

Обзор рынка. Норникель

22 августа 2019 г.

Акции «Норникель» являются одними из лидеров рынка с начала 2019 года. В течение данного периода бумаги прибавили в цене около 15%, быстро закрыли «дивидендный гэп»¹, после чего стремительно преодолели отметку в 15000 рублей за акцию. Разберем опубликованные на этой неделе финансовые и операционные результаты за первое полугодие, кратко обратим внимание на динамику товарных площадок и определим инвестиционную привлекательность с учетом сложившейся цены на рынке.

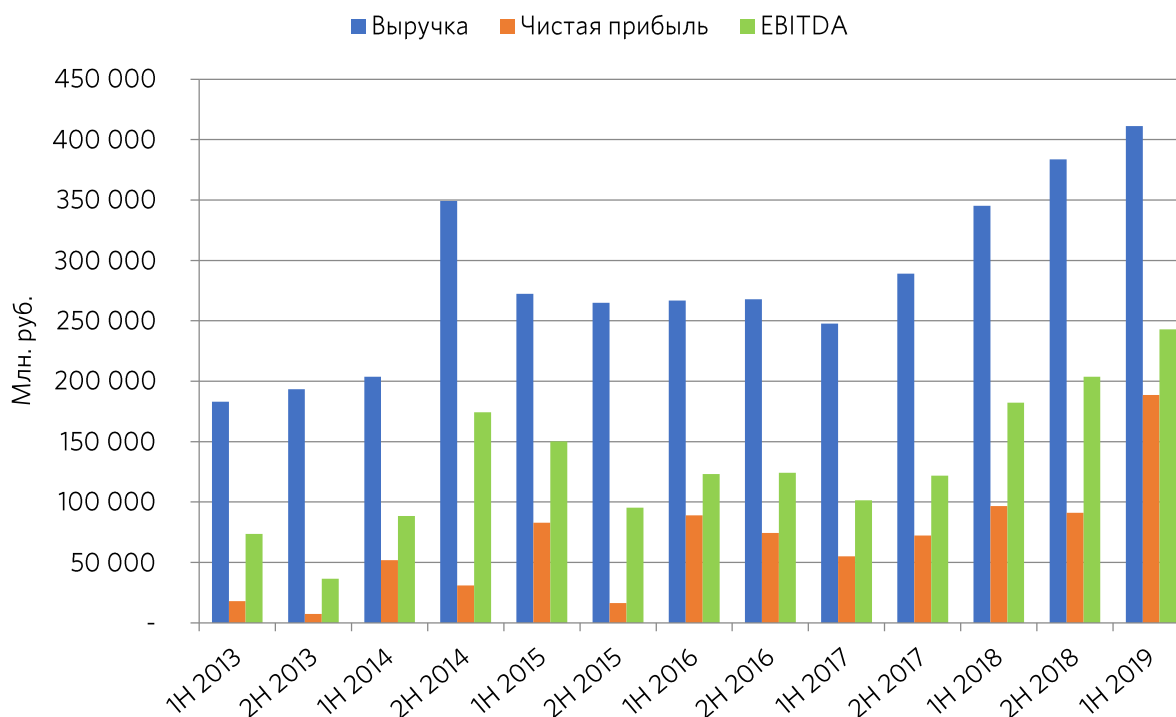


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

Финансовые результаты в валюте с начала года по сравнению с аналогичным периодом годом ранее продемонстрировали значительный рост. Выручка увеличилась на 8%, чистая прибыль выросла на впечатляющие 81%. Показатель EBITDA прибавил 21%. Свободный денежный поток снизился вместе с капитальными вложениями на 15% и 7% соответственно. Снижение свободного денежного потока не является особо значимым, так как выплаты акционерам происходят из показателя EBITDA и в ближайшее время методика их расчета не будет изменена.

22 августа. «Ведомости» – «Норникель» остается сторонником дивидендной формулы, которая привязывает выплаты к свободному денежному потоку, а не к показателю EBITDA, но никаких переговоров об изменении дивидендной формулы акционеры сейчас не ведут, сообщил старший вице-президент «Норникеля» – финансовый директор Сергей Малышев: «Текущая конъюнктура на сырьевых рынках позволит компании сохранить финансовую устойчивость и при действующей дивидендной формуле...»

