

МЕТАЛЛУРГИЯ И ГОРНАЯ ДОБЫЧА

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

4 июля 2023 г.

ОПТИМИЗМ ПО КИТАЮ, ДИВИДЕНДЫ ПОДТОЛКНУТ К РОСТУ

Учитывая позитивные прогнозы по Китаю, возобновление в этом году выплаты дивидендов и публикации результатов по МСФО, мы с оптимизмом оцениваем перспективы большинства представителей сектора в 2П23. Так, после 1 июля производители стали, АЛРОСА, Мечел могут вернуться к раскрытию отчетности, где рынок могут поджидать хорошие сюрпризы. По нашему мнению, в полной мере дивидендная привлекательность сектора восстановится в 2023 г., так как за прошлый год эмитенты накопили достаточно наличности, чтобы поделиться с акционерами. Кроме того, в 2П23 мы рассчитываем на восстановление цен на сырьевые товары, хотя оно, скорее всего, пройдет под знаком нестабильности и волатильности. В то же время дополнительный потенциал экспортеров может быть связан с более слабым по сравнению с текущими прогнозами рублем (сейчас курс USD/RUB находится в диапазоне 85–90). Нашими фаворитами в секторе остаются НЛМК, ОК РУСАЛ, Полюс, Распадская и Мечел.

Сырье и акции: нам нравятся уголь и алюминий. Ввиду внушающих опасения перспектив экономики и слабого спроса со стороны Китая в 1П23 мы понизили большинство прогнозов на 2023 г., по-прежнему предпочитая алюминий: из-за ограниченных объемов производства в КНР на мировом рынке сформировался изрядный дефицит, а цены находятся на 5–10% ниже предельных издержек. На руку ОК РУСАЛ должно играть и ослабление рубля в этом году, поэтому этот эмитент — наш главный выбор. Нам также нравится коксующийся уголь, цены на который в течение этого года останутся выше \$200/т, благоприятствуя Распадской и Мечелу.

С оптимизмом смотрим на черную металлургию, но ожидаем снижения цен на никель и палладий. Принимая во внимание как слабый китайский спрос, так и коррекцию цен на 25% с апреля, мы понизили прогноз экспортной цены на г/к прокат на этот год с \$720 до \$650 за тонну (FOB порты Черного моря). По никелю, палладию и золоту занимаем медвежью позицию: стремительно растущее предложение из Индонезии усилит давление на никель, а золото в ближайшие кварталы подешевеет до \$1800–1850/тр. унцию из-за укрепления доллара.

За 2023 г. ожидается хорошая дивидендная доходность. В 2П23 инвесторам следовало бы обратить особое внимание на дивиденды, выплату которых, как мы полагаем, возобновят еще больше компаний. Представители черной металлургии вернутся к выплатам, как полагаем, в среднесрочной перспективе, и дивидендная доходность за 2023 г. в среднем составит 15–17%. В плане дивидендов также привлекательны бумаги АЛРОСА, ФосАгро и Селигдара.

Нашими фаворитами остаются НЛМК, ОК РУСАЛ, Полюс и угольные компании. Мы повысили целевые цены на 8–12% с учетом обновленных прогнозов по рублю на 2023 г. (USD/RUB 75 вместо прежних 70) и ценам на сырьевые товары. Рейтинги по бумагам анализируемых компаний остались прежними, как и фавориты.

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ИЗМЕНЕНИЕ КОТИРОВОК АКЦИЙ В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ

	С начала года	За последние 30 дней
Индекс МосБиржи	29%	3%
Мечел	68%	3%
НЛМК	49%	17%
Polymetal	47%	-12%
ММК	44%	15%
Полюс	40%	2%
Северсталь	35%	17%
Мечел (ап)	33%	2%
Распадская	31%	4%
АЛРОСА	21%	8%
Селигдар	17%	2%
ФосАгро	13%	-4%
Акрон	4%	-1%
ОК РУСАЛ	-1%	1%
ГМК Норникель	-4%	0%

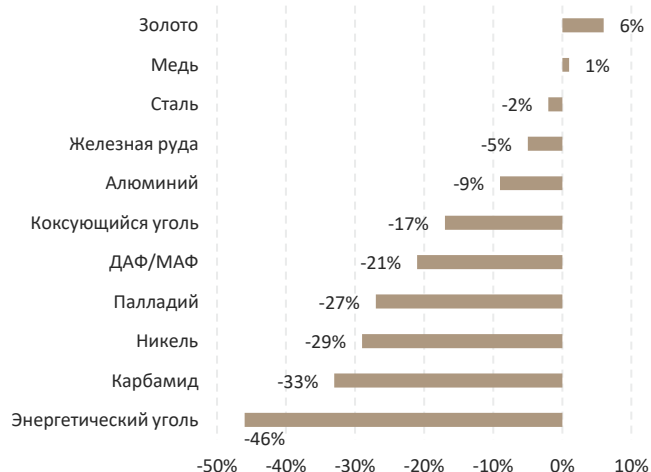
Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

