

ММК: Рост EBITDA, увеличение free-float не в цене акций?

Идея покупки ММК, представленная нами 30 ноября, работает и, несмотря на 11%-ный рост, по-прежнему актуальна. Прошедшее 8 декабря общение руководства компании с инвесторами поддерживает новостной фон и может стать катализатором пересмотра участниками рынка финансовых прогнозов по ММК. Основные драйверы роста бумаги:

- (i) благоприятная рыночная ситуация для производителей стали;
- (ii) вероятное прохождение пика роста цен на ЖРС;
- (iii) реализация проектов позволит увеличить EBITDA на 60% (к 2025 г. с 2019 г);
- (iv) заинтересованность топ-менеджмента в возвращении в MSCI и действия, направленные на реализацию данной цели.

Цена акций ММК, руб.



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Вчера, 8 декабря, прошло мероприятие "ММК онлайн. Беседа с первыми лицами компании", на котором присутствовали основной владелец и председатель СД Виктор Рашников и генеральный директор Павел Шильев. Во время публичного общения с инвесторами и аналитиками были обсуждены стратегическое

видение компании до 2025 г., цели по устойчивому развитию ММК, рыночные тренды и актуальные корпоративные события. Как и ожидалось, данное мероприятие создало позитивный фон, на наш взгляд.

СПРОС В РОССИИ НА СТАЛЬ ОСТАЕТСЯ ВЫСОКИМ

Загрузка мощностей ММК на 100% в 4К20 подтверждает позитивный взгляд на уровень спроса на сталь В ходе онлайн-мероприятия основной бенефициар и председатель СД Виктор Рашников сообщил, что с 4К20 загрузка мощностей ММК составляет 100% (в сентябре - 90%) и компания рассчитывает ее сохранить на данном уровне в 1К21.

ММК ожидает рост металлопотребления России в сортаменте ММК на 5,9% г/г в 2021 г., видит среднегодовой темп роста 2019-2025 гг. на уровне 2,2% и ускорение до 3% в 2020-2025 гг.

Ситуацию на отечественном рынке характеризовал как позитивную и конкурента ММК. Северсталь на этой неделе улучшила свой базовый прогноз, ждет падения спроса на сталь в России на 5,7% в 2020 г., ранее снижение ожидалось в диапазоне 6,4-7%.

Мировой спрос на сталь может сократиться на 2,4% в 2020 г. вместо ожидавшегося ранее падения на 6,4%, следует из октябрьского прогноза World Steel Association. Основными драйверами роста выступили высокий спрос в Китае, низкие складские запасы ввиду ожидания жесткого карантина, от которого почти везде в итоге отказались, а также низкие банковские ставки по депозитам (тоже актуально для России).

Отмечается существенный рост мировых цен на сталь, который должен положительно сказаться на финансовых результатах производителей стали в 4К20 и 1К21. Экспортная цена на горячекатаный прокат поднялась с \$500 за т в ноябре до \$620 к началу декабря. Динамика внутренних цен на сталь, как правило, отстает на 1,5 месяца от динамики экспортных цен.

Ожидание сильных 4К20-1К20, возвращение ценовой премии на отечественном рынке Вслед за сильным 3К20, на наш взгляд, можно ожидать продолжения публикации высоких финансовых показателей и в 4К20, а также восстановления ценовой премии на стальную продукцию на внутреннем рынке по отношению к международным рынкам в 1К20-2К20. Динамика внутренних цен на сталь, как правило, отстает на 1,5 месяца от динамики экспортных цен, которые значительно растут в 4К20.

ММК ожидает возвращения ценовой премии внутреннего рынка. Виктор Рашников связал её падение до нуля с сезонным снижением активности в строительной отрасли. Причина отсутствия внутренней премии (которая обычно составляет \$40-50 за тонну) - недавнее ослабление российской валюты, поэтому цены в рублях отстают от экспортных котировок. Ценовая

премия на сталь на отечественном рынке объясняется следующими факторами: (1) сроки поставки на внутреннем рынке в среднем составляют одна-две недели, сроки экспортных поставок в разы больше; (2) для экспорта затраты на логистику составляют около \$70-80/т; (3) консолидированный рынок России, высокий барьер входа; (4) отечественные потребители предпочитают рублевые цены, исключая валютные риски.

НОРМАЛИЗАЦИЯ ТRENDA НА СЫРЬЕ ВОЗМОЖНА

ММК, в отличие от Северстали и НЛМК, которые обеспечены собственным железно-рудным сырьем (ЖРС), закупает большую часть сырья, необходимого для производства стали. Снижение цен на данный вид сырья вследствие нормализации спроса со стороны Китая и поставок из Бразилии благоприятно бы сказалось на рентабельности ММК.

Цены на ЖРС растут со 2К20 и недавно превысили семилетние максимумы, преодолев отметку в \$145/т. Два основных фактора, влияющих на динамику цены ЖРС в этом году: (i) стремительный рост спроса на ЖРС в Китае (лидер по производству стали в мире) ввиду реализации масштабных инфраструктурных проектов; (ii) перебои с поставками в Бразилии, одной из стран, наиболее пострадавших от Covid-19.