¹ Резкое снижение котировок перед закрытием реестра под дивиденды с учетом режима торгов

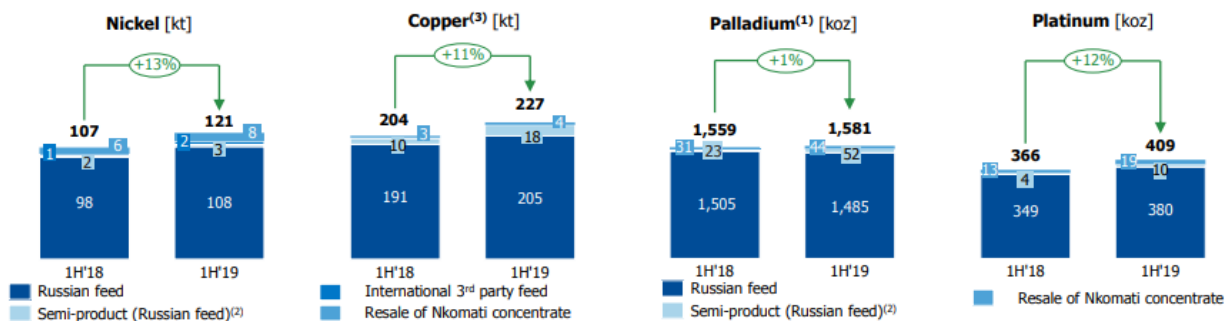


Рисунок 2. Изменение продаж продукции

Главным источником увеличения финансовых показателей компании является рост продаж всех производимых металлов. Продажи никеля, меди, палладия и платины выросли на 13%, 11%, 1% и 12% соответственно. Особое увеличение спроса отмечается в мировом потреблении никеля и палладия.

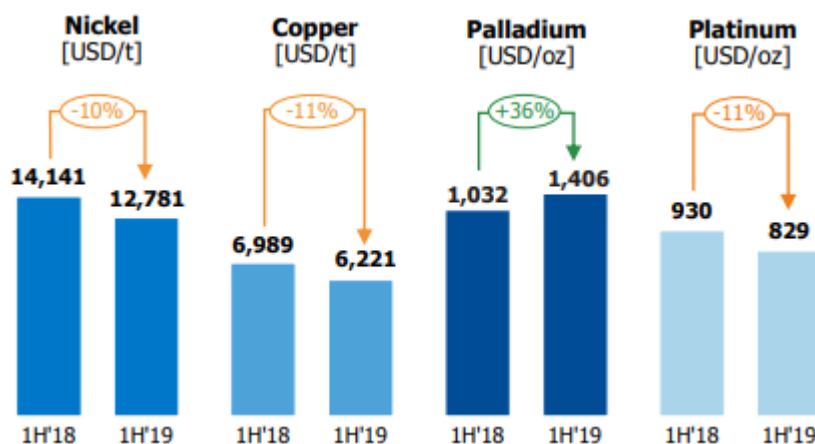


Рисунок 3. Изменение средних цен реализации

Снижение цен реализации никеля, меди и платины было компенсировано ростом цен палладия на 36%, что увеличило долю данного металла в выручке с 36% до 40%. При этом отметим, что компания входит во второе полугодие при благоприятной рыночной конъюнктуре. Цена никеля на сегодня момент составляет 15 600 USD за унцию, платины – 853 USD, меди – 5650 USD, палладия – 1450 USD. Учитывая превалирующую долю палладия и никеля, сохранение данных цен благоприятно скажется на динамике дальнейших результатов.