КОМПАНИИ МЕТАЛЛУРГИИ И ГОРНОДОБЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ: РЕЙТИНГИ И КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	Рейтинг		Целевая цена, руб./акцию		Потенциал роста %	P/E		EV/EBITDA		Дивидендная доходность		Доходность FCF	Чистый долг / EBITDA	Степень риска
	Прежний	Новый	Прежняя	Новая		2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	12 мес.			
ГМК Норникель	Держать	Держать	16 500	17 000	16%	5,9	7,0	4,5	4,6	7%	7%	9%	0,9	●○○○○
ОК РУСАЛ	Покупать	Покупать	70	61	53%	5,3	5,1	3,5	3,3	3%	3%	8%	3,4	●●○○○
НЛМК	Покупать	Покупать	205	225	29%	6,0	6,0	4,3	4,3	15%	15%	15%	0,5	●●○○○
Северсталь	Покупать	Покупать	1 360	1 430	18%	7,1	6,9	4,4	4,3	13%	13%	13%	-0,2	●●●○○
ММК	Покупать	Покупать	51	53	15%	5,1	5,0	2,7	2,6	18%	18%	18%	-0,5	●●●○○
Распадская	Покупать	Покупать	550	495	67%	3,3	3,5	1,5	1,5	0%	0%	21%	-0,8	●●●○○
Мечел	Покупать	Покупать	330	305	71%	1,2	1,2	2,3	2,4	0%	0%	48%	1,6	●●●○○
Мечел (ап)	Покупать	Покупать	330	305	61%	1,2	1,2	2,3	2,4	38%	38%	48%	1,6	●●●○○
Полюс	Покупать	Покупать	12 000	13 500	26%	8,9	8,6	6,3	6,2	5%	5%	8%	0,3	●●○○○
Polymetal	Покупать	Покупать	725	780	44%	4,3	4,4	4,4	4,0	11%	11%	14%	1,5	●●○○○
Селигдар	Держать	Держать	50	58	1%	3,4	3,1	3,7	3,8	9%	9%	16%	1,6	●●○○○
АЛРОСА	Держать	Держать	65	72	2%	6,3	6,0	3,9	3,5	14%	14%	14%	-0,3	●●○○○
ФосАгро	Покупать	Держать	7 500	7 700	7%	8,1	7,8	6,9	6,7	9%	9%	9%	1,2	●○○○○
Акрон	Держать	Продавать	15 500	16 500	-12%	11,1	10,7	7,5	7,2	0%	0%	7%	0,2	●●●○○

Источник: ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ С АПРЕЛЯ 2023 Г. УПАЛА НА 25%, \$/Т



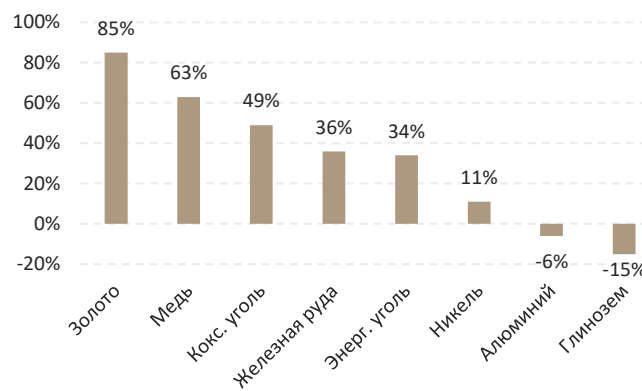
Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЙСЯ УГОЛЬ В 2023 Г. ОСТАНУТСЯ ВЫШЕ \$200, \$/Т



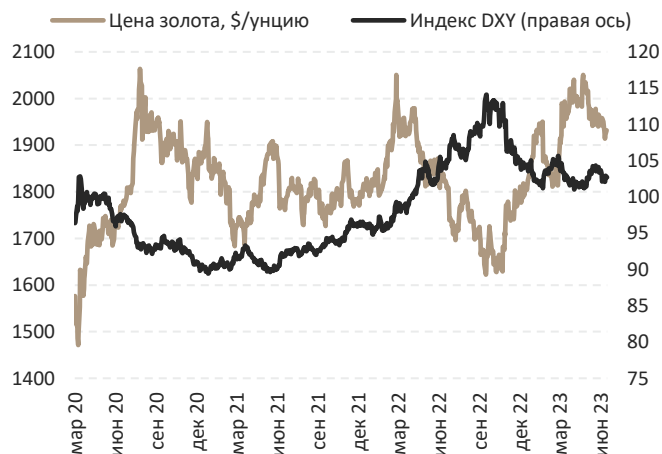
Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

СПОТ-ЦЕНЫ В СРАВНЕНИИ С ПРЕДЕЛЬНЫМИ ИЗДЕРЖКАМИ, %



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

НА ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО ОКАЗЫВАЕТ ДАВЛЕНИЕ СИЛЬНЫЙ ДОЛЛАР



