

Инвестиционная идея №13

**Черная металлургия.
Магнитогорский МК.**

Отказ от ответственности:

*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной на сайте Alenkapital.com и в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

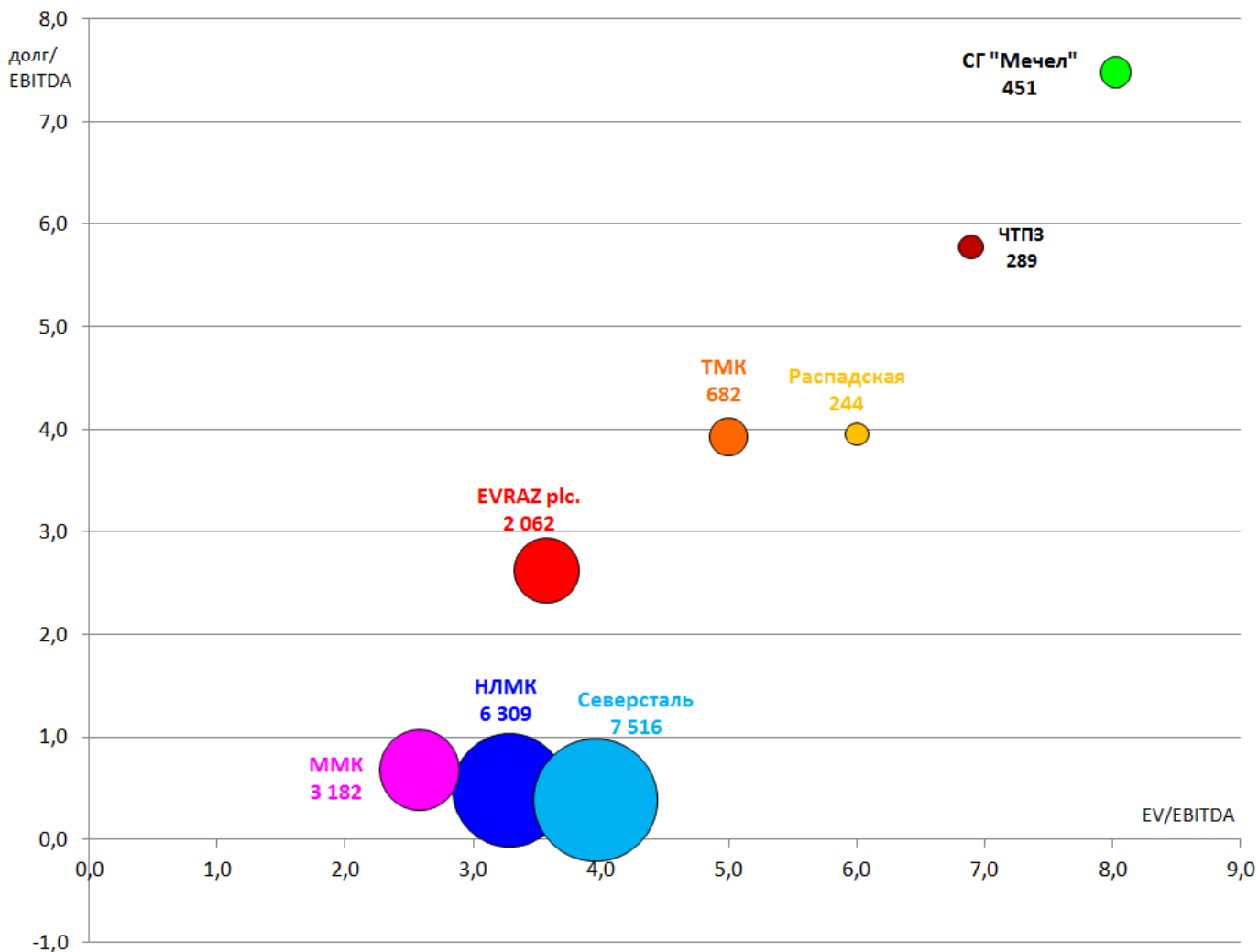
Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

*****Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.***

Черная металлургия. Магнитогорский МК.

