



## Норникель: в ожидании нового цикла на сырьевых рынках

**Рынок акций**  
3 октября 2024

Акции Норникеля (GMKN: RX) демонстрировали схожую динамику относительно мировых компаний-аналогов, но хуже российского рынка акций на отрезке с 2023 года. Мы видим перспективу переоценки акций компании на волне положительной динамики корзины металлов и российского фондового рынка. Мы пересмотрели наш прогноз целевой цены до **₽135** за акцию (**РЕКОМЕНДАЦИЯ: ВЫШЕ РЫНКА**), что предполагает 23%-й потенциал роста относительно текущей цены. Мы исходили из пониженных ожиданий по финансовым результатам за 2024 год: выручки в размере \$11,5 млрд (-16% г/г), EBITDA на уровне \$4,89 млрд (-29% г/г) и низкой вероятности промежуточных дивидендов. Метод расчета целевой цены включает оценку по методу DCF, а также по мультипликаторам EV/EBITDA 2025П (5x) и PE 2025П (7x) в равном соотношении. Наш анализ показывает, что при 10%-м снижении или росте цен на металлы целевая цена варьируется в диапазоне 100-170 руб. за акцию.

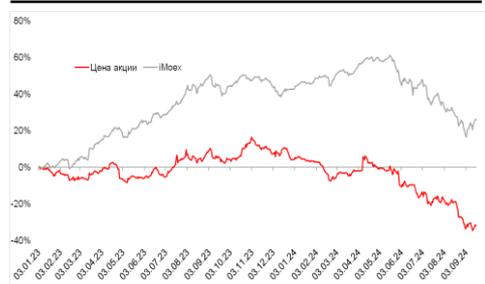
2023 и 2024 оказались волатильными для сырьевых рынков. Это был период высоких ставок, рецессионных опасений, торговых войн и эскалации геополитических рисков. Цены на никель, как и весь сырьевой сектор, находились под давлением с 2023 года, получив небольшую передышку весной 2024 года. На фоне сокращения предложения за счет производителей с высокой себестоимостью в мае цена достигла уровня выше \$21 000/т, в сентябре стабилизировалась в диапазоне \$16 000-16 700/т, а на этой неделе преодолела отметку \$18 000/т. Наш базовый прогноз предполагает цену на никель на уровне \$20 000/т в 2025 г. (что соответствует уровню себестоимости наименее эффективных производителей) на фоне ослабления доллара США, благоприятной макроэкономической повестки и влияния инфляции на себестоимость производства (cost push). **Медь** (или «Доктор Медь») цена на которую в прошлом месяце преодолела отметку \$10 000 за тонну, продолжает служить индикатором макроэкономических настроений в реальном секторе экономики. Мы видим перспективы стабилизации цены на медь выше \$10 000 за тонну в 2025 году. **Палладий** с начала сентября восстановился до уровней выше \$1 000 за унцию, вернув традиционную премию к платине. МПГ продолжают играть важную роль в переходе к «зеленой экономике», как в ДВС, так и в гибридных электромобилях и водородных двигателях. Мы предполагаем для платины небольшой апсайд в 2025 г. относительно текущих уровней около \$1 000 за унцию. Также мы видим потенциал сохранения цены на палладий на уровне \$1 100 за унцию в ответ на восстановление активности в автомобильном сегменте.

Наш прогноз финансовых показателей Норникеля предполагает восстановление объемов производства и продаж в 2025 году и цены выше текущих уровней. Ожидаемое ослабление рубля окажет поддержку в части себестоимости. Продажи сопутствующих товаров также должны способствовать выходу маржи к историческим значениям на уровнях выше 45%. Тактическое понижение целевой цены до **₽135** за акцию (потенциал роста 23%; **ВЫШЕ РЫНКА**) отражает более глубокую просадку по финансовым показателям компании в 2024 году в ответ на ухудшение рынка цветных металлов и МПГ, а также других внешних факторов, затрагивающих деятельность компании. Текущий прогноз по EBITDA на 2024 год находится на уровне \$4,89 млрд, или **₽ 440 трлн**, что предполагает снижение на 29% г/г. СДП по итогам года может оказаться в отрицательной территории с учетом значительных капиталовложений, но с поправкой на возможное высвобождение оборотного капитала во втором полугодии и оптимизацию капиталовложений. Свободный денежный поток также следует корректировать на процентный расход по обслуживанию долга, который на конец первого полугодия составлял \$12 млрд. Вероятность промежуточных дивидендов по итогам 9М24 мы видим низкой.

Тикер	GMKN
Рейтинг	<b>ВЫШЕ РЫНКА</b>
Цена закрытия, ₽	110
Целевая цена <b>NEW</b> , ₽	135
Потенциал роста	23%

Источник: Investing, Альфа-Банк  
Цена закрытия на 1 октября

### Динамика акций vs MOEX



Источник: Investing.com, Альфа-Банк

### Прогноз финансовых показателей

	2023	2024П	2025П
Выручка	1 231 711	1 035 780	1 340 914
EBITDA	589 595	440 777	668 465
Чистая прибыль	251 769	182 473	345 033
Чистый долг	679 275	820 735	663 196
EPS, ₽/акция	16,47	11,94	22,57
DPS, ₽/акция	9,15	8,71	1,50
EV/Выручка	2,5	2,4	1,7
EV/EBITDA	5,2	5,7	3,5
PE	9,6	9,2	4,9
Ч. долг/EBITDA	1,2	1,9	1,0
Див. доходность	6%	8%	1%
Доходность СДП	10%	5%	13%