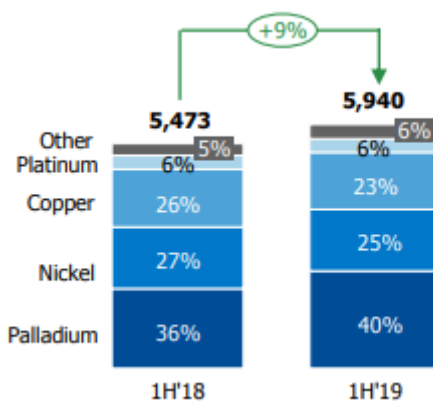


Рисунок 4. Изменение структуры выручки, млн. USD

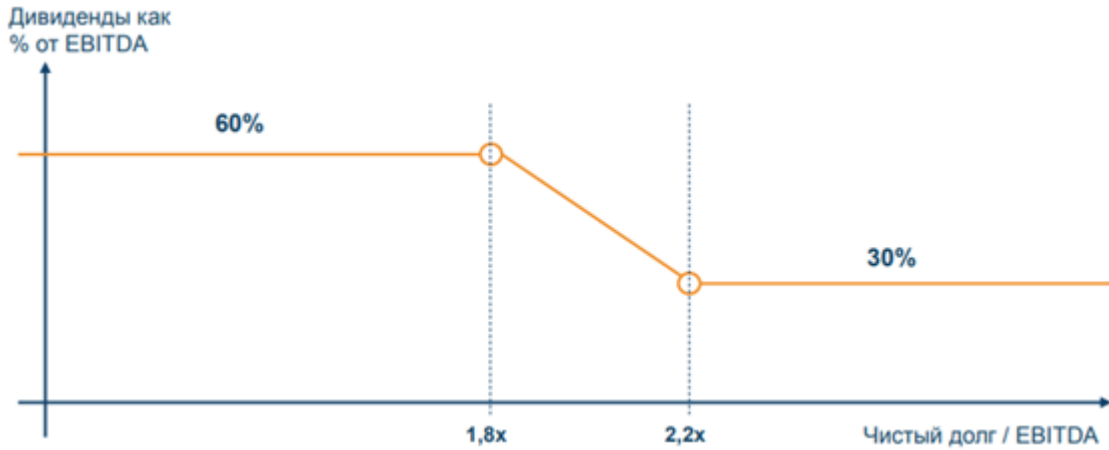


Рисунок 5. Иллюстрация действующей дивидендной политики компании "Норникель" (плавающий коэффициент от 1,8 до 2,2)

Снижение чистого долга за полугодие более чем на 100 млрд. рублей в совокупности с ростом показателя EBITDA позволили компании установить многолетний минимум коэффициента «чистый долг/EBITDA» на отметке 0,8. Ближайшее значение данного показателя, при котором возможно сокращение выплат находится более чем в 2 раза выше текущего.

