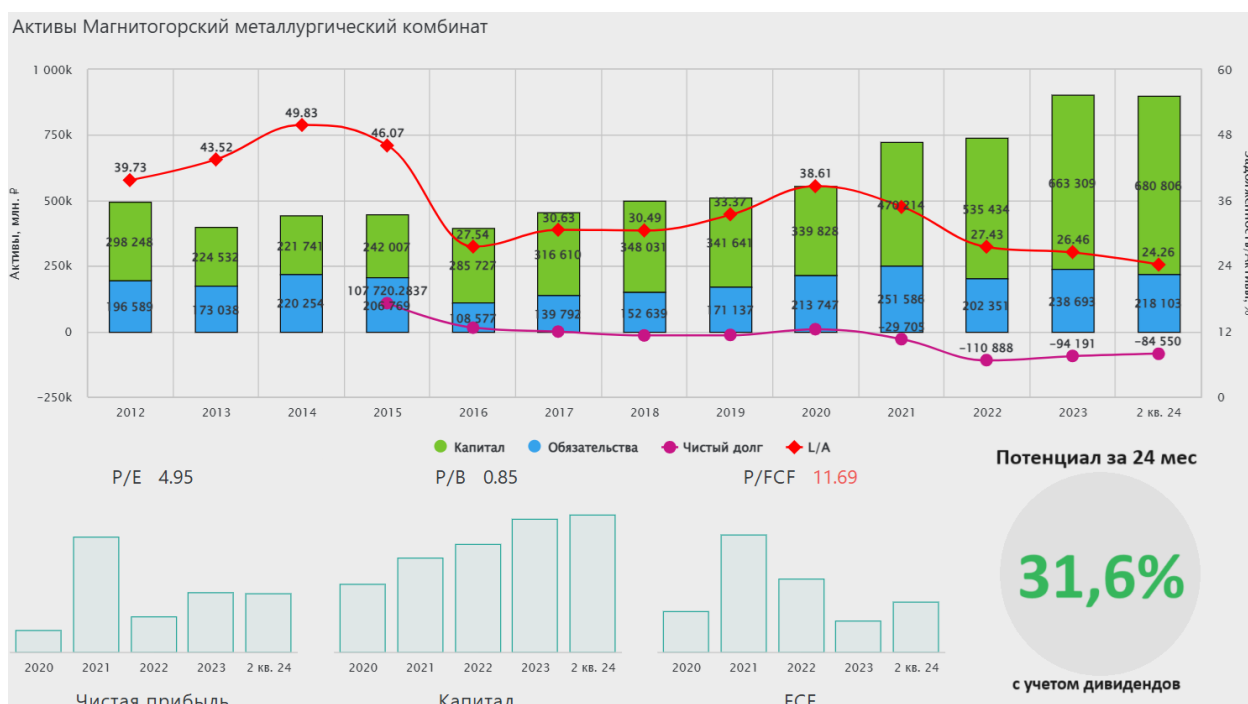


ММК

ММК входит в число крупнейших мировых производителей стали и занимает лидирующие позиции среди предприятий черной металлургии России. Активы компании в России представляют собой крупный металлургический комплекс с полным производственным циклом, начиная с подготовки железорудного сырья и заканчивая глубокой переработкой черных металлов. Выручка ММК сопоставима с выручкой Северстали и НЛМК.

Минфин США внес в SDN-list ММК. Попадание в SDN-list означает запрет американским лицам на любое взаимодействие с компанией, а также предполагает вторичные санкции и для лиц вне США.



Финансовые и операционные результаты за 1 полугодие 2024 года

Выплавка чугуна за 6 мес. 2024 года составила 4998 тыс. тонн, увеличившись на 1,7% относительно АППГ на фоне меньшей продолжительности капитальных ремонтов в доменном переделе.

Производство стали уменьшилось на 2,6% до 6348 тыс. тонн в связи со снижением потребности в стали в начале года на фоне ремонтов в прокатном переделе.

Продажи металлопродукции незначительно скорректировались и составили 5781 тыс. тонн. Основной причиной явилось проведение капитальных ремонтов прокатного оборудования в условиях позитивных показателей промышленного производства и деловой активности в России. Продажи премиальной продукции сократились на 2,3% 2447 тыс. тонн, отражая влияние ремонтов на производство х/к проката и снижение продаж толстого листа стана 5000 вследствие усложнения производимого сортамента при полной загрузке агрегата.