Облигация	Рекомендация	Текущая цена руб.	Целевая цена руб.	Потенциал
ММК	Покупать	20,61	29	41%

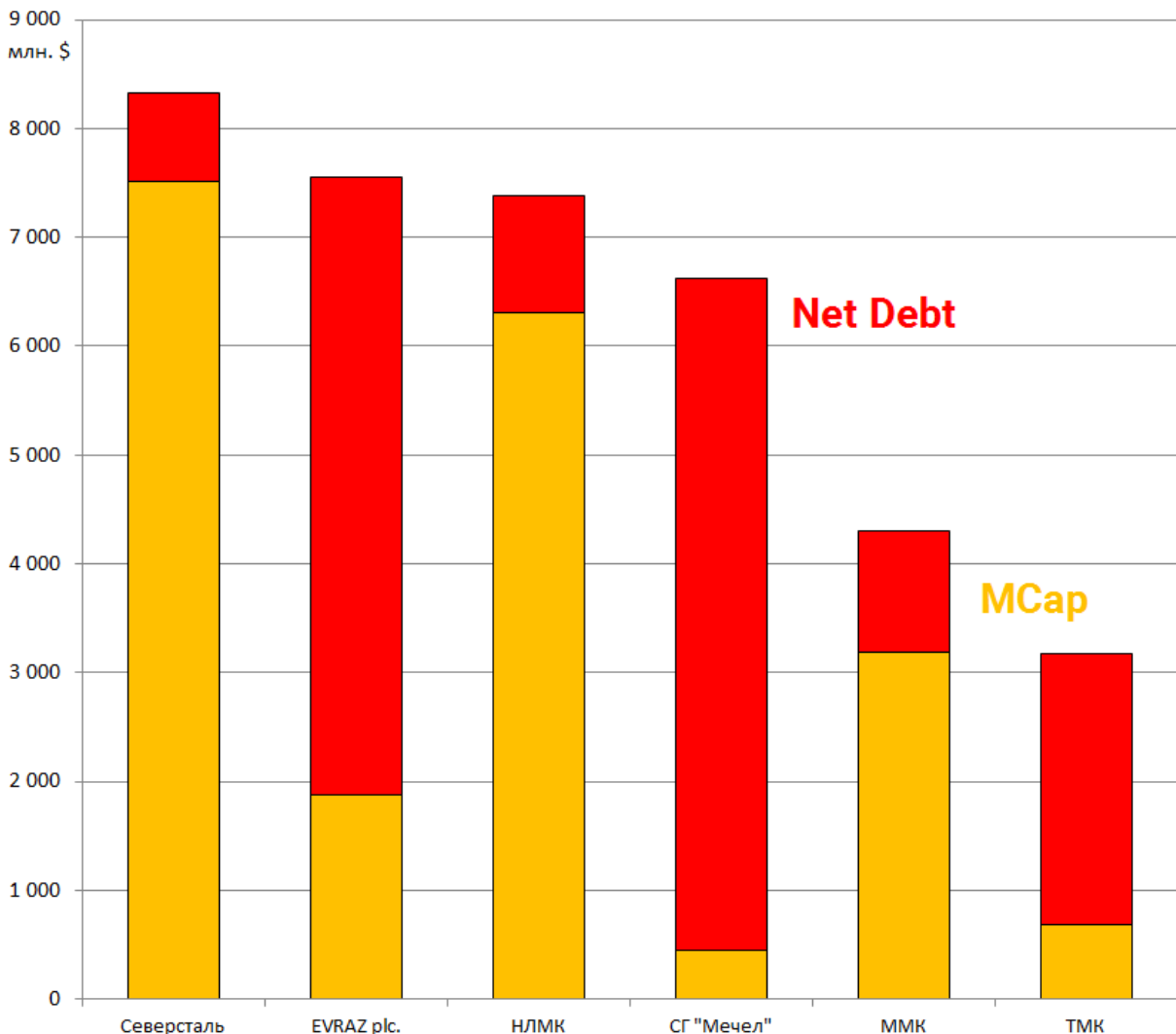
Подробно об идее рассказывал на вебинаре. Но появились дополнительные драйверы. В целом компания выглядит дешево, то есть не только в металлургическом секторе, но и в целом как актив. Долг/ЕВITDA 0,7 EV/ЕВITDA=2,6.



Обзор ситуации:

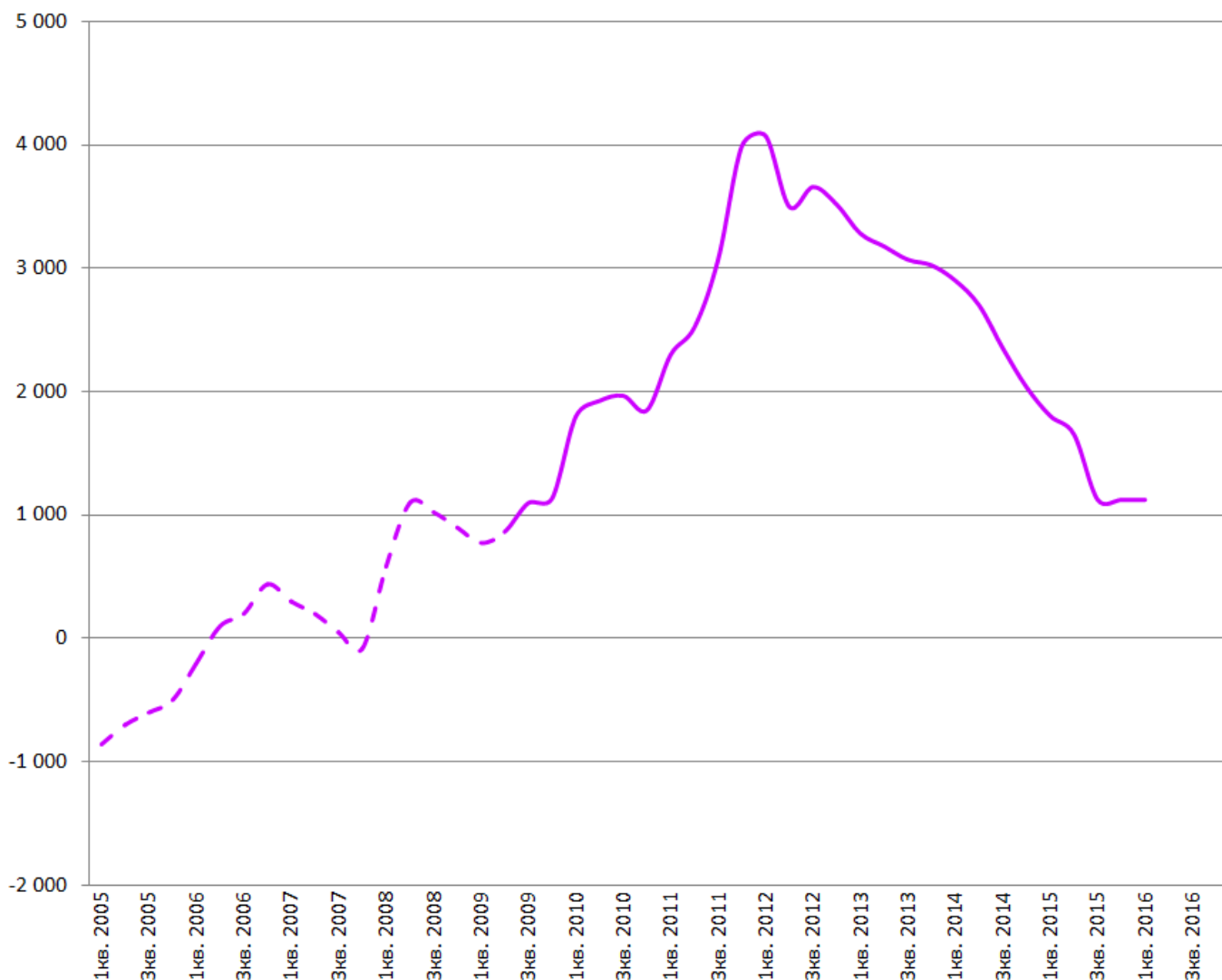
Сразу отмечаю что это идея примерно на 1 год. Рост акции до 20 рублей не должен смущать, ведь это сейчас меньше \$0,3. То есть как 9 рублей в 2012, только тогда долг был почти \$4 млрд. а EBITDA была меньше.

Более того отмечаю, что идея покупки ММК озвучивалась в группе в марте 2014, как ключевая, наряду с Интер-РАО, на отскок после крымского кризиса. Но, тем не менее, все это не должно создавать у вас иллюзию дороговизны. Стоимость компании самая низкая из пятерки российских металлургов. EV около \$4,3 млрд.



Каковы драйверы роста? Во-первых продолжается делеверидж. Компания генерирует существенный денежный поток и постепенно гасит долг. CAPEX сократили до \$400 млн. в год. Условно говоря, уже долгое время стоимость EV находится на уровне \$4,5-5 млрд. Но за счет сокращения долга растет капитализация. То есть даже если рынок не переоценит дешевый ММК и он продолжит торговаться с самым низким в секторе мультипликатором $EV/EBITDA=2,5$, то приблизительно за год его капитализация вырастет на треть. Это консервативный сценарий.

ММК чистый долг млн. \$



Во-вторых компания может пересмотреть дивидендную политику. Как я уже написал выше, долг в обозримой перспективе будет погашен (аналогичные процессы происходят и у Северстали и НЛМК). Далее компания может пойти по пути M&A или нарастить выплаты аукционерам (87,26% акций у Виктора Рашникова).

