

МЕТАЛЛУРГИЯ И ГОРНАЯ ДОБЫЧА

АКТУАЛИЗАЦИЯ ОЦЕНКИ

26 сентября 2023 г.

ХОРОШИЕ ОЦЕНКИ, БЛИЖАЙШИЙ СТИМУЛ — ДИВИДЕНДЫ

Перспективы компаний металлургии и горнодобывающей промышленности в 4К23–1П24 мы по-прежнему считаем хорошими, с осторожным оптимизмом оценивая рынок Китая и предстоящие выплаты дивидендов. Большинство представителей этого сектора (кроме НЛМК) недавно возобновили публикацию финансовых результатов, продемонстрировав высокие показатели прибыли и FCF. Мы полагаем, что выплата дивидендов способствует дальнейшему росту, поскольку за последние год-полтора компании накопили достаточно денежных средств, которыми, скорее всего, поделятся со своими акционерами. Кроме того, экспортерам благоприятствует ослабление рубля (текущий курс — USD/RUB 95–96). В числе фаворитов остаются Полюс, Распадская и ОК РУСАЛ, к ним добавляются Северсталь (взамен НЛМК) и ТМК.

Сырье и акции: нравятся коксующийся уголь и алюминий. Ввиду внушающих опасения перспектив экономики и слабого в 1П23 спроса со стороны Китая мы понизили большинство прогнозов на 2023 г., все так же предпочитая алюминий: при текущих ценах на металл около 50% мирового его производства убыточно, что приведет к сокращению предложения. На руку ОК РУСАЛ больше, чем другим представителям сектора, должно играть ослабление рубля. Нам также нравятся коксующийся уголь: сложности с поставками и растущий спрос делают рынок весьма узким, цены в 4К23–1П24 должны остаться выше \$250/т, благоприятствуя Распадской и Мечелу.

С оптимизмом смотрим на черную металлургию, но ожидаем снижения цен на никель и палладий. Принимая во внимание, что спрос со стороны Китая остается слабым, а цены на сталь не восстанавливаются, мы понизили прогноз экспортной цены на г/к прокат на этот год с \$650 до \$625 за тонну (FOB порты Черного моря). По ценам на никель, палладий и золото в 2023–2024 гг. мы занимаем медвежью позицию: стремительно растущее предложение из Индонезии усилит давление на никель, а золото в ближайшие кварталы подешевеет с \$1950 до \$1850 за тройскую унцию из-за укрепления доллара и повышения ставок в США.

Привлекательная дивидендная доходность за 2023 г. по бумагам сектора — ближайший катализатор роста. В 4К23 инвесторам стоит обратить внимание на дивиденды, выплату которых, мы полагаем, возобновят еще больше компаний. Производители стали вернутся, вероятнее всего, к выплатам в среднесрочной перспективе, и дивидендность за 2023 г. в среднем составит 13–15%. В плане дивидендов также привлекательны бумаги ММК, ТМК, Северстали и НЛМК.

Наши фавориты — Северсталь, ТМК, ОК РУСАЛ, Полюс и Распадская. Мы повысили целевые цены на 5–15% с учетом обновленных прогнозов по рублю на 2023–2024 гг. (USD/RUB 85 в 2023 г. вместо прежних 75) и ценам на сырьевые товары. Безрисковая ставка повышена до 11,5%.

ИЗМЕНЕНИЕ КОТИРОВОК АКЦИЙ В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ

	С начала года	За последние 30 дней
Индекс МосБиржи	43%	-1%
ТМК	188%	-2%
Мечел	85%	-11%
Селигдар	75%	-2%
НЛМК	67%	2%
ММК	55%	0%
Мечел (ап)	55%	-10%
Распадская	50%	-2%
Полюс	49%	-2%
Polymetal	47%	-3%
Северсталь	44%	1%
АЛРОСА	27%	-15%
ФосАгро	8%	-9%
ГМК Норникель	5%	-1%
ОК Русал	3%	0%

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

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	17 000	17 300	8%	8,8	6,2	5,0	4,4	8%	8%	10%	1,0	●○○○○
ОК РУСАЛ	Покупать	Покупать	61	58	42%	5,6	4,2	4,4	3,1	0%	0%	3%	4,7	●●○○○
НЛМК	Покупать	Покупать	225	225	24%	6,8	5,6	4,6	4,0	13%	13%	13%	0,3	●●●○○
Северсталь	Покупать	Покупать	1 430	1 615	22%	5,3	5,1	3,6	3,3	13%	13%	13%	-0,6	●●○○○
ММК	Покупать	Покупать	53	62	22%	5,0	4,5	2,6	2,3	14%	14%	14%	-0,5	●●○○○
ТМК	Покупать	Покупать	403	403	79%	2,8	2,9	2,7	2,9	17%	18%	25%	1,3	●●●○○
Распадская	Покупать	Покупать	495	570	72%	4,0	3,5	2,6	2,1	0%	0%	21%	-0,4	●●○○○
Мечел	Покупать	Покупать	305	350	71%	2,8	1,4	3,3	2,6	0%	0%	44%	2,2	●●○○○
Мечел (ап)	Покупать	Покупать	305	350	58%	2,8	1,4	3,3	2,6	33%	33%	44%	2,2	●●○○○
Полюс	Покупать	Покупать	13 500	14 500	30%	8,1	7,3	5,7	5,0	6%	6%	8%	2,2	●○○○○
Polymetal	Покупать	Покупать	780	800	49%	3,6	3,2	3,5	3,1	13%	13%	15%	1,4	●●○○○
Селигдар	Держать	Держать	58	75	0%	12,2	9,5	6,1	4,6	0%	0%	отриц.	2,1	●●○○○
АЛРОСА	Держать	Держать	72	80	10%	5,8	5,2	3,1	3,2	9%	9%	9%	0,0	●●○○○
ФосАгро	Держать	Держать	7 700	7 600	11%	8,3	7,0	6,6	6,1	10%	10%	10%	1,3	●○○○○
Акрон	Продавать	Продавать	16 500	17 000	-10%	10,5	8,0	8,0	7,6	0%	0%	8%	0,3	●●○○○