Производство угольного концентрата сократилось на 25,2% вследствие снижения добычи на фоне сложных горно-геологических условий и увеличения зольности рядового угля.

Выручка выросла на 18,5% до 417,8 млрд руб., отражая влияние роста издержек и инфляционных факторов на цены реализации.

Показатель EBITDA увеличился на 5,3% и составил 92,7 млрд руб. Показатель рентабельности EBITDA достиг 22,2%.

Чистая прибыль сократилась на 2,5% и составила 50,3 млрд руб., в основном отражая влияние курсовых разниц.

Свободный денежный поток существенно вырос и составил 27,9 млрд руб., вследствие роста EBITDA и нормализации оборотного капитала.

По итогам 2 квартала чистый долг остался в отрицательной зоне (–83,8 млрд руб.), при этом коэффициент чистый долг/EBITDA составил –0,42х.

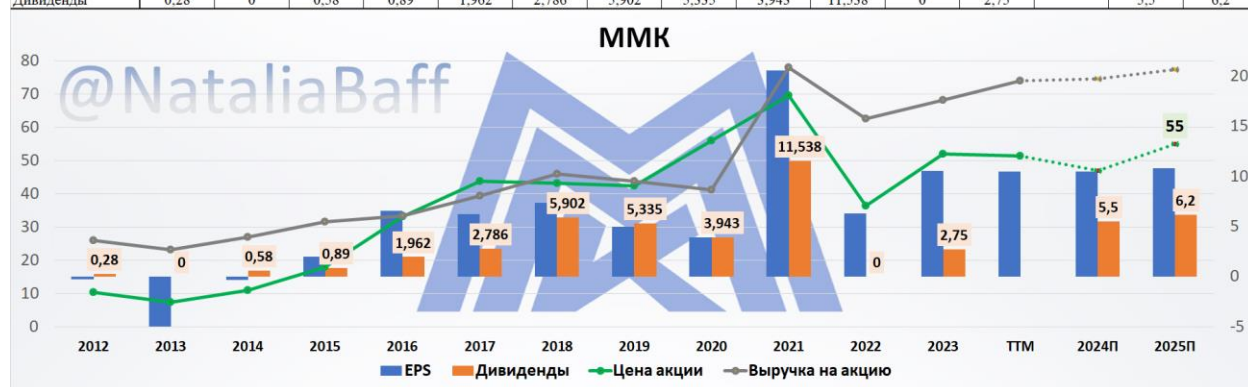
RUB млн	II кв. '24	I кв. '24	%	6 мес. '24	6 мес. '23	%
Выручка	224 880	192 949	16,5	417 829	352 708	18,5
EBITDA	50 559	42 147	20,0	92 706	88 067	5,3
Рентабельность EBITDA, %	22,5%	21,8%	0,7 п.п.	22,2%	25,0%	– 2,8 п.п.
Чистая прибыль	26 563	23 746	11,9	50 309	51 618	– 2,5
Свободный денежный поток ¹	19 919	7 949	150,6	27 868	9 019	209,0
Капитальные вложения	-24 462	-21 814	12,1	-46 276	-45 150	2,5
Чистый долг	-83 809	-95 878	–	-83 809	-84 183	–
Чистый долг/EBITDA	– 0,42х	– 0,47х	–	– 0,42х	– 0,60х	–
Чистый оборотный капитал	115 829	117 824	– 1,7	115 829	103 626	11,8
ЧОК/Выручка L3M	12,9%	15,3%	– 2,4 п.п.	12,9%	13,0%	– 0,1 п.п.

Прогноз компании

Учитывая высокие показатели видимого металлопотребления во 2 квартале 2024 года, ожидается, что в 3 квартале спрос на металлопродукцию стабилизируется вблизи среднемесячных значений I полугодия 2024 года. Среди сдерживающих рост факторов можно выделить вероятное охлаждение инвестиционной активности вследствие повышения процентных ставок и завершения с 1 июля 2024 года действия программы льготной ипотеки. При этом позитивный тренд металлопотребления в автомобильной отрасли и обрабатывающей промышленности продолжится.