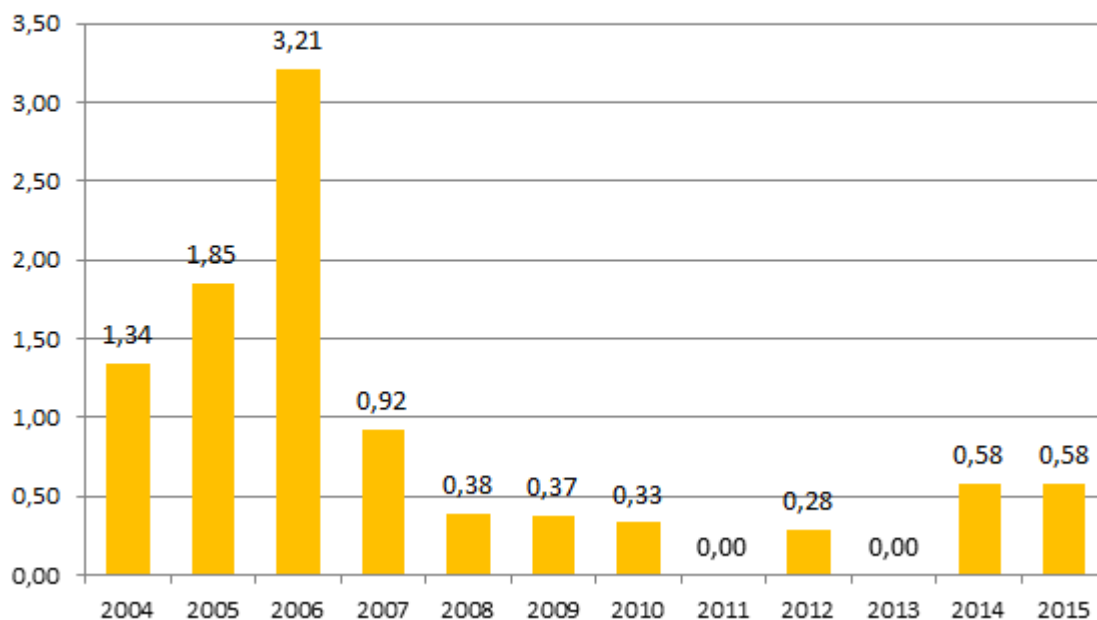
Сейчас у ММК такой же низкий долг как у Северстали и НЛМК (у EVRAZ и Мечела он наоборот огромен), но скромная дивидендная политика.

Северсталь	50% прибыли по МСФО если долг/EBITDA<1, 25% если долг/EBITDA>1
EVRAZ	25% прибыли по МСФО если долг/EBITDA<3
ММК	20% прибыли по МСФО
НЛМК	50% FCF-50% прибыли по US GAAP если долг/EBITDA<1 30% FCF-30% прибыли по US GAAP если долг/EBITDA>1
Мечел	30% прибыли US GAAP на обычку 20% прибыли US GAAP на преф

Были новости что ее собираются пересмотреть, но пока данный вопрос не выносили на СД. <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/08/12/604548-mmk-udvoit-dividendi>

Предполагаю, что в крайнем случае, дивидендная политика ММК будет пересмотрена с 2016.

Дивиденд ММК



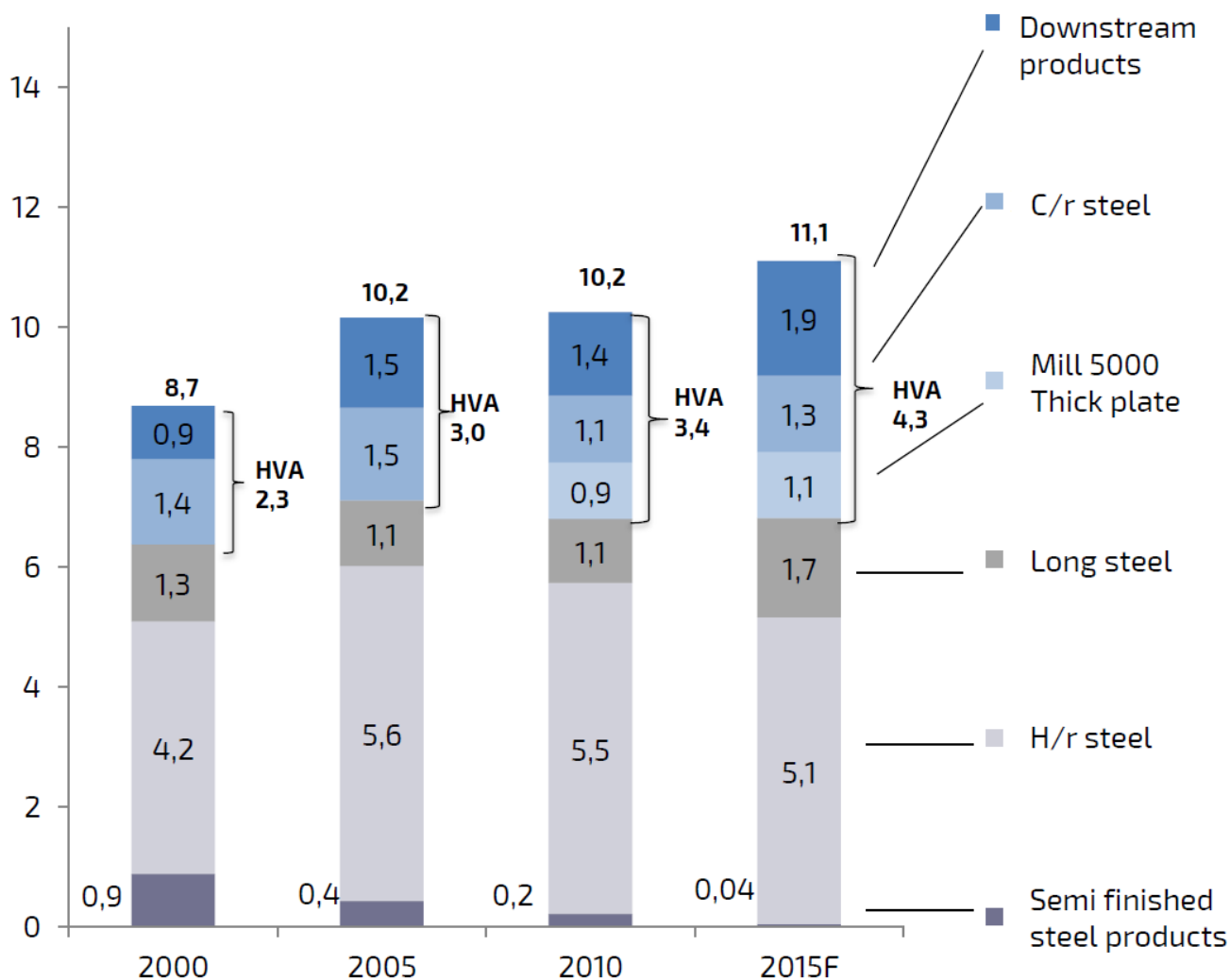
Ознакомится с бизнесом и стратегией MMK может каждый, изучив его презентации для инвесторов.

Итоги 2015 http://www.mmk.ru/upload/iblock/91c/Presentation_rus.pdf

Корпоративная презентация <http://www.mmk.ru/upload/iblock/9e7/Presentation-ENG.pdf>

Стратегия 2025 http://www.mmk.ru/upload/iblock/16c/Strategy_2025_RUS.pdf

OJSC MMK finished goods sales structure, mln tonnes

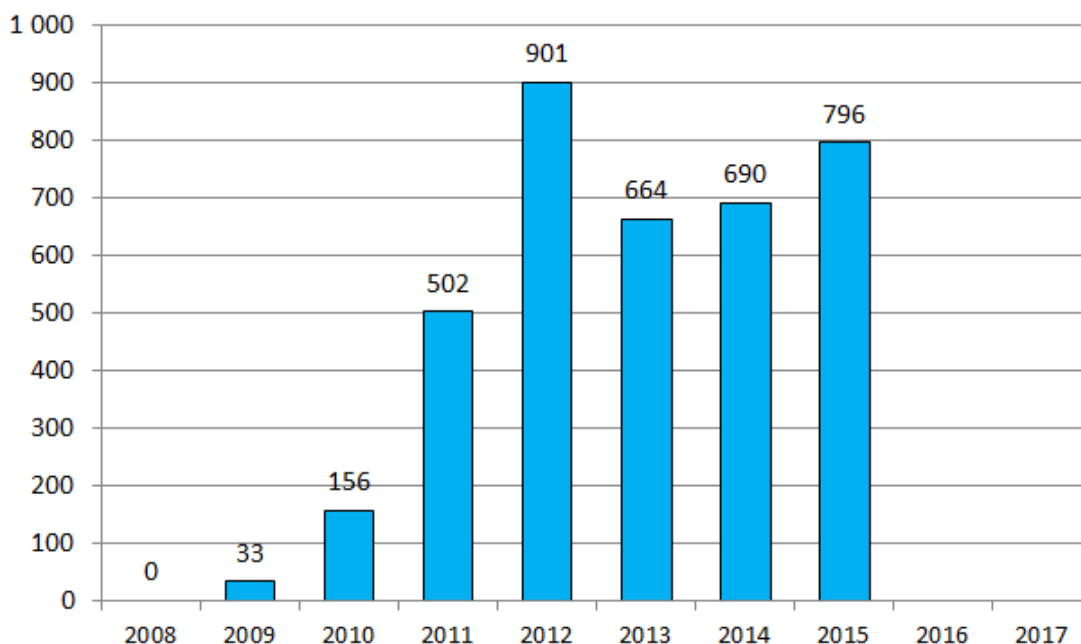


Третий драйвер заключается в дочерних компаниях и активах.

Турецкий завод **ММК-Metalurji**, построен с нуля. Стоит на продаже за \$1-2 млрд. В 2012 ММК выкупил долю у партнера 50% -1 акция за \$485 млн. Виктор Рашников не торопится:

Август 2015. ОАО ММК оценивает турецкий завод ММК Metalurji в \$2 млрд, сообщил "Интерфаксу" замгендиректора по финансам и экономике компании Сергей Сулимов. "Наш бенефициар видит обоснованную цену за этот актив в районе \$2 млрд", - сказал CFO меткомпании. Сулимов отметил, что компания не спешит с продажей завода, будет ждать подходящих предложений. По его словам, предложений было несколько, но все ниже \$1 млрд. Следующий раунд переговоров может пройти в сентябре (2015).

Продукция ММК-Metalurji тыс. тонн

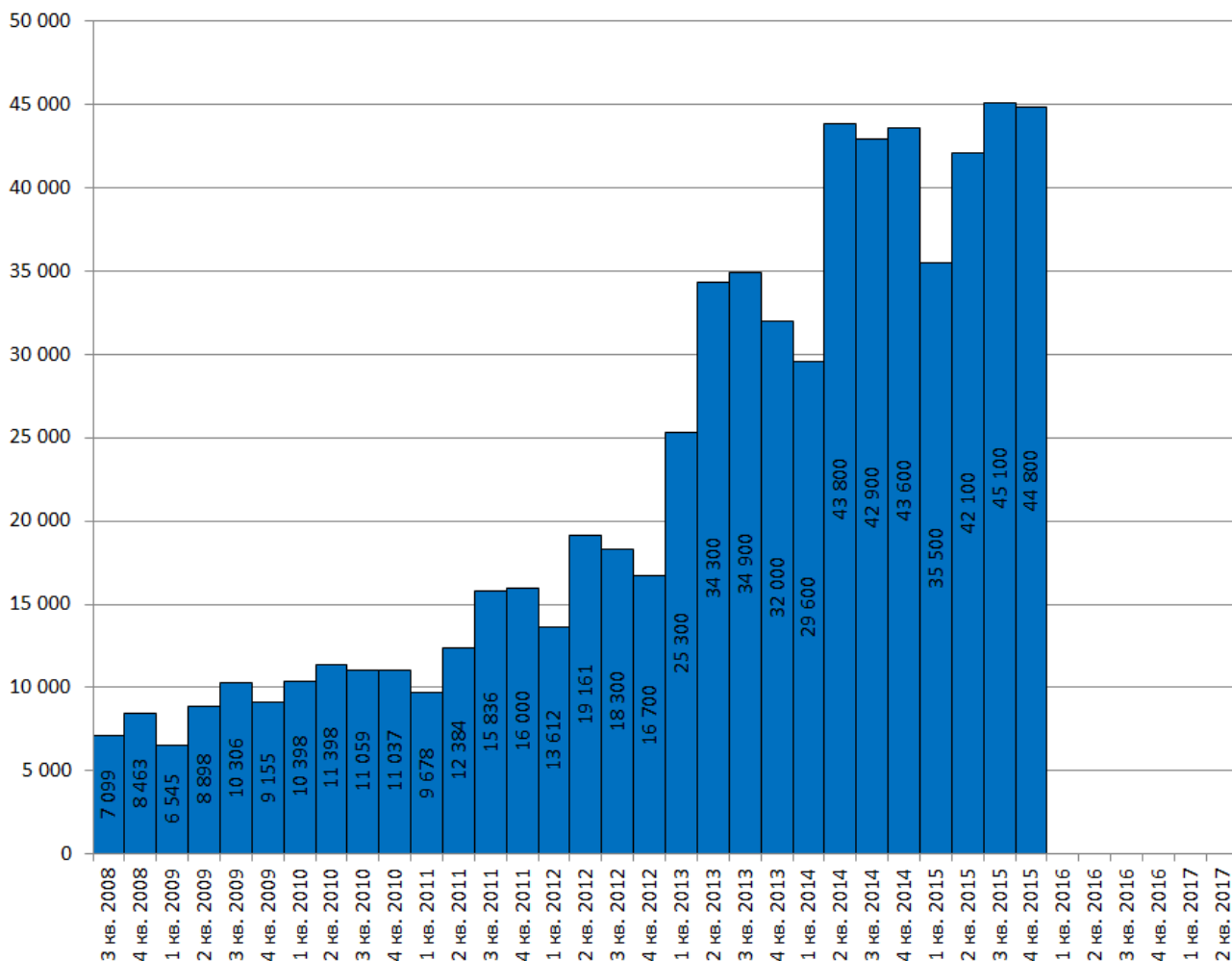


Девальвация лиры сделала турецких металлургов более конкурентоспособными в Европе. В тоже время российско-турецкий конфликт ставит ММК в ряды проигравших. Продажа завода резко улучшила бы рентабельность холдинга с 28,5% до 31% и уменьшила бы долг. С течением времени это обязательно произойдет.

Доля в **5,37% акций в австралийской Fortescue Metals Group** это прекрасный хедж от роста цен на руду. Сейчас 75% необходимых объемов руды ММК закупает у Соколовско-Сарбайского ГОКа принадлежащего ENRC. 25% своя руда.

5% акций FMG это не мало. Пакет был куплен еще тогда когда эта компания была стартапом на западе Австралии и еще на добывала руду. Сейчас она является 4-м в мире производителем железной руда. Для сравнения крупнейшая российская (5-я в мире) железорудная компания Металлоинвест Алишера Усманова добыла в 2015 году 39,4 млн. тонн. То есть меньше чем FMG за 1 квартал. 5% от 164 это 8,1 млн. тонн.

FMG руда тыс. тонн



Как и в случае с ММК-Metalurji ММК готов продать этот актив, но «не менее чем за \$1 млрд.» по словам Рашникова. На скупку было потрачено примерно \$150 млн. Сейчас пакет стоит около \$300 млн.

Август 2015. ОАО «ММК» планирует дождаться восстановления рынка железной руды, а уже потом продавать свою 5%-ную долю в горнодобывающей компании Fortescue Metals Group Ltd. Об этом в интервью агентству Bloomberg сообщил главный финансовый директор ММК Сергей Сулимов. Российская металлургическая компания ждет более высоких цен, которые могут появиться в результате слияния крупнейших поставщиков железной руды. «Мы готовы ждать своего часа. Текущее значение котировок акций Fortescue примерно на том же уровне, что мы и покупали», - рассказал финдиректор ММК.

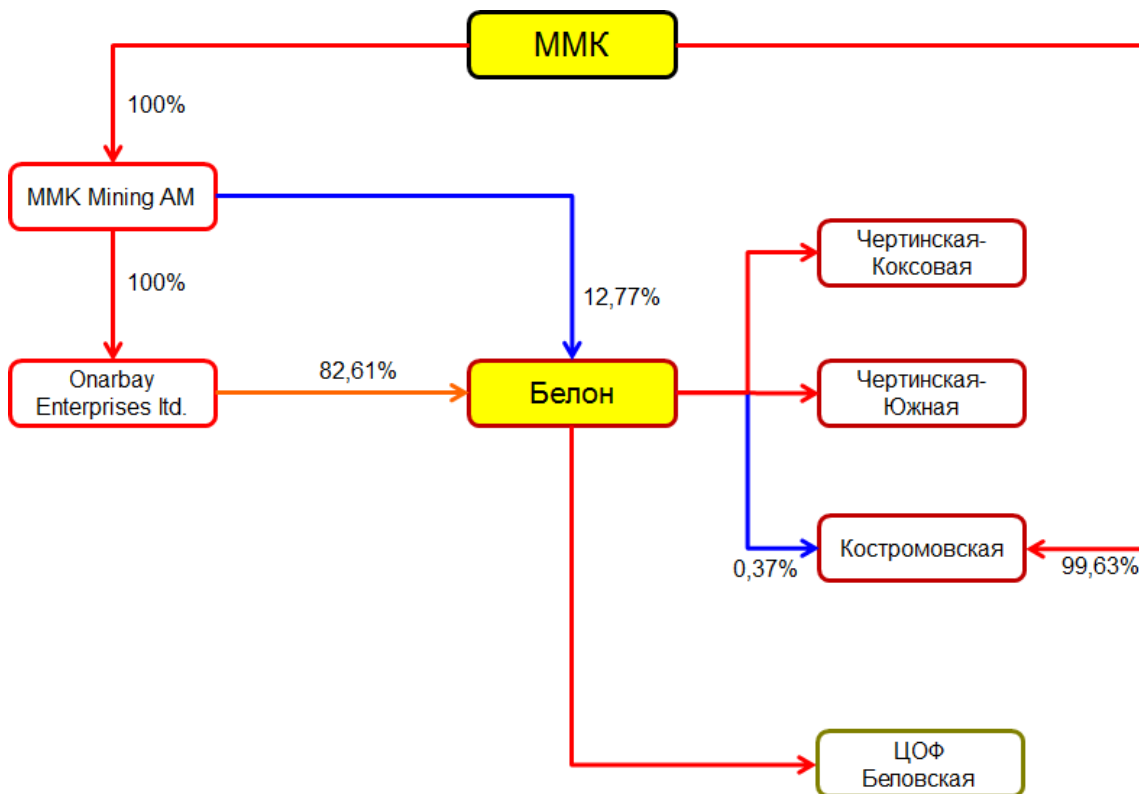


Жаль что ММК не решился докупить акций FMG на спаде. Теперь за них начинается битва. Крупнейший в мире производитель железной руды бразильская Vale объявила о намерениях заключить альянс с FMG и собрать 15% акций. То есть это такой прием против альянса Rio и BHP. Отрасль консолидируется как и ожидал Сулимов.

Компания	Производство млн. тонн
Vale	333
Rio Tinto	263
BHP Billiton	233
FMG	164
Металлоинвест	39,4



ММК планировал продать и **Белон**, однако покупатель, по словам Сулимова, в последний момент отказался. Сейчас у Белона осталось две шахты. Костромовская переведена на баланс ММК. Также ММК контролирует через аффилированных лиц 95% акций самого Белона, но не спешит делать принудительной выкуп.



В презентации за 2015 показано, что угольный сегмент показал существенный скачок EBITDA с \$11 до \$72 млн., а годовом отчете написано что в ближайшем будущем ожидается рост добычи угля на 43%.

Пока стратегия ММК по отношению к угольному дивизиону не ясна. Белон дешев, но выкуп в 2014 был по неведомым причинам отложен.

Прогноз:

Акции Магнитогорского металлургического комбината уже пошли вверх. По субъективным ощущениям в рынке в течении месяца выходил крупный акционер. Бумаги как будто застревали на одном уровне.

Драйверы роста я перечислил. Особо подчеркиваю, что компания может переоценится и без них. Дисконт к сектору ничем не оправдан, разве что более низким free float, но судя по возросшим внутрисдневным оборотам ММК стал голубой фишкой.

Еще раз повторю, что стабильно отработав 2016 год, ММК существенно сократит долг, а это по моему вызовет рост капитализации минимум на треть. То есть без дополнительных драйверов. Более того если вы предпочитаете металлургию, то выбор в портфель очевиден. Ликвидных частных активов с EV/EBITDA 2,6 я думаю найти на рынке сейчас очень трудно.

Плюс в случае сохранения бычьего рынка могут переоценится и другие акции сектора, что повысит потенциал. Однако возможная продажа Турецкого завода или развитие истории с австралийской компанией это еще +\$1 млрд. капитализации.

Риски и предупреждение:

1. Турецкий фактор. Комментарии излишни. Обострение ситуации это списание завода или продажа за бесценок.
2. Ориентация на внутренний рынок. ММК это не экспортер. 2/3 продукции он продает внутри страны. Стагнация в автопроме, строительстве давит на спрос. Впрочем все худшее уже произошло и ММК успешно побеждает конкурентов за потребителя.
3. Дивиденды за 2015 могут и не заплатить, так как 0,58 рубля на акцию уже платили в виде промежуточных. А это как раз 20% по МСФО.
4. Виктор Рашников самый возрастной стальной барон. 67 лет против 49 лет у Романа Абрамовича, 50 лет у Алексея Мордашова, 55 лет Игоря Зюзина, 59 лет у Владимира Лисина и 62 лет Алишера Усманова. Он может продать компанию и уйти на «пенсию». Определённые риски и в то же время возможности исходят из оценки для подобной сделки и поведения нового мажоритария.
5. Слабый 4-й квартал. ММК объясняет это сезонностью и ремонтом. Первый квартал будет очень показателен.

ММК EBITDA млн.\$