Источник: данные компании, Альфа-Банк

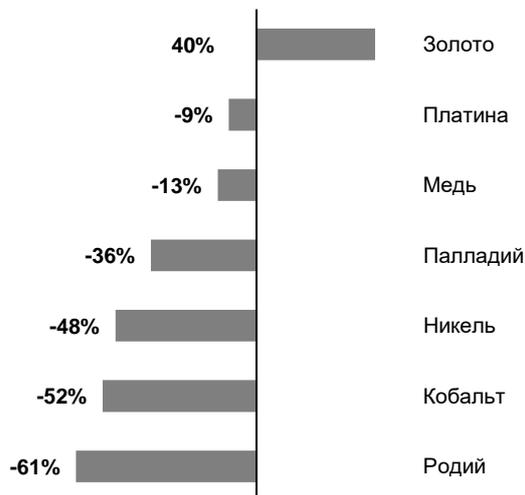


## Рынки металлов.

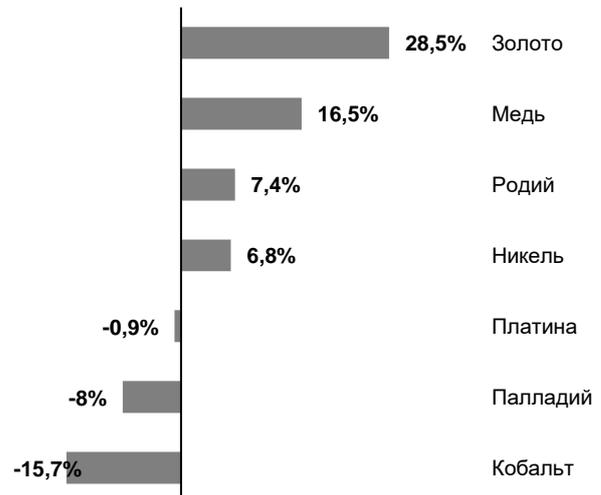
### Можно ли говорить о достижении ценового дна?

2023 и 2024 гг. оказались в целом сложными для сырьевых рынков за небольшим исключением. Для этого периода были характерны высокие ставки, рецессионные опасения, торговые войны и эскалация геополитических рисков.

Динамика металлов с начала 2023



Динамика металлов с начала 2024

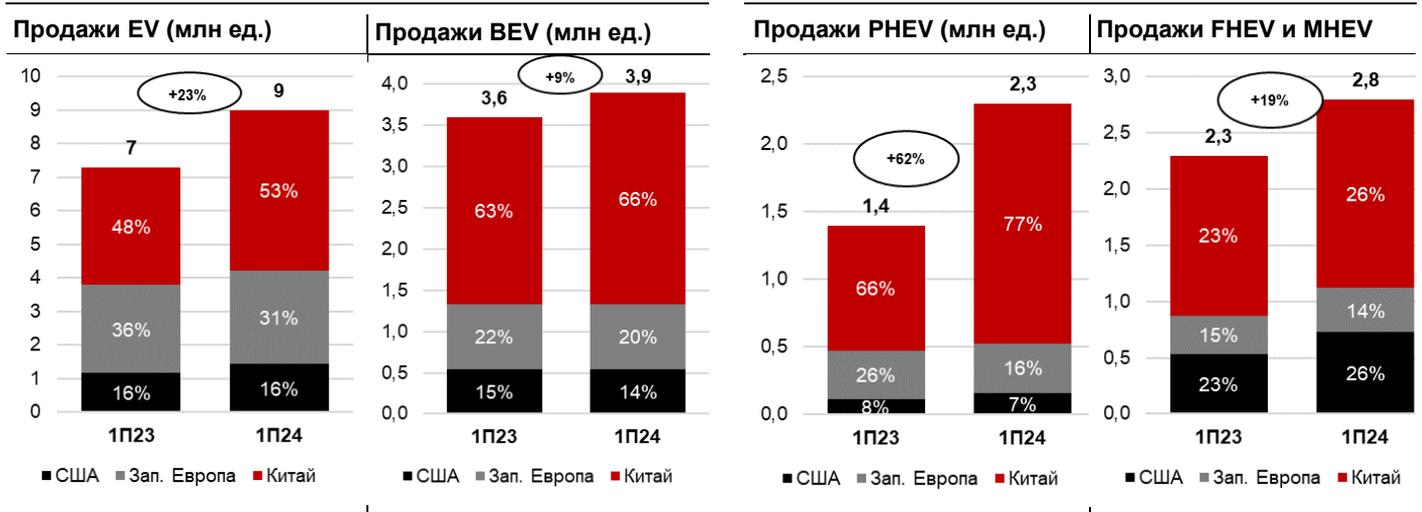


Источник: Investing, Альфа-Банк

Источник: Investing, Альфа-Банк:

Цены на **никель**, как и весь сырьевой сектор, находились под давлением с 2023 года, получив небольшую передышку весной 2024 года. На фоне сокращения предложения за счет производителей с высокой себестоимостью цена достигла уровня выше \$21 000/т, перейдя к стабилизации в диапазоне \$16 000-16 700/т в сентябре и преодолев отметку \$18 000 на этой неделе. По данным Vale и Glencore, совокупные затраты на производство в 2023 году составляли \$16 854 и \$ 19 202 за тонну никеля соответственно, из чего можно сделать вывод, что текущий уровень цен убыточен для большинства маржинальных производителей. ВНР в июле 2024 года анонсировала временную приостановку производства на своем проекте Western Australia Nickel в связи с избытком альтернативного предложения «дешевого» никеля. Речь, на наш взгляд, идет о растущих поставках никелевого чугуна из Индонезии. Актив ВНР в Австралии закончит производить никель с октября 2024 года. Решение о возобновлении производства будет вновь рассмотрено в феврале 2027. В этой связи стоит упомянуть, что Норникель является поставщиком премиального никеля, используемого в производстве аккумуляторных батарей. Согласно недавнему заявлению компании, Норникель планирует в течение ближайшего года принять решение о начале следующего этапа проекта по созданию батарейных материалов. Речь идет о строительстве пилотной установки для производства 10 тонн материала в год. Потребности российского рынка в катодных материалах к 2030 году компания оценивает приблизительно в 10 тыс. тонн в год, спрос на мировом рынке оценивается в миллионах тонн. **Наш базовый прогноз предполагает стабилизацию цены на никель на уровне \$20 000/т в 2025 на фоне ослабления доллара США, благоприятной макроэкономической повестки и влиянии инфляции на себестоимость производства (cost push).**

В контексте роста спроса на премиальный никель, согласно статистике за 2К24 от PwC, можно упомянуть, что доля рынка электромобилей продолжает расти. Во 2К24 37% от новых проданных автомобилей были BEV, PHEV или гибриды, что на 30% выше г/г. Анализ рынка демонстрирует, что совокупные продажи электромобилей выросли на 21% г/г, в то время как продажи автомобилей с ДВС сократились на 9% г/г. Большой процент роста принадлежит Китаю, где продажи PHEV в 2К24 выросли на 98% г/г, преодолев отметку в 1 млн проданных автомобилей за квартал. Согласно прогнозам PwC, в 2024 Китай нарастит экспорт электромобилей на 57% г/г. Китай продолжает анонсировать меры по экономической поддержке, снижая ставки кредитования и нормативы обязательных резервов банков.



Source: PwC and Strategy, Альфа-Банк

Позитивная динамика рынка электромобилей также оказывает поддержку ценам на **медь**. По данным IEA (International Energy Agency), электромобиль в среднем содержит 53 кг меди в сравнении с 22 кг в автомобилях с ДВС. На базе прогнозируемого спроса на электромобили можно оценить рост спроса на медь по данному сегменту с 210 тыс. тонн до 1,8 млн тонн к 2030 году.

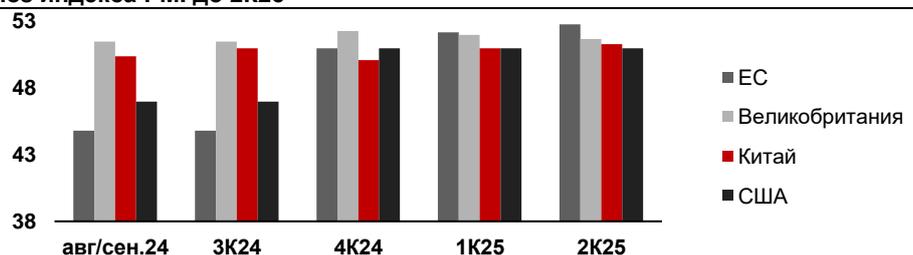
#### Спрос на металлы и минералы EV vs ДВС

	EV (кг)	ДВС (кг)
Графит	66,3	
Медь	53,2	22,3
Никель	39,9	
Магний	24,5	11,2
Кобальт	13,3	
Литий	8,9	
Редкоземельные металлы	0,5	
Цинк	0,1	0,1
Другие	0,3	0,3

Источник: IEA, Альфа-Банк

В целом, медь (или «Доктор Медь») цена на которую преодолела отметку \$ 10 000 за тонну, продолжает служить индикатором макроэкономических настроений в реальном секторе экономики. Инвестиционная составляющая спроса на медь остается чувствительной к данным по прогнозам экономического роста, уровням безработицы и инфляции. В августе цены на металл вышли из негативного тренда в ответ на смягчение риторики ФРС, а также при поддержке локального дефицита, возникшего на фоне сокращения предложения после протестов в Латинской Америке, закрытия рудника Vale и анонсированного сокращения производства Anglo American. На рынке меди в целом наблюдается структурный дефицит из-за фактического отсутствия новых крупных проектов. В настоящий момент участники отрасли исходят из того, что минимальный уровень цен на медь, который делает новые проекты привлекательными, составляет \$10 000-11 000 за тонну. Позитивный взгляд на перспективы индекса PMI на ключевых рынках также говорит в поддержку роста потребления меди в связи с ростом темпов электрификации, развитием энергетической инфраструктуры и урбанизации. **Мы видим перспективы стабилизации цены на медь выше \$10 000 за тонну в 2025 году.**