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ ДОЛЖНЫ НОРМАЛИЗОВАТЬСЯ ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ, \$/Т



Источники: Argus, ИБ Синара

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ЦЕН НА СЫРЬЕ

Растущие расходы должны оказать поддержку ценам на алюминий в 2023 г. По нашему мнению, средняя цена на металл восстановится в этом году до \$2400/т, так как мы видим перспективы ралли в конце 3К23 и в 4К23: Китай по-прежнему испытывает проблемы с электроснабжением, из-за чего ожидается дефицит за год. Однако с учетом более слабого, чем предполагалось, мирового спроса в 1П23 мы понижаем ценовые прогнозы на 2023–2024 гг. Отметим также, что алюминий остается единственным металлом, где текущие спот-цены находятся на 5–10% ниже предельных издержек производства, — явно бычий сигнал для инвесторов

Алюминий остается единственным металлом, где текущие спот-цены находятся на 5–10% ниже предельных издержек производства, — явно бычий сигнал для инвесторов

Наращивание поставок из Индонезии наносит удар по ценам на никель. По нашим оценкам, никель в этом году потеряет в цене 16% в сравнении с 2022 г. и средняя цена составит \$23 500/т. Новые никелевые проекты в Индонезии быстро развиваются, не испытывая пока преград ни эксплуатационного, ни технического характера. Индонезия уже контролирует ~45% мирового рынка никеля и, как предполагается, увеличила за 2022 г. выпуск на 26% г/г, а в 2023 г. доведет его до 1,4 млн тонн (еще +10% г/г). На среднесрочную перспективу прогнозируем сохранение избыточного предложения на рынке никеля, что, конечно, окажет давление на цены, сдвигая их ближе к отраслевому уровню себестоимости (в районе \$18 000–20 000/т).

Цены на сталь испытывают давление в 2023 г. из-за слабого спроса со стороны Китая. Мы понизили допущение в отношении экспортной цены на г/к прокат на 2023 г. с \$720 до \$650/т, а на железную руду — с \$130 до \$120/т, учитывая замедлившийся китайский спрос. Не так давно ведущие предприятия КНР предупреждали, что в 2П23 отрасль ожидают сложности, так как спрос вызывает разочарование, а рентабельность заметно уступает расчетам, вынуждая даже крупнейшие в мире компании сокращать издержки.

Недавно ведущие предприятия КНР предупредили, что в 2П23 отрасль ожидают сложности: спрос вызывает разочарование, а рентабельность уступает расчетам, вынуждая даже крупнейшие в мире компании сокращать издержки

Мы повысили прогноз по золоту на 2023 г. до \$1900/унцию. Свежие данные Всемирного совета по золоту (World Gold Council) говорят о рекордных объемах закупки металла центральными банками в 1К23. Золотые резервы КНР растут уже 7 месяцев, при этом прежние циклы их наращивания растягивались на 10 и 15 месяцев. Большинство центральных банков считают, что в ближайшие пять лет доля золота в ЗВР увеличится. Однако биржевые фонды золота (ETF) после трех месяцев скромных притоков показали отток денег инвесторов в июне.

Биржевые фонды золота (ETF) после трех месяцев скромных притоков показали отток денег инвесторов в июне

Цены на удобрения должны стабилизироваться в 2П23. Мы считаем, что цены на удобрения после значительной коррекции в течение последних 12–15 месяцев должны нормализоваться на текущих спотовых уровнях. Рынки азотных и фосфорных удобрений уже демонстрируют первые признаки восстановления спроса, хотя и минимального: некоторые покупатели предпочитают подождать как можно дольше, чтобы обеспечить сезонные потребности. Мы также прогнозируем, что новые мощности по производству ДАФ и МАФ (включая вновь заработавшие в ЕС) обеспечат в этом году профицит на мировых рынках удобрений. На 2023–2024 гг. прогнозируем среднюю цену на карбамид на уровне \$300/т (-46% г/г). Кроме того, мы немного понизили прогноз средней цены ДАФ в 2023 г. с \$600/т до \$550/т и ожидаем дальнейшей ее коррекции в 2024 г. до \$500/т.

Цены на удобрения после значительной коррекции, наблюдавшейся в течение последних 12–15 месяцев, должны нормализоваться на текущих спотовых уровнях

