



28 апреля 2021 г.

# НЛМК

Цель: 320 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Сучков  
VSuchkov@veles-capital.ru

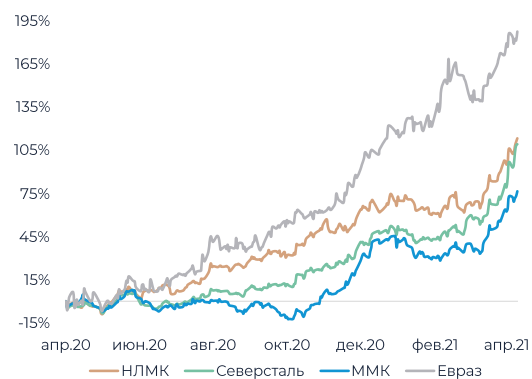
## Есть куда расти

Несмотря на мощный рост, акции компании по-прежнему обладают инвестиционным потенциалом, а ситуация вокруг обвинений ФАС создает выгодный момент для покупки. НЛМК традиционно является самым дорогим по мультипликатору EV/EBITDA российским металлургом, что обусловлено высокой долей экспортных продаж, прочными позициями на рынках Америки и Европы, а также 100%-й интеграцией в железорудное сырье. По итогам 2021 г. совокупный дивиденд НЛМК может превысить 30 руб. на акцию, что обеспечит форвардную доходность выше 10%. Цены на сталь закрепились на многолетних максимумах, а продолжение роста цен реализации обеспечит ударные результаты по итогам 2-го квартала 2021 г. Мы устанавливаем целевую цену для акций НЛМК на уровне 320 руб. (42,6 долл. за ГДР), что соответствует рекомендации «Покупать».

**Финансовые показатели.** Ралли мировых цен на сталь позволило НЛМК нарастить показатели. В 1-м квартале 2021 г. выручка компании увеличилась на 17% г/г благодаря росту цен реализации и доли продукции с высокой добавленной стоимостью. EBITDA удвоилась, а рентабельность превысила 30%. Свободный денежный поток возрос лишь на 37% г/г в результате оттока средств в оборотный капитал. Во 2-м квартале 2021 г. компания прогнозирует дальнейший рост цен реализации, что окажет позитивное влияние на финансовые результаты. По итогам 2021 г. мы ожидаем рост выручки на 38%, EBITDA – на 76%, FCFF – в 2 раза под влиянием благоприятной ценовой конъюнктуры и низкой себестоимости сляба.

**Состояние отрасли.** Мировые цены на сталь и железную руду продолжают расти. Стоимость стальной заготовки превысила 600 долл. за т, железной руды – 180 долл. за т. Ралли мировых цен на сталь стимулируют сильный спрос со стороны конечных потребителей, низкий уровень запасов в отрасли и заявления Китая о намерении **сократить** выплавку в 2021 г. Во 2-м и 3-м кварталах 2021 г. НЛМК ожидает продолжение ценового роста: в США – в связи с запланированными ремонтными работами на местных предприятиях, в Европе – в результате восстановления ключевых отраслей-потребителей, в России – благодаря началу строительного сезона. Цены на металлургический уголь остаются низкими на уровне 110 долл. за т под влиянием ограничений австралийского экспорта в Китай. Текущая ситуация максимально выгодна НЛМК: высокая интеграция в железную руду защищает компанию от взлета цен на ЖРС, а торговые войны между Китаем и Австралией позволяют закупать коксующийся уголь по низким ценам.

### Динамика акций сталелитейных компаний



Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал

### Информация об акциях компании

|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| <b>NLMK</b>              | <b>320</b>        |
| Тикер на МосБирже        | Справедливая цена |
| <b>271</b>               | <b>+18%</b>       |
| Текущая цена, руб.       | Потенциал         |
| <b>117/279</b>           | <b>Покупать</b>   |
| Мин./макс. цена, 12 мес. | Рекомендация      |

| Финансовые показатели, млн. долл. | 1К 2020 | 1К 2021 | +/-       |
|-----------------------------------|---------|---------|-----------|
| Выручка                           | 2 457   | 2 867   | 16,7%     |
| ЕБИТДА                            | 594     | 1 166   | 96,3%     |
| Рентабельность EBITDA             | 24,3%   | 33,3%   | +9,0 п.п. |
| Чистая прибыль                    | 289     | 778     | 169,2%    |
| Рентабельность чистой прибыли     | 12,3%   | 17,9%   | +5,6 п.п. |
| Свободный денежный поток          | 331     | 452     | 36,6%     |