#### Прогноз индекса PMI до 2K25

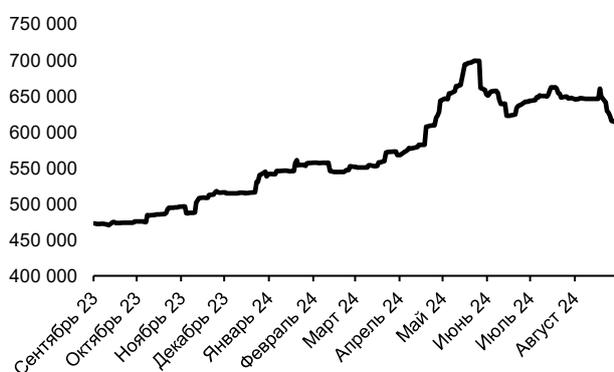


Source: Trading Economics, Альфа-Банк



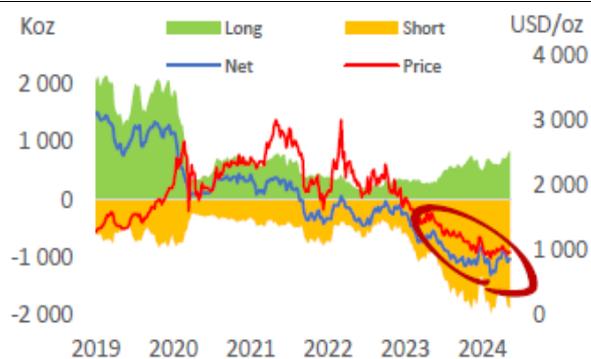
На рынке МПГ, где с конца 2023 установился паритет цен на платину и палладий, наметился позитив на волне смягчения монетарной политики и сохраняющихся рисков снижения предложения. Палладий с начала сентября восстановился выше \$1 000 за унцию, вернув на время традиционную премию к платине. МПГ продолжают играть важную роль в переходе к «зеленой экономике», как в ДВС, так и в гибридных электромобилях и водородных двигателях. **Мы предполагаем для платины небольшой апсайд относительно текущих уровней, до \$1 000 за унцию в 2025. Также мы видим потенциал сохранения цены на палладий в \$1 100 за унцию в ответ на восстановление активности в автомобильном сегменте и на фоне в целом более благоприятного сентимента для промышленных металлов.** При этом важно отметить, что на данный момент по данным Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), фьючерсы на палладий продолжают оставаться в короткой позиции (net short). Цена на палладий остается более чувствительной к спекулятивной торговле. Количество физического палладия в ETF находится на отметке 0,6 млн унций в сентябре. Для перехода фьючерса в территорию net-long потребуются более четкие сигналы роста спроса со стороны автомобильного сектора, который обеспечивает 2/3 спроса на МПГ.

### Запасы палладия в ETF, унции



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

### Чистая позиция по дериватам на Pd



Источник: CFTC

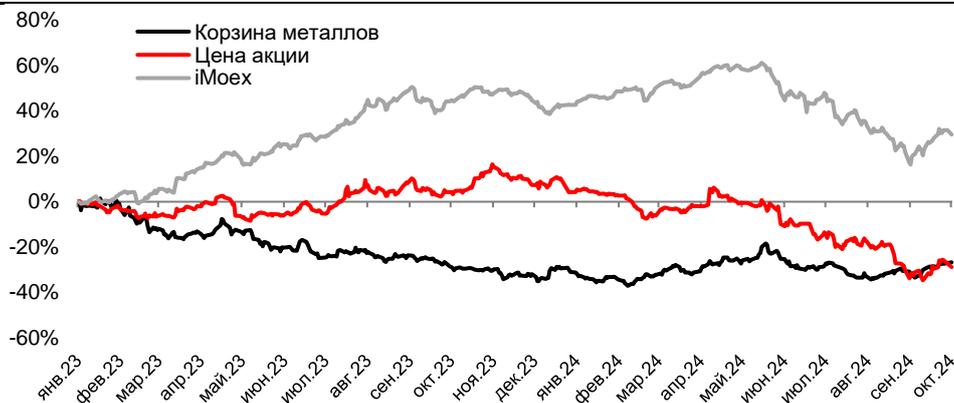
Рост затрат на производство при значительном падении стоимости корзины МПГ представляет значительные сложности для производителей по всему миру. Для иллюстрации, затраты на производство МПГ у Anglo American Platinum в 1П24 составляли \$957 на унцию, что наглядно демонстрирует минимальную маржинальность бизнеса при ценах в диапазоне \$900-1 000 за унцию МПГ. С точки зрения предложения добыча первичного палладия в ЮАР может сократиться, так как основные месторождения платиноидов уже в значительной степени истощены, а затраты растут. Также есть объективные риски роста объемов вторичной переработки.



## Оценка компании и прогноз финансовых показателей

Акции Норникеля с июля 2023 торговались в некотором отрыве от динамики корзины, что отражало, в том числе, отложенный эффект ценовой динамики на финансовые результаты компании, а также ожидания по дивидендам. На данный момент мы наблюдаем разворот в сторону исторической корреляции.