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2022		2023		2024		2025		2026	
	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	
Палладий, \$/тр. унц.	2 110	1 600	1 450	1 600	1 500	1 650	1 550	1 550	1 550	
Платина, \$/тр. унц.	964	1 000	1 000	1 000	1 000	1 050	1 050	1 000	1 000	
Золото, \$/тр. унц.	1 802	1 850	1 900	1 800	1 800	1 750	1 750	1 750	1 750	
Никель, \$/т	26 187	24 000	23 500	22 000	22 000	20 000	20 000	20 500	20 500	
Медь, \$/т	8 830	8 500	8 500	9 000	9 000	9 250	9 250	9 500	9 500	
Алюминий, \$/т	2 707	2 700	2 450	2 800	2 500	2 600	2 600	2 700	2 700	
Коксующийся уголь (FOB Австралия), \$/т	361	285	250	210	210	200	200	210	210	
Железная руда (CFR Китай), \$/т	122	130	120	100	100	105	105	110	110	
Сталь (г/к прокат), \$/т	718	720	650	650	650	700	700	750	750	
Карбамид (FOB порты Балтики), \$/т	569	305	300	300	300	310	310	320	320	
ДАФ (FOB порты Балтики), \$/т	864	600	550	500	500	520	520	550	550	

Источник: ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ

Мы изменили прогнозы с учетом новых предположений относительно цен, а также следующих факторов:

- Более слабый, чем в предыдущем макроэкономическом прогнозе на 2023–2024 гг., рубль (курс USD/RUB на уровне 75 в 2023 г., ранее оценивали в 70), а также новые макроэкономические данные, которые способствуют росту прибыли экспортеров.
- Публикация компаниями ФосАгро и Селигдар финансовой отчетности (за 2022 г. и за 1К23).
- Операционные результаты за 1К23 компаний сектора
- Уточненные прогнозы по дивидендам, основанные на актуальных сообщениях менеджмента и акционеров (Северсталь, АЛРОСА и др.).
- Недавние изменения в налогообложении отрасли, включая windfall tax.
- Дальнейшее уменьшение заложенных в модели дисконтов российских экспортных цен на сталь и уголь в 2023 г. к глобальным бенчмаркам (в связи с санкциями такие дисконты наблюдались в 2К22–4К22).
- Рост чистого оборотного капитала и денежных расходов большинства компаний, в основном из-за проблем в логистике и ускорения инфляции.
- Некоторое повышение производственного прогноза по сталелитейным компаниям в связи с недавними сообщениями менеджмента Северстали и ММК о хороших перспективах внутреннего рынка.
- Небольшое снижение нашего прогноза по объемам производства Мечела и Распадской с учетом фактических объемов прошлого года.
- Понижение руководством Мечела прогноза по объемам производства угля в 2023–2024 гг. в связи с логистическими и операционными проблемами, имевшими место в 1К23.

В финансовых моделях мы опираемся на новые предположения относительно цен, а также учитываем ухудшение прогноза по рублю на 2023–2024 гг. (теперь курс USD/RUB на 2023 г. прогнозируем на уровне 75, ранее оценивали в 70)

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ, МЛРД РУБ.

Компания		Выручка		ЕБИТДА		Чистая прибыль		FCF		Дивиденды, руб./акцию	
		2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П
ГМК Норникель	Новый	1 296	1 245	623	598	378	318	203	171	989	832
	Прежний	1 156	1 152	596	557	363	336	168	156	760	740
ОК РУСАЛ	Новый	931	1 031	110	118	114	117	51	62	1.1	1.2
	Прежний	957	916	139	123	121	138	61	69	1.2	1.4
НЛМК	Новый	921	990	271	274	174	176	157	159	26	26
	Прежний	889	925	269	252	180	163	164	148	25	25
Северсталь	Новый	703	721	221	226	142	147	127	132	152	157
	Прежний	609	686	215	217	139	140	124	123	140	147
ММК	Новый	721	739	171	172	105	106	97	98	8,7	8,8
	Прежний	715	679	168	161	104	102	95	93	8,2	8
Распадская	Новый	185	191	85	86	59	56	42	39	0	59
	Прежний	195	187	89	93	54	63	47	46	0	83
Мечел	Новый	485	465	141	138	85	82	48	46	0	0
	Прежний	489	481	149	148	87	93	66	48	0	70
Полюс	Новый	405	426	244	247	162	169	118	123	537	545
	Прежний	362	342	197	226	124	139	84	109	490	498
Polymetal	Новый	226	231	103	106	58	57	36	42	62	60
	Прежний	202	193	90	96	40	44	24	36	50	47
Селигдар	Новый	49	51	24	24	15	16	9	10	7,6	8,1
	Прежний	45	45	19	22	13	16	5	8	2,4	4,5
АЛРОСА	Новый	305	325	125	137	82	86	71	75	9,7	10,2
	Прежний	290	302	124	120	74	63	61	52	8,2	7,0
ФосАгро	Новый	405	419	162	168	115	119	86	80	663	619
	Прежний	393	399	157	161	112	117	83	79	644	602
Акрон	Новый	202	208	89	91	62	65	40	41	0	0
	Прежний	195	201	88	90	61	63	41	42	0	0