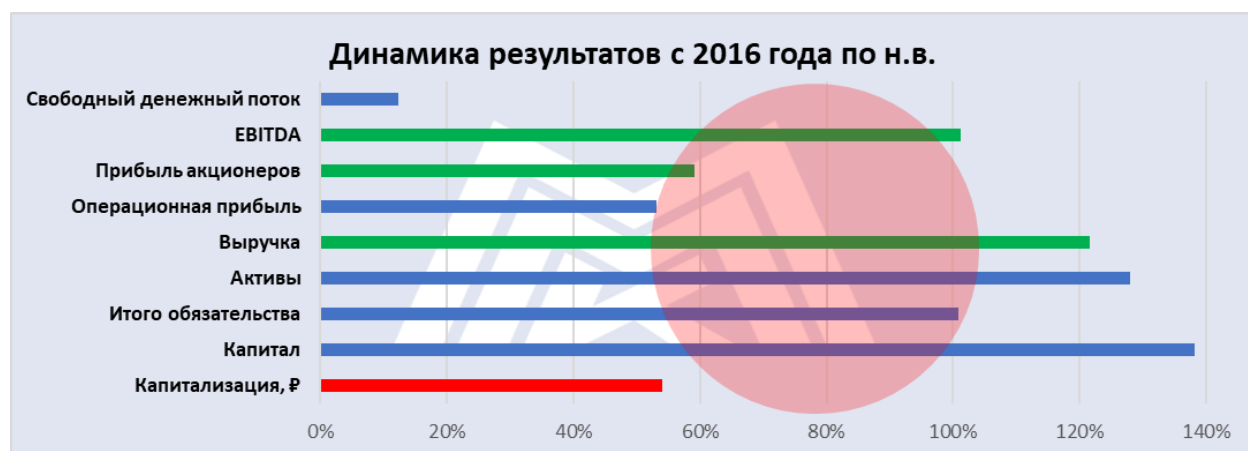
Если рассмотреть динамику прибыли и выручки на акцию, а также прогнозируемые результаты, то увидим, что в 2024-2025 году вероятнее всего инвесторов ожидает слабая динамика стоимости акций, так как я ожидаю небольшое снижение прибыли в 2024 году и небольшой рост в 2025 году.

ММК	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TTM	2024П	2025П
Всего акций	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000	11 174 330 000
Цена акции	10,5	7,35	10,95	18,1	33,15	43,8	43,17	42,5	56	69,65	36,345	52,145	51,51	47	55
Выручка	289 885	260 485	302 767	354 144	373 699	439 972	514 556	489 742	460 180	873 189	699817	763390	828511	835000	865000
Выручка на акцию	25,9	23,3	27,1	31,7	33,4	39,4	46,0	43,8	41,2	78,1	62,6	68,3	74,1	74,7	77,4
Прибыль	-2 738	-79 366	-3 392	22 377	73 432	69 429	82 575	55 617	43 473	229 638	70174	118177	116832	116900	121100
EPS	-0,25	-7,10	-0,30	2,00	6,57	6,21	7,39	4,98	3,89	20,55	6,28	10,6	10,5	10,5	10,8
Дивиденды	0,28	0	0,58	0,89	1,962	2,786	5,902	5,335	3,943	11,538	0	2,75	5,5	5,5	6,2



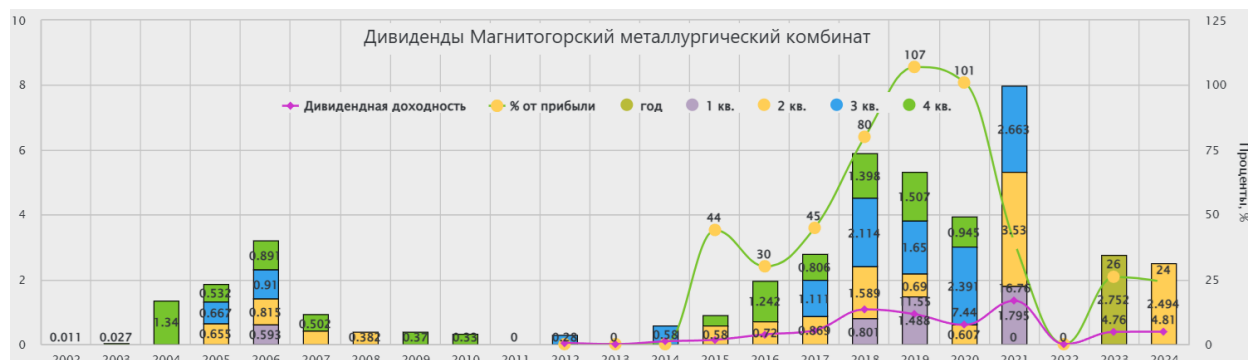
Рассмотрим динамику результатов с 2016 года по н.в.