Введение экспортных пошлин усилит тренд Фонд развития трубной промышленности (ФРТП) попросил Минэкономики рассмотреть на заседании подкомиссии по таможенно-тарифному регулированию предложение на год увеличить вывозную пошлину на лом черных металлов с 5% до 15%, но не менее €45 за т, с 1 января 2021 г. Если пошлину повысят, то на внутреннем рынке можно ожидать увеличения предложения лома. Данная новость может быть позитивной для ММК, как как для одного из крупных потребителей металлолома в России.

+\$1 МЛРД К EBITDA 2025 Г ЕЩЕ НЕ В ЦЕНЕ?

Реализация стратегии в 2019-2025 гг. позволит дополнительно нарастить EBITDA на \$1 млрд, до \$3 млрд к 2025 г. (в 2019 г. EBITDA составила \$1,8 млрд). Гендиректор Павел Шиляев уточнил, что стратегические инициативы по производственной цепочке смогут к 2025 г. добавить к EBITDA компании \$600 млн, расширение продуктовой линейки - еще \$350 млн, совершенствование работы с клиентами - \$60 млн.

В частности, запуск новой коксовой батареи мощностью 2,5 млн т кокса/год, который запланирован на 2022-2023 гг., приведет к дополнительному приросту EBITDA на \$55 млн, ввод в 2025 г. в эксплуатацию новой доменной печи мощностью 400 тыс. т чугуна в год увеличит EBITDA на \$120 млн. Запуск нового комплекса по производству жести, оцинкованного и холоднокатаного проката (реализация в 2022-2026 гг.) мощностью 400 тыс. т премиальной продукции увеличит EBITDA на \$110 млн, модернизация в 2023-2025 гг. конвертерного

производства (мощность 1 млн т стали/год) прибавит \$70 млн.

Ввод новых проектов в эксплуатацию и воздействие на EBITDA, на наш взгляд, далеко не в полной мере учтен в расчетах аналитиков. Так, EBITDA ММК на 2024 г. оценивается на уровне \$2,5 млрд, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg. Мы не исключаем пересмотра моделей аналитиков на рынке в связи с комментариями менеджмента компании.

УВЕЛИЧЕНИЕ КАПЗАТРАТ

Рост производственных мощностей приведет к увеличению капзатрат ММК не детализировал прогноз по капзатратам, однако, учитывая, что пик инвестиций компании пришелся на 2008-2010 гг., логично ожидать наращивания инвестиций.

Загрузка доменного производства уже в третьем квартале составила 100%. В этой связи логично выглядят планы ММК увеличить выпуск стали на 1 млн т, чугуна - на 400 тыс. т, до 2025 г.

Рост капзатрат будет ограниченно влиять на годовые дивиденды Владелец ММК подтвердил приверженность политике выплаты дивидендов. Напомним, что дивидендная политика компании включает встроенный механизм компенсации негативного влияния на дивиденды снижения FCF за счет превышения \$700 млн уровня капзатрат. В этом контексте рост капзатрат не будет существенно влиять на дивидендные выплаты по итогам года.

Касательно дивидендов непосредственно за 4К20, несмотря на то, что с точки зрения продаж 4К20 будет сильным, мы ожидаем давления на FCF, который является базой для начисления дивидендов, из-за инвестиций в оборотный капитал в силу распроданности запасов в 3К20 и увеличения экспортных поставок, требующих более долгого отвлечения финансовых ресурсов.

Напомним, компания утвердила дивиденды за 3К20 на уровне ₺2,39/акция (дивидендная доходность на уровне 5%). Дата нахождение в реестре для получения дивидендов - 14 января 2021 г.

ФАКТОР MSCI НЕ ЗАБЫТ

Компания заявляла, что рассчитывает вернуться в MSCI в 2021 г. после исключения 30 ноября 2020 г. Мероприятия, направленные на повышение интереса инвесторов, могут способствовать реализации данной задачи. Важную роль для включения в индекс MSCI также играет и объем акций в свободном обращении.

Возможно увеличение free-float Виктор Рашников сообщил, что может рассмотреть увеличение free-float компании при достижении определенного уровня капитализации. В контексте возвращения в индекс MSCI величина free-float имеет значение. Напомним, что Владимир Лисин на прошлой неделе

продал 2,1% НЛМК с целью повышения привлекательности компании для публичных инвесторов за счет увеличения ликвидности акций и веса акций в индексе MSCI. Сегодня FTSE объявил, что увеличит вес НЛМК в своих индексах.

На наш взгляд, риск дополнительного предложения акций более чем оправдан возможным возвращением акции в индекс, расширением базы инвесторов.

М&А НЕ ИСКЛЮЧЕНЫ, НО НЕ В ТЕКУЩЕЙ ПОВЕСТКЕ

Турецкие активы Менеджмент компании может рассмотреть продажу турецкого актива ММК Metalurji, если за него будет предложена рыночная цена, сообщил Рашников в ходе онлайн-встречи.

В целом менеджмент ожидает удвоения EBITDA турецкого актива в 2021 г., до \$70 млн.

На наш взгляд, актив по-прежнему имеет важное стратегическое значение для ММК.

Производители ЖРС Руководство компании не исключает возможности усиления вертикальной интеграции компании, но видит приобретение производителей ЖРС недостаточно привлекательным инвестиционным проектом с учетом текущих высоких цен на сырье.

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>