Источник: ИБ Синара

КОМПАНИИ ЦВЕТНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ

Китай остается важнейшим фактором, определяющим все прогнозы по рынку базовых металлов, поэтому при смене настроений с оптимизма на пессимизм и обратно цены то улетают вверх, то падают. В 2П23 участники рынка продолжают внимательно следить за масштабами и сроками стимулирования китайской экономики, а также за тем, как остальной мир справляется с циклом самого стремительного в своей истории повышения процентных ставок. Мы с оптимизмом смотрим на Китай, ожидая от него проведения контрциклической фискальной и монетарной политики, стимулирования развития инфраструктуры, налоговых преференций для промышленности и смягчения ограничений на покупку недвижимости. Поэтому прогнозируем восстановление цен на базовые металлы в 2П23, хотя рост, скорее всего, пойдет под знаком волатильности и нестабильности. Из сырьевых товаров в 2023–2024 гг. делаем ставку на алюминий, цены на который вырастут в этом году, на наших расчетах, до \$2400/т ввиду ограничений на производство в КНР и, соответственно, глобального дефицита. Наиболее привлекательным нам видится соотношение рисков и потенциальной доходности в акциях ОК РУСАЛ, по которым мы, однако, понижаем целевую цену с 70 до 61 руб. По акциям Норникеля рейтинг остается прежним («Держать»), а целевая цена повышается до 17 000 руб. (ранее — 16 500 руб.). При обновлении оценки мы учитывали ухудшение прогноза по рублю и снижение цен на палладий.

Катализаторы: рост курса USD/RUB до 85; регулярная выплата дивидендов; стимулирование строительства инфраструктуры и недвижимости в Китае и рост спроса на металлы на этом фоне.

Риски: более сильный по сравнению с прогнозами рубль; не такое резкое, как ожидалось, ускорение экономики КНР в 2П23; ограничения на экспорт базовых металлов из РФ.

Корректировки в прогнозах цен на сырье. Мы закладывали в модели снижение цен на базовые металлы в 2023 г. (кроме меди), с тем чтобы отразить более слабый, чем ожидалось ранее, спрос в мировом масштабе и не впечатляющий рост экономики КНР в 1П23. На этот год мы прогнозируем среднюю цену на алюминий на уровне \$2400/т (вместо прежних \$2700), на никель — \$23 500/т (\$24 000). По меди прогноз не изменился — 8500/т. Палладий, по нашему мнению, подешевеет в 2023 г. на 31% г/г до \$1450 за унцию.

Норникель: незаконченная дивидендная сага. В апреле совет директоров рекомендовал не выплачивать дивиденды за прошлый год, указав следующие причины: (1) усиливающиеся геополитические риски; (2) пик цикла капзатрат; (3) растущий долг, за счет которого финансировались дивиденды в 2021 г. Это стало первым более чем за десятилетие случаем, когда компания не объявила дивиденды. Впрочем, руководство компании не исключает варианта выплаты промежуточных дивидендов уже в этом году при условии положительного денежного потока и приемлемого уровня долга. В 2023 г. компания, как мы предполагаем, внесет изменения в дивидендную политику, вместо EBITDA увязав объем выплаты с CFC (75%). В таком случае акционеры могут получить дивиденды за 2023 г. при доходности в районе 8%.

ОК РУСАЛ: восстановление прибыли в 2023 г. за счет ослабления рубля. После разочаровывающих результатов за 2П22 ожидаем заметного восстановления прибыли ОК РУСАЛ в этом году благодаря ослаблению рубля до спотовых уровней USD/RUB 84-85 (ее прибыль крайне чувствительна к изменениям курса). Производственные денежные затраты в 2П22 составили \$2339 на тонну, увеличившись на 29% г/г, главным образом ввиду сильного рубля (средний курс за период — USD/RUB 63), но должны были нормализоваться в 1П23. Кроме того, ожидаем повышения средней цены алюминия до \$2400/т.

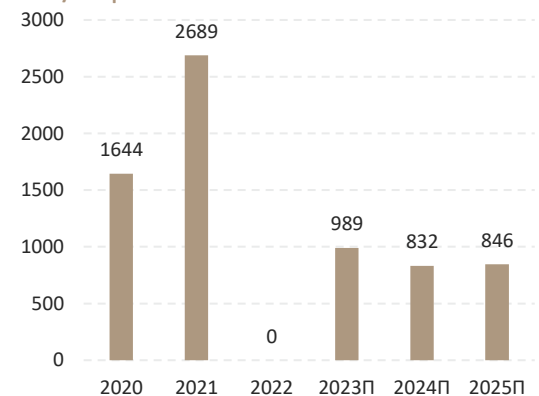
ОК РУСАЛ — все еще предпочтительная ставка в секторе. Новые целевые цены предполагают разный потенциал роста: существенный (57%) в случае ОК РУСАЛ и ограниченный (14%) по акциям Норникеля. Акции первой компании торгуются с привлекательными коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2023П соответственно в 3,4 и 5,1, то есть с дисконтами к оценкам Норникеля на уровне 4,5 и 6,1.