Выручка с 2016 года выросла на 122%, EBITDA выросла на 101%, операционная прибыль выросла на 53%, прибыль акционеров выросла на 59%, свободный денежный поток вырос на 12%. Активы компании выросли на 128%, обязательства выросли на 101%, чистый долг оставался отрицательным и составил -83,8 млрд руб., капитал вырос на 138%. За этот же период капитализация компании выросла на 54%. На мой взгляд, относительно динамики денежных потоков, в капитализация присутствует небольшой потенциал, справедливая стоимость относительно динамики собственных результатов колеблется в диапазоне от 55 руб. до 60 руб.



Дивиденды

При отрицательном чистом долге компания выплачивает дивиденды в размере 100% от свободного денежного потока. Я ожидаю, что ММК будет выплачивать 100% от FCF в 2024-2025 гг ММК вероятнее всего вернется к выплате дивидендов в размере 100% FCF 4 раза в год, что составит около 5,5-6,2 руб. на акции или 10,7-12% годовых.



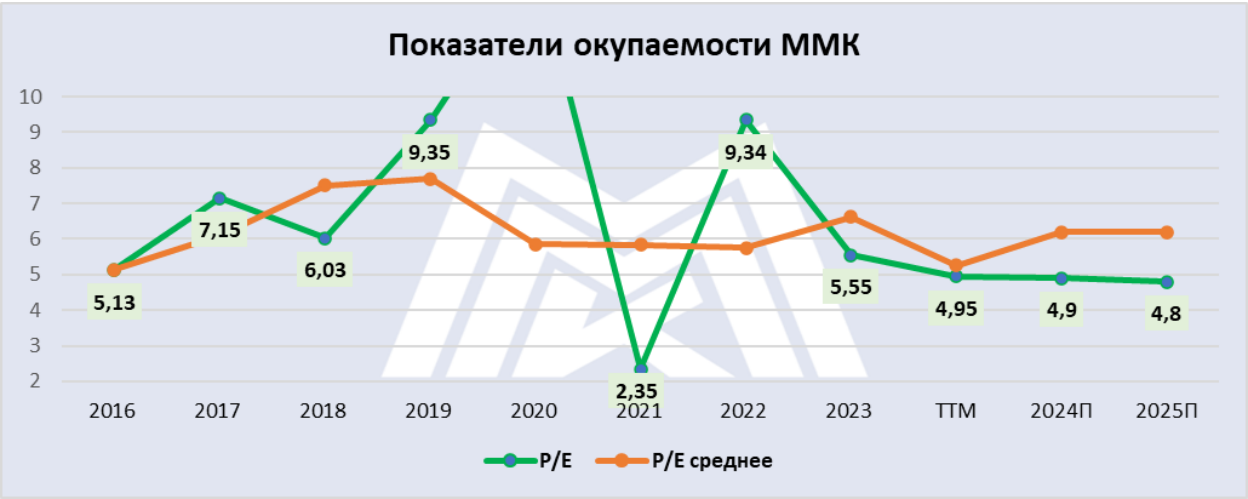
Стоимость и рентабельность

Отношение обязательств к активам составляет 24%, окупаемость компании 5х, отношение капитализации к капиталу 0,85х, отношение капитализации к выручке 0,7х, показатель P/FCF 11,7х и EV/EBITDA 2,47х.