### 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



**MSCI.** В декабре 2020 г. мажоритарный акционер НЛМК Владимир Лисин [продал](#) 2,1% акций компании, в результате чего доля бумаг в свободном обращении выросла с 18,6% до 20,7%, а FIF – с 0,2 до 0,25. Изменения в структуре уставного капитала НЛМК будут учтены индексным комитетом в мае 2021 г. Мы ожидаем, что вес компании в индексе MSCI Russia увеличится с 1,4% до 2%. Однако данное событие уже учтено рынком и не будет оказывать значимого влияния на котировки.

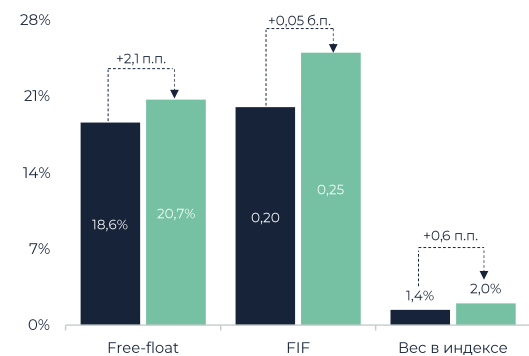
**ФАС.** Ведомство обвинило российских металлургов в [монопольном сговоре](#) с целью поддержания завышенных цен. Компании с обвинениями [не согласились](#). ФАС намеревается привлечь металлургов к ответственности по ст. 14.31 КоАП РФ, которая подразумевает штраф в размере от 1% до 15% выручки, полученной от реализации горячекатаного плоского проката в 1-м полугодии 2021 г. При этом штраф не может превышать 2% от совокупной выручки компании. Согласно нашим расчетам, в худшем случае размер штрафа для НЛМК не должен составить больше 115 млн долл., что эквивалентно 1% ожидаемой выручки за 2021 г. и 0,5% текущей рыночной капитализации. Мы считаем, что реакция рынка на заявление ведомства излишне эмоциональна и штрафные санкции ФАС не окажут значимого влияния на финансовое положение компании.

**ЕБИТДА и FCFF.** НЛМК реализует амбициозную Стратегию-2022, направленную на рост ЕБИТДА на 1,25 млрд долл. к 2023 г. от уровня 2017 г. Ключевыми элементами стратегии выступают повышение операционной эффективности и грамотные инвестиции. По итогам 2020 г. общий эффект стратегии на ЕБИТДА составил 261 млн долл. В 2021 г. мы ожидаем рост ЕБИТДА на 76% г/г, до 4,7 млрд долл., что станет историческим рекордом. Ключевые инвестиционные проекты, направленные на модернизацию производства на Липецкой площадке, были завершены в конце 2020 г. В результате ожидается, что выплавка стали, оставшаяся на уровне 15,8 млн т в 2019-2020 гг., вырастет к 2022 г. до 18 млн т. В 2021 г. менеджмент прогнозирует CAPEX на уровне 1,1 млрд долл., что станет пиковым значением в рамках инвестиционной стратегии. При текущих ценах на сталь свободный денежный поток компании в 2021-2022 гг. превысит 2 млрд долл.

**Долговая нагрузка.** НЛМК характеризуется умеренной долговой нагрузкой. На конец 1-го квартала 2021 г. чистый долг снизился на 16% к/к, до 2 087 млн долл. Соотношение чистый долг/ЕБИТДА упало до 0,6х. Согласно нашей оценке, в ближайшие годы значение показателя не превысит 0,8х и компания продолжит выплачивать более 100% FCFF на дивиденды.

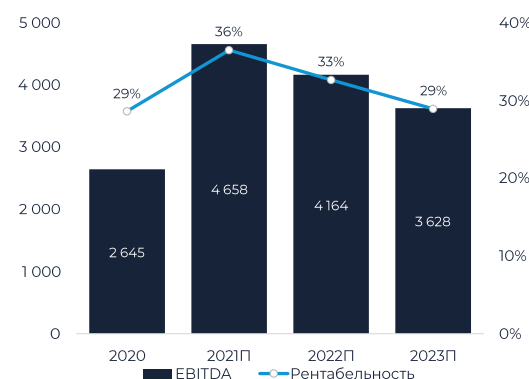
**Дивиденды.** По итогам 1-го квартала 2021 г. НЛМК объявил дивиденд в размере 7,7 руб. на акцию (доходность 2,9%), что соответствует 133% свободного денежного потока. В соответствии с дивидендной политикой компания корректирует дивидендную базу на размер extra-CAPEX (капитальные затраты свыше 700 млн долл.). Согласно нашим расчетам, по итогам 2021 г. НЛМК может выплатить около 30 руб. на акцию, что обеспечит форвардную доходность выше 10%.