**Динамика акций Норникеля vs корзины металлов**



Источник: Investing, Альфа-Банк

Наш прогноз финансовых показателей Норникеля предполагает восстановление объемов производства и продаж в 2025 году и цены выше текущих уровней. Для наших модельных вычислений мы используем среднюю цену никеля в \$20 000/т, меди в \$10 000/т и палладия на уровне \$1 100/т в 2025 году. Ожидаемое ослабление рубля окажет поддержку в части себестоимости. Продажи сопутствующих товаров также должны способствовать выходу маржи к историческим значениям на уровнях выше 45%. Наш метод оценки включает дисконтирование денежных потоков компании на 5-летнем горизонте, а также оценку на основе прогнозных мультипликаторов на 2025 год на уровне 5x для EV/EBITDA и 7x для PE, что ниже исторических уровней компании. Мы считаем дисконт по мультипликаторам оправданным и уже заложенным рынком в текущую стоимость акции. Тактическое понижение целевой цены до ₹135 за акцию (потенциал роста 23%; **ВЫШЕ РЫНКА**) отражает более глубокую просадку по финансовым показателям компании в ответ на ухудшение конъюнктуры рынка цветных металлов и МПГ и других внешних факторов, затрагивающих деятельность компании. Наш анализ показывает, что при 10%-м снижении или росте цен на металлы целевая цена варьирует в диапазоне 100-170 руб. за акцию. Текущий прогноз по EBITDA на 2024 год находится на уровне \$4,89 млрд, или ₹440 трлн, что предполагает снижение на 29% г/г. СДП по итогам года может оказаться в отрицательной территории с учетом значительных капиталовложений, но с поправкой на возможное высвобождение оборотного капитала во втором полугодии и оптимизации капитальных затрат.

По нашей оценке, вернуться к дивидендным выплатам в 2024 г. Норникель сможет при положительной переоценке оборотного капитала (в случае его снижения) при условии разрешения логистических сложностей и/или на фоне возможного снижения планов по капиталовложениям. Свободный денежный поток также следует корректировать на процентный расход по обслуживанию долга, который на конец первого полугодия составлял \$12 млрд. В календарном 2024 г. Норникель перечислил дивиденды за 9M23 на общую сумму ₹139,9 млрд, что предполагает 6%-ю дивидендную доходность к средней цене акции в 2024 году. Вероятность дивидендов по итогам 9M2024 остается низкой.

Финансовые результаты Норникеля отражают общемировые тренды по рынку металлов, а также непрогнозируемый эффект от беспрецедентных страновых ограничений, с которыми столкнулась компания. Норникель сохраняет уверенные позиции на рынке, продолжая демонстрировать лидерство в части затрат. Акции компании демонстрировали схожую динамику относительно мировых компаний-аналогов, но их динамика была хуже динамики российского рынка акций и лучше динамики корзины металлов. Мы видим перспективу переоценки акций компании на волне положительной динамики корзины металлов и позитивной динамики российского фондового рынка.



## Финансовые показатели Норникеля

Цена (₽ за акцию)	110,0 ₽		Рейтинг		ВЫШЕ РЫНКА	Целевая цена (₽ за акцию)	135,0 ₽	WACC	20%					
Тикер	GMKN		Кап-я (₽ млн)		1 681 497 ₽									
	2 022	2 023	2024П	2025П	2026П	Производство	2022	2023	2024П	2025П	2026П			
Средняя цена акции, ₽	174,9	157,7	110	110	110	Никель, тыс. т	219	209	194	209	209			
Рын. капитализация, ₽ млн	2 673 581	2 410 656	1 681 497	1 681 497	1 681 497	Медь, тыс. т	433	425	422	425	425			
EV средняя, ₽ млн	3 348 917	3 089 931	2 502 232	2 344 694	2 165 353	Платина, тыс. унций	652	664	605	665	665			
<b>Отчет о прибылях/убытках</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	Палладий, тыс. унций	2 790	2 692	2 451	2 650	2 650			
Выручка	1 184 477	1 231 711	1 035 780	1 340 914	1 344 676									
Операционные затраты	(481 941)	(602 301)	(572 477)	(664 332)	(657 347)	<b>Цены</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>			
Валовая прибыль	702 536	629 410	463 303	676 582	687 329	Никель, \$/т	26 042	21 687	17 355	20 000	20 000			
Маржа по валовой прибыли	59%	51%	45%	50%	51%	Медь, \$/т	8 810	8 559	9 416	10 000	10 000			
Административные и коммерческие расходы	109 795	117 361	121 394	126 530	129 147	Платина, \$/унц	961	971	956	1 000	1 000			
<b>ЕБИТДА</b>	<b>618 792</b>	<b>589 595</b>	<b>440 777</b>	<b>668 465</b>	<b>677 714</b>	Палладий, \$/унц	2 106	1 341	977	1 100	1 100			
Маржа по ЕБИТДА	52%	48%	43%	50%	50%									
Амортизация	73 909	115 085	124 110	169 293	159 381	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>			
ЕБИТ	546 046	474 510	300 908	499 172	518 333	EV/Выручка	2,8	2,5	2,4	1,9	1,8			
<b>Чистая прибыль</b>	<b>429 343</b>	<b>251 769</b>	<b>182 473</b>	<b>345 033</b>	<b>361 631</b>	Динамика выручки	-5%	-15%	-21%	21%	0%			
Маржа чистой прибыли	36%	20%	18%	26%	27%	Динамика затрат	0%	12%	20%	4%	-14%			
Акции в обращении, млн ед.	15 286	15 286	15 286	15 286	15 286	EV/ЕБИТДА	5,4	5,2	5,9	3,9	3,8			
EPS, руб.	28,1 ₽	16,5 ₽	11,9 ₽	22,6 ₽	23,7 ₽	Динамика ЕБИТДА	-17%	-21%	-32%	42%	-1%			
DPS, руб.	0,00 ₽	9,15 ₽	8,71 ₽	1,50 ₽	10,10 ₽	EV/ЕБИТ	6,1	6,5	8,0	5,1	5,1			
<b>Движение ден. ср-в (₽ млн)</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	PE	6,2	9,6	9,3	5,1	5,2			
Операционный поток	323 312	495 364	351 057	511 004	523 804	Динамика ч. прибыли	-39%	-41%	-24%	83%	-3%			
Опер. поток на акцию	21,2 ₽	32,4 ₽	23,0 ₽	33,4 ₽	34,3 ₽	Див. доходность	0%	6%	2%	4%	4%			
Капиталовложения	282 950	253 442	225 000	285 000	190 000	P/OPCFPS	8,3	4,9	4,3	3,4	3,6			
<b>СДП</b>	<b>30 328</b>	<b>229 384</b>	<b>81 245</b>	<b>222 344</b>	<b>328 558</b>	P/FCFPS	88,2	10,5	15,2	7,8	8,8			
СДП на акцию	1,98 ₽	15,01 ₽	5,31 ₽	14,55 ₽	21,49 ₽	Доходность по СДП	1%	10%	7%	13%	11%			
Долг привлеченный	682 914	466 583	347 670	237 500	152 000	Чистый долг/ЕБИТДА	1,1	1,2	1,9	1,1	1,0			
Долг выплаченный	(543 489)	(563 608)	(279 000)	(237 500)	(152 000)	Чистый долг/капитал	1,1	1,0	1,0	0,7	0,5			
Дивиденды выплаченные	-	(139 920)	(133 110)	(22 869)	(154 463)	ROA	21%	10%	8%	13%	11%			
Финансовый денежный поток	(346 290)	(205 437)	(125 640)	(22 869)	(154 463)	ROE	77%	37%	24%	33%	27%			
Чистое изм. ден. позиции	(299 410)	31 354	(44 395)	203 135	179 341	ROCE	29%	22%	14%	18%	16%			
Денежные средства на конец отчетного периода	132 357	191 840	147 485	358 814	538 154	ROIC	34%	28%	14%	18%	17%			
						ROIC/WACC	1,9	1,5	15%	22%	23%			
<b>Отчет о фин. положении (₽ млн)</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	P/CE	1,8	1,4	0,8	1,1	1,1			
Оборотные активы	591 227	658 508	601 476	895 296	1 070 168	EV/IC	2,6	2,3	0,9	0,8	0,7			
Денежные средства	132 357	191 840	147 485	358 814	538 154	Price/book	4,4	3,5	1,6	1,3	1,2			
Основные средства	1 143 964	1 361 599	1 632 411	1 838 808	1 869 427									
Внеоборотные активы	1 223 179	1 456 169	1 735 371	1 947 488	1 978 107									
Всего активы	1 814 406	2 114 677	2 336 848	2 842 784	3 048 275									
Краткосрочные об-ва	302 129	388 843	565 155	650 500	648 824									
Долгосрочные обязательства	505 564	482 272	869 760	918 080	918 080									
Чистый долг	675 336	679 275	820 735	663 196	483 856									
Итого обязательства	1 211 946	1 433 670	1 434 915	1 568 580	1 566 904									
Итого капитал	602 460	681 007	772 783	1 137 879	1 345 047									
Миноритарии	101 497	107 340	129 150	136 325	136 325									
Всего капитал и обязательства	1 814 406	2 114 677	2 336 848	2 842 784	3 048 275									