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ПРОГНОЗ ДИВИДЕНДОВ НОРНИКЕЛЯ, РУБ./АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ И УГЛЯ

Хотя полемика вокруг бюджетного стимулирования экономики Китая в 2П23, его масштаба и эффективности, не прекращается, надежды на смену тренда в ценах на сырье и привлекательные оценки позволили инвесторам с заметно большим оптимизмом посмотреть в 1П23 на российские компании сектора угля и стали. В то же время ценовой бенчмарк г/к проката достиг пика в апреле (\$770/т) и с того момента снизился на 25% до текущих спот-уровней в \$585/т. Причины — замедление выпуска в КНР, где в июне производство упало на 5% г/г, снижение спроса и стремление Китая сохранить производство на прежних уровнях. Мы рассчитываем, что в среднесрочной перспективе производители стали в РФ возобновят выплату дивидендов, а средняя доходность по дивидендам за 2023 г. составит 15–17%. Учитывая изменение прогноза по курсу рубля, мы повысили целевые цены по бумагам НЛМК, Северстали и ММК на 10–12%. В случае Распадской и Мечела целевые цены, напротив, понизились на 10% до 495 руб. и 305 руб. соответственно ввиду ухудшения прогноза по ценам на коксующийся уголь.

Катализаторы: ослабление рубля до USD/RUB 85; возобновление в этом году выплаты дивидендов; раскрытие финансовых результатов по МСФО.

Риски: более сильный, чем ожидается, рубль; новые ограничения в торговле; отказ от выплаты дивидендов в этом году; регулирование внутренних цен.

Ключевой вопрос — возобновление выплаты дивидендов. Представители черной металлургии прекратили выплачивать дивиденды, а также публиковать отчетность по МСФО с тем, чтобы минимизировать риски дополнительных налогов и санкций. На наш взгляд, они за последние 15 месяцев накопили уже достаточные денежные средства, чтобы обратить их в дивиденды при низких уровнях долга. Дивидендная доходность составит, по нашим расчетам, 15–17%, что должно способствовать росту котировок в секторе.

Наш фаворит — НЛМК. Наш выбор базируется на том, что компания меньше других задела санкции и она играет важную роль в поставках полуфабрикатов, располагая собственными прокатными мощностями в Европе и США. Мировые цены на сталь сейчас во многом зависят от темпов роста экономики Китая в 2023 г., тогда как за пределами Поднебесной макроэкономические условия вызывают много вопросов, при этом риски рецессии остаются осязаемыми. Мы считаем, НЛМК может возобновить выплату дивидендов в 2023 г., что стало бы первым с ЗК21 объявлением дивидендов во всей отрасли. Инвестиции в акции НЛМК — это взвешенная ставка на ослабление рубля, возобновление выплаты дивидендов в 2023 г. и рост цен на сталь.

Изменения в ценовых допущениях. Мы понизили прогноз экспортной цены на г/к прокат на 2023 г. с \$720/т до \$650/т, а на ЖРС — с \$130/т до \$120/т, чтобы отразить более слабый спрос со стороны Китая. По цене на коксующийся уголь прогноз на 2023 г. тоже понижается — с \$285/т до \$250/т в среднем. Из-за все еще ограниченного предложения и роста спроса рынок, полагаем, останется весьма «узким» в 2П23, а цены до конца года не опустятся ниже \$200/т.

Скрытая стоимость в угольных эмитентах. Австралийский бенчмарк твердого коксующегося угля сейчас находится на уровне \$230/т и должен остаться на повышенных уровнях в 2023 г. ввиду ограничений предложения. Благоприятная ценовая конъюнктура и ослабление рубля должны помочь как Распадской, так и Мечелу увеличить прибыль по итогам 2023 г. Бумаги обеих компаний остаются привлекательными по коэффициентам P/E 2023П (Распадская — 3,5, Мечел — 1,5), и мы по-прежнему придерживаемся оптимистичного взгляда на них. Распадская вряд ли возобновит в этом году выплату дивидендов из-за санкций в отношении основного акционера (владелец 90% акций угольной компании — Evraz), тогда как выплата дивидендов по привилегированным акциям Мечела во многом зависит от геополитики и позиции г-на Зюзина, контролирующего основную часть капитала.

ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ УПАЛА НА 25% С АПРЕЛЯ 2023 Г., \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЙСЯ УГОЛЬ В 2023 Г. ОСТАНУТСЯ ВЫШЕ \$200, \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

ЗОЛОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ

Мы повысили целевые цены по акциям компаний Полюс и Polymetal на 8% до 13 500 руб. и 780 руб. соответственно при рейтингах «Покупать» в обоих случаях. Основная причина — повышение прогнозов цены на золото и ослабление рубля. Полагаем, обе компании в 2023 г. вернуться к практике выплаты дивидендов. В следующие кварталы ожидаем увидеть коррекцию в золоте к \$1850/унцию ввиду укрепления доллара. Учитывая уровень денежных затрат и ожидаемый рост производства, отдаем предпочтение Полюсу (потенциал роста — 25%). Вероятная продажа российских активов вряд ли приведет к размытию долей миноритариев в капитале Polymetal и может, на наш взгляд, подвигнуть компанию к выкупу бумаг, торгующихся на МосБирже. По акциям Селигдара остаемся пока при нейтральном мнении (новая целевая цена — 58 руб.): оценки выглядят справедливыми, если взять для сравнения Полюс и Polymetal.