Характеристики НЛМК в MSCI до и после SPO



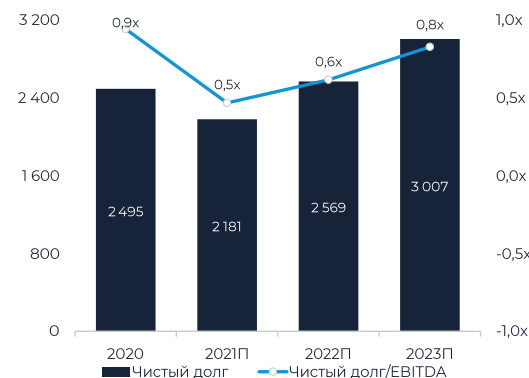
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

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



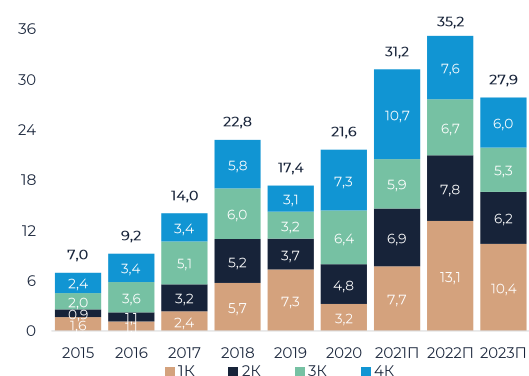
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Чистый долг (млн долл.) и 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 |
|--|-------------|-----------|-----------|--------|-----------|----------|-----------|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|----------------|--------|-------------|
| <b>Среднее по отрасли</b>                            |             |           |           |        |           |          |           |                 |         |         |         |        |        |                |        |             |
| НЛМК   | Россия      | NLMK RX   | 22 426    | 24 527 | 6,2%      | 1,1x     | 10,2x     | 2,9x            | 32,4x   | 20,1x   | 9 655   | 3 217  | 11,2%  | 1 726          | 1 224  | 2 087       |
| <b>Российские сталелитейные компании</b>             |             |           |           |        |           |          |           |                 |         |         |         |        |        |                |        |             |
| ММК  | Россия      | MAGN RX   | 10 579    | 10 734 | 6,3%      | 1,6x     | 6,0x      | 0,1x            | 11,1x   | 18,7x   | 6 870   | 1 776  | 25,9%  | 950            | 567    | 145         |
| Евраз  | Россия      | EVR LN    | 13 562    | 16 986 | 5,5%      | 1,7x     | 7,7x      | 1,5x            | 15,8x   | 13,3x   | 9 754   | 2 212  | 22,7%  | 858            | 1 020  | 3 356       |
| Северсталь   | Россия      | CHMF RX   | 21 018    | 22 614 | 5,7%      | 3,1x     | 7,5x      | 0,5x            | 12,6x   | 16,4x   | 7 312   | 3 029  | 41,4%  | 1 665          | 1 281  | 1 589       |
| Мечел  | Россия      | MTLR RX   | 440       | 5 038  | 0,0%      | 1,4x     | 10,4x     | 9,1x            | 39,1x   | 3,1x    | 3 689   | 483    | 13,1%  | 11             | 143    | 4 403       |
| <b>Сталелитейные компании из развивающихся стран</b> |             |           |           |        |           |          |           |                 |         |         |         |        |        |                |        |             |
| ArcelorMittal  | Индия       | MT US     | 34 143    | 42 822 | 0,0%      | 0,8x     | 8,4x      | 1,3x            | -46,6x  | 20,8x   | 53 270  | 5 070  | 9,5%   | -733           | 1 643  | 6 722       |
| Baoshan Iron & Steel                                 | Китай       | 600019 CH | 29 733    | 38 779 | 3,2%      | 0,9x     | 8,8x      | 1,5x            | 12,2x   | 15,7x   | 45 520  | 4 428  | 9,7%   | 2 437          | 1 896  | 6 518       |
| Citi Pacific Special Steel                           | Китай       | 000708 CH | 19 944    | 21 669 | 2,7%      | 2,0x     | 13,5x     | 1,1x            | 22,8x   | 48,5x   | 10 842  | 1 604  | 14,8%  | 874            | 411    | 1 720       |
| JSW Steel  | Индия       | JSTL IN   | 21 166    | 26 828 | 0,3%      | 2,9x     | 13,5x     | 2,9x            | 39,8x   | -37,2x  | 9 335   | 1 981  | 21,2%  | 532            | -569   | 5 740       |
| Tata Steel   | Индия       | TTST LI   | 15 103    | 28 161 | 1,1%      | 1,6x     | 10,1x     | 4,5x            | -179,1x | 40,3x   | 17 812  | 2 798  | 15,7%  | -84            | 375    | 12 721      |