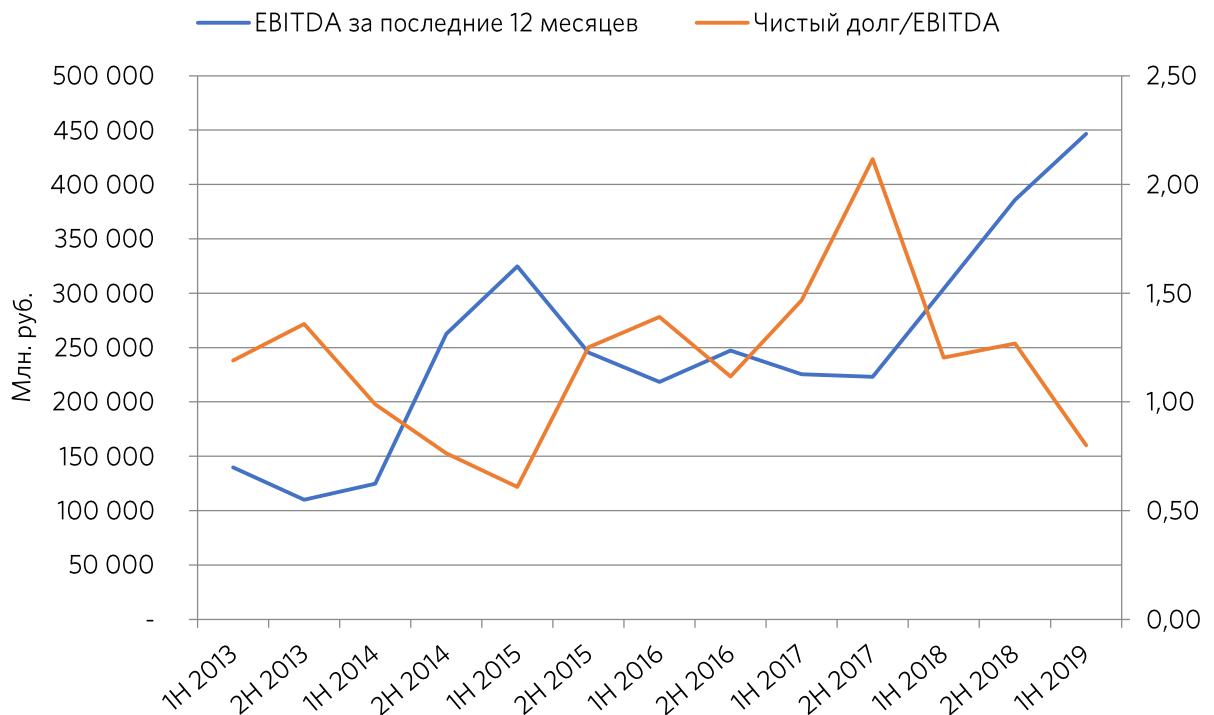


Рисунок 6. Динамика изменения показателя EBITDA за последние 12 месяцев и коэффициента «Чистый долг/EBITDA»

С точки зрения дивидендов прослеживается крайне позитивная динамика. Происходит одновременное стремительное уменьшение коэффициента «Чистый долг/EBITDA» с увеличением значения EBITDA. Размер рекомендованных дивидендов за полугодие составил 883,93 рубля на акцию и соответствует 5,8% доходности.

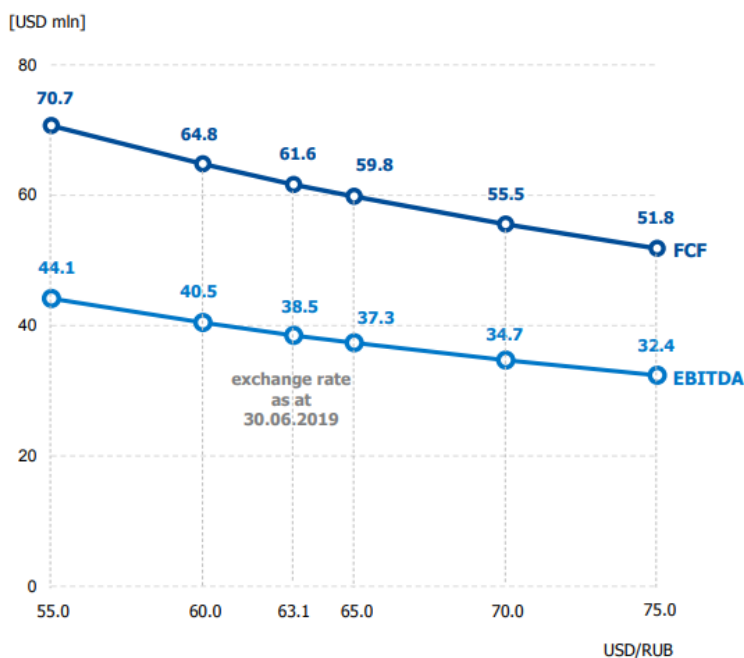


Рисунок 7. Чувствительность результатов к изменению курса валюты

Компания получает дополнительную выгоду от девальвации российской валюты, однако ее размер уменьшается с усилением ослабления рубля. На текущий момент, при цене 65 рублей за 1 американский доллар, 1 % ослабление рубля принесет дополнительные 37,3 млн. USD EBITDA и 59,8 млн. USD свободного денежного потока компании и наоборот в случае укрепления.