Рентабельность активов 13%, рентабельность капитала 17,65%, чистая рентабельность 14,1%, операционная рентабельность 17,8%, рентабельность по EBITDA 24,2%, что выглядит очень нейтрально. В целом по мультипликаторам компания выглядит нейтрально, так как стоимостные показатели привлекательные, но очень низкий уровень FCF, при этом рентабельность пока не восстановилась до уровней 2016-2018 гг.

Отчетный период	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TTM
P/E	-31,43	-0,94	-56	13,32	5,13	7,15	6,03	9,35	13,76	2,35	9,34	5,55	4,95
P/B	0,29	0,33	0,86	1,23	1,32	1,57	1,43	1,52	1,76	1,15	1,23	0,99	0,85
P/S	0,3	0,29	0,63	0,84	1,01	1,13	0,97	1,06	1,3	0,62	0,94	0,86	0,7
P/FCF	—	—	—	—	8,52	12,25	7,72	9,11	14,88	4,64	9,07	21,37	11,69
L/A	39,73%	43,52%	49,83%	46,07%	27,54%	30,63%	30,49%	33,37%	38,61%	34,86%	27,43%	26,46%	24,26%
Debt / Equity	—	—	—	—	10,62%	9,91%	10,32%	15,65%	21,20%	15,41%	6,73%	10,95%	6,29%
Net Debt/EBITDA	—	—	—	0,89	0,14	-0,01	-0,1	-0,13	0,08	-0,09	-0,72	-0,48	-0,42
EV/EBITDA	—	—	—	3,34	3,92	4,17	3,18	4,33	5,63	1,62	3,52	2,88	2,47
ROA	0,00%	-17,79%	-0,81%	5,02%	17,42%	16,32%	17,26%	10,98%	8,15%	36,01%	9,64%	14,44%	13,00%
ROE	0,00%	-26,61%	-1,51%	10,09%	30,34%	24,30%	26,08%	15,98%	12,72%	67,57%	14,97%	22,11%	17,65%
ROS	-0,94%	-30,47%	-1,12%	6,32%	19,65%	15,78%	16,05%	11,36%	9,45%	26,30%	10,06%	15,50%	14,13%
Валовая рен-ть	—	—	—	—	—	—	—	—	—	40,79%	24,67%	28,82%	27,21%
Рен-ть по EBITDA	—	—	—	34,33%	26,64%	26,99%	29,51%	23,80%	23,39%	36,17%	22,16%	25,62%	24,17%
Опер. рен-ть	—	—	—	—	25,80%	19,33%	22,34%	16,87%	14,76%	31,63%	15,71%	19,15%	17,81%

Если обратить внимание на показатели окупаемости и их средние значения без учета разовых статей, то увидим, что исторически компания ММК торговалась с окупаемостью 6,2 лет, а последние 4 года средняя окупаемость держалась ниже 5,5х. Если компания сможет подтвердить стабильное восстановление прибыли более 110 млрд руб. в 2024-2025 гг, то у ММК будет неплохая поддержка капитализации, несмотря на нейтральные дивиденды для сегмента.



Вывод

На текущий момент по моему мнению ММК торгуется практически без апсайда, при этом даже двухлетние облигации способны приносить около 20% годовых практически без риска, а в случае снижения ставки в 2025 году долгосрочные ОФЗ с постоянным купоном способны принести более 25% годовых в течение 2 лет из-за переоценки стоимости на рынке. С учетом снижения свободного денежного потока, существенного роста капитальных завтра в ближайшие 2 года, прогнозируемого замедления роста в секторе недвижимости и машиностроения, а также снижения цен на сталь из-за замедления экономической активности, я считаю, что акции ММК выглядят нейтрально. ММК будет стремиться к своей целевой цене около 55 руб., исходя из динамики денежных потоков, исторической динамики окупаемости и прогнозируемых дивидендов за 2024-2025 гг около 10,7-12%.

Компания	Капитализация млрд Р	Цена	Целевая цена	Потенциал к целевой	Прогноз по дивидендам		Прогноз прибыли на акцию		Форвардный P/E	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025
Северсталь	1179	1407,6	1500	6,56%	10,6%	11,1%	205,3	214,6	6,9	6,6
НЛМК	977	163,06	200	22,65%	14%	14,7%	35	36	4,7	4,5
ММК	576	51,51	55	6,8%	10,7%	12,0%	10	10,8	4,9	4,8