



30 марта 2021 г.

# Северсталь

Цель: 1 854 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Сучков  
VSuchkov@veles-capital.ru

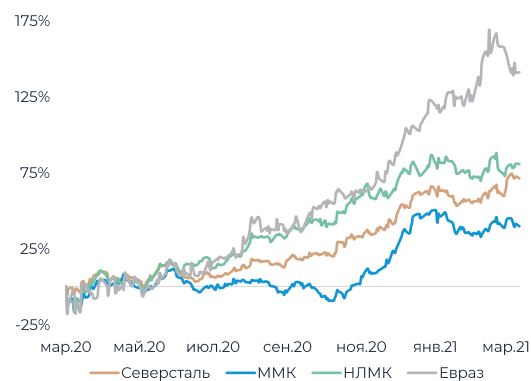
## Амбициозные цели

В 2021 г. Северсталь станет главным бенефициаром ралли цен на железную руду и падения цен на коксующийся уголь. Благодаря высокой степени вертикальной интеграции компания по мультипликатору EV/EBITDA торгуется дороже ММК и Евраза и практически сравнялась с НЛМК, традиционно занимающим место самого дорогого российского металлурга. Текущая конъюнктура сырьевых рынков позволит финансовым показателям Северстали в 2021 г. достичь многолетних максимумов. Среди ключевых драйверов переоценки акций мы выделяем 13%-ю форвардную дивидендную доходность и амбициозную стратегию роста, направленную на увеличение EBITDA в 1,5 раза к 2023 г. и достижение лидерства в стальной отрасли. В то же время возможности отдачи акционерам ограничены возросшей долговой нагрузкой, которая при текущей дивидендной политике будет приближаться к пороговому значению чистый долг/EBITDA 1,0x. Мы устанавливаем целевую цену для акций Северстали на уровне 1 854 руб. (24,4 долл. за ГДР) с рекомендацией «Покупать».

**Финансовые показатели.** В 4-м квартале 2020 г. показатели Северстали продемонстрировали смешанную динамику. На фоне снижения выручки в результате спада продаж EBITDA выросла на 18% г/г благодаря уменьшению себестоимости из-за девальвации рубля. Свободный денежный поток увеличился в 2 раза вследствие антикризисного сокращения CAPEX. В конце 2020 г. мировые цены на сталь обновили многолетние максимумы, однако цены реализации российских металлургов догонят мировые бенчмарки лишь в начале 2021 г., что станет основной причиной сильных финансовых результатов в текущем году.

**Состояние отрасли.** С января 2020 г. цены на сталь выросли в 1,4 раза до 600 долл. за т, на железную руду – в 1,8 раз, до 160 долл. за т. благодаря резкому росту потребления в Китае в условиях ограниченного предложения. В то же время стоимость австралийского коксующегося угля снизилась на 20%, что стало следствием запрета на импорт угля из Австралии в Китай. Сложившаяся диспропорция не продлится вечно и исчезнет, как только китайские и австралийские власти придут к компромиссу. Традиционно высокие цены на сталь стимулируют увеличение мировой выплавки, что приводит к росту спроса на уголь. На данный момент цена угля колеблется на уровне 110-120 долл. за т, однако в периоды прошлых подъемов на рынке стали она достигала 300 долл. за т. Тем не менее, текущая ситуация максимально выгодна для Северстали. Компания полностью защищена от высоких цен на железную руду (обеспеченность составляет 130%) и получает выгоду от реализации излишков. Также Северсталь закупает 20% угля у третьих лиц, поэтому низкие мировые цены приводят к снижению себестоимости. В 2021 г. Северсталь ожидает рост потребления стали на 3,1% в России и на 10% в Европе, что обеспечит высокие цены реализации в течение года.

### Динамика акций сталелитейных компаний



Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал

### Информация об акциях компании

CHMF	1 854
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
1 412	+31%
Текущая цена, руб.	Потенциал
777/1 436	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн. долл.	4К 2019	4К 2020	+/-
Выручка	1 838	1 628	-11,4%
ЕБИТДА	602	710	17,9%
Рентабельность EBITDA	34,4%	35,3%	+0,9 п.п.
Чистая прибыль	374	386	3,2%
Рентабельность чистой прибыли	21,7%	14,8%	-6,9 п.п.
Свободный денежный поток	101	212	109,9%

### Индексы цен на сталь, коксующийся уголь и железную руду (янв.20=100)



Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее



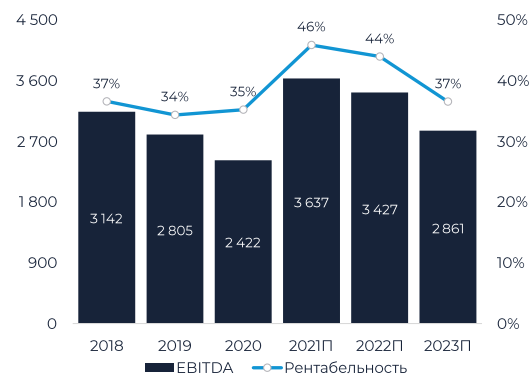
**ЕБИТДА.** В 2018 г. Северсталь поставила амбициозную цель: за счет стратегии роста увеличить ЕБИТДА к 2023 г. на 2,1 млрд долл. Стратегия включает такие цели, как рост выплавки стали на 15% и доли продукции с высокой добавленной стоимостью с 48% до 52%, наращивание продаж ЖРС на 18% и концентрата угля на 26%, а также снижение себестоимости сляба на 11%. За 2018-2020 гг. компании удалось увеличить ЕБИТДА на 0,9 млрд долл. Соответственно, в ближайшие 3 года за счет инициатив показатель должен вырасти еще на 1,2 млрд долл., или в 1,5 раза относительно значения в 2020 г. По итогам 2021 г. мы ожидаем восстановление ЕБИТДА до 3,6 млрд долл. и рентабельности до 46% под влиянием высоких цен на сталь. В 2022-2023 гг. прогнозируется постепенное снижение стоимости стальной продукции, однако стратегия роста будет поддерживать финансовые показатели на высоком уровне.

**FCFF.** В 2019 г. Северсталь приступила к реализации масштабной инвестиционной программы, пик которой приходится на 2022 г. В 2021-2022 гг. компания ожидает CAPEX на уровне 1,3-1,35 млрд долл. с последующим снижением до 800-900 млн долл. Согласно нашим расчетам, высокие капитальные затраты не позволят свободному денежному потоку обновить многолетние максимумы (в отличие от выручки и ЕБИТДА). В 2021 г. значение показателя достигнет 1,4 млрд долл., а в 2022-2023 гг. стабилизируется на уровне 1,3 млрд долл.

**Долговая нагрузка.** На конец 2020 г. чистый долг Северстали вырос до 2 млрд долл., соотношение чистый долг/ЕБИТДА достигло 0,84x. С 2016 г. компания, стремясь поддерживать высокий уровень дивидендов, выплачивает акционерам более 100% свободного денежного потока. По итогам 2020 г. коэффициент дивидендных выплат составил 158% FCFF. В такой ситуации Северсталь вынуждена привлекать заемное финансирование, выплачивая дивиденды в долг. В результате с 2018 г. начался рост долговой нагрузки. Мы считаем, что высокие цены на сталь позволят в 2021 г. нарастить ЕБИТДА и не приведут к значимому увеличению долгового бремени. Однако длительный дисбаланс между денежными потоками и дивидендными выплатами приведет к тому, что к концу 2022 г. значение чистый долг/ЕБИТДА достигнет порогового уровня 1,0x. Если Северсталь продолжит выплачивать дивиденды в долг, то в 2023 г. сработают автоматические механизмы дивидендной политики, и долговая нагрузка начнет стабилизироваться благодаря падению выплат.

