



24 июля 2023 г.

# Северсталь

Цель: 1 197 руб. / «Держать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов  
VDanilov@veles-capital.ru

## Лучший выбор в секторе

Акции российских сталелитейных компаний в последние месяцы продемонстрировали бурный рост на ожиданиях возобновления дивидендных выплат, восстановлении продаж и ослаблении рубля. Тем не менее ралли на фондовом рынке шло параллельно падению мировых цен на сталь, поэтому мы полагаем, что среднесрочные драйверы роста котировок уже исчерпаны. При этом в более долгосрочной перспективе бумаги отечественных сталеваров представляют высокий интерес, и лучшим выбором в секторе, на наш взгляд, является Северсталь. Обладая одной из самых низких себестоимостей сляба в мире, компания смогла полностью уйти с европейского рынка, сохранив продажи на докризисном уровне и обезопасив себя от возможного санкционного давления в будущем. На горизонте ближайших 12 месяцев мы считаем бумаги Северстали справедливо оцененными и устанавливаем целевую цену на уровне 1 197 руб. с рекомендацией «Держать». В то же время бумаги компании представляют высокий интерес для тех, кто готов ждать начала нового восходящего цикла на мировом рынке стали. Согласно нашим расчетам, годовой дивиденд Северстали после 2024 г. вполне может превысить 200 руб. на акцию, что принесет инвесторам крайне высокую доходность к текущим котировкам на уровне более 16%.

**Санкции.** В начале марта 2022 г. мажоритарный акционер Северстали Алексей Мордашов был включен в санкционные списки Евросоюза, в связи с чем компания полностью приостановила поставки стальной продукции в регион. По итогам 2021 г. на Европу пришлось 34% выручки Северстали, однако компания смогла успешно переориентировать продажи на внутренний рынок, страны СНГ и Азию. Также в апреле 2023 г. Северсталь продала свой последний европейский актив – дистрибьюторское подразделение в Латвии. Таким образом, компания полностью разорвала связи с рынком Евросоюза, что, на наш взгляд, дает Северстали повышенный иммунитет к санкционному давлению.

**Состояние отрасли.** На фоне замедления ведущих экономик мира под влиянием растущих процентных ставок спрос на стальную продукцию с середины 2022 г. начал снижаться (-3,2% по итогам 2022 г.), что в декабре 2022 г. привело к падению стоимости г/к проката FOB Черное море до 535 долл. за т. Далее, в первой половине 2023 г., произошел отскок до 760 долл. за т, однако затем спад продолжился. Сейчас цена г/к проката составляет 563 долл. за т, что выше уровня 2019-2020 гг., однако с учетом возросшей из-за инфляции себестоимости рентабельность отрасли все равно находится под давлением. Тем не менее World Steel Association ожидает рост потребления стали в мире на 2,3% в 2023 г. и на 1,7% в 2024 г. С учетом сильного сокращения мировой выплавки мы ожидаем улучшение ценовой конъюнктуры во второй половине 2023 г. и начале 2024 г., однако рост будет тормозиться высокими процентными ставками.

### Динамика акций сталелитейных компаний



### Информация об акциях компании

CHMF	1 197
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
1 262	-5,2%
Текущая цена, руб.	Потенциал
573 / 1 288	Держать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Операционные показатели, тыс. т	1К 2022	1К 2023	+/-
Производство стали	2 922	2 724	-6,8%
Продажи стальной продукции	2 726	2 767	1,5%
Доля продукции с ВДС	47,0%	42,9%	-4,1 п.п.
Продажи ЖРС	281	369	31,3%