Катализаторы: девальвация рубля до уровней USD/RUB 85; возобновление выплаты дивидендов; макроэкономическая среда, благоприятная для высоких цен на золото.

Риски: новые ограничения на экспорт золота из РФ; увеличение дисконта цен на российское золото; усиление позиций рубля.

Повышение прогноза по золоту на 2023 г. до \$1900/унцию. Свежие данные Всемирного совета по золоту (World Gold Council) говорят о рекордных объемах закупки металла центральными банками в 1К23. Золотые резервы КНР растут уже 7 месяцев, при этом прежние циклы их наращивания растягивались на 10 и 15 месяцев. Большинство центральных банков считают, что в ближайшие пять лет доля золота в ЗВР увеличится, и отведут развивающимся рынкам главную роль в процессе. Однако биржевые фонды золота (ETF) после трех месяцев скромных притоков в июне показывают отток денег инвесторов. На наш взгляд, цены на золото еще испытают давление макроэкономических факторов, таких как повышение доходности гособлигаций и укрепление доллара, что и станет главным риском в 2П23. По 2023 г. в среднем прогнозируем цену в \$1900 за унцию. Более высокие цены можем увидеть в случае реализации сценария глобальной рецессии и ослабления американской валюты.

Полюс: возобновление выплаты дивидендов и рост производства в 2023 г. Прошлый год выдался непростым для компании из-за падения производства золота на 11% и 28%-ного роста денежных затрат. США недавно ввели санкции в отношении Полюса, что, впрочем, не сильно повлияет на операционные или финансовые результаты, и компания, как предполагается, восстановит объем производства на 10–15% в 2023 г. Если добавить высокие цены на металл и ослабление рубля, это должно позволить возобновить выплату дивидендов, размер которых за 2023 г. мы оцениваем в 537 руб. на акцию. По нашим расчетам, Полюс сейчас недооценивается рынком по EV/EBITDA 2023П (6,3). Мы подтверждаем по акциям Полюса рейтинг «Покупать» с целевой ценой в 13 500 руб. за штуку (потенциал роста — 25%).

Polymetal: вероятная продажа активов в РФ. В августе ожидаем от компании публикации сильных результатов за 1П23 по МСФО. Скорее всего, Polymetal возобновит выплату дивидендов. На пользу пойдет девальвация рубля, а также высокие цены на золото в 2023 г. С большой долей уверенности предполагаем, что из-за введенных недавно США санкций компания продаст свои активы в РФ, которые приносят 57% на уровне EBITDA, менеджерам или другим российским игрокам на рынке золотодобычи. Продажа, по нашей оценке, может пройти по EV/EBITDA в диапазоне 4,0–5,0, при этом Polymetal может объявить о выкупе собственных акций, обращающихся на МосБирже. Сейчас бумаги торгуются с EV/EBITDA в 4,0, с дисконтом в 30–35% к среднему за пять лет значению.

Селигдар: рост производства уже в цене акций. Повышая целевую цену с 50 до 58 руб. за акцию (потенциал роста — 15%), мы сохраняем нейтральный взгляд на Селигдар, так как хороший рост производства уже отражен, по всей видимости, в текущих котировках. Компания приняла решение не выплачивать дивиденды за 2022 г. ввиду относительно высокой долговой нагрузки, но по итогам 2023 г. прибыль, скорее всего, увеличится, что должно позволить отдать ее часть акционерам в виде дивидендов.

НА ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО ОКАЗЫВАЕТ ДАВЛЕНИЕ СИЛЬНЫЙ ДОЛЛАР



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ВЫСОКАЯ ДОХОДНОСТЬ КАЗНАЧЕЙСКИХ МОЖЕТ НЕГАТИВНО ПОВЛИЯТЬ НА ЗОЛОТО



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

Цены на удобрения в 1П23 оставались под давлением: с начала года спотовые экспортные цены на карбамид снизились на 33% до \$263/т, а цена на ДАФ — на 21% до \$483/т (FOB Балтика). Существенная коррекция была обусловлена в первую очередь нормализацией спотовых цен на газ (TTF), которые опустились до \$300/тыс. м3, и возобновлением работы производственных мощностей в ЕС. Соответственно, мы ожидаем, что прибыль и FCF ФосАгро и Акрона в 2023 г. заметно снизятся в годовом сопоставлении (-30–35%), что пока еще не отражено в стоимости акций. Прогнозируя стабилизацию цен на удобрения на сегодняшних уровнях, мы считаем текущую оценку акций производителей удобрений достаточно высокой. Подтверждаем рейтинг «Держать» по бумагам ФосАгро (новая целевая цена — 7 700 руб./акцию) и «Продавать» — по акциям Акрона (новая целевая цена — 16 500 руб./шт.).

Катализаторы: снижение курса рубля до USD/RUB 85; регулярные дивидендные выплаты (100% FCF); повышенная спот-цена на газ в Европе.

Риски: низкая цена на газ в ЕС; дальнейшая коррекция цен на удобрения; ослабление спроса на них в сценарии глобальной рецессии.

Цены на удобрения стабилизируются в 2П23. Мы считаем, что цены на удобрения после значительной коррекции в течение последних 12–15 месяцев должны нормализоваться на текущих спотовых уровнях. Рынки азотных и фосфорных удобрений демонстрируют первые признаки восстановления спроса, хотя и минимального: некоторые покупатели предпочитают подождать как можно дольше, чтобы обеспечить сезонные потребности. Мы также прогнозируем, что новые мощности по производству ДАФ и МАФ (включая вновь заработавшие в ЕС) обеспечат в этом году профицит на мировых рынках. На 2023–2024 гг. мы прогнозируем среднюю цену на карбамид на уровне \$300/т (-46% г/г). Кроме того, мы немного понизили прогноз средней цены ДАФ в 2023 г. с \$600/т до \$550/т и ожидаем дальнейшей ее коррекции в 2024 г. до \$500/т.

ФосАгро: дивидендный поток снизится в 2К23–4К23. ФосАгро — единственная компания сектора, которая возобновила выплату дивидендов в прошлом году, причем в большом объеме с доходностью в 16%. Мы прогнозируем, что за 2023 г. дивиденды компании окажутся значительно ниже, в 663 руб./акцию (дивдоходность в 9%), к некоторому разочарованию розничных инвесторов, которые могли ожидать от ФосАгро двузначной дивдоходности в этом году. В то же время более слабый, чем ожидалось, рубль должен поддержать прибыль ФосАгро, поскольку компания — крупнейший экспортер удобрений (поставляет за рубеж около 75% продукции).

Акрон: пока без дивидендов и с высокими оценками. Компания в последний раз публиковала отчетность и выплачивала дивиденды за 9М21 и перспективы вернуться к прежним практикам на сегодня остаются крайне неопределенными как из-за санкций Запада в отношении основного акционера (В. Кантор), так и по причине ограничений на движение капитала, введенных властями РФ (тот же главный акционер не является резидентом РФ). По нашему мнению, сроки возобновления дивидендных выплат и публикации отчетов напрямую зависят от ослабления санкций ЕС против основного акционера и деэскалации на Украине.

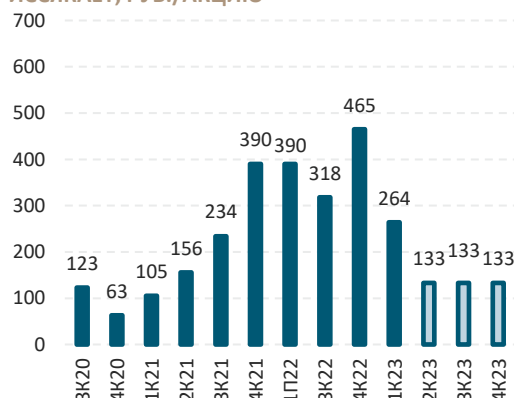
Целевые цены пересмотрены в сторону небольшого повышения. В связи с обновлением нашего прогноза валютного курса и цен на удобрения в 2023 г. мы пересмотрели в сторону повышения (впрочем, незначительно) ожидания по EBITDA и FCF ФосАгро и Акрона на 2023–2024 гг. Соответственно, мы повысили целевую цену акции ФосАгро на 3% до 7700 руб. (с 7500 руб.), сохраняя рейтинг «Держать». Мы ожидаем, что компания продолжит ежеквартально выплачивать дивиденды, направляя на них 100% FCF. ФосАгро торгуется по P/E 2023П и EV/EBITDA 2023П в 8,4 и 7,1 соответственно (полагаем, это уже справедливая оценка). Премия по бумагам Акрона к акциям ФосАгро — 20–25%; мы повышаем целевую цену акции до 16 500 руб. (с 15 500 руб.) при неизменном рейтинге «Продавать».

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ ДОЛЖНЫ НОРМАЛИЗОВАТЬСЯ ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ, \$/Т



Источники: Федеральная таможенная служба РФ, справочник Nutrien, ИБ Синара

МОЩНЫЙ ДИВИДЕНДНЫЙ ПОТОК ФОСАГРО ИССЯКАЕТ, РУБ./АКЦИЮ



Источники: данные компании, 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

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtsF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, 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 Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (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.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательности в будущем.

Иностранцы 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 квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является offer, предложение делать offer. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указать ссылку на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

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

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ИММ», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «СБ РУСАЛ», PCL Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидается доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, усредненная по рейтингу «покупать», если не превышает, остается положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских 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.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.