| Companhia Siderurgica Nacional                       | Бразилия    | SID US    | 12 675    | 17 159 | 0,0%      | 2,9x     | 10,7x     | 2,6x            | 17,1x   | 8,2x    | 5 888   | 1 599  | 27,2%  | 743            | 1 546  | 4 226       |
| Gerdau   | Бразилия    | GGB US    | 9 935     | 12 041 | 1,3%      | 1,4x     | 8,2x      | 1,4x            | 21,4x   | 10,7x   | 8 581   | 1 477  | 17,2%  | 463            | 932    | 2 063       |
| Inner Mongolia BaoTou                                | Китай       | 600010 CH | 10 894    | 17 836 | 0,0%      | 2,1x     | 20,9x     | 6,7x            | -215,7x | -39,9x  | 8 552   | 854    | 10,0%  | -51            | -273   | 5 689       |
| Eregli Demir ve Celik Fabrik                         | Турция      | EREGL TI  | 7 991     | 7 228  | 9,8%      | 1,6x     | 7,2x      | -0,9x           | 16,8x   | 10,4x   | 4 606   | 998    | 21,7%  | 476            | 771    | -940        |
| Ho Phat Group  | Вьетнам     | HPG VN    | 7 920     | 9 326  | 0,8%      | 2,4x     | 9,9x      | 1,5x            | 13,7x   | 7312,2x | 3 879   | 943    | 24,3%  | 579            | 1      | 1 399       |
| Ternium  | Аргентина   | TX US     | 8 145     | 9 968  | 0,0%      | 1,1x     | 5,8x      | 0,4x            | 10,5x   | 6,8x    | 8 735   | 1 711  | 19,6%  | 778            | 1 201  | 666         |
| Hunan Valin Steel                                    | Китай       | 000932 CH | 7 957     | 12 053 | 3,0%      | 0,7x     | 6,9x      | 1,9x            | 8,6x    | 7,8x    | 16 906  | 1 740  | 10,3%  | 928            | 1 024  | 3 354       |
| Angang Steel   | Китай       | 000898 CH | 7 041     | 8 928  | 1,2%      | 0,6x     | 8,9x      | 1,8x            | 24,5x   | 8,7x    | 14 639  | 1 004  | 6,9%   | 287            | 810    | 1 811       |
| Jindal Steel & Power                                 | Индия       | JSP IN    | 6 033     | 9 267  | 0,0%      | 1,8x     | 5,9x      | 2,0x            | 20,9x   | 10,9x   | 5 077   | 1 560  | 30,7%  | 289            | 552    | 3 176       |
| Steel Authority of India                             | Индия       | SAIL IN   | 5 542     | 11 960 | 1,0%      | 1,4x     | 6,8x      | 3,6x            | 12,5x   | -4,4x   | 8 369   | 1 759  | 21,0%  | 443            | -1 253 | 6 418       |
| Hesteel Group  | Китай       | 000709 CH | 4 306     | 22 416 | 0,0%      | 1,3x     | 11,1x     | 7,8x            | 14,9x   | -2,1x   | 17 299  | 2 019  | 11,7%  | 288            | -2 009 | 15 797      |
| Shanxi Taigang Stainless                             | Китай       | 000825 CH | 5 313     | 7 489  | 1,7%      | 0,7x     | 9,3x      | 2,6x            | 10,4x   | 4,4x    | 10 801  | 805    | 7,5%   | 510            | 1 216  | 2 094       |
| Beijing Shougang                                     | Китай       | 000959 CH | 4 200     | 14 894 | 0,0%      | 1,4x     | 11,4x     | 7,1x            | 24,7x   | -27,0x  | 10 500  | 1 304  | 12,4%  | 170            | -155   | 9 278       |
| Maanshan Iron & Steel                                | Китай       | 323 HK    | 4 425     | 8 037  | 2,5%      | 0,7x     | 9,2x      | 3,4x            | 15,4x   | -6,5x   | 11 841  | 878    | 7,4%   | 288            | -683   | 2 965       |