### Стоимость г/к проката FOB Черное море (долл./т)



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



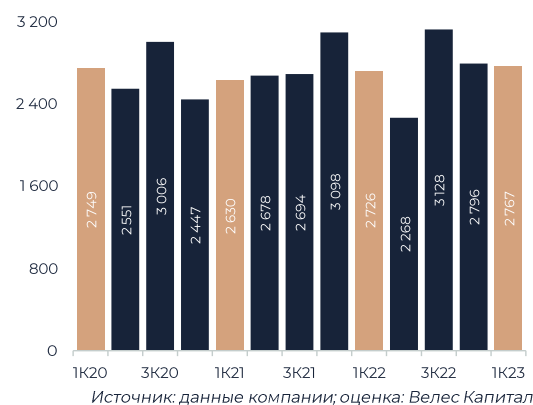
**Операционные показатели.** По итогам 1-го квартала 2023 г. продажи стальной продукции Северстали увеличились на 1,5% г/г, до 2 767 тыс. т. При этом стоит отметить, что уровень продаж оказался даже немного выше докризисного 2021 г. (2 630 тыс. т). В то же время доля продукции с высокой добавленной стоимостью в 1-м квартале 2023 г. упала до 42,9% против 46% в 2021 г., что является следствием ухода с высокомаржинального рынка Евросоюза. В целом можно сказать, что Северсталь успешно адаптировалась к новым условиям, полностью перенаправив европейские объемы стальной продукции на альтернативные направления.

**Налоги.** Одним из главных отраслевых рисков в последние годы является последовательное увеличение долговой нагрузки на компании сектора. Так, во 2-й половине 2021 г. Северсталь уплатила около 280 млн долл. экспортных пошлин, а с 2022 г. заработал новый механизм расчета НДС на железную руду и был введен акциз на жидкую сталь. Ставка НДС на руду составляет 4,8%, акциза на сталь – 2,7%. Нововведением стало то, что оба налога оказались привязаны не к себестоимости, а к рыночным бенчмаркам. При этом акциз обнуляется, если экспортная стоимость сляба опускается ниже 30 000 руб. за т (сейчас она составляет около 54 000 руб. за т). Также в конце 2023 г. компания заплатит около 100 млн долл. единовременного windfall tax. В случае соблюдения ряда определенных условий предусмотрена возможность возврата половины от уплаченной суммы windfall tax через налоговый вычет в 2024 г.

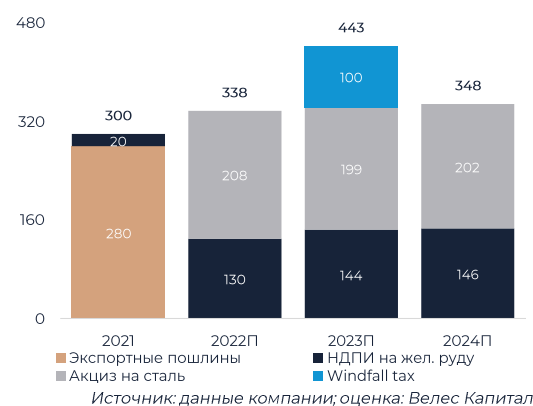
**Долговая нагрузка.** Несмотря на падение рентабельности EBITDA до 29,4% в 2022 г. против 51,4% в 2021 г., Северсталь, согласно нашим расчетам, по итогам прошедшего года сгенерировала положительный свободный денежный поток на уровне 1,9 млрд долл. В совокупности с длительным отсутствием дивидендных выплат это привело к уходу чистого долга в отрицательную зону. Мы оцениваем размер чистого долга Северстали на конец 2022 г. в -599 млн долл. По итогам 2023 г. мы ожидаем снижение FCFF до 1,2 млрд долл., что связано с более низкими ценами на сталь и оттоком средств в оборотный капитал в объеме 324 млн долл. Тем не менее чистый долг продолжит уменьшаться и на конец 2023 г. достигнет -906 млн долл. Отрицательная долговая нагрузка является аномальной для Северстали и может стать мощным аргументом за возобновление дивидендных выплат.

**Дивиденды.** В начале 2022 г. Северсталь отменила анонсированную ранее выплату за 4-й квартал 2021 г. и с этого момента не объявляла дивиденды уже 6 кварталов подряд. Однако в июне 2023 г. генеральный директор компании Александр Шевелев заявил, что «дивидендная передышка не будет длиться вечно». С учетом отрицательного чистого долга и положительного FCF в текущем году данную фразу можно проинтерпретировать, как намек на скорое возобновление дивидендных выплат. Мы полагаем, что компания не сразу вернется к старым практикам квартальных выплат, поэтому первые после длительной паузы дивиденды вполне могут быть полугодовыми. На наш взгляд, ближайшая полугодовая выплата может быть объявлена в августе 2023 г. Она объединит выплаты за 1-й и 2-й кварталы 2023 г. и составит 46 руб. на акцию (текущая доходность 3,6%). Невысокая доходность объясняется тем, что мировая сталелитейная отрасль сейчас находится в нижней точке нисходящего цикла, поэтому более значимую роль здесь играют дивиденды за 2024 г., когда цены на сталь возобновят рост. Согласно нашим расчетам, совокупный дивиденд по итогам 2024 г. составит 165 руб. на акцию, что обеспечит весьма привлекательную доходность в 12,6%.

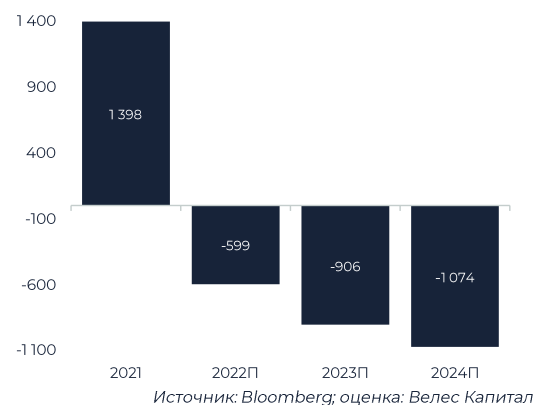
Продажи стальной продукции (тыс. т)



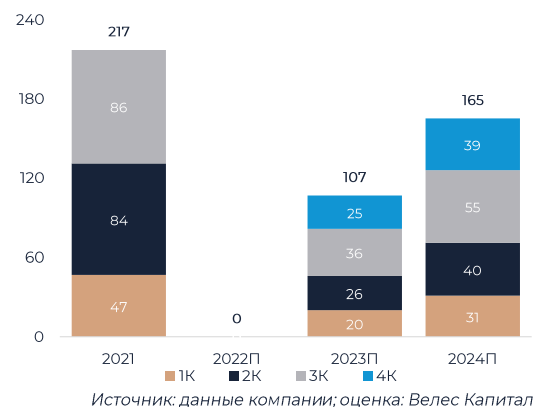
Новые налоги (млн долл.)



Чистый долг (млн долл.)



Дивидендные выплаты на акцию (руб.)