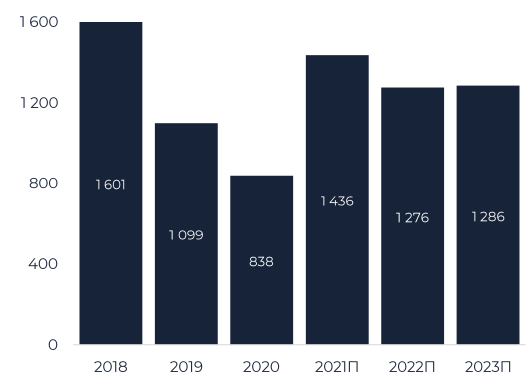
**Дивиденды.** Дивидендная политика Северстали предполагает выплату 100% FCFF при значении чистый долг/ЕБИТДА в диапазоне от 0,5x до 1,0x. При этом капитальные затраты, превышающие 800 млн долл. (extra-CAPEX), не учитываются в расчете дивидендной базы. Например, в 2020 г. CAPEX составил 1,26 млрд долл. (extra-CAPEX 0,46 млрд долл.), FCFF – 0,83 млрд долл. Таким образом, за 2020 г. Северсталь направила на дивиденды 1,3 млрд долл. Такой подход имеет два аспекта. С одной стороны, акционеры получают высокие выплаты здесь и сейчас. С другой стороны, выплата дивидендов в долг рано или поздно приведет к их падению при росте значения чистый долг/ЕБИТДА выше 1,0x. Мы ожидаем, что в 2021 г. дивиденды достигнут максимума и составят 183 руб. на акцию. с форвардной доходностью 13%. В 2022 г. выплаты незначительно снизятся до 163 руб. на акцию. Однако активное наращивание долговой нагрузки к 2023 г. приведет к росту соотношения чистый долг/ЕБИТДА выше 1,0x и падению коэффициента выплат ниже 100% FCFF. Мы отмечаем, что привлечение долга в угоду высоким дивидендам несет риск для более дальних выплат.

ЕБИТДА (млн долл.) и рентабельность ЕБИТДА (%)



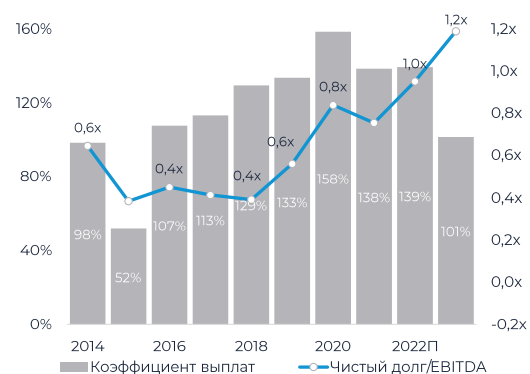
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Свободный денежный поток (млн долл.)



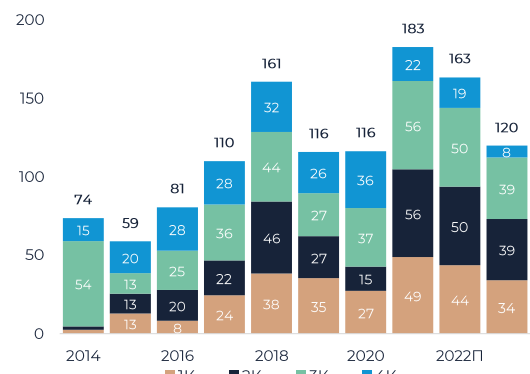
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Коэффициент дивидендных выплат (% от FCFF) и соотношение чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Дивидендные выплаты на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