| Ternium Argentina                                    | Аргентина   | TXAR AR   | 2 625     | 2 274  | 0,0%      | 1,2x     | 5,5x      | -0,8x           | 9,7x    | 5,9x    | 1 887   | 413    | 21,9%  | 270            | 446    | -351        |
| Hangzhou Iron & Steel                                | Китай       | 600126 CH | 3 046     | 2 336  | 2,1%      | 0,4x     | 6,9x      | -2,4x           | 15,3x   | 47,8x   | 5 466   | 337    | 6,2%   | 199            | 64     | -807        |
| Metalurgica Gerdau                                   | Бразилия    | GOAU4 BZ  | 2 872     | 8 683  | 1,7%      | 1,0x     | 5,9x      | 1,2x            | 16,8x   | 4,5x    | 8 581   | 1 477  | 17,2%  | 171            | 642    | 1 783       |
| Shandong Iron and Steel                              | Китай       | 600022 CH | 2 954     | 6 926  | 0,0%      | 0,5x     | 8,8x      | 3,1x            | 28,2x   | 6,6x    | 12 668  | 789    | 6,2%   | 105            | 447    | 2 484       |
| <b>Сталелитейные компании из развитых стран</b>      |             |           |           |        |           |          |           |                 |         |         |         |        |        |                |        |             |
| POSCO  | Южная Корея | PKX US    | 28 276    | 35 784 | 1,8%      | 0,7x     | 7,0x      | 0,9x            | 14,7x   | 6,1x    | 51 216  | 5 104  | 10,0%  | 1 927          | 4 645  | 4 437       |
| Nucor  | США         | NUE US    | 23 435    | 26 326 | 2,1%      | 1,2x     | 9,0x      | 0,8x            | 14,3x   | 14,8x   | 21 532  | 2 925  | 13,6%  | 1 644          | 1 586  | 2 477       |
| China Steel  | Тайвань     | 2002 TT   | 22 558    | 30 718 | 1,3%      | 2,9x     | 25,3x     | 5,8x            | 749,7x  | 18,6x   | 10 691  | 1 212  | 11,3%  | 30             | 1 212  | 7 085       |
| Nippon Steel   | Япония      | NPSCY US  | 16 013    | 42 061 | 0,0%      | 0,9x     | 25,4x     | 13,6x           | -8,6x   | -19,4x  | 45 870  | 1 656  | 3,6%   | -1 855         | -824   | 22 595      |
| Steel Dynamics                                       | США         | STLD US   | 11 176    | 13 034 | 1,9%      | 1,2x     | 8,7x      | 1,2x            | 14,1x   | -44,3x  | 10 571  | 1 500  | 14,2%  | 794            | -252   | 1 852       |
| BlueScope Steel                                      | Австралия   | BSL AT    | 8 654     | 8 798  | 0,6%      | 1,1x     | 12,2x     | -0,3x           | 52,0x   | 22,5x   | 7 781   | 719    | 9,2%   | 167            | 385    | -235        |
| Voestalpine  | Австрия     | VLPNY US  | 7 910     | 11 962 | 0,5%      | 0,9x     | 9,3x      | 3,0x            | -34,0x  | 5,7x    | 12 688  | 1 284  | 10,1%  | -232           | 1 377  | 3 890       |
| JFE Holdings   | Япония      | 5411 JT   | 7 968     | 25 456 | 0,7%      | 0,8x     | -32,0x    | -21,0x          | -2,9x   | -11,8x  | 30 515  | -795   | -2,6%  | -2 758         | -676   | 16 709      |
| Hyundai Steel  | Южная Корея | 004020 KS | 6 243     | 15 554 | 1,0%      | 1,0x     | 11,1x     | 6,4x            | -17,1x  | 7,5x    | 15 303  | 1 403  | 9,2%   | -365           | 828    | 8 992       |
| SSAB   | Швеция      | SSABA SS  | 5 667     | 6 676  | 0,0%      | 0,9x     | 12,0x     | 1,8x            | 61,1x   | 12,4x   | 7 482   | 557    | 7,4%   | 93             | 457    | 996         |

