



21 марта 2023 г.

Норникель

Цель: 10 438 руб. / «Продавать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов
V.Danilov@veles-capital.ru

В ожидании дивидендов

Бумаги Норникеля по-прежнему находятся далеко от докризисных уровней, хотя их динамика и оказалась лучше ключевых индексов. Несмотря на ряд позитивных факторов, таких как девальвация рубля, улучшение рентабельности в 2023 г., возобновление дивидендных выплат и распродажа избыточных запасов, мы считаем акции компании переоцененными и по-прежнему сохраняющими потенциал для падения. Наша низкая оценка обусловлена высоким WACC на уровне 15,9%, отражающим возросшие риски инвестирования в российский фондовый рынок. Также мы отмечаем неопределенность относительно дивидендов и формулы их расчета. И хотя говорить о конкретном размере выплат сейчас трудно, можно с уверенностью ожидать значительного падения их уровня в сравнении с докризисным 2021 г. (2 689 руб. на акцию). Согласно нашей оценке, дивиденд по итогам 2022 г. составит 726 руб. на акцию, 2023 г. – 1 019 руб. на акцию. С учетом роста уровня ставок такие выплаты обеспечат достаточно скромную доходность в 5% и 7% соответственно. Мы устанавливаем целевую цену для бумаг Норникеля на уровне 10 438 руб. с рекомендацией «Продавать».

Санкции. Норникель не попал под прямые санкции, что обусловлено высокой значимостью компании для мирового рынка цветных металлов. Однако ограничения, вводимые против российской экономики недружественными странами, а также персональные санкции, наложенные на крупнейшего акционера Норникеля, и логистические трудности создали высокую неопределенность для клиентов компании. В совокупности с общим замедлением мировой экономики это привело к тому, что, по нашей оценке, продажи ключевых металлов компании оказались ниже производства на 10-15%.

Состояние отрасли. Во 2-й половине 2022 г. и начале 2023 г. мировые цены на цветные металлы демонстрировали разнонаправленную динамику. Стоимость никеля, поднимавшаяся в ноябре-январе до 30-32 тыс. долл. за т, на данный момент опустилась до 23,5 тыс. долл. за т. Цены на медь находятся на достаточно комфортном уровне 8 600 долл. за т, немного скорректировавшись от локального январского максимума в 9 500 долл. за т. Стоимость палладия продолжает снижаться на фоне спада в производстве автомобилей, достигнув 1 400 долл. за унцию, хотя год назад его цена в моменте поднималась до 3 400 долл. за унцию. Платина продолжает колебаться около многолетнего уровня в 1 000 долл. за унцию. Таким образом, несмотря на попытки роста, цены на ключевые металлы Норникеля остаются под давлением на фоне замедления мировой экономики из-за ускоряющейся инфляции и роста ставок. Данная ситуация нашла отражение в прогнозе компании. Так, в 2023 г. Норникель ожидает рост профицита никеля до 122 тыс. т и платины – до 200 тыс. оз, а также сокращения дефицита меди до -160 тыс. т и палладия до -300 тыс. оз.

Динамика акций Норникеля и ключевых индексов

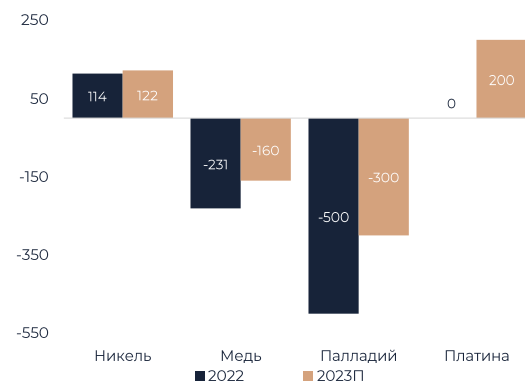


Информация об акциях компании

GMKN	10 438
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
14 900	-29,9%
Текущая цена, руб.	Потенциал
11 932/24 040	Продавать
Мин./макс цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн долл.	2П 2021	2П 2022	+/-
Выручка	8 909	7 897	-11,4%
EBITDA	4 812	3 900	-19,0%
Рентабельность EBITDA	54,0%	49,4%	-4,6 п.п.
Чистая прибыль	2 670	792	-70,3%
Рентабельность чистой прибыли	30,0%	10,0%	-20,0 п.п.
Свободный денежный поток	3 007	(614)	-

(Дефицит)/профицит никеля, меди (тыс. т) и МПГ (тыс. оз)



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](#)



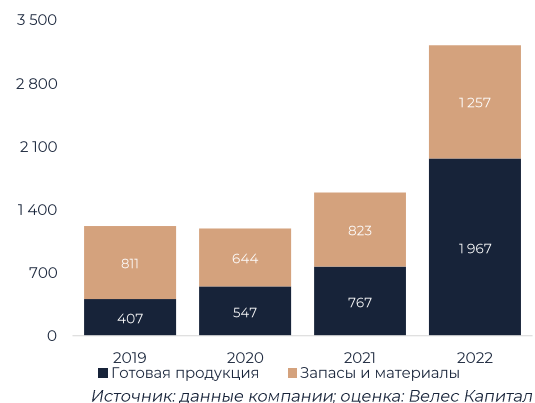
Запасы. В 2022 г. Норникель столкнулся с рекордным оттоком средств в оборотный капитал в основном из-за резкого роста запасов. Наращивание запасов готовой продукции обусловлено слабыми результатами продаж ключевых металлов, которые, по нашей оценке, оказались на 10-15% ниже производства. Также Норникель на фоне ограничений на поставки высокотехнологичного оборудования в Россию активно закупал впрок расходные материалы, запчасти и т.д. Мы оцениваем избыточное накопление запасов в 1,2 млрд долл. и полагаем, что в 2023 г. их распродажа окажет положительный эффект на FCF.

Свободный денежный поток. По итогам 2022 г. Норникель получил один из самых низких FCF за последние годы, составивший 437 млн долл. Причиной столь слабой динамики стали снижение рентабельности вследствие увеличения издержек и значительный рост оборотного капитала (до 4,3 млрд долл. против 1,3 млрд долл. в 2021 г.). Однако мы полагаем, что прошедший слабый год является разовым явлением вследствие адаптации компании и ее клиентов к новой реальности. По итогам 2023 г. мы ожидаем свободный денежный поток на уровне 4 244 млн долл., что будет обусловлено несколькими факторами. Во-первых, постепенное ослабление рубля приведет к улучшению рентабельности Норникеля, чьи издержки более чем на 90% номинированы в рублях. Во-вторых, производственный прогноз на 2023 г. был снижен из-за ремонтных работ, что позволит избежать наращивания запасов. Так, в 2023 г. мы ожидаем снижение производства никеля на 5%, меди – на 1%, палладия – на 10%. В-третьих, ввиду ожидаемого [роста](#) продаж Норникель может начать распродажу избыточных запасов, что даст положительный эффект на FCF в объеме 1,2 млрд долл.

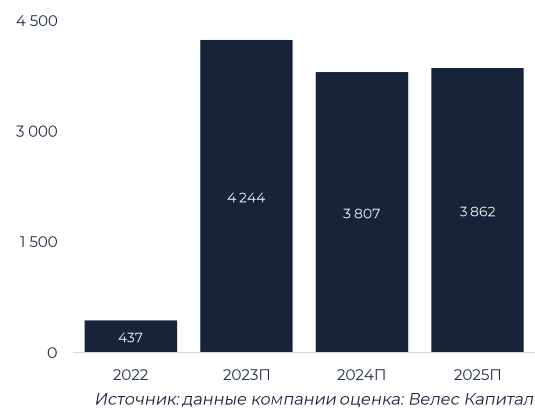
Долговая нагрузка. На конец 2022 г. чистый долг Норникеля вырос в 2 раза относительно уровня 2021 г., до 9 835 млн долл. Рост был обусловлен низким свободным денежным потоком, а также перечислением дивидендов акционерам в объеме 6,2 млрд долл. В то же время долговая нагрузка остается умеренной, чистый долг/EBITDA составил комфортные 1,1x. Согласно нашим расчетам, в 2023 г. благодаря сильной динамике FCF чистый долг Норникеля сократится до 7 970 млн долл. и продолжит снижаться в 2024–2025 гг. Мы полагаем, что свободный денежный поток в текущем году сможет покрыть дивиденды как за 2022 г., так и за 2023 г., поэтому в течение весны Норникель объявит о новых выплатах.