Источник: данные компании, Альфа-Банк



### Модель DCF и оценка WACC Норникеля

Модель DCF	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	LT
Прогнозный год	1	2	3	4	5	
ЕВИТ	317 625	499 172	518 333	552 550	589 970	495 530
Налог на ЕВИТ	(63 525)	(99 834)	(103 667)	(110 510)	(117 994)	(99 106)
ЕВИТ после налогообложения	254 100	399 338	414 667	442 040	471 976	396 424
Амортизация	131 005	169 293	159 381	166 156	168 167	158 800
Капиталовложения	(237 500)	(285 000)	(190 000)	(190 000)	(190 000)	(190 000)
Динамика оборотного капитала	6 760	(3 322)	2 792	1 273	9 730	9 730
СДП	154 365	280 309	386 839	419 469	459 872	374 954
WACC, %	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Дисконт	0,84	0,70	0,58	0,49	0,41	0,41
Приведенная стоимость СДП	128 907	195 476	225 276	203 992	186 758	152 272
<b>Расчет справедливой стоимости</b>				<b>WACC</b>		
Приведенная стоимость СДП	940 410			Долг		1 022 010
Темп роста терминальный (%)	2,0%			Стоимость заемного капитала		18,0%
Терминальная стоимость	875 080			Ставка налога на прибыль		20%
Доля терминальной стоимости	48%			Эффективная ставка		14%
Оценка компании	1 815 490			Рыночная капитализация		1 681 497
Стоимость инвестиций	11 495			Безрисковая ставка		16%
Доля миноритариев	136 325			Премия за риск инвестиций в акции		7%
Чистый долг	(866 331)			Бета-коэффициент		1,00
Стоимость собственного капитала	1 096 979			Стоимость соб. капитала		23%
Кол-во акций, млн ед.	15 286			Заемный/акционерный капитал		38%
Собств. капитал на акцию, Р	71,8			WACC		20%