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>               | 9 245   | 12 772   | 12 757   | 12 540   |
| Стальная продукция                    | 8 547   | 11 922   | 11 851   | 11 650   |
| Прочая выручка                        | 698     | 850      | 906      | 890      |
| Операционные расходы                  | (7 174) | (8 677)  | (9 183)  | (9 541)  |
| ЕВИТДА                                | 2 645   | 4 658    | 4 164    | 3 628    |
| Амортизация и корректировки           | (574)   | (563)    | (591)    | (630)    |
| ЕВИТ                                  | 2 071   | 4 095    | 3 573    | 2 998    |
| Прочие доходы/расходы                 | (491)   | (156)    | (155)    | (165)    |
| Прибыль до налогообложения            | 1 580   | 3 939    | 3 418    | 2 833    |
| Налог на прибыль                      | (343)   | (785)    | (684)    | (567)    |
| Чистая прибыль                        | 1 237   | 3 154    | 2 734    | 2 266    |
| EPS, долл.                            | 0,2     | 0,5      | 0,5      | 0,4      |

| Баланс, млн долл.                                | 2020  | 2021 (П) | 2022 (П) | 2023 (П) |
|--|-------|----------|----------|----------|
| <b>Долгосрочные активы</b>                       | 6 292 | 6 677    | 6 986    | 7 256    |
| Основные средства                                | 5 659 | 6 032    | 6 341    | 6 611    |
| Прочие внеоборотные активы                       | 633   | 645      | 645      | 645      |
| <b>Краткосрочные активы</b>                      | 3 570 | 4 598    | 4 258    | 4 250    |
| Оборотные активы                                 | 2 521 | 3 508    | 3 181    | 3 126    |
| Денежные средства                                | 842   | 728      | 715      | 761      |
| Краткосрочные инвестиции и прочие ОА             | 207   | 362      | 362      | 362      |
| <b>Итого активы</b>                              | 9 862 | 11 275   | 11 244   | 11 506   |
| <b>Средства акционеров</b>                       | 4 741 | 6 042    | 5 774    | 5 575    |
| Акционерный капитал                              | 4 730 | 6 028    | 5 760    | 5 561    |
| Доля миноритариев                                | 11    | 14       | 14       | 14       |
| <b>Долгосрочные обязательства</b>                | 2 839 | 3 124    | 3 340    | 3 923    |
| Долгосрочные кредиты и займы                     | 2 432 | 2 718    | 2 934    | 3 517    |
| Прочие долгосрочные обязательства                | 407   | 406      | 406      | 406      |
| <b>Краткосрочные обязательства</b>               | 2 282 | 2 109    | 2 129    | 2 008    |
| Краткосрочные кредиты и займы                    | 1 054 | 542      | 700      | 601      |
| Оборотные обязательства                          | 1 065 | 1 473    | 1 335    | 1 313    |
| Прочие краткосрочные обязательства               | 163   | 94       | 94       | 94       |
| <b>Итого обязательства и средства акционеров</b> | 9 862 | 11 275   | 11 244   | 11 506   |

| Движение денежных средств, млн долл. | 2020    | 2021 (П) | 2022 (П) | 2023 (П) |
|--------------------------------------|---------|----------|----------|----------|
| <b>Операционная деятельность</b>     | 2 281   | 3 235    | 3 593    | 3 017    |
| Чистая прибыль                       | 1 237   | 3 154    | 2 734    | 2 266    |
| Налоги и проценты                    | 130     | 84       | 78       | 89       |
| Корректировки                        | 930     | 580      | 591      | 630      |
| Изменение оборотного капитала        | (16)    | (583)    | 190      | 31       |
| <b>Инвестиционная деятельность</b>   | (1 132) | (1 268)  | (886)    | (886)    |
| Приобретение внеоборотных активов    | (1 124) | (1 100)  | (900)    | (900)    |
| Прочее                               | (8)     | (168)    | 14       | 14       |
| <b>Финансовая деятельность</b>       | (1 020) | (2 074)  | (2 720)  | (2 086)  |
| Изменение долга                      | 718     | (179)    | 375      | 484      |
| Выплата дивидендов                   | (1 637) | (1 822)  | (3 003)  | (2 466)  |
| Прочее                               | (101)   | (74)     | (92)     | (104)    |
| Эффект курсовых разниц               | 0       | (7)      | 0        | 0        |
| <b>Изменение денежных средств</b>    | 129     | (107)    | (13)     | 46       |