Источник: ИБ Синара

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ С НАЧАЛА ГОДА



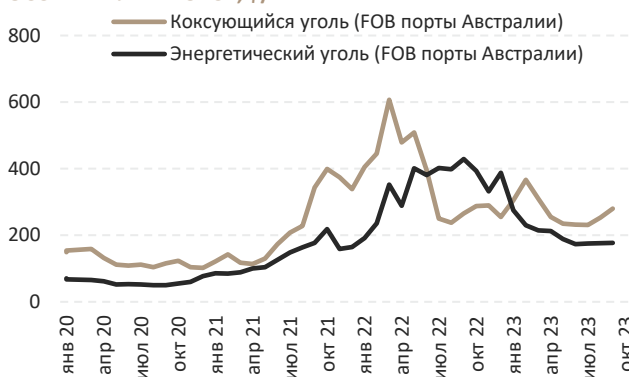
Источники: данные компаний, Yahoo Finance, ИБ Синара

ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ С АПРЕЛЯ СНИЗИЛАСЬ НА 25%, \$/Т



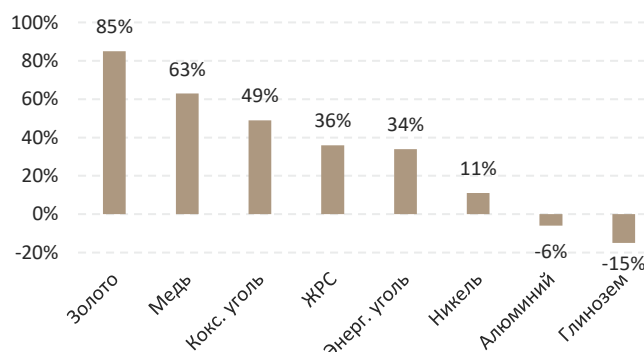
Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЕСЯ УГЛИ ВОССТАНАВЛИВАЮТСЯ, \$/Т



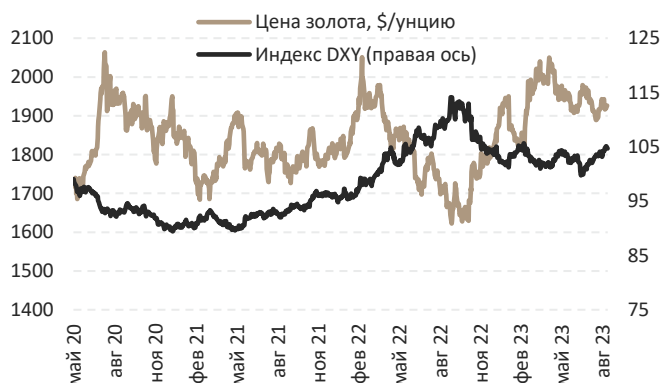
Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

СПОТ-ЦЕНЫ В СРАВНЕНИИ С ПРЕДЕЛЬНЫМИ ИЗДЕРЖКАМИ



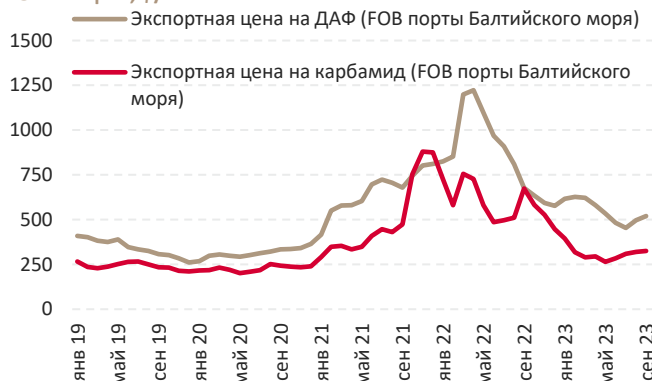
Источники: данные компаний, ИБ Синара

УСИЛЕНИЕ ДОЛЛАРА МОЖЕТ УДАРИТЬ ПО ЗОЛОТУ



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ НОРМАЛИЗОВАЛИСЬ ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ, \$/Т



Источники: Argus, ИБ Синара

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ ЦЕН НА СЫРЬЕ

Более половины мирового производства алюминия остается ниже точки безубыточности. Китай в августе произвел 5,5 млн т металла, уже на 3% больше, чем годом ранее, хотя еще в июле был спад на 1% в годовом сопоставлении. Не можем обойти вниманием тот факт, что при текущих ценах на алюминий более 50% поставщиков работают себе в убыток или вблизи точки безубыточности. На Китай приходится 58% мирового потребления первичного алюминия, поэтому любое значимое увеличение спроса со стороны КНР приведет, скорее всего, к существенному повышению цен. Мы прогнозируем, что в будущем году цены на алюминий восстановятся до \$2400–2500 за тонну.