# Финансовые показатели (млн долл. LTM) и мультипликаторы сталелитейных компаний

	Страна	Тикер	Рын. кап.	EV	Див. дох.	EV/Sales	EV/EBITDA	Net debt/EBITDA	P/E	P/FCF	Выручка	EBITDA	Margin	Чистая прибыль	FCFF	Чистый долг
Среднее по отрасли																
Северсталь	Россия	CHMF RX	15 343	17 505	7,6%	2,5x	7,2x	0,8x	15,1x	18,3x	6 870	2 422	35,3%	1 016	838	2 029
<b>Российские сталелитейные компании</b>																
НЛМК	Россия	NLMK RX	17 133	19 538	8,0%	2,1x	7,4x	0,9x	13,9x	15,5x	9 245	2 645	28,6%	1 236	1 103	2 495
Евраз	Россия	EVR LN	10 590	14 014	6,9%	1,4x	6,3x	1,5x	12,3x	10,4x	9 754	2 212	22,7%	858	1 020	3 356
ММК	Россия	MAGN RX	7 906	7 828	8,3%	1,2x	5,2x	-0,1x	13,1x	14,2x	6 395	1 492	23,3%	604	557	-88
Мечел	Россия	MTLR RX	346	4 944	0,0%	1,3x	10,2x	9,1x	30,8x	2,4x	3 689	483	13,1%	11	143	4 403
<b>Сталелитейные компании из развивающихся стран</b>																
ArcelorMittal	Индия	MT US	28 243	36 922	0,0%	0,7x	7,3x	1,3x	-38,5x	17,2x	53 270	5 070	9,5%	-733	1 643	6 722
Baoshan Iron & Steel	Китай	600019 CH	26 950	33 990	3,5%	0,9x	7,7x	1,1x	16,5x	20,8x	39 322	4 428	11,3%	1 629	1 294	4 901
Citi Pacific Special Steel	Китай	000708 CH	19 365	21 091	2,3%	1,9x	13,1x	1,1x	22,2x	47,1x	10 842	1 604	14,8%	874	411	1 720
JSW Steel	Индия	JSTL IN	14 572	20 233	0,5%	2,2x	10,2x	2,9x	27,4x	-25,6x	9 335	1 981	21,2%	532	-569	5 740
Tata Steel	Индия	TTST LI	11 459	24 518	1,3%	1,4x	8,8x	4,5x	-133,6x	30,6x	17 812	2 798	15,7%	-86	375	12 721
Companhia Siderurgica Nacional	Бразилия	SID US	8 270	12 753	0,0%	2,2x	8,0x	2,6x	11,1x	5,3x	5 888	1 599	27,2%	743	1 546	4 226
Gerdau	Бразилия	GGB US	7 631	9 737	1,8%	1,1x	6,6x	1,4x	16,5x	8,2x	8 581	1 477	17,2%	463	932	2 063
Inner Mongolia BaoTou	Китай	600010 CH	11 005	17 948	0,0%	2,1x	21,0x	6,7x	-217,9x	-40,3x	8 552	854	10,0%	-51	-273	5 689
Eregli Demir ve Celik Fabrik	Турция	EREGL TI	6 119	5 356	13,3%	1,2x	5,4x	-0,9x	12,9x	7,9x	4 606	998	21,7%	476	771	-940
Hoа Phat Group	Вьетнам	HPG VN	6 459	7 865	0,9%	2,0x	8,3x	1,5x	11,2x	5763,4x	3 879	943	24,3%	578	1	1 399
Ternium	Аргентина	TX US	7 143	8 967	0,0%	1,0x	5,2x	0,4x	9,2x	5,9x	8 735	1 711	19,6%	778	1 201	667
Hunan Valin Steel	Китай	000932 CH	6 237	10 731	3,8%	0,7x	6,1x	2,2x	7,3x	5,5x	16 313	1 757	10,8%	855	1 132	3 806
Angang Steel	Китай	000898 CH	5 077	7 178	1,6%	0,5x	9,2x	2,6x	25,6x	5,6x	14 153	777	5,5%	198	906	2 030
Jindal Steel & Power	Индия	JSP IN	4 341	7 576	0,0%	1,5x	4,9x	2,0x	15,0x	7,9x	5 077	1 560	30,7%	289	552	3 176
Steel Authority of India	Индия	SAIL IN	4 107	10 511	1,4%	1,3x	6,0x	3,6x	9,3x	-3,3x	8 369	1 759	21,0%	443	-1 253	6 404
Hesteel Group	Китай	000709 CH	3 781	19 531	0,0%	1,3x	8,9x	6,5x	13,7x	-2,3x	15 406	2 183	14,2%	277	-1 659	14 180
Shanxi Taigang Stainless	Китай	000825 CH	3 882	6 471	2,2%	0,7x	8,3x	3,2x	20,2x	5,9x	9 330	777	8,3%	192	654	2 510
Beijing Shougang	Китай	000959 CH	3 653	14 348	0,0%	1,4x	11,0x	7,1x	21,5x	-23,5x	10 500	1 304	12,4%	170	-155	9 278
Maanshan Iron & Steel	Китай	323 HK	3 204	6 790	3,4%	0,6x	10,3x	4,6x	18,4x	56,5x	11 263	656	5,8%	174	57	3 007
Ternium Argentina	Аргентина	TXAR AR	2 419	2 068	0,0%	1,1x	5,0x	-0,8x	9,0x	5,4x	1 887	413	21,9%	270	446	-351
Hangzhou Iron & Steel	Китай	600126 CH	2 900	1 976	2,1%	0,5x	8,5x	-4,1x	23,8x	8,7x	4 271	233	5,4%	122	334	-958
Metalurgica Gerdau	Бразилия	GOAU4 BZ	2 211	8 023	2,2%	0,9x	5,4x	1,2x	12,9x	3,4x	8 581	1 477	17,2%	171	642	1 783
Shandong Iron and Steel	Китай	600022 CH	2 542	6 024	0,0%	0,5x	9,6x	3,3x	26,3x	4,7x	11 711	625	5,3%	97	547	2 092
<b>Сталелитейные компании из развитых стран</b>																
POSCO	Южная Корея	PKX US	23 488	30 996	1,1%	0,6x	6,1x	0,9x	17,3x	5,1x	49 069	5 104	10,4%	1 360	4 645	4 437
Nucor	США	NUE US	20 804	23 726	2,3%	1,2x	13,3x	1,4x	28,8x	18,0x	20 140	1 785	8,9%	721	1 154	2 479
China Steel	Тайвань	2002 TT	13 753	21 913	2,0%	2,0x	18,1x	5,8x	45,7,1x	11,3x	10 691	1 212	11,3%	30	1 212	7 085
Nippon Steel	Япония	NPSCY US	15 937	41 985	0,0%	0,9x	25,3x	13,6x	-8,6x	-19,3x	45 870	1 656	3,6%	-1 855	-824	22 595
Steel Dynamics	США	STLD US	9 699	11 526	2,2%	1,2x	9,8x	1,6x	17,6x	-46,0x	9 601	1 173	12,2%	551	-211	1 824
BlueScope Steel	Австралия	BSL AT	7 134	7 277	0,8%	0,9x	10,1x	-0,3x	42,8x	18,5x	7 781	719	9,2%	167	385	-235
Voestalpine	Австрия	VLPNY US	6 999	11 051	0,6%	0,9x	8,6x	3,0x	-30,1x	5,1x	12 688	1 284	10,1%	-232	1 377	3 890
JFE Holdings	Япония	5411 JT	7 438	24 926	0,0%	0,8x	-31,3x	-21,0x	-2,7x	-11,0x	30 515	-795	-2,6%	-2 758	-676	16 709
Hyundai Steel	Южная Корея	004020 KS	5 239	14 550	1,1%	1,0x	10,4x	6,4x	-14,3x	6,3x	15 303	1 403	9,2%	-365	828	8 992
SSAB	Швеция	SSABA SS	4 686	5 864	0,0%	0,8x	16,0x	3,2x	-84,4x	19,9x	7 129	367	5,1%	-55	236	1 165

Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



# Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка, в т.ч.:	6 870	7 920	7 786	7 819
Стальная продукция	5 481	6 342	6 234	6 149
ЖРС	569	820	806	934
Прочая выручка	820	759	746	736
Операционные расходы	(4 940)	(4 733)	(4 877)	(5 533)
EBITDA	2 422	3 637	3 427	2 861
Амортизация и корректировки	(492)	(449)	(519)	(575)
EBIT	1 930	3 188	2 908	2 286
Прочие доходы/расходы	(621)	(207)	(258)	(261)
Прибыль до налогообложения	1 309	2 980	2 650	2 025
Налог на прибыль	(293)	(596)	(530)	(405)
Чистая прибыль	1 016	2 384	2 120	1 620
EPS, долл.	1,2	2,9	2,6	2,0

Баланс, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Долгосрочные активы	5 168	6 069	6 851	7 176
Основные средства	4 746	5 647	6 429	6 754
Прочие внеоборотные активы	422	422	422	422
Краткосрочные активы	2 228	1 923	2 202	2 068
Оборотные активы	1 532	1 471	1 563	1 569
Денежные средства	583	339	526	386
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	113	113	113	113
<b>Итого активы</b>	<b>7 396</b>	<b>7 992</b>	<b>9 052</b>	<b>9 244</b>
Средства акционеров	2 744	2 973	3 292	3 480
Акционерный капитал	2 729	2 958	3 277	3 465
Доля миноритариев	15	15	15	15
Долгосрочные обязательства	2 882	3 080	4 661	3 727
Долгосрочные кредиты и займы	2 002	2 200	3 781	2 847
Прочие долгосрочные обязательства	880	880	880	880
Краткосрочные обязательства	1 770	1 939	1 099	2 037
Краткосрочные кредиты и займы	610	878	1	936
Оборотные обязательства	803	704	741	744
Прочие краткосрочные обязательства	357	357	357	357
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>7 396</b>	<b>7 992</b>	<b>9 052</b>	<b>9 244</b>