### Оценка по мультипликаторам

	2025П чистый долг	530 557 Р	596 877 Р	663 196 Р	729 516 Р	795 836 Р	
		-20%	-10%	Базовый	10%	20%	
	2025П EBITDA	481 295 Р	601 619 Р	668 465 Р	735 312 Р	802 158 Р	
	3	60 Р	79 Р	88 Р	97 Р	105 Р	
	4	91 Р	118 Р	132 Р	145 Р	158 Р	
	5	123 Р	158 Р	175 Р	193 Р	210 Р	
	EV/EBITDA	6	154 Р	197 Р	219 Р	241 Р	263 Р
		-20%	-10%	Базовый	10%	20%	
	2025П EPS	18,1 Р	20,3 Р	22,6 Р	24,8 Р	27,1 Р	
	2025П чистая прибыль	276 026 Р	310 529 Р	345 033 Р	379 536 Р	414 039 Р	
	6	108 Р	122 Р	135 Р	149 Р	163 Р	
	7	126 Р	142 Р	158 Р	174 Р	190 Р	
	8	144 Р	163 Р	181 Р	199 Р	217 Р	
	P/E	9	163 Р	183 Р	203 Р	223 Р	244 Р
		10	181 Р	203 Р	226 Р	248 Р	271 Р

Источник: Альфа-Банк

### Оценка акций Норникеля

			Оценка	Вес
	DCF	20%	72 Р	33%
	EV/EBITDA (x)	5	175 Р	33%
	PE (x)	7	158 Р	33%
			Целевая цена	135 Р
			Потенциал роста	23 %
			Рекомендация	ВЫШЕ РЫНКА

Источник: Альфа-Банк



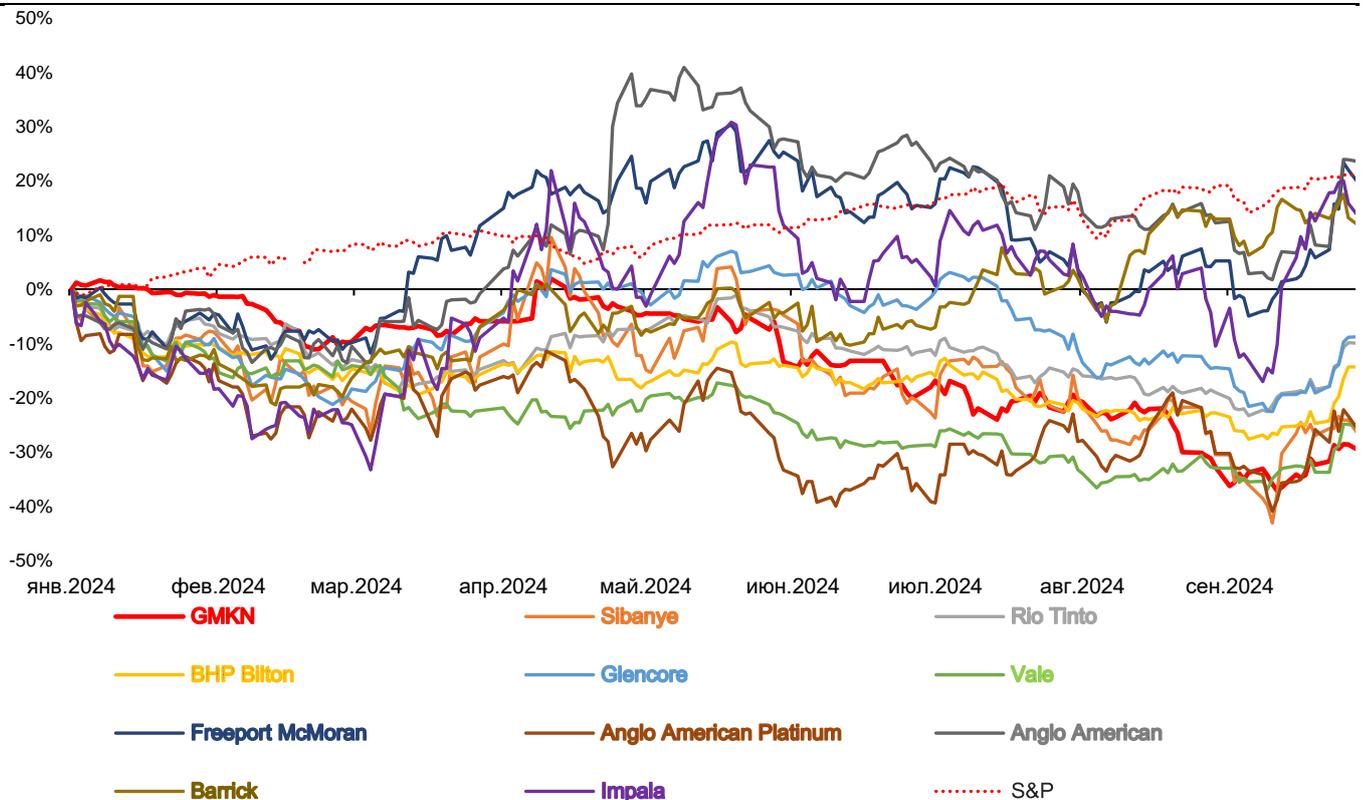
### Сравнительный анализ по мультипликаторам

