754	13 117	11 215	11 027	10 840
Себестоимость	-8 273	-6 712	-7 381	-6 808	-6 921	-6 947
Валовая прибыль	3 632	3 042	5 737	4 406	4 106	3 893
SG&A	-1 577	-1 392	-1 472	-1 516	-1 598	-1 642
Другие расходы	-32	-43	-42	-41	-42	-43
EBIT	2 023	1 607	4 222	2 850	2 466	2 208
Чистые финансовые затраты	-328	-322	-295	-268	-241	-214
Прибыль до уплаты налогов	902	1 295	3 928	2 583	2 226	1 995
Доход/(расход) по нал. на прибыль	-537	-437	-786	-517	-445	-399
Прибыль после налогов	365	858	3 142	2 066	1 780	1 596
EBITDA	2 601	2 212	4 816	3 473	3 109	2 868
EPS (\$)	0.3	0.6	2.2	1.4	1.2	1.1
Баланс						
Ден. средства и эквиваленты	1 423	1 627	2 747	1 941	1 317	746
Дебиторская задолженность	534	378	539	461	453	445
Запасы	1 480	1 085	1 213	1 119	1 138	1 142
Прочие текущие активы	367	316	495	424	417	410
Текущие активы	3 804	3 406	4 995	3 945	3 324	2 743
Основные средства	4 925	4 314	4 698	4 875	4 933	4 973
Прочие долгосроч. активы	1 118	990	990	990	990	990
Всего, долгосрочные активы	6 043	5 304	5 688	5 865	5 923	5 963
Активы, всего	10 015	8 710	10 683	9 810	9 247	8 706
Краткосрочные займы	140	1 078	989	900	811	721
Кредиторская задолженность	1 378	1 264	1 314	1 212	1 233	1 237
Другие текущие обяз-ва	735	765	2 304	1 841	1 621	1 446
Итого, краткосрочн. обязательства	2 253	3 107	4 607	3 953	3 664	3 405
Долгосрочные займы	4 599	3 759	3 448	3 137	2 826	2 516
Прочие долгосрочн. обязательства	1 067	924	924	924	924	924
Всего, долгосрочн. обязательства	5 666	4 683	4 372	4 061	3 750	3 440
Обязательства, всего	8 087	7 790	8 979	8 014	7 415	6 844
Акц. капитал	1 676	791	1 574	1 667	1 703	1 732
Доля миноритариев	252	129	129	129	129	129
Обязат-ва и акц. капитал, всего	10 015	8 710	10 683	9 810	9 247	8 706
Отчет о движении ДС						
DD&A	578	605	593	622	643	660
Изм. обор. капитала	373	335	-393	91	26	17
Чистый ден. поток от операций	2 430	1 928	3 637	3 047	2 690	2 486
Капзатраты	-762	-647	-950	-800	-700	-700
Чистый ден. поток от инвестиций	-665	-624	-944	-794	-694	-694
Прибыль от займов, нетто	-3 035	-1 304	-701	-674	-647	-620
Дивиденды акционерам	1 085	872	2 386	1 974	1 744	1 567
Чистый ден. поток от финанс.	-1 415	-1 107	-1 573	-3 060	-2 620	-2 363
Чист.изм. ДС	350	197	1 120	-806	-624	-571
Свободный денежный поток	1 348	959	2 386	1 974	1 744	1 567

Источник: Bloomberg, данные компании, оценки АТОНа

Рис. 16: Краткий обзор модели

ЕВРАЗ				Цены	20Ф	21П	22П	23П	Оценка	20Ф	21П	22П	23П
Тикер Bloom.	EVR LN	Цена	6.08	ТКУ Австралия, \$/т	131	150	140	140	EV/EBITDA	7.1	3.3	4.5	5.1
Акции, млн	1 458.7	Цель	8.50	Г/к экспорт, Россия, \$/т	471	620	500	490	P/E	14.3	3.9	6.0	6.9
По посл. отч.	2П20	Пот.	40%	EBITDA, Росс. ст., \$/т	163	356	260	236	P/B	13.4	7.2	6.9	6.7
Руб./GBP спот	1.4	Рейт.	OUTP	Себест., Росс. ст., \$/т	226	75	133	166	Дох-ть FCF	8%	19%	16%	14%
				RUB/USD, ср.	72.4	71.0	72.0	70.4	Див. дох-ть	7%	19%	16%	14%