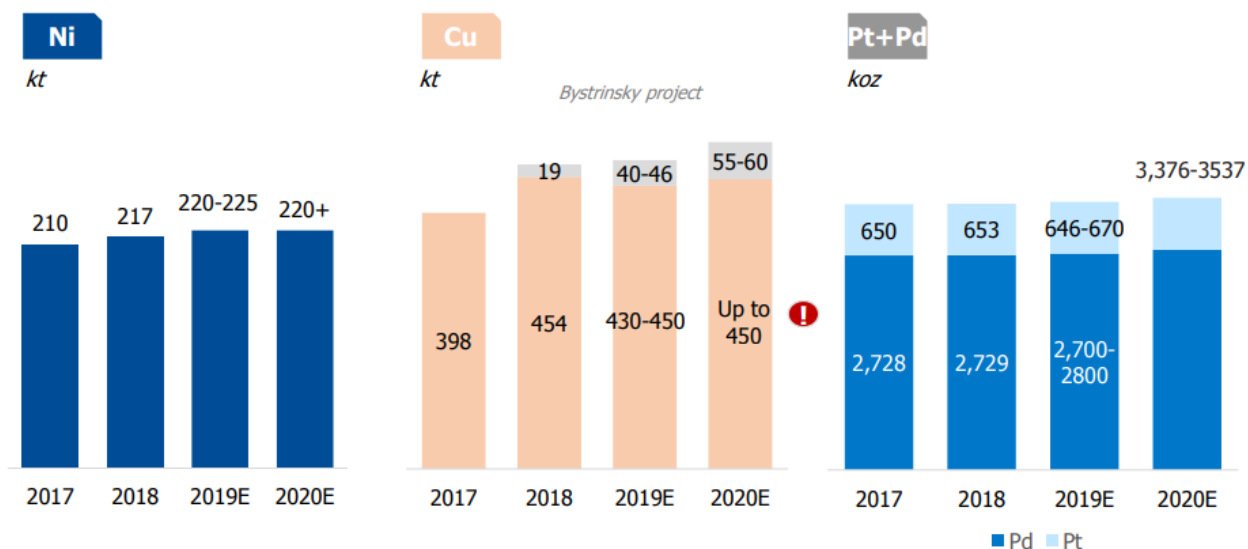


Рисунок 8. Среднесрочный прогноз производства

Вместе с результатами за полугодие компания также представила прогноз производства на ближайший год. В целом, планы остаются стабильными с некоторым увеличением по меди в связи с происходящим выходом на проектную мощность Быстринского месторождения.

Liquidity and Debt Repayment Schedule

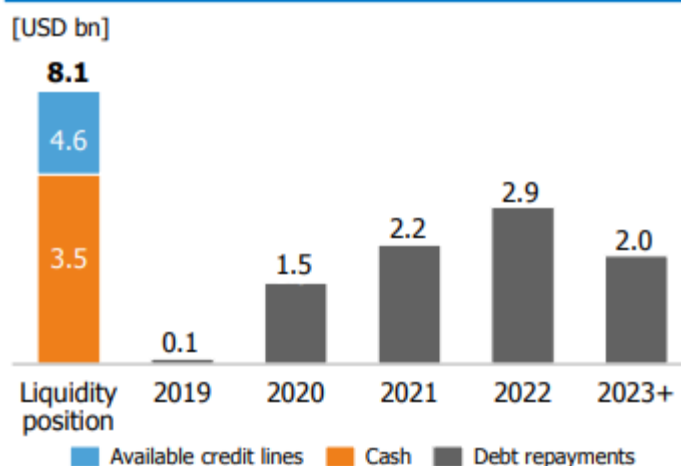


Рисунок 9. Временная структура долга и ликвидные средства компании

Представленная долговая структура не вызывает опасений. Средства на счетах практически полностью покрывают выплаты до конца 2021 года. Отражением финансовой устойчивости компании, как уже было упомянуто ранее, является низкий коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА».

«Норникель» остается перспективной компанией с выгодным положением на рынке, однако открытым остается вопрос цен на товарных площадках. В последнее время мы увидели взрывной рост цен на палