



12 августа 2021 г.

# Евраз

Цель: 549 GBX / «Держать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Сучков  
VSuchkov@veles-capital.ru

## Отставание усиливается

Динамика акций Евраза значительно превзошла результаты НЛМК, Северстали и ММК, что, на наш взгляд, не подкреплено фундаментальными факторами. Темпы роста финансовых показателей в 1-м полугодии 2021 г. оказались худшими среди российских публичных металлургов. Евраз потерял лидерство по объему выручки, уступив позиции НЛМК вследствие отсутствия значимых проектов по наращиванию выплавки стали, и в ближайшие годы мы не ожидаем изменения ситуации. Опережающий рост котировок Евраза во многом объясняется скупкой с рынка крупного пакета Максимом Воробьевым, который стал пятым значимым акционером компании, аккумулировав почти 10% free-float. Достаточно высокая по сравнению с [аналогами](#) долговая нагрузка препятствует сохранению дивидендных выплат на высоком уровне в период грядущей коррекции цен на сталь. Мы незначительно повышаем целевую цену для бумаг Евраза до 549 пенсов и сохраняем рекомендацию «Держать». В то же время высокие цены на сталь, лучшая среди аналогов ожидаемая дивидендная доходность, выделение угольных активов и улучшение ESG-профиля будут сдерживать сильное падение котировок компании.

**Финансовые показатели.** В 1-м полугодии 2021 г. [результаты](#) Евраза продемонстрировали позитивную динамику, которая, однако, оказалась самой слабой среди российских сталеваров на фоне спада продаж и более медленного роста цен реализации. Компания нарастила выручку на 24% г/г, EBITDA – почти в 2 раза, FCFF – в 2,7 раз. В 2022 г. мы закладываем 10%-ю коррекцию средних цен реализации, что приведет к снижению выручки на 5% и EBITDA на 21%. Дополнительный вклад в сжатие консолидированных финансовых результатов внесет выделение угольных активов, ожидающееся до конца 2021 г.

**Состояние отрасли.** Мировые цены на сталь, достигшие пика в мае 2021 г., на данный момент скорректировались на 10-15%. Стоимость сляба FOB Черное море опустилась с 955 до 820 долл./т, г/к проката – с 1115 до 920 долл./т, х/к проката – с 1250 до 1105 долл./т. Пост-пандемийное восстановление мировой экономики постепенно замедляется на фоне наращивания предложения стали, в июне приблизившегося к 2 млрд т в годовом выражении. При текущей ценовой конъюнктуре сталеплавильные мощности, являвшиеся ранее убыточными, начинают вводиться в строй. Так, ММК [возобновил](#) производство г/к проката в Турции после почти 10 лет простоя. В то же время коксующийся уголь начал запоздалый рост вслед за ценами на сталь. В июле стоимость металлургического угля за пределами Китая превысила 200 долл./т, что, однако, не является пределом. В 2017-2018 гг., когда сталь стоила на 20-25% дешевле текущих уровней, цены на уголь достигали 300 долл./т. Высокая стоимость сырьевой корзины будет оказывать давление на рентабельность металлургов во второй половине 2021 г., поэтому, на наш взгляд, финансовые результаты 2-го квартала станут пиковыми в текущей фазе цикла.

### Динамика акций сталелитейных компаний

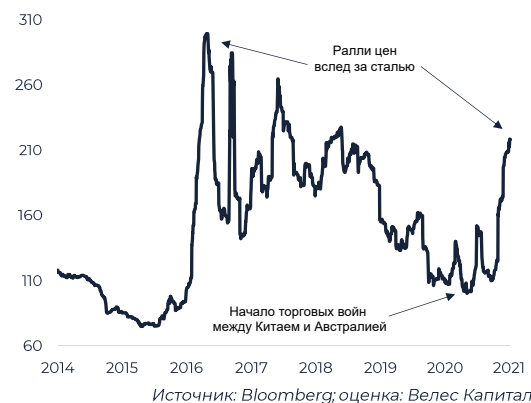


### Информация об акциях компании

<b>EVR LN</b>	<b>549</b>
Тикер на LSE	Справедливая цена
<b>608</b>	<b>-10%</b>
Текущая цена, GBX	Потенциал
<b>310/698</b>	<b>Держать</b>
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн долл.	1П 2020	1П 2021	+/-
Выручка	4 983	6 178	24,0%
ЕБИТДА	1 073	2 082	94,0%
Рентабельность ЕБИТДА	20,4%	29,4%	+9,0 п.п.
Чистая прибыль	513	1 212	136%
Рентабельность чистой прибыли	5,0%	14,2%	+9,2 п.п.
Свободный денежный поток	315	836	165,4%

### Цена коксующегося угля FOB Австралия (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



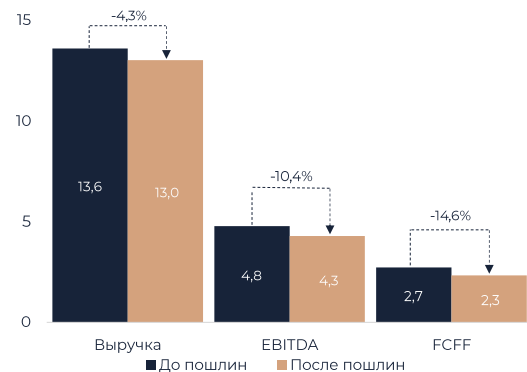
**Экспортные пошлины.** В конце июня российские власти объявили о введении временных [экспортных пошлин](#) практически на все виды стальной продукции с 1 августа до конца 2021 г. В 2022 г. планируется заменить пошлины на более гибкий механизм [НДПИ](#), привязанный к [ценовой конъюнктуре](#). Согласно нашим расчетам, в 2021 г. Евраз потеряет 577 млн долл., из которых 313 млн долл. придется непосредственно на пошлины, а оставшиеся 265 млн долл. – на 10%-е снижение внутренних цен. Изъятие части прибыли будет стоить компании 4,3% выручки, 10,4% EBITDA и 14,6% FCFF. Мы отмечаем, что данные потери несут разовый характер, а новый и более щадящий механизм НДПИ будет позитивно воспринят рынком. Несмотря на достаточно значимое снижение ожидаемого FCFF, акции Евраз по-прежнему обеспечивают инвесторам привлекательную дивидендную доходность.

**Угольные активы.** Компания планирует завершить выделение [угольных активов](#) до конца 2021 г. путем распределения акций Распадской между текущими акционерами Евраз. Угольный дивизион способен генерировать более 1 млрд долл. EBITDA при ценах на уголь выше 200 долл./т. На этом фоне получение доли в третьей по объему мировой добычи металлургического угля компании выгодно акционерам Евраз. С другой стороны, в благоприятные для угольного рынка годы вклад угольного дивизиона в консолидированную выручку Евраз достигал 13%, в EBITDA – 50%. Вывод Распадской за контуры Евраз приведет к сжатию показателей и ослаблению вертикальной интеграции, что в периоды высоких цен на сырье будет оказывать давление на рентабельность. На наш взгляд, выделение угольных активов уже заложено в котировки Евраз.

**Отставание.** По итогам 1-го полугодия 2021 г. Евраз впервые в истории уступил НЛМК лидерство по выручке в годовом выражении. По показателям EBITDA и FCFF компания опустилась на 3-е место и почти сравнялась с ММК, традиционно являющимся самым маленьким российским публичным металлургом. В 2022 г. расклад сил сохранится: Евраз получит 12,4 млрд долл. выручки против 13,5 млрд долл. у НЛМК. Также разрыв усилит выделение угольных активов, которое приведет к падению консолидированных результатов. Главной причиной отставания Евраз стали более скромная инвестиционная программа и отсутствие значимых проектов по наращиванию выплавки стали.

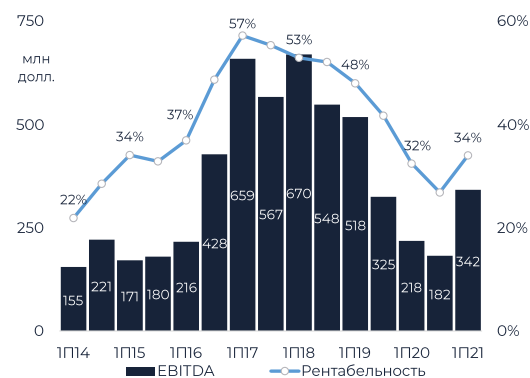
**Дивиденды.** Евраз объявил промежуточный дивиденд по итогам 1-го полугодия 2021 г. в размере 0,55 долл. на акцию (доходность 6,2%), что эквивалентно 100% FCFF. В отличие от коллег по цеху Евраз не имеет строго прописанной дивидендной политики и выплачивает акционерам минимум 300 млн долл. плюс некоторый бонус в зависимости от результатов. На практике коэффициент выплат колеблется между 70% и 90% FCFF в зависимости от состояния рынка стали. По итогам 2021 г. мы закладываем выплату 90% FCFF, что обеспечит дивиденд на уровне 1,43 долл. на акцию (с учетом [промежуточного дивиденда](#) в размере 0,2 долл. на акцию, объявленного в апреле и де-факто являющегося выплатой за 1-й квартал 2021 г.). Таким образом, финальный дивиденд за 2021 г. может составить 0,68 долл. на акцию. На данный момент Евраз является лидером по ожидаемой доходности за 2021 г.: 16,5% против 15,1% у Северстали и 14,8% у ММК и НЛМК. Мы отмечаем, что Евраз ограничен в дивидендных возможностях и не может выплачивать более 100% FCFF по примеру других металлургов вследствие более высокой долговой нагрузки. В 2022 г. в связи с ожидаемой коррекцией цен на сталь Евраз, вероятнее всего, вернется к распределению 70% FCFF, что вызовет падение годового дивиденда в 2 раза, до 0,77 долл. на акцию.

Влияние экспортных пошлин на финансовые показатели в 2021 г. (млрд долл.)



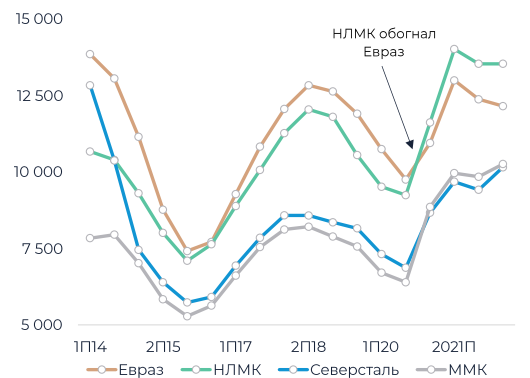
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

EBITDA (млн долл.) и рентабельность угольного сегмента Евраз



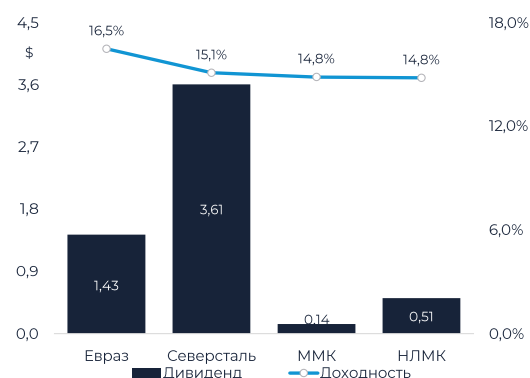
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика выручки металлургов в годовом выражении (млн долл.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Ожидаемый дивиденд (долл. на акцию) и доходность российских металлургов за 2021 г.



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
<b>Среднее по отрасли</b>																
Евраз	Россия	EVR LN	12 783	16 128	5,6%	1,1x	6,7x	1,6x	9,8x	11,2x	10 949	2 980	16,0%	1 540	1 812	3 192
<b>Российские сталелитейные компании</b>																
НЛМК	Россия	NLMK RX	20 696	22 677	10,2%	2,0x	4,8x	0,4x	6,9x	11,6x	11 620	4 687	40,3%	3 004	1 784	1 962
Северсталь	Россия	CHMF RX	20 014	21 564	7,7%	2,5x	5,2x	0,4x	8,3x	9,6x	8 668	4 124	47,6%	2 412	2 095	1 534
ММК	Россия	MAGN RX	10 350	10 363	8,4%	1,2x	3,5x	0,0x	5,4x	9,1x	8 857	2 952	33,3%	1 922	1 138	-7
Мечел	Россия	MTLR RX	454	4 880	0,0%	1,3x	9,0x	7,8x	0,7x	3,6x	3 686	543	14,7%	615	127	4 228
<b>Сталелитейные компании из развивающихся стран</b>																
ArcelorMittal	Индия	MT US	39 646	46 850	0,8%	0,7x	3,8x	0,4x	5,5x	9,6x	62 986	12 460	19,8%	7 236	4 119	5 044
Baoshan Iron & Steel	Китай	600019 CH	27 637	36 683	3,7%	0,8x	7,5x	1,3x	11,3x	21,0x	45 520	4 864	10,7%	2 437	1 318	6 518
JSW Steel	Индия	JSTL IN	24 374	31 065	0,9%	2,4x	7,9x	1,7x	12,5x	31,1x	12 893	3 944	30,6%	1 950	784	6 776
Tata Steel	Индия	TTST LI	22 701	32 719	1,8%	1,6x	8,0x	2,3x	22,5x	5,4x	19 945	4 077	20,4%	1 011	4 169	9 571
Inner Mongolia BaoTou	Китай	600010 CH	18 835	25 669	0,0%	2,7x	25,5x	5,4x	87,1x	33,9x	9 389	1 007	10,7%	216	555	5 467
Citi Pacific Special Steel	Китай	000708 CH	19 710	21 954	2,8%	1,9x	13,7x	1,4x	20,0x	46,1x	11 801	1 604	13,6%	984	427	2 239
Companhia Siderurgica Nacional	Бразилия	SID US	11 711	14 321	4,4%	1,7x	3,5x	0,5x	4,2x	4,6x	8 519	4 061	47,7%	2 792	2 564	1 935
Gerdau	Бразилия	GGB US	9 871	12 114	2,5%	1,1x	4,3x	0,8x	6,5x	10,0x	11 402	2 816	24,7%	1 525	984	2 198
Ternium	Аргентина	TX US	11 192	13 058	3,8%	1,1x	3,6x	0,1x	4,7x	8,7x	11 887	3 662	30,8%	2 371	1 288	467
Shanxi Taigang Stainless	Китай	000825 CH	8 264	10 439	1,6%	1,0x	13,0x	2,6x	16,2x	6,8x	10 801	805	7,5%	510	1 216	2 094
Hoа Phat Group	Вьетнам	HPG VN	9 569	10 907	0,8%	2,2x	9,5x	1,2x	8,8x	70,4x	5 053	1 143	22,6%	1 087	136	1 332
Hunan Valin Steel	Китай	000932 CH	8 233	13 682	2,7%	0,7x	7,9x	2,7x	7,6x	14,5x	19 430	1 740	9,0%	1 081	566	4 713
Eregli Demir ve Celik Fabrik	Турция	EREGL TI	8 039	8 102	9,3%	1,4x	4,5x	-0,1x	7,5x	9,7x	5 601	1 807	32,3%	1 072	833	-109
Steel Authority of India	Индия	SAIL IN	7 481	12 234	0,7%	1,3x	7,1x	2,8x	13,5x	3,3x	9 311	1 716	18,4%	553	2 283	4 754
Beijing Shougang	Китай	000959 CH	7 328	17 817	0,0%	1,3x	11,3x	5,7x	18,9x	7,1x	13 601	1 580	11,6%	389	1 027	8 929
Angang Steel	Китай	000898 CH	6 837	8 671	1,8%	0,5x	8,6x	1,7x	14,4x	4,2x	16 610	1 004	6,0%	474	1 643	1 757
Jindal Steel & Power	Индия	JSP IN	5 787	7 634	0,0%	1,3x	3,4x	0,9x	12,0x	4,8x	5 700	2 277	39,9%	483	1 203	1 967
Maanshan Iron & Steel	Китай	323 HK	5 383	9 706	4,2%	0,7x	11,1x	4,2x	11,7x	97,2x	13 190	878	6,7%	460	55	3 658
Hesteel Group	Китай	000709 CH	4 420	22 530	3,7%	1,3x	11,2x	7,8x	15,3x	-2,2x	17 299	2 019	11,7%	288	-2 009	15 797
Ternium Argentina	Аргентина	TXAR AR	4 027	3 563	0,0%	1,3x	4,7x	-0,6x	4,5x	8,9x	2 726	765	28,1%	901	453	-465
Shandong Iron and Steel	Китай	600022 CH	3 358	6 536	2,0%	0,5x	8,3x	2,1x	17,3x	2,9x	13 975	789	5,6%	194	1 150	1 640
Metalurgica Gerdau	Бразилия	GOAU4 BZ	2 911	9 672	3,1%	0,8x	3,4x	0,7x	5,7x	4,2x	11 402	2 813	24,7%	515	685	1 888
Hangzhou Iron & Steel	Китай	600126 CH	2 629	1 920	4,0%	0,4x	5,7x	-2,4x	13,2x	41,2x	5 466	337	6,2%	199	64	-807
<b>Сталелитейные компании из развитых стран</b>																
Nucor	США	NUE US	35 340	38 063	1,4%	1,5x	7,7x	0,5x	11,6x	17,9x	25 994	4 946	19,0%	3 042	1 979	2 267
POSCO	Южная Корея	PKX US	26 044	33 868	2,7%	0,6x	5,7x	0,7x	7,7x	6,4x	56 303	5 935	10,5%	3 394	4 069	4 318
China Steel	Тайвань	2002 TT	20 937	28 296	1,3%	2,1x	11,2x	2,4x	20,4x	11,4x	13 250	2 523	19,0%	1 028	1 840	6 158
Nippon Steel	Япония	NPSCY US	18 360	40 880	0,5%	0,8x	8,8x	4,1x	11,4x	60,9x	48 849	4 670	9,6%	1 613	302	19 086
Steel Dynamics	США	STLD US	13 939	15 945	1,5%	1,2x	6,9x	0,9x	9,8x	-117,4x	12 942	2 305	17,8%	1 421	-119	1 996
BlueScope Steel	Австралия	BSL AT	8 936	9 079	0,6%	1,2x	12,6x	-0,3x	53,7x	23,2x	7 781	719	9,2%	167	385	-235
Voestalpine	Австрия	VLPNY US	8 218	11 493	1,3%	0,8x	6,4x	1,8x	18,9x	5,1x	14 744	1 782	12,1%	436	1 620	3 126
JFE Holdings	Япония	5411 JT	8 359	24 131	0,7%	0,8x	11,4x	7,1x	-40,5x	-14,6x	30 443	2 115	6,9%	-206	-574	15 041
Hyundai Steel	Южная Корея	004020 KS	5 910	16 091	1,0%	0,9x	9,4x	5,7x	27,8x	5,6x	17 443	1 721	9,9%	213	1 063	9 864
SSAB	Швеция	SSABA SS	5 526	6 261	0,0%	0,7x	5,9x	0,7x	10,9x	6,5x	8 732	1 064	12,2%	505	855	728

Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



# Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Выручка, в т.ч.:</b>	9 754	13 575	12 378	12 155
Стальная продукция	7 654	10 599	9 472	9 311
Угольная продукция	929	1 377	1 435	1 400
Прочая выручка	1 171	1 599	1 471	1 444
Операционные расходы	(8 537)	(10 777)	(9 598)	(9 941)
<b>EBITDA</b>	2 212	4 275	3 398	2 881
Амортизация и корректировки	(995)	(1 476)	(618)	(667)
<b>EBIT</b>	1 217	2 799	2 780	2 214
Прочие доходы/расходы	78	599	(274)	(263)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	1 295	3 398	2 506	1 951
Налог на прибыль	(437)	(772)	(501)	(390)
<b>Чистая прибыль</b>	858	2 626	2 005	1 561
EPS, долл.	0,58	1,79	1,37	1,07

Баланс, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Долгосрочные активы</b>	5 304	5 746	6 129	6 462
Основные средства	4 314	4 742	5 125	5 458
Прочие внеоборотные активы	990	1 004	1 004	1 004
<b>Краткосрочные активы</b>	3 406	4 122	4 192	4 227
Оборотные активы	1 731	1 976	1 976	1 976
Денежные средства	1 627	2 100	2 170	2 205
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	48	46	46	46
<b>Итого активы</b>	8 710	9 868	10 321	10 689
<b>Средства акционеров</b>	920	2 197	2 763	3 303
Акционерный капитал	791	2 043	2 609	3 149
Доля миноритариев	129	154	154	154
<b>Долгосрочные обязательства</b>	4 683	4 864	4 457	3 649
Долгосрочные кредиты и займы	3 759	3 964	3 557	2 749
Прочие долгосрочные обязательства	924	900	900	900
<b>Краткосрочные обязательства</b>	3 107	2 807	3 101	3 738
Краткосрочные кредиты и займы	1 078	570	864	1 501
Оборотные обязательства	1 785	2 053	2 053	2 053
Прочие краткосрочные обязательства	244	184	184	184
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	8 710	9 868	10 321	10 689

Движение денежных средств, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
<b>Операционная деятельность</b>	1 928	3 584	2 896	2 491
Чистая прибыль	858	2 626	2 005	1 561
Налоги и проценты	322	262	274	263
Корректировки	413	616	618	667
Изменение оборотного капитала	335	81	0	0
<b>Инвестиционная деятельность</b>	(624)	(965)	(991)	(991)
Приобретение внеоборотных активов	(647)	(1 000)	(1 000)	(1 000)
Прочее	23	35	9	9
<b>Финансовая деятельность</b>	(1 107)	(2 140)	(1 835)	(1 464)
Изменение долга	(86)	(403)	(113)	(171)
Выплата дивидендов	(872)	(1 383)	(1 439)	(1 021)
Прочее	(149)	(354)	(283)	(272)
Эффект курсовых разниц	7	(6)	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	204	473	70	36

WACC	
Безрисковая ставка	2,3%
Премия рынка за риск	5,6%
<b>Стоимость СК</b>	<b>7,6%</b>
Beta	0,97
<b>Стоимость долга</b>	<b>1,3%</b>
Доля СК	74%
Доля долга	26%
<b>WACC</b>	<b>6,0%</b>

Свободный денежный поток, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционный ден. поток	1 928	3 584	2 896	2 491
Капитальные затраты	(647)	(1 000)	(1 000)	(1 000)
Проценты уплаченные	(302)	(269)	(283)	(272)
Прочее	90	8	0	0
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>1 020</b>	<b>2 323</b>	<b>1 614</b>	<b>1 219</b>

Оценка стоимости акций, млн долл.	
<b>DCF-модель</b>	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	5 018
Терминальная стоимость (+)	9 792
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>	<b>14 810</b>
Чистый долг (-)	3 261
Доля миноритарных акционеров (-)	154
Доля в зависимых компаниях (+)	91
<b>Справедливая стоимость акц. капитала</b>	<b>11 486</b>
Справедливая стоимость акции, долл.	7,6
<b>Справедливая стоимость акции, GBX</b>	<b>549</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	1,7	1,3	1,3	1,4
EV/EBITDA	7,5	3,9	4,9	5,7
EV/EBIT	13,6	5,9	5,9	7,5
EV/FCF	16,2	7,1	10,2	13,6
P/E	15,4	5,0	6,6	8,5
P/B	14,4	6,0	4,8	4,0
FCF Yield	7,7%	17,6%	12,2%	9,2%

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	31,2%	41,7%	36,6%	32,3%
Рентабельность EBIT	17,1%	28,1%	22,5%	18,2%
Рентабельность чистой прибыли	8,8%	20,2%	16,2%	12,8%
<b>Рентабельность EBITDA</b>	<b>22,7%</b>	<b>32,9%</b>	<b>27,4%</b>	<b>23,7%</b>
ROE	93,3%	119,5%	72,6%	47,3%
ROA	9,9%	26,6%	19,4%	14,6%
ROIC	16,9%	33,3%	31,0%	23,5%
EBIT/Interest expenses, x	3,7	10,4	9,8	8,1
Net debt/EBITDA, x	1,5	0,6	0,7	0,7

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
4%	769	908	1 118	1 466	2 164
5%	570	642	738	872	1 074
<b>6,0%</b>	<b>451</b>	<b>494</b>	<b>549</b>	<b>618</b>	<b>711</b>
7%	370	398	432	473	525
8%	311	331	354	381	414

Источник: 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)

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

**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)