Диверсифицированные компании	Цена, \$	Кап-я, \$ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Россия</b>											
Норникель	1,2	17 700	2,5x	2,4x	1,7x	5,2x	5,7x	3,5x	9,2x	4,9x	4,6x
<b>Зарубежные</b>											
BHP Billiton	31,1	157 569	3,0x	3,0x	3,2x	5,9x	5,8x	5,9x	11,0x	11,7x	13,0x
Rio Tinto	70,7	120 767	1,6x	2,3x	2,3x	3,6x	5,2x	5,0x	7,1x	10,6x	10,6x
Glencore Xtrata Plc.	5,7	69 640	0,5x	0,4x	0,4x	5,7x	6,1x	5,0x	10,5x	15,5x	12,5x
Vale	11,8	53 470	1,9x	1,5x	1,6x	4,3x	3,7x	3,7x	6,8x	5,7x	6,0x
Anglo American	32,6	39 987	1,5x	1,8x	1,8x	4,9x	5,5x	5,3x	13,3x	17,0x	15,0x
Freeport McMoran	50,8	73 021	2,6x	3,0x	2,8x	6,9x	7,3x	6,3x	27,7x	32,1x	24,3x
Southern Peru Copper	117,3	92 167	6,2x	8,2x	8,0x	11,9x	14,3x	13,7x	22,1x	26,1x	25,4x
Anglo Platinum	38,1	10 120	2,0x	1,5x	1,5x	8,9x	5,8x	5,7x	16,2x	13,1x	12,0x
Antofagasta	26,3	25 883	3,1x	4,0x	3,6x	6,4x	7,6x	6,5x	26,3x	32,8x	23,0x
Alcoa	39,2	10 119	1,0x	1,0x	0,9x	18,8x	8,6x	5,9x	-	76,2x	15,6x
FMG	13,7	42 275	2,8x	2,3x	2,8x	4,7x	3,9x	5,7x	8,1x	6,9x	11,7x
Boliden	33,6	9 178	1,4x	1,3x	1,2x	7,4x	6,5x	5,8x	16,2x	12,3x	11,3x
KGHM	42,0	8 394	0,8x	1,1x	1,0x	5,6x	4,8x	4,3x	29,1x	11,8x	8,2x
Jiangxi copper	2,0	10 007	0,1x	0,2x	0,2x	4,6x	7,4x	7,3x	2,5x	9,7x	13,0x
IGO	3,9	2 977	9,4x	4,8x	7,7x	4,8x	8,6x	15,2x	6,4x	10,1x	42,5x
<b>Средневзвешенное</b>			<b>2,5x</b>	<b>3,0x</b>	<b>3,0x</b>	<b>6,2x</b>	<b>6,8x</b>	<b>6,5x</b>	<b>12,7x</b>	<b>17,0x</b>	<b>15,2x</b>

Производители МПГ	Цена, \$	Кап-я, \$ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Россия</b>											
Норникель	1,2	17 700	2,5x	2,4x	1,7x	5,2x	5,7x	3,5x	9,2x	4,9x	4,6x
<b>Зарубежные</b>											
Anglo Platinum	38,1	10 120	1,4x	1,5x	1,5x	6,5x	5,8x	5,7x	16,2x	13,1x	12,0x
Impala Platinum	6,0	5 464	0,7x	1,0x	0,8x	2,3x	7,1x	4,8x	5,8x	25,0x	15,8x
<b>Средневзвешенное</b>			<b>1,2x</b>	<b>1,3x</b>	<b>1,3x</b>	<b>5,1x</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,4x</b>	<b>12,7x</b>	<b>17,3x</b>	<b>13,3x</b>

Источник: Альфа-Банк

### Динамика акций Норникеля в 2024 г. в сравнении с глобальными аналогами



Источник: Investing, Альфа-Банк



## Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27  
+7 (495)

Москва, Россия 107078  
795-3712

**Начальник управления Акции**  
+7 (495) 783 5101

Вячеслав Савицкий  
[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

### Управление аналитики

#### Начальник управления

Борис Красноженов

[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

#### Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.

[norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3677

### Рынок акций

#### Стратегия

Джон Волш

[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

#### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов

[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Юлия Толстых

[yatolstyh@alfabank.ru](mailto:yatolstyh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Дегтярева

[edegtyareva@alfabank.ru](mailto:edegtyareva@alfabank.ru)  
+7 (495) 010-4889

#### Нефть и Газ

Никита Блохин

[nblokhin2@alfabank.ru](mailto:nblokhin2@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Дегтярева

[edegtyareva@alfabank.ru](mailto:edegtyareva@alfabank.ru)  
+7 (495) 010-4889

#### Потребительский

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева

[ovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян

[aegazaryan@alfabank.ru](mailto:aegazaryan@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

#### Долговой рынок

Мария Радченко

[mgradchenko@alfabank.ru](mailto:mgradchenko@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

#### Торговые операции и продажи (Москва)

##### Продажи

Александр Зоров

[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская

[apoltavskaya@alfabank.ru](mailto:apoltavskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

Валерия Кобяк

[vkobyak@alfabank.ru](mailto:vkobyak@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Иван Леонов

[ileonov@alfabank.ru](mailto:ileonov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0788519)

#### TMT, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова

[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева

[ovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Финансы

Евгений Кипнис

[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Филипп Николаев

[fnikolaev@alfabank.ru](mailto:fnikolaev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

#### Электроэнергетика

Анастасия Егазарян

[aegazaryan@alfabank.ru](mailto:aegazaryan@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

#### Недвижимость

Ирина Фомкина

[ifomkina@alfabank.ru](mailto:ifomkina@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

#### Редактор

Максим Сухманский

[msukhmanskiy@alfabank.ru](mailto:msukhmanskiy@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

#### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев

[didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова

[porekhova@alfabank.ru](mailto:porekhova@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

#### Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Никита Еуров

[neurov@alfabank.ru](mailto:neurov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

#### Торговые операции

Артем Белобров

[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров

[makaroviv@alfabank.ru](mailto:makaroviv@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

#### РЕПО

Олег Морозов

[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 6972)

© Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.