Наращивание поставок никеля из Индонезии придавливает цены в 2023 г. По нашим оценкам, средняя по 2023 г. цена на никель снизится к прошлогодней на 20% и составит \$22 500/т. Причины кроются в реализации новых проектов в Индонезии, где не возникает сложностей ни технического, ни финансового плана. Индонезия уже контролирует около 47% мирового рынка никеля и, как предполагается, в 2022 г. увеличила его производство на 26% г/г, а в 2023 г. доведет выпуск до 1,4 млн т (еще +10% г/г). На среднесрочную перспективу избыточное предложение на рынке никеля, по нашему мнению, сохранится, оказывая давление на цены и приближая их к отраслевой себестоимости (\$18 000–20 000/т).

Цены на сталь пока не выказывают признаков восстановления. Мы понизили прогноз средней по 2023 г. экспортной цены на г/к прокат с \$650 до \$625 за тонну, а цены ЖРС — с \$120 до \$115/т, чтобы отразить замедление роста спроса со стороны Китая. В 2К23–3К23 признаков восстановления не наблюдалось ни в экспортных ценах российских производителей стали, ни на китайском рынке, притом что сырье — коксующийся уголь и железная руда — подорожали за три последних месяца на 15–25%. В этой связи предположим, что позитивные ценовые движения уже не за горами.

Мы повысили средний прогноз по золоту на 2023 г. до \$1925/унцию. Данные Всемирного совета по золоту (World Gold Council) за два квартала подряд говорят о нормализации закупки золота центральными банками. Это может привести к восстановлению в прежних параметрах корреляции между ценами на золото и доходностью КО США: повышение реальной доходности 10-летних облигаций на 1 п. п. приводило к падению цен на \$150–200, но в 2022–2023 гг. это правило не работало. Мы ожидаем среднюю цену на золото в 2023 г. в \$1925/унцию, в 2024 г. — в \$1850/унцию.

Цены на удобрения должны стабилизироваться. Мы считаем, что цены на удобрения после серьезной коррекции в течение последних 15–18 месяцев должны нормализоваться на текущих спотовых уровнях. Рынки азотных и фосфорных удобрений уже демонстрируют первые признаки восстановления спроса, хотя и минимального. В 2К23 рынкам фосфорсодержащих удобрений поддержку оказала Индия, закупавшая ДАФ и АФК в больших объемах, а также Бразилии со своим сезонным спросом на МАФ. Рынки азотных удобрений в тот же период стабилизировались, частично в связи с сокращением экспорта, а также сезонными потребностями в Азии и Латинской Америке. Прогнозируем, что новые мощности по производству ДАФ и МАФ обеспечат в этом году профицит на мировых рынках. На 2023–2024 гг. ожидаем среднюю цену на карбамид на уровне \$300/т (-46% г/г). Прогноз средней цены ДАФ на этот год остается без изменений (\$550/т), в следующем прогнозируем коррекцию до \$500/т.

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

В 2К23–3К23 признаков восстановления не наблюдалось ни в экспортных ценах российских производителей стали, ни на китайском рынке, притом что сырье — коксующийся уголь и железная руда — подорожали за три последних месяца на 15–25%. В этой связи предположим, что позитивные ценовые движения уже не за горами

Данные Всемирного совета по золоту за два квартала подряд говорят о нормализации закупки золота центральными банками. Это может привести к восстановлению в прежних параметрах корреляции между ценами на золото и доходностью КО США

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	1 450	1 375	1 500	1 250	1 550	1 275	1,550	1,300	
Платина, \$/тр. унц.	964	1 000	985	1 000	1 000	1 050	1 050	1 000	1 100	
Золото, \$/тр. унц.	1 802	1 900	1 925	1 800	1 850	1 750	1 800	1 750	1 850	
Никель, \$/т	26 187	23 500	22 250	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	2 450	2 300	2 500	2 500	2 600	2 600	2 700	2 700	
Коксующийся уголь (FOB Австралия), \$/т	361	250	275	210	250	200	225	210	210	
Железная руда (CFR Китай), \$/т	122	120	115	100	100	105	105	110	110	
Сталь (г/к прокат), \$/т	718	650	625	650	650	700	700	750	750	
Карбамид (FOB порты Балтики), \$/т	569	300	300	300	300	310	310	320	320	
ДАФ (FOB порты Балтики), \$/т	864	550	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 85 в 2023 г., ранее оценивали в 75), а также новые макроэкономические данные, которые способствуют росту прибыли экспортеров.
- Публикация отчетности компаниями, раскрывшими результаты за 1П23 по МСФО (кроме НЛМК и Polymetal).
- Операционные результаты за 1П23 компаний сектора.
- Уточненные прогнозы по дивидендам на основе актуальных сообщений менеджмента и акционеров (ГМК Норникель, сталелитейные компании, ТМК, АЛРОСА и др.).
- Недавние изменения в налогообложении отрасли, включая windfall tax (но не включая новую экспортную пошлину).
- Снижение премии в случае экспортных цен РФ на алюминий и никель: Китай и страны Азии — основные потребители российских цветных металлов, а текущая премия китайских цен к ценам на внутреннем рынке РФ ниже по сравнению с другими странами мира.
- Уменьшение в 2023 г. чистого оборотного капитала большинства компаний с учетом высоких запасов, сделанных в 2022 г.
- Снижение нашего прогноза по капитальным вложениям ГМК Норильский никель в 2023–2024 гг. на 15–20%, так как компания сдвигает реализацию крупных проектов на год-полтора.
- Корректировка в модели чистого долга Полюса после завершения выкупа им 30% собственных акций за \$6,3 млрд. Компания может в дальнейшем аннулировать эти акции, что может быть позитивно для акционеров.

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 85, ранее оценивали в 75)

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	1286	1419	617	695	280	400	253	298	1236	1453
	Прежний	1296	1245	623	598	378	318	203	171	989	832
ОК РУСАЛ	Новый	982	1093	108	156	112	146	21	57	0	1.5
	Прежний	931	1031	110	118	114	117	51	62	1.1	1.2
НЛМК	Новый	1013	1118	285	330	181	220	165	188	28	31
	Прежний	921	990	271	274	174	176	157	159	26	26
Северсталь	Новый	746	818	263	286	211	219	145	164	173	195
	Прежний	703	721	221	226	142	147	127	132	152	157
ММК	Новый	757	828	186	210	113	127	83	107	7.4	9.5
	Прежний	721	739	171	172	105	106	97	98	8.7	8.8
ТМК	Новый	590	620	162	153	79	75	56	63	37	38
	Прежний	590	620	162	153	79	75	56	63	37	38
Распадская	Новый	205	210	73	88	56	63	46	51	0	76
	Прежний	185	191	85	86	59	56	42	39	0	59
Мечел	Новый	447	491	111	140	41	83	51	72	0	0
	Прежний	485	465	141	138	85	82	48	46	0	0
Полюс	Новый	473	512	292	335	190	208	118	125	644	739
	Прежний	405	426	244	247	162	169	118	123	537	545
Polymetal	Новый	275	295	118	135	68	78	37	52	72	82
	Прежний	226	231	103	106	58	57	36	42	62	60
Селигдар	Новый	46	52	20	26	6	8	-2	6	0	4.1
	Прежний	49	51	24	24	15	16	9	10	7.6	8.1
АЛРОСА	Новый	385	384	170	165	92	101	48	77	6.6	10.5
	Прежний	305	325	125	137	82	86	71	75	9.7	10.2
ФосАгро	Новый	425	440	161	176	104	122	97	81	747	627
	Прежний	405	419	162	168	115	119	86	80	663	619
Акрон	Новый	208	237	90	95	57	66	31	42	0	0
	Прежний	202	208	89	91	62	65	40	41	0	0

Источник: ИБ Синара

КОМПАНИИ ЦВЕТНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ

Траектория китайской экономики остается тем фактором, от которого зависят все прогнозы по базовым металлам. По итогам 9М23 восстановительный рост в КНР оказался слабее, чем ожидалось, из-за чего подешевели большинство металлов и других видов сырья. В 4К23 в центре внимания останутся масштабы и сроки реализации новых мер, принимаемых властями КНР для стимулирования экономики, тогда как потребление сырья во всем остальном мире вряд ли сильно вырастет, так как процентные ставки продолжают повышаться. Мы со сдержанным оптимизмом смотрим на перспективы Китая в 4К23–1К24 и ожидаем восстановления цен на базовые металлы еще в 4К23, хотя рассчитывать на устойчивый рост не приходится. Из сырьевых товаров на 2023–2024 гг. отдаем предпочтение алюминию, цены на который в 4К23–1К24 вырастут, как мы полагаем, до \$2300–2400/т, так как более 50% мирового производства алюминия убыточно при текущих ценах. По соотношению рисков и потенциальной доходности наиболее привлекательными нам представляются бумаги ОК РУСАЛ с целевой ценой в 58 руб. за акцию. По акциям ГК Норникель рейтинг прежний — «Держать», но целевая цена повышается с 17 000 до 17 300 руб. ввиду ухудшения прогноза по курсу российской валюты.

Катализаторы: более слабый, чем прогнозируем, рубль (спот-курс USD/RUB 95); регулярные выплаты дивидендов; расширение мер стимулирования в Китае и рост потребления металлов на этом фоне.

Риски: более сильный, чем ожидается, рубль; вялый рост экономики Китая в 4К23–1К24; ограничения на экспорт базовых металлов из РФ.

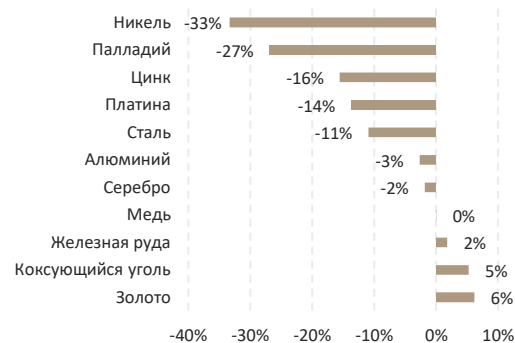
Корректировки в прогнозах цен на сырье. Мы заложили в модели более низкие цены на базовые металлы в 2023 г. (кроме меди), с тем чтобы отразить ослабление спроса в мировом масштабе и невпечатляющий рост экономики КНР в 9М23. На 2023 г. мы прогнозируем среднюю цену на алюминий на уровне \$2300/т (вместо прежних \$2400), на никель — \$22 500/т (\$23 500). В случае меди прогноз не изменился — \$8500/т, по палладию снизили его с \$1450 до \$1375 за унцию.

ГМК Норильский никель: в центре внимания новая дивидендная политика. Компания не выплатила дивиденды за 2022 г., что стало первым более чем за десятилетие случаем, когда она не объявила дивиденды. Несмотря на падение EBITDA на 30% г/г (отчетность за 1П23 по МСФО), Норникель сгенерировал FCF в объеме порядка \$1,3 млрд, урезав капзатраты и высвободив часть оборотного капитала. Мы не ожидаем в этом году выплаты промежуточных дивидендов, поскольку основные акционеры (ХК Интеррос и ОК РУСАЛ) еще не согласовали формулу. До конца года компания, как мы предполагаем, внесет изменения в дивидендную политику, вместо EBITDA увязав выплату с FCF (75%). В таком случае акционеры смогут получить дивиденды за 2023 г. при доходности в ~7%, которую сейчас, когда доходности ОФЗ доходят до 12%, не назовешь высокой.

ОК РУСАЛ: восстановление прибыли в 2П23–2024 за счет ослабления рубля. Рентабельность по EBITDA в 2П22–1П23 держалась на рекордно низких уровнях в 3–5%, но в 2П23 ожидаем заметного восстановления прибыли благодаря ослаблению рубля до спотовых уровней USD/RUB 95–96 (прибыль ОК РУСАЛ очень чувствительна к изменениям курса валют). Производственные денежные затраты в 1П23 составили \$2297/т (+13% г/г) и должны нормализоваться в 2П23. Кроме того, ожидаем в 2024 г. повышения средней цены алюминия до \$2400–2500/т, так как половина мирового производства остается убыточной.

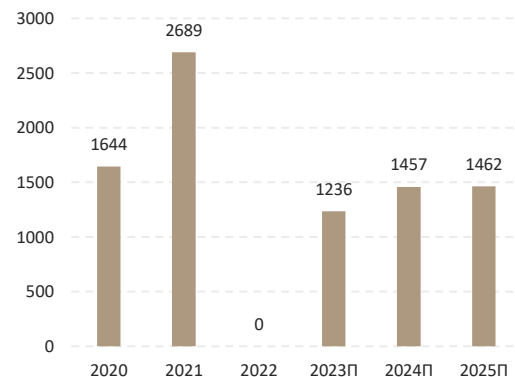
ОК РУСАЛ — все еще предпочтительная ставка в секторе. Новые целевые цены предполагают разный потенциал роста: существенный (42%) в случае ОК РУСАЛ и ограниченный (10%) по акциям ГК Норникель. Акции первой торгуются с привлекательными коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2024П соответственно в 3,2 и 4,4, то есть с дисконтами к оценкам второй (4,5 и 6,3).

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: данные компаний, Yahoo Finance, ИБ Синара

ЩЕДРЫЕ ДИВИДЕНДЫ ОТ ГК НОРНИКЕЛЬ ЗАКОНЧИЛИСЬ В 2021 Г., РУБ/АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ И УГЛЯ

Мы по-прежнему считаем привлекательными бумаги угольных компаний и представителей черной металлургии, принимая во внимание хороший спрос на их продукцию внутри России и расширение мер стимулирования в Китае. С начала года котировки в секторе взлетели уже на 50–60% на ожиданиях дивидендов и ослаблении рубля. Вместе с тем ценовой бенчмарк экспорта г/к проката достиг пика в апреле (\$770/т) и с того момента снизился на 25% до текущих спот-уровней в \$565/т. Главная причина — замедление роста в Китае. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе производители стали возобновят выплату дивидендов, а средняя доходность по дивидендам за 2023 г. составит 13–15%. Учитывая изменение прогноза по курсу рубля, мы повысили целевые цены по бумагам НЛМК, Северстали и ММК на 13–15%. По бумагам Распадской и Мечела цены повышены на 15% до 570 руб. и 350 руб. за акцию соответственно ввиду улучшения прогноза по ценам на коксующийся уголь и с учетом валютного курса.

