

# НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ

## Мы верим в Китай?

### ПОКУПАТЬ

**Целевая цена**  
**Потенциал**

**\$16,5**  
**23%**

Код Bloomberg	MNOD LI
Цена (ГДР, руб.)	13,4
Потенциал роста	23%

### ДАННЫЕ ПО АКЦИЯМ

Кол-во обыкн. акций (млн)	158,2
Кол-во обыкн. ГДР (млн)	1 582,5
Дн. об. торгов за 3М, \$ млн	75,1
Free float (%)	32%
Рын. капитализация (\$ млн)	21 205
EV (\$ млн)	25 496

### Основные акционеры

Интеррос	30%
УК Русал	28%
Crispian	6%
Металлоинвест	3%

### ФИН. ПОКАЗАТЕЛИ (\$ млн)

	2016П	2017П	2018П
Выручка	7 117	7 897	8 711
<b>ЕБИТДА</b>	<b>3 304</b>	<b>3 814</b>	<b>4 233</b>
ЕБИТ	2 717	3 129	3 455
Чистая прибыль	2 010	2 334	2 568
EPGDR	1,3	1,5	1,6
DPGDR	1,4	1,4	1,6

### ОЦЕНКА

P/E (x)	10,5	9,1	8,3
P/CF (x)	23,4	16,2	13,3
EV/ЕБИТДА (x)	7,7	6,7	6,0
EV/выручка (x)	3,6	3,2	2,9
P/BV (x)	5,3	5,1	4,8
RoCE (%)	23%	27%	29%
RoE (%)	64%	57%	60%
Див. доходность (%)	10,3%	10,8%	12,0%

### ДИНАМИКА АКЦИЙ

1М (%)	4%
3М (%)	32%
С 1.01.16 (%)	7%
52-нед. макс. (\$)	21,8
52-нед. мин. (\$)	10,1

Мы начинаем аналитическое покрытие «Норильского никеля» с рекомендации ПОКУПАТЬ и целевой цены 16,5 долл./ГДР (потенциал роста 23%). «Норникель» предлагает самые высокие дивиденды в секторе (кумулятивный показатель составляет 4,4 долл./ГДР, что соответствует доходности 33% за 2016-18 гг.) и ликвидную (75 млн долл./день) возможность выиграть от восстановления цен на никель и палладий. Состояние китайской экономики – основная причина для беспокойства в отношении инвестиционной привлекательности компании, но мы остаемся умеренными оптимистами даже после смешанных показателей страны за апрель. «Норникель» торгуется с коэффициентом EV/ЕБИТДА 2016П равным 7.7x, а его дисконт к мировым аналогам увеличился до 23% против среднего исторического значения 15%. Акции упали на 11% с недавнего максимума 15 долл./ГДР в апреле, и мы рекомендуем использовать эту коррекцию как возможность для покупки.

Самая высокая в секторе дивидендная доходность 33% за 2016-18 гг., или 4,4 долл./ГДР за три года. Дивидендная политика «Норникеля» предусматривает коэффициент выплаты 60% от ЕБИТДА, если коэффициент чистой задолженности остается ниже 1.8x (по нашим оценкам, он не должен превысить 1.5x). Согласно нашим прогнозам, если цены на металлы и курс рубля останутся на текущих уровнях, дивиденды «Норникеля» должны обеспечить впечатляющую доходность 24% в 2016-18 гг. Мы считаем, что новая политика, принятая в апреле, предполагает дополнительный потенциал роста дивидендов при улучшении условий на рынке, одновременно не давая коэффициенту чистой задолженности подняться выше 2.5x, если условия ухудшатся.

Дисконт к аналогам расширился до 23% против среднего исторического значения 15%. «Норникель» торгуется с мультипликатором EV/ЕБИТДА 2016П равным 7.7x против 7.8x у мировых диверсифицированных производителей, 9.4x – у производителей меди и 13.4x – у производителей металлов платиновой группы. «Норникель» торгуется с существенной премией к своему собственному среднему значению за пять лет (6.0x), однако мультипликаторы оценки других металлургических компаний также выросли. На наш взгляд, готовность рынка платить премии может означать, что он может считать снижение прибыли компаний (т.е. цен на металлы) краткосрочным явлением.

Первые признаки хрупкой стабилизации в Китае? Наш ответ на этот вопрос – «да», даже после неоднозначной статистики за апрель, демонстрирующей слабые показатели экспорта и импорта, но стабильные индексы деловой активности, CPI и PPI. Мартовские данные в целом были сильными – индекс Li Keqiang (на наш взгляд, более объективный индикатор китайской экономики) вырос до 6,6%; в 1К16 средний показатель составлял 4,6% против 2,0% в 4К15. Промышленное производство выросло на 6,8% г/г в марте (самый значительный рост с июня), в то время как инвестиции в недвижимость увеличились на 6,2%.

Оптимистичный прогноз по Ni и Pd, осторожный по Cu и Pt. Рынок никеля должен зафиксировать дефицит в 2016-17 гг., поскольку свыше 50% мировых мощностей являются убыточными. Спрос на палладий должен остаться устойчивым, благодаря мировому автомобилестроительному сектору, в то время как предложение со стороны ЮАР остается неустойчивым. Рынок меди вряд ли сможет полностью поглотить объемы новых крупномасштабных проектов. Мы не питаем особого оптимизма в отношении прогнозов спроса на платиновые ювелирные изделия со стороны Китая. Мы прогнозируем, что цены на никель вырастут в среднем на 8% г/г в 2017-19 гг., палладий – на 6%, медь и платину – на 3%. Наши долгосрочные цены значительно ниже уровней 2014 года.

Ликвидный низкозатратный производитель с планируемыми операционными улучшениями. Акции «Норильского никеля» – самые ликвидные в российском сегменте горнодобывающих и металлургических компаний (дневной объем торгов составляет 75 млн долл.). Благодаря своим уникальным рудам, «Норникель» является самым низкозатратным производителем в мире и генерирует высокую рентабельность (50% ЕБИТДА в 2015 году). Коэффициенты извлечения у «Норникеля» должны вырасти примерно на 2% в 2016-17 гг. благодаря оптимизации его обогащательных и плавильных мощностей.

Цены в данном отчете указаны по итогам торговой сессии 10 мая 2016 г.

## Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подпадать под продажу во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.