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

	Страна	Тикер	Рын. кап.	EV	Див. дох.		EV/Sales		EV/EBITDA		P/E		FCFF Yield		Net debt/EBITDA		EBITDA Margin		
					Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	Current	Forward 2Y	
<b>Медиана по отрасли</b>																			
Северсталь	Россия	CHMF RX	11 843	13 368	1,4%	3,0%	0,9x	0,6x	6,3x	5,5x	5,4x	9,0x	8,6%	9,0%	1,6x	0,8x	14,0%	12,4%	
<b>Российские металлургические и горнодобывающие компании</b>					0,0%	-	1,5x	-	4,4x	-	3,8x	-	19,4%	-	1,0x	-	42,5%	-	
Норникель	Россия	GMKN RX	26 353	37 630	0,0%	-	2,2x	-	4,4x	-	4,8x	-	-0,3%	-	1,1x	-	51,0%	-	
Полюс	Россия	PLZL RX	16 480	18 607	0,0%	-	3,8x	-	5,6x	-	7,3x	-	9,8%	-	0,6x	-	66,8%	-	
НЛМК	Россия	NLMK RX	12 902	15 772	0,0%	-	1,0x	-	2,2x	-	2,6x	-	25,2%	-	0,4x	-	44,8%	-	
Фосагро	Россия	PHOR RX	10 523	12 343	9,9%	-	1,5x	-	3,1x	-	3,8x	-	20,3%	-	0,6x	-	47,1%	-	
Акрон	Россия	AKRN RX	7 749	9 163	0,0%	-	4,0x	-	8,5x	-	9,9x	-	6,6%	-	1,0x	-	46,7%	-	
Русал	Россия	RUAL RX	7 157	13 332	0,0%	-	1,0x	-	7,3x	-	4,0x	-	19,4%	-	3,4x	-	13,0%	-	
АЛРОСА	Россия	ALRS RX	6 332	7 142	0,0%	-	1,6x	-	3,7x	-	5,1x	-	23,1%	-	0,4x	-	42,5%	-	
ММК	Россия	MAGN RX	6 299	5 915	0,0%	-	0,5x	-	1,4x	-	2,0x	-	25,8%	-	-0,1x	-	35,9%	-	
ВСМПО-Ависма	Россия	VSMO RX	6 277	6 875	0,0%	-	6,1x	-	15,6x	-	33,5x	-	7,1%	-	1,3x	-	39,2%	-	
En+	Россия	ENPG RX	3 608	18 858	0,0%	-	1,1x	-	6,9x	-	3,3x	-	-8,6%	-	3,7x	-	16,5%	-	
Полиметалл	Россия	POLY RX	3 044	5 568	0,0%	-	2,0x	-	48,4x	-	-10,6x	-	-19,3%	-	21,9x	-	4,1%	-	
Распадская	Россия	RASP RX	2 181	1 832	0,0%	-	0,6x	-	1,5x	-	2,8x	-	31,6%	-	-0,3x	-	44,2%	-	
Мечел	Россия	MTLR RX	858	4 769	0,0%	-	0,9x	-	3,0x	-	0,8x	-	76,5%	-	2,3x	-	28,9%	-	
<b>Сталелитейные компании из развивающихся стран</b>					2,1%	3,1%	0,7x	0,8x	7,2x	5,4x	7,4x	8,4x	1,4%	9,0%	2,6x	0,5x	10,3%	17,0%	
ArcelorMittal	Индия	MT NA	23 740	31 073	1,6%	1,9%	0,4x	0,5x	3,2x	4,0x	3,8x	6,1x	22,1%	9,3%	0,5x	0,5x	12,5%	11,2%	
JSW Steel	Индия	JSTL IN	23 527	31 013	0,4%	1,1%	1,5x	1,4x	13,4x	6,9x	45,6x	12,3x	1,2%	5,6%	3,2x	1,6x	11,3%	20,3%	
Baoshan Iron & Steel	Китай	600019 CH	17 833	29 374	4,9%	5,5%	0,6x	0,6x	6,2x	5,3x	11,9x	8,0x	8,5%	13,4%	1,8x	0,3x	8,9%	10,8%	
Tata Steel	Индия	TATA IN	17 549	26 073	3,1%	3,3%	0,9x	0,9x	6,5x	5,7x	16,1x	9,0x	1,4%	11,1%	2,1x	1,5x	13,4%	16,7%	
Inner Mongolia BaoTou	Китай	600010 CH	11 405	18 037	0,0%	0,0%	1,8x	-	22,3x	-	-101,5x	-	-0,3%	-	6,6x	-	8,0%	-	
Citic Pacific Special	Китай	000708 CH	11 114	16 227	4,4%	0,0%	1,1x	1,0x	9,0x	7,7x	11,5x	8,3x	11,5%	-	2,6x	-	12,2%	12,7%	
Gerdau	Бразилия	GGBR4 BZ	9 605	11 129	12,6%	5,9%	0,7x	0,8x	3,1x	4,4x	4,2x	7,5x	12,4%	13,0%	0,4x	0,2x	23,2%	17,6%	
Ternium	Аргентина	TX US	8 779	8 173	4,1%	5,6%	0,5x	0,6x	3,1x	3,4x	6,4x	8,8x	23,0%	9,0%	-1,0x	-1,4x	16,6%	17,3%	
Jindal Steel & Power	Индия	JSP IN	7 935	8 894	0,3%	0,6%	1,4x	1,2x	7,2x	5,4x	20,2x	9,3x	-1,0%	5,1%	0,7x	0,4x	18,8%	22,2%	
Ternium Argentina	Аргентина	TXAR AR	7 308	5 936	0,0%	0,0%	1,5x	-	5,4x	-	10,2x	-	13,3%	-	-1,3x	-	28,1%	-	
Ho Phat Group	Вьетнам	HPG VN	6 715	7 800	1,4%	1,8%	1,5x	1,3x	16,0x	7,2x	238,7x	12,7x	-5,9%	-0,8%	2,2x	1,7x	9,3%	18,5%	
Eregli Demir ve Celik	Турция	EREGL TI	5 184	6 111	0,0%	12,8%	0,9x	1,0x	5,7x	4,8x	7,4x	7,0x	-4,2%	8,2%	0,7x	0,1x	15,1%	20,7%	
Hunan Valin Steel	Китай	000932 CH	5 023	11 266	4,6%	5,7%	0,5x	0,5x	6,3x	5,5x	6,9x	4,8x	-7,1%	31,2%	2,7x	-	7,3%	8,5%	
Steel Authority of India	Индия	SAIL IN	4 613	8 294	3,5%	3,1%	0,6x	0,6x	8,3x	5,5x	17,0x	7,8x	-29,9%	20,3%	3,7x	1,7x	7,7%	11,6%	
<b>Сталелитейные компании из развитых стран</b>					3,5%	2,9%	0,6x	0,6x	4,6x	5,6x	5,8x	10,1x	7,8%	9,0%	0,9x	0,9x	14,0%	11,8%	
Nucor	США	NUE US	41 896	44 862	1,2%	1,2%	1,1x	1,4x	4,4x	8,1x	6,3x	13,9x	16,2%	4,9%	0,2x	0,4x	25,6%	17,2%	
POSCO	Южная Корея	005490 KS	31 914	42 932	1,4%	2,7%	0,7x	0,6x	8,0x	5,6x	19,3x	10,4x	1,1%	6,6%	1,2x	0,8x	8,5%	11,5%	
Nippon Steel	Япония	5401 JT	20 564	39 217	6,0%	5,2%	0,7x	0,6x	5,0x	5,6x	4,0x	6,4x	6,9%	13,4%	1,9x	2,1x	13,4%	11,5%	
Steel Dynamics	США	STLD US	17 978	18 689	1,4%	1,6%	0,9x	1,1x	3,9x	7,5x	5,3x	12,2x	18,9%	6,1%	0,2x	0,1x	22,4%	14,5%	
China Steel	Тайвань	2002 TT	14 859	22 810	10,6%	2,8%	1,6x	1,7x	17,9x	12,7x	71,8x	32,8x	-2,4%	-	5,3x	2,4x	9,1%	13,6%	
JFE Holdings	Япония	5411 JT	8 918	22 751	4,0%	5,0%	0,6x	0,6x	6,7x	6,0x	7,4x	6,1x	8,8%	10,5%	3,9x	3,1x	8,7%	10,0%	
SSAB	Швеция	SSABA SS	7 547	6 044	11,3%	4,4%	0,5x	0,6x	2,2x	4,6x	-5,9x	10,1x	16,1%	9,0%	-0,5x	-1,1x	22,4%	12,1%	
BlueScope Steel	Австралия	BSL AT	6 224	6 272	3,0%	2,5%	0,5x	0,5x	3,0x	4,7x	5,1x	10,0x	20,0%	11,3%	-0,2x	-0,6x	15,9%	11,3%	
voestalpine	Австрия	VOE AV	6 094	8 156	4,9%	3,9%	0,4x	0,5x	2,9x	4,2x	5,5x	9,2x	3,5%	7,8%	0,6x	0,9x	14,7%	11,0%	
Hyundai Steel	Южная Корея	004020 KS	3 566	10 642	3,0%	3,0%	0,5x	0,5x	4,9x	4,3x	6,1x	4,5x	3,9%	26,3%	3,0x	2,3x	10,7%	12,0%	

Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал



## Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Выручка, в т.ч.:	11 638	9 698	9 421	9 571
Стальная продукция	9 838	8 514	8 238	8 370
ЖРС	823	314	342	346
Прочая выручка	977	870	841	855
Операционные расходы	(6 247)	(7 316)	(6 731)	(6 646)
EBITDA	5 978	2 849	3 214	3 474
Амортизация и корректировки	(587)	(468)	(523)	(548)
EBIT	5 391	2 381	2 691	2 925
Прочие доходы/расходы	(364)	(142)	(126)	(123)
Прибыль до налогообложения	5 027	2 239	2 565	2 802
Налог на прибыль	(952)	(448)	(513)	(560)
Чистая прибыль	4 075	1 791	2 052	2 242
EPS, долл.	4,9	2,1	2,4	2,7

Баланс, млн долл.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Долгосрочные активы	5 479	5 811	6 388	6 940
Основные средства	4 956	5 288	5 865	6 417
Прочие внеоборотные активы	523	523	523	523
Краткосрочные активы	3 189	4 865	5 454	5 610
Оборотные активы	2 010	1 607	1 888	1 901
Денежные средства	418	2 498	2 805	2 948
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	761	761	761	761
<b>Итого активы</b>	<b>8 668</b>	<b>10 676</b>	<b>11 842</b>	<b>12 549</b>
Средства акционеров	4 209	6 000	7 208	7 958
Акционерный капитал	4 193	5 984	7 192	7 942
Доля миноритариев	16	16	16	16
Долгосрочные обязательства	1 838	2 601	1 667	2 577
Долгосрочные кредиты и займы	1 135	1 898	964	1 874
Прочие долгосрочные обязательства	703	703	703	703
Краткосрочные обязательства	2 621	2 076	2 967	2 015
Краткосрочные кредиты и займы	681	1	935	0
Оборотные обязательства	1 010	1 145	1 102	1 085
Прочие краткосрочные обязательства	930	930	930	930
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>8 668</b>	<b>10 676</b>	<b>11 842</b>	<b>12 549</b>

Движение денежных средств, млн долл.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Операционная деятельность	4 676	2 768	2 205	2 712
Чистая прибыль	4 075	1 791	2 052	2 242
Налоги и проценты	198	86	71	67
Корректировки	592	353	407	433
Изменение оборотного капитала	(189)	538	(324)	(30)
Инвестиционная деятельность	(1 145)	(771)	(1 054)	(1 052)
Приобретение внеоборотных активов	(1 068)	(1 000)	(1 100)	(1 100)
Прочее	(77)	229	46	48
Финансовая деятельность	(3 680)	83	(844)	(1 517)
Изменение долга	(737)	83	(0)	(25)
Выплата дивидендов	(2 912)	0	(844)	(1 492)
Прочее	(31)	0	0	0
Эффект курсовых разниц	(16)	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>(165)</b>	<b>2 080</b>	<b>307</b>	<b>143</b>

### Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
18%	1 330	1 360	1 392	1 427	1 464
19%	1 234	1 260	1 288	1 317	1 349
20,0%	1 150	1 173	1 197	1 222	1 249
21%	1 073	1 093	1 114	1 136	1 159
22%	1 005	1 022	1 041	1 060	1 080

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	11,1%
Премия рынка за риск	11,8%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
<b>Стоимость СК</b>	<b>22,0%</b>
Beta	0,93
<b>Стоимость долга</b>	<b>7,4%</b>
Доля СК	86%
Доля долга	14%