Катализаторы: более высокий, чем ожидается, курс USD/RUB; возобновление в этом году выплаты дивидендов; ежеквартальное раскрытие 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 в 2022 г. прекратили выплачивать дивиденды с тем, чтобы минимизировать риски дополнительных налогов и санкций. На наш взгляд, они за последние полтора года накопили уже достаточно денежных средств, чтобы обратить их в дивиденды при низких уровнях долга. Дивидендная доходность за 2023 г. составит, по нашим расчетам, 13–15%, что должно способствовать дальнейшему росту котировок в секторе.

Наш новый фаворит — Северсталь. Она сменила в этом качестве НЛМК, возобновив недавно публикацию отчетности по МСФО, превзойдя прогнозы по прибыли и показав солидную денежную позицию. Отметим, что только НЛМК из всех компаний сектора принял решение не публиковать результаты по МСФО, и пока нет ясности относительно сроков, когда раскрытие возобновится. Северсталь же в отчетности за 1П23 показала рентабельность по EBITDA на уровне 35% и FCF в ~60 млрд руб. (+1% г/г). Важный факт: отношение чистого долга к EBITDA ушло в минусовые значения (-0,8), так как наличные на балансе достигли 300 млрд руб. Допускаем, что Северсталь станет первой из компаний черной металлургии, кто возобновит выплату дивидендов, размер которых за 2023 г. мы оцениваем в 173 руб./акцию при доходности в 13%. Росту котировок также могут способствовать ослабление рубля и восстановление мировых цен на сталь.

Изменения в ценовых допущениях. Мы немного понизили прогноз экспортной цены на г/к прокат на этот год (с \$650 до \$625/т) и на ЖРС (с \$120 до \$115/т), чтобы отразить более слабый спрос со стороны Китая. По цене на коксующийся уголь прогноз повышается с \$250 до \$275 за тонну. Из-за все еще ограниченного предложения и роста спроса рынок, предполагаем, останется весьма «узким» в 4К23–1П24, а цены в этот период не опустятся ниже \$250.

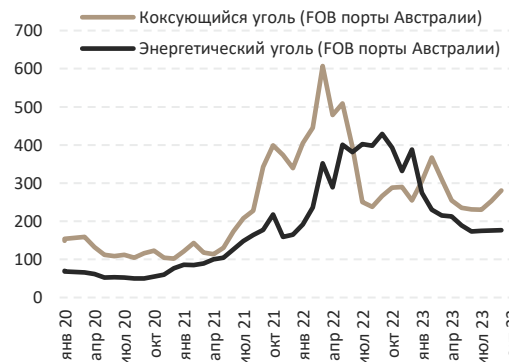
По-прежнему привлекательные оценки угольных компаний. Австралийский бенчмарк твердого коксующегося угля сейчас находится на уровне \$280/т и из-за ограничений предложения из Австралии должен остаться на повышенных уровнях в 4К23–1П23. Благоприятная ценовая конъюнктура и слабый рубль должны помочь как Распадской, так и Мечелу увеличить прибыль по итогам текущего года. Бумаги обеих угольных компаний остаются привлекательными по коэффициентам EV/EBITDA 2023П (Распадская — 2,7, Мечел — 3,2), и мы все так же придерживаемся оптимистичного взгляда на них. Распадская, скорее всего, возобновит выплату дивидендов, когда состоится принудительной «переезд» Evraz plc. (владелец 91% акций Распадской) из Великобритании в Россию, но вряд ли до конца нынешнего года. Размер дивидендов по привилегированным акциям Мечела зависит от чистой прибыли по МСФО (возможны убытки от курсовых разниц) и позиции по этому вопросу г-на Зюзина, контролирующего основную часть капитала.

ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ С АПРЕЛЯ СНИЗИЛАСЬ НА 25%, \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЕСЯ УГЛИ ВОССТАНАВЛИВАЮТСЯ, \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

ЗОЛОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ

Мы повысили целевые цены по акциям компаний Полюс и Polymetal на 3–5% до 14 500 руб. и 800 руб. за акцию соответственно при рейтингах «Покупать» в обоих случаях. Основная причина — повышение прогнозов цены на золото и ослабление рубля. Полагаем, обе компании в 2023 г. вернутся к практике выплаты дивидендов. В следующие кварталы ожидаем увидеть коррекцию в золоте к \$1850/унцию ввиду укрепления доллара и роста ставок. Учитывая уровень денежных затрат и ожидаемое наращивание производства, отдаем предпочтение Полюсу (потенциал роста достигает 28%). 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 — 75 руб.): оценки выглядят справедливыми, если взять для сравнения Полюс и Polymetal.

Катализаторы: USD/RUB в районе 95; возобновление выплаты дивидендов; макроэкономическая среда, благоприятствующая росту цен на золото.

Риски: новые ограничения на экспорт золота из РФ; отсутствие дивидендных выплат; более сильный, чем ожидается, рубль.