Движение денежных средств, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционная деятельность	2 144	2 786	2 576	2 186
Чистая прибыль	1 016	2 384	2 120	1 620
Налоги и проценты	186	151	204	206
Корректировки	877	288	307	364
Изменение оборотного капитала	65	(38)	(55)	(4)
Инвестиционная деятельность	(1 338)	(1 341)	(1 292)	(894)
Приобретение внеоборотных активов	(1 256)	(1 350)	(1 300)	(900)
Прочее	(82)	9	8	6
Финансовая деятельность	(1 253)	(1 689)	(1 097)	(1 431)
Изменение долга	(10)	466	704	1
Выплата дивидендов	(1 228)	(2 156)	(1 801)	(1 432)
Прочее	(15)	0	0	0
Эффект курсовых разниц	(51)	0	0	0
Изменение денежных средств	(498)	(244)	186	(140)

## Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
6%	1 799	1 971	2 188	2 465	2 836
6,7%	1 569	1 698	1 854	2 046	2 292
8%	1 258	1 337	1 430	1 539	1 670
9%	1 089	1 147	1 213	1 289	1 379
10%	957	1 001	1 050	1 106	1 170

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	2,8%
Премия рынка за риск	6,1%
<b>Стоимость СК</b>	<b>7,5%</b>
Beta	0,78
<b>Стоимость долга</b>	<b>1,7%</b>
Доля СК	85%
Доля долга	15%

WACC	
	6,7%

Свободный денежный поток, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционный ден. поток	2 144	2 786	2 576	2 186
Кап. затраты	(1 256)	(1 350)	(1 300)	(900)
Прочее	(50)	0	0	0
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>838</b>	<b>1 436</b>	<b>1 276</b>	<b>1 286</b>

Оценка стоимости акций, млн долл.	
<b>DCF-модель</b>	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	5 276
Терминальная стоимость (+)	16 790
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>	<b>22 066</b>
Чистый долг (-)	2 029
Доля миноритарных акционеров (-)	15
Доля в зависимых компаниях (+)	116
<b>Справедливая стоимость акц. капитала</b>	<b>20 138</b>
Справедливая стоимость ГДР, долл.	24,4
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>1 854</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	2,5	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA	7,2	4,8	5,1	6,1
EV/EBIT	9,0	5,4	6,0	7,6
EV/FCF	20,7	12,1	13,6	13,5
P/E	15,2	6,5	7,3	9,5
P/B	5,6	5,2	4,7	4,4
<b>FCF Yield</b>	<b>5,4%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	42,5%	54,6%	51,7%	43,6%
Рентабельность EBIT	28,1%	40,2%	37,4%	29,2%
Рентабельность чистой прибыли	14,8%	30,1%	27,2%	20,7%
Рентабельность EBITDA	35,3%	45,9%	44,0%	36,6%
ROE	37,0%	80,2%	64,4%	46,6%
ROA	13,7%	29,8%	23,4%	17,5%
ROIC	28,8%	42,1%	32,9%	25,2%
EBIT/Interest expenses, x	14,3	19,9	13,8	10,8
Net Debt/EBITDA, x	0,8	0,8	1,0	1,2

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2020 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

**ДЕРЖАТЬ** — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

## Аналитический департамент

**Евгений Шиленков**  
Директор департамента  
[EShilenkov@veles-capital.ru](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

**Александр Цветков**  
Начальник управления фондовых операций  
[ATsvetkov@veles-capital.ru](mailto:ATsvetkov@veles-capital.ru)

**Алексей Никогосов**  
Старший трейдер  
[ANikogosov@veles-capital.ru](mailto:ANikogosov@veles-capital.ru)

**Владимир Наумов**  
Трейдер  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

**Роман Назаров**  
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций  
[RNazarov@veles-capital.ru](mailto:RNazarov@veles-capital.ru)

**Михаил Кантолинский**  
Старший сейлз-трейдер  
[Kantolinsky@veles-capital.ru](mailto:Kantolinsky@veles-capital.ru)

**Владимир Мартыненко**  
Старший сейлз-трейдер  
[VMartynenko@veles-capital.ru](mailto:VMartynenko@veles-capital.ru)

**Алексей Костиков**  
Сейлз Трейдер  
[AKostikov@veles-capital.ru](mailto:AKostikov@veles-capital.ru)

**Иван Манаенко**  
Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

**Артем Михайлин**  
Телекоммуникации и IT  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

**Василий Сучков**  
Металлургия, Глобальные рынки  
[VSuchkov@veles-capital.ru](mailto:VSuchkov@veles-capital.ru)

**Игорь Евсин**  
Нефтегазовый сектор, Транспорт,  
Девелопмент  
[IEvsin@veles-capital.ru](mailto:IEvsin@veles-capital.ru)

**Елена Кожухова**  
Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@veles-capital.ru)

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)