WACC	
	20,0%

Свободный денежный поток, млн долл.	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Операционный ден. поток	4 676	2 768	2 205	2 712
Кап. затраты	(1 068)	(1 000)	(1 100)	(1 100)
Проценты уплаченные	(145)	(115)	(117)	(115)
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>3 724</b>	<b>1 860</b>	<b>1 199</b>	<b>1 704</b>

Оценка стоимости акций, млн долл.	
<b>DCF-модель</b>	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	479 575
Терминальная стоимость (+)	631 737
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>	<b>1 111 312</b>
Чистый долг (-)	119 235
Доля миноритарных акционеров (-)	1 365
Доля в зависимых компаниях (+)	12 111
<b>Справедливая стоимость акц. капитала</b>	<b>1 002 823</b>
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>1 197</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EV/Sales	1,1	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	2,1	4,5	3,9	3,7
EV/EBIT	2,4	5,3	4,7	4,3
EV/FCF	3,4	6,8	10,6	7,4
P/E	2,8	6,4	5,6	5,1
P/B	2,7	1,9	1,6	1,4
<b>FCFF Yield</b>	<b>32,6%</b>	<b>16,3%</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,9%</b>

Коэффициенты	2021	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Рентабельность валовой прибыли	57,7%	36,3%	40,3%	42,4%
Рентабельность EBIT	46,3%	24,6%	28,6%	30,6%
Рентабельность чистой прибыли	35,0%	18,5%	21,8%	23,4%
<b>Рентабельность EBITDA</b>	<b>51,4%</b>	<b>29,4%</b>	<b>34,1%</b>	<b>36,3%</b>
ROE	96,8%	29,9%	28,5%	28,2%
ROA	47,0%	16,8%	17,3%	17,9%
ROIC	71,6%	24,1%	23,6%	23,8%
EBIT/Interest expenses, x	38,8	20,8	23,0	25,4
Net Debt/EBITDA, x	0,2	-0,2	-0,3	-0,3

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 2022 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

### Екатерина Писаренко

Зам. генерального директора - директор департамента  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

### Юлия Дубинина

Заместитель начальника управления  
[YDubinina@veles-capital.ru](mailto:YDubinina@veles-capital.ru)

### Артур Навроцкий

Начальник управления доверительных операций  
[ANavrotsky@veles-capital.ru](mailto:ANavrotsky@veles-capital.ru)

### Тарас Ковальчук

Заместитель начальника отдела по работе с еврооблигациями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

### Владимир Наумов

Старший трейдер Управление операций на рынке акций  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

### Илья Фомичев

Специалист Отдела диллерских операций  
[IFomichev@veles-capital.ru](mailto:IFomichev@veles-capital.ru)

### Сергей Юньков

Старший специалист Управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[SYunkov@veles-capital.ru](mailto:SYunkov@veles-capital.ru)

### Оксана Степанова

Заместитель начальника управления  
[OStepanova@veles-capital.ru](mailto:OStepanova@veles-capital.ru)

### Игорь Суптеля

Ведущий трейдер  
[ISuptelya@veles-capital.ru](mailto:ISuptelya@veles-capital.ru)

### Олег Вязовецков

Ведущий специалист  
[OVyazovetskov@veles-capital.ru](mailto:OVyazovetskov@veles-capital.ru)

### Наталья Котлова

Ведущий специалист  
[VKotkova@veles-capital.ru](mailto:VKotkova@veles-capital.ru)

### Екатерина Кокина

Ведущий специалист  
[EKokina@veles-capital.ru](mailto:EKokina@veles-capital.ru)

## Аналитический департамент

### 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, IT, Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

### Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[VDanilov@veles-capital.ru](mailto:VDanilov@veles-capital.ru)

### Елена Кожухова

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

### Сергей Жителев

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[SZhitelev@veles-capital.ru](mailto:SZhitelev@veles-capital.ru)

### Эльза Газизова

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[EGazizova@veles-capital.ru](mailto:EGazizova@veles-capital.ru)