Дивиденды. Акционерное соглашение, в котором была зафиксирована старая дивидендная формула (60% EBITDA при текущей долговой нагрузке), между Интерросом и Русалом (двумя крупнейшими акционерами Норникеля) прекратило свое действие с 1 января 2023 г. На данный момент новая договоренность по формуле по-прежнему не достигнута, однако ранее [Интеррос](#) предлагал осуществлять выплаты исходя из 50–75% FCF (что было сделано по итогам 2020 г. в качестве исключения). Согласно информации [РБК](#), в декабре 2022 г. на совете директоров компании обсуждалась цифра в 1,5 млрд долл. за 2022 г., что при текущем валютном курсе составляет 726 руб. на акцию (доходность 5%). И хотя 1,5 млрд долл. официально не подтверждены руководством Норникеля, мы считаем такой сценарий вполне вероятным. В 2023 г. мы ожидаем утверждение новой дивидендной формулы, которая в нашем базовом прогнозе составит 50% FCFF. Соответственно, благодаря улучшению рентабельности и высвобождению оборотного капитала дивиденд по итогам 2023 г. возрастет до 1 019 руб. на акцию (доходность 7%).

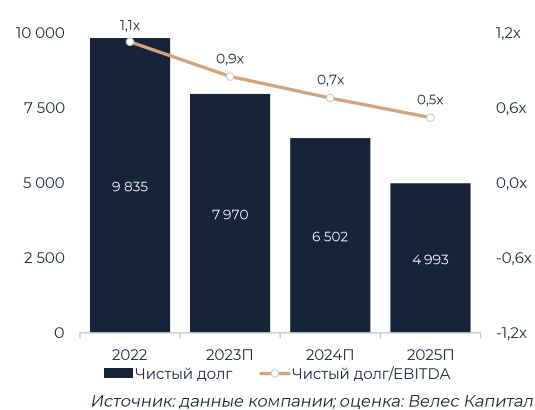
Запасы (млн долл.)



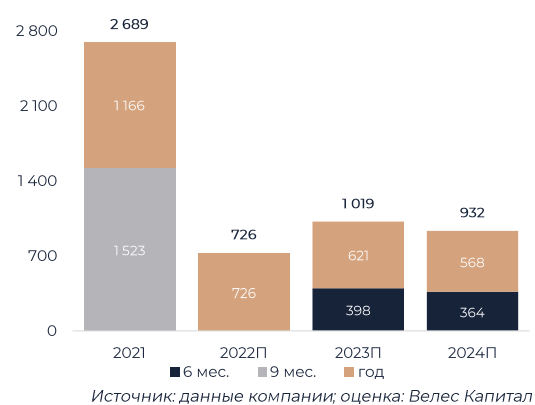
Свободный денежный поток (млн долл.)



Чистый долг (млн долл.) и чистый долг/EBITDA



Дивидендные выплаты на акцию (руб.)





Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Выручка, в т.ч.:	16 876	16 451	17 124	17 087
Реализация металлов	16 073	15 717	16 382	16 347
Прочая выручка	803	734	742	740
Операционные расходы	(9 295)	(8 462)	(9 162)	(9 354)
EBITDA	8 697	9 350	9 555	9 533
Амортизация и корректировки	(1 116)	(1 361)	(1 593)	(1 799)
EBIT	7 581	7 989	7 962	7 733
Прочие доходы/расходы	(202)	(286)	(259)	(237)
Прибыль до налогообложения	7 379	7 703	7 703	7 496
Налог на прибыль	(1 525)	(1 541)	(1 541)	(1 499)
Чистая прибыль	5 854	6 162	6 162	5 997
EPS, долл.	36	40	40	39