| WACC                   |             |
|------------------------|-------------|
| Безрисковая ставка     | 2,6%        |
| Премия рынка за риск   | 6,1%        |
| <b>Стоимость СК</b>    | <b>8,0%</b> |
| Beta                   | 0,88        |
| <b>Стоимость долга</b> | <b>2,1%</b> |
| Доля СК                | 88%         |
| Доля долга             | 12%         |

|             |             |
|-------------|-------------|
| <b>WACC</b> | <b>7,3%</b> |
|-------------|-------------|

| Свободный денежный поток, млн долл.    | 2020    | 2021 (П) | 2022 (П) | 2023 (П) |
|--|---------|----------|----------|----------|
| <b>Операционный ден. поток</b>         | 2 281   | 3 235    | 3 593    | 3 017    |
| Кап. затраты                           | (1 124) | (1 100)  | (900)    | (900)    |
| Проценты уплаченные                    | (64)    | (69)     | (92)     | (104)    |
| Проценты полученные                    | 10      | 12       | 14       | 14       |
| <b>Свободный денежный поток (FCFF)</b> | 1 103   | 2 079    | 2 615    | 2 028    |

| Оценка стоимости акций, млн долл.           |               |
|---|---------------|
| <b>DCF-модель</b>                           |               |
| Рост в ПП период                            | 2,0%          |
| Сумма ДДП (+)                               | 7 956         |
| Терминальная стоимость (+)                  | 19 585        |
| <b>Справедливая стоимость бизнеса</b>       | <b>27 541</b> |
| Чистый долг (-)                             | 2 087         |
| Доля миноритарных акционеров (-)            | 14            |
| Доля в зависимых компаниях (+)              | 110           |
| <b>Справедливая стоимость акц. капитала</b> | <b>25 550</b> |
| Справедливая стоимость ГДР, долл.           | 42,6          |
| <b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>   | <b>320</b>    |

| Рыночные мультипликаторы, x | 2020        | 2021 (П)    | 2022 (П)     | 2023 (П)    |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| EV/Sales                    | 2,6         | 1,9         | 1,9          | 1,9         |
| EV/ЕВИТДА                   | 9,2         | 5,2         | 5,8          | 6,7         |
| EV/ЕВИТ                     | 11,7        | 5,9         | 6,8          | 8,1         |
| EV/FCF                      | 22,0        | 11,7        | 9,3          | 12,0        |
| P/E                         | 18,0        | 7,1         | 8,2          | 9,8         |
| P/B                         | 4,7         | 3,7         | 3,9          | 4,0         |
| <b>FCF Yield</b>            | <b>4,9%</b> | <b>9,3%</b> | <b>11,7%</b> | <b>9,1%</b> |

| Коэффициенты                   | 2020         | 2021 (П)     | 2022 (П)     | 2023 (П)     |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Рентабельность валовой прибыли | 36,0%        | 44,5%        | 41,0%        | 36,9%        |
| Рентабельность ЕВИТ            | 22,4%        | 32,1%        | 28,0%        | 23,9%        |
| Рентабельность чистой прибыли  | 13,4%        | 24,7%        | 21,4%        | 18,1%        |
| <b>Рентабельность ЕВИТДА</b>   | <b>28,6%</b> | <b>36,5%</b> | <b>32,6%</b> | <b>28,9%</b> |
| ROE                            | 26,1%        | 52,2%        | 47,4%        | 40,7%        |
| ROA                            | 12,5%        | 28,0%        | 24,3%        | 19,7%        |
| ROIC                           | 20,1%        | 35,2%        | 30,4%        | 24,7%        |
| EBIT/Interest expenses, x      | 23,0         | 49,6         | 39,0         | 28,8         |
| Net Debt/ЕВИТДА, x             | 0,9          | 0,5          | 0,6          | 0,8          |

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% |
|----------|------|------|------|------|------|
| 6%       | 352  | 384  | 424  | 475  | 544  |
| 7,3%     | 279  | 298  | 320  | 347  | 380  |
| 8%       | 251  | 266  | 283  | 303  | 328  |
| 9%       | 220  | 230  | 243  | 257  | 273  |
| 10%      | 195  | 203  | 212  | 223  | 234  |

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 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)