Рын. ст-ть	\$ млн	Продажи, тыс.т	20Ф	21П	22П	23П	Цел. оценка	20Ф	21П	22П	23П
Рын.кап-я	12 307	Сталь Россия	11.8	11.8	11.8	11.8	EV/EBITDA	9.4	4.3	6.0	6.7
ЧД по посл. отч.	3 356	Сталь Сев. Америка	1.6	1.6	1.6	1.6	P/E	20.1	5.5	8.3	9.7
Доля мин., др.	129	Сталь, всего	13.4	13.4	13.4	13.4	P/B	18.7	10.1	9.6	9.4
EV	15 792	Уголь	15.5	15.5	15.5	15.5					

Приб. и убытки	20Ф	21П	22П	23П	Баланс	20Ф	21П	22П	23П	Денежн. поток	20Ф	21П	22П	23П
Выручка	9 754	13 117	11 215	11 027	Внеоб.активы	5 304	5 688	5 865	5 923	Опер. ДП	1 928	3 637	3 047	2 690
EBITDA	2 212	4 816	3 473	3 109	Текущие активы	3 406	4 995	3 945	3 324	CAPEX+M&A	-641	-950	-800	-700
Чистая прибыль	858	3 142	2 066	1 780	Активы, всего	8 710	10 683	9 810	9 247	ДП, инвест.	-624	-944	-794	-694
										ДП, фин.	-1 107	-1 573	-3 060	-2 620
GDR, млн	1 459	1 459	1 459	1 459	Отсроч. обяз-ва	4 683	4 372	4 061	3 750					
EPS	0.6	2.2	1.4	1.2	Текущие обяз-ва	3 107	4 607	3 953	3 664	Чист. изм. ДС	197	1 120	-806	-624
DPS	0.6	1.6	1.4	1.2	Акц.капитал и обяз-ва	8 710	10 683	9 810	9 247	ДС на конец	1 627	2 747	1 941	1 317
Коэфф. выплаты	102%	76%	96%	98%						FCF	959	2 386	1 974	1 744
					Долгосроч. долг	3 759	3 448	3 137	2 826					
Рент. EBITDA	23%	37%	31%	28%	Краткосроч. долг	1 078	989	900	811	OCF на GDR	1.3	2.5	2.1	1.8
Чистая рент.	9%	24%	18%	16%	Долг, всего	4 837	4 437	4 037	3 637	FCF на GDR	0.7	1.6	1.4	1.2
ROA	9%	32%	20%	19%	Чистый долг	3 210	1 690	2 096	2 320					
ROE	60%	240%	118%	98%	ЧД/EBITDA	1.5	0.4	0.6	0.7					

Источник: Bloomberg, данные компании, оценки АТОНа

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации. Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимися клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или иметь интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации соответствующего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. На данный материал не распространяются какие-либо запреты относительно распространения инвестиционно-аналитических продуктов. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целомом, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации.

Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о ценных бумагах такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках.

<https://www.aton.ru/upload/iblock/dd7/dd74a0e859a5888fd7baf60da3014bbaa.pdf>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг Депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/document/dogovory/>.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента. Данный финансовый инструмент не является банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент не гарантированы государством.

Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

Информация, содержащаяся в данном материале, не следует рассматривать в качестве предложения, приглашения или побудительной причины приобрести либо продать те или иные ценные бумаги либо прочие финансовые инструменты; она не является советом или индивидуальной инвестиционной рекомендацией либо другой формой выражения нашего мнения о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым или иным интересам, ожиданиям по доходности от операций с финансовыми инструментами, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для вас риске убытков от таких операций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или иным вашим интересам.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчёте шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка	Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально	Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка	Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержание информации общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации www.cbr.ru
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) www.naufor.ru
- Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА) www.new.nfa.ru/

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».