Баланс, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Долгосрочные активы	17 392	20 731	23 388	25 839
Основные средства	16 264	19 603	22 260	24 711
Прочие внеоборотные активы	1 128	1 128	1 128	1 128
Краткосрочные активы	8 403	9 909	12 001	14 105
Оборотные активы	6 477	5 624	5 624	5 624
Денежные средства	1 882	4 241	6 333	8 436
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	44	44	44	44
Итого активы	25 795	30 640	35 389	39 944
Средства акционеров	8 567	12 400	16 526	20 486
Акционерный капитал	7 125	10 958	15 084	19 044
Доля миноритариев	1 442	1 442	1 442	1 442
Долгосрочные обязательства	9 539	11 284	12 060	14 879
Долгосрочные кредиты и займы	7 189	8 934	9 710	12 529
Прочие долгосрочные обязательства	2 350	2 350	2 350	2 350
Краткосрочные обязательства	7 689	6 956	6 804	4 579
Краткосрочные кредиты и займы	4 295	3 277	3 125	900
Оборотные обязательства	2 474	2 759	2 759	2 759
Прочие краткосрочные обязательства	920	920	920	920
Итого обязательства и средства акционеров	25 795	30 640	35 389	39 944

Движение денежных средств, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционная деятельность	4 586	8 947	8 015	8 033
Прибыль до налогообложения	7 379	7 703	7 703	7 496
Налоги и проценты	(784)	(1 254)	(1 281)	(1 262)
Корректировки	1 175	1 361	1 593	1 799
Изменение оборотного капитала	(3 184)	1 137	0	0
Инвестиционная деятельность	(4 149)	(4 632)	(4 132)	(4 092)
Приобретение внеоборотных активов	(4 227)	(4 700)	(4 250)	(4 250)
Прочее	78	68	118	158
Финансовая деятельность	(5 064)	(1 957)	(1 791)	(1 837)
Изменение долга	1 329	727	624	595
Выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(6 196)	(2 329)	(2 037)	(2 037)
Прочее	(197)	(355)	(378)	(395)
Эффект курсовых разниц	962	0	0	0
Изменение денежных средств	(4 627)	2 359	2 092	2 104

WACC	
Безрисковая ставка	11,0%
Премия рынка за риск	11,8%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
Стоимость СК	19,2%
Beta	0,69
Стоимость долга	7,4%
Доля СК	72%
Доля долга	28%
WACC	15,9%

Свободный денежный поток, млн долл.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционный ден. поток	4 586	8 947	8 015	8 033
Инвестиционный ден. поток	(4 149)	(4 632)	(4 132)	(4 092)
Свободный денежный поток	437	4 315	3 883	3 941

Оценка стоимости акций, млн долл.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	1 047 474
Терминальная стоимость (+)	1 382 649
Справедливая стоимость бизнеса	2 430 123
Чистый долг (-)	727 790
Доля миноритарных акционеров (-)	106 708
Доля в зависимых компаниях (+)	0
Справедливая стоимость акц. капитала	1 595 625
Справедливая стоимость акции, руб.	10 438

Рыночные мультипликаторы, x	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EV/Sales	2,4	2,4	2,4	2,4
EV/EBITDA	4,7	4,4	4,3	4,3
EV/EBIT	5,4	5,2	5,2	5,3
EV/FCF	112,2	9,7	10,8	10,7
P/E	5,1	4,9	4,9	5,0
P/B	3,5	2,4	1,8	1,5
FCFF Yield	1,2%	14,2%	12,7%	12,9%

Коэффициенты	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Рентабельность валовой прибыли	59,0%	60,6%	60,0%	58,8%
Рентабельность EBIT	44,9%	47,1%	46,5%	45,3%
Рентабельность чистой прибыли	34,7%	36,3%	36,0%	35,1%
Рентабельность EBITDA	51,5%	55,1%	55,8%	55,8%
ROE	68,3%	49,7%	37,3%	29,3%
ROA	22,7%	20,1%	17,4%	15,0%
ROIC	30,2%	26,0%	21,7%	18,2%
EBIT/Interest expenses, x	15,4	22,5	21,1	19,6
Net Debt/EBITDA, x	1,1	0,9	0,7	0,5

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%
13%	13 635	14 208	14 832	15 516	16 268
14%	12 091	12 560	13 068	13 621	14 224
15,9%	9 748	10 081	10 438	10 822	11 235
16%	9 633	9 960	10 310	10 687	11 092
17%	8 640	8 917	9 213	9 529	9 867

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 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

Аналитический департамент

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Илья Фомичев
Начальник отдела Маркет-мейкинга
IFomichev@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча, Глобальные
рынки
EGazizova@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