Повышение прогноза по золоту на 2023 г. до \$1925/унцию. На фоне больших закупок, производимых центральными банками, инвестиции в золото достигли максимальной за 11 лет доли в совокупном объеме инвестиций участников рынка. По прежним меркам сумма вложений в золото выглядит значительной, поэтому можно предположить, что структурное усиление спроса со стороны центробанков (они опасаются санкций и стремятся диверсифицировать свои вложения, сокращая долю гособязательств стран «Большой семерки») — это позитивный для цен на золото фактор. Однако данные Всемирного совета по золоту (World Gold Council) за 2K23 уже говорят о нормализации закупки золота центральными банками. Это может привести к восстановлению в прежних параметрах корреляции между ценами на золото и доходностью КО США: повышение реальной доходности десятилетних облигаций на 1 п. п. приводило к падению цен на \$150–200, но в 2022–2023 гг. это правило не работало.

Полюс: возобновление выплаты дивидендов и рост производства в 2023 г. Объявив программу выкупа, компания недавно приобрела 30% собственных акций, которые может использовать в сделках слияний и поглощений. Полюс может и аннулировать их, если в среднесрочной перспективе не определится с конкретными целями. Вкупе с выросшими ценами на золото и ослабевшим рублем это позволит Полюсу возобновить выплату дивидендов (их размер за 2023 г. оцениваем в 644 руб. на акцию при доходности в 6%). По нашему мнению, компания сейчас недооценивается рынком по EV/EBITDA 2024П (5,1). Мы подтверждаем по акциям Полюса рейтинг «Покупать» с целевой ценой в 14 500 руб. за штуку (потенциал роста — 28%).

Polymetal: вероятная продажа активов в РФ и дивиденды. Новоиспеченная казахстанская компания Polymetal объявила о своих планах продать попавшие под санкции российские активы, что позволит ей в конце года возобновить выплату дивидендов. Продажа может состояться в течение 6–9 месяцев, и мы не предполагаем большой дисконт к справедливой оценке, так как продавцом выступит компания из «дружественного» Казахстана. Мы бы оценили сделку в \$1,5–2,3 млрд (с учетом чистого долга в \$2,4 млрд), что стало бы позитивным развитием ситуации для миноритариев на AIX и МосБирже. Сейчас бумаги на первой площадке торгуются с EV/EBITDA 2023П на уровне 3,6, на второй — 3,0. Мы считаем их привлекательными, целевая цена на МосБирже — 800 руб. за акцию, на AIX — \$8,4.

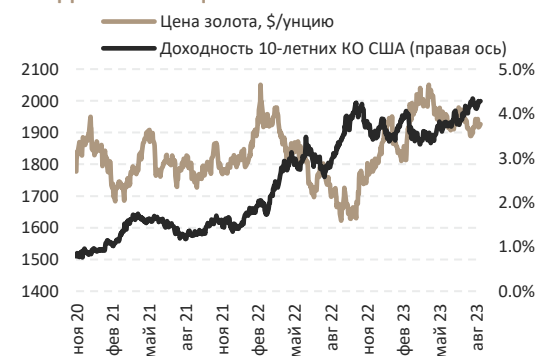
Селигдар: включение акций в расчет индекса МосБиржи и рост производства уже отражены в цене акций. Повышая целевую цену с 58 до 72 руб. за акцию (потенциал снижения — 9%), мы сохраняем рейтинг «Держать». В последнее время в бумагах Селигдара случилось ралли на включении их в базу расчета индексов Московской Биржи, однако рост котировок компании не удалось подкрепить сильными результатами за 1П23 (она показала чистый убыток в 7,3 млрд руб.). Ввиду относительно высокой долговой нагрузки компания приняла решение не выплачивать дивиденды за 2022 г., и вряд ли выплатит по итогам 2023 г. из-за увеличения капзатрат и слабых финансовых результатов. Отметим, что акции торгуются с EV/EBITDA 2023П на уровне 6,1, с ощутимой премией к оценкам компаний Полюс и Polymetal.

УСИЛЕНИЕ ДОЛЛАРА МОЖЕТ УДАРИТЬ ПО ЗОЛОТУ



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

РОСТ ДОХОДНОСТЬ КО США ТАКЖЕ ПРИДАВЛИВАЕТ ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

Цены на удобрения в 2023 г. остаются под давлением: с начала года спотовые экспортные цены на карбамид снизились на 25% до \$320/т, а цена на ДАФ — на 20% до \$520/т (FOB порты Балтийского моря). Существенная коррекция обусловлена в первую очередь нормализацией спот-цен на газ (ТТФ), которые опустились до \$300–400/тыс. м3, и возобновлением работы производств в ЕС. Соответственно, мы ожидаем, что прибыль и FCF ФосАгро и Акрона в 2023 г. заметно — на 20–30% — снизятся в годовом сопоставлении. Прогнозируя стабилизацию цен на удобрения на нынешних уровнях, мы считаем оценки производителей удобрений достаточно высокими, особенно в случае Акрона. Оставляем рейтинг «Держать» по бумагам ФосАгро (при новой целевой цене в 7600 руб/акцию) и «Продавать» — по акциям Акрона (17 000 руб.).

Катализаторы: снижение прогнозов до USD/RUB 95; регулярные дивидендные выплаты (100% FCF); повышенная спот-цена на газ в Европе.

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

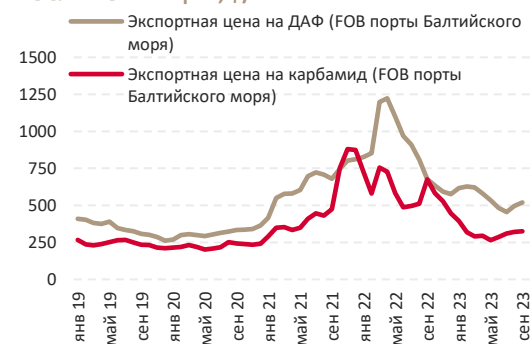
Цены на удобрения стабилизируются после длительной коррекции. Цены, снижающиеся в течение последних 15–18 месяцев, должны нормализоваться на текущих спот-уровнях. Рынки азотных и фосфорных удобрений выказывают первые признаки восстановления, пока не очень уверенного, спроса. В 2К23 рынкам фосфорсодержащих удобрений поддержку оказала Индия, закупавшая ДАФ и АФК в больших объемах, а также сезонные потребности Бразилии в МАФ. Рынки азотных удобрений в тот же период стабилизировались, частично в связи с сокращением экспорта, а также сезонным ростом спроса в Азии и Латинской Америке. Мы прогнозируем, что новые мощности по производству ДАФ и МАФ обеспечат в этом году профицит на мировых рынках. На 2023–2024 гг. ожидаем среднюю цену на карбамид на уровне \$300/т (-46% г/г). Прогноз средней цены ДАФ на этот год остается без изменений (\$550/т), в следующем прогнозируем коррекцию до \$500/т.

ФосАгро: дивидендный поток снизится в 2П23–2024. Компания — ключевая «дивидендная история» среди анализируемых нами эмитентов сектора. По итогам 2022 г. ФосАгро выплатила дивиденды в размере 1173 руб. на акцию с высокой доходностью 16%. За 2023 и 2024 гг. мы ожидаем существенно более низких дивидендов, в 748 руб. и 627 руб. на акцию с доходностью в 9–10%, что может в какой-то мере разочаровать розничных инвесторов, особенно в свете текущей доходности ОФЗ на уровне более 12%. В то же время прибыль ФосАгро должно поддержать более масштабное, чем ожидалось, обесценение рубля: крупнейший экспортер удобрений поставляет за рубеж ~75% своей продукции.

Акрон: пока без дивидендов и с высокими оценками. В последний раз Акрон выплачивал дивиденды за 9М21 и перспективы вернуться к тем практикам на сегодня остаются крайне неопределенными как из-за санкций в отношении основного акционера (В. Кантора), так и по причине ограничений на движение капитала, введенных властями РФ в качестве контрсанкций (главный акционер не является резидентом РФ). Мы приветствуем решение компании раскрыть результаты за 1П23 по МСФО — они оказались несколько хуже наших оценок, продемонстрировав снижение прибыли на 50–60% г/г. Объем производства при этом вырос на 6% г/г до 4,3 млн т, чистый долг уменьшился на 19% г/г до 32 млрд руб., а его отношение к EBITDA на конец периода составило 0,3.

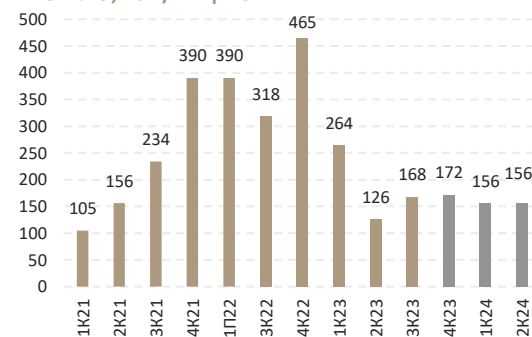
Целевые цены незначительно повышены при неизменных рейтингах. В связи с обновлением прогноза валютного курса немного увеличились наши оценки в части EBITDA и FCF ФосАгро и Акрона на 2023–2024 гг. Новая целевая цена по акциям ФосАгро составляет 7600 руб., и мы сохраняем рейтинг «Держать». Компания, как полагаем, продолжит ежеквартально выплачивать дивиденды, направляя на них 100% FCF. ФосАгро оценивается по P/E и EV/EBITDA 2023П в 8,8 и 6,9 соответственно (считаем эти значения справедливыми). Премия по бумагам Акрона к акциям ФосАгро — 15–20%; мы повышаем целевую цену акции с 16 500 руб. до 17 000 руб. и оставляем рейтинг «Продавать», учитывая потенциал снижения в 10%.

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ НОРМАЛИЗОВАЛИСЬ ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ, \$/Т



Источники: Argus, ИБ Синара

ФОСАГРО: ВРЕМЯ ЩЕДРЫХ ДИВИДЕНДОВ ПРОШЛО, 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 операций 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 обязательства Банка по последующему обновлению.

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 квалифицированными инвесторами 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 офертой, предложением сделать оферты. 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 «Сергея 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 «ОК 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 подходы: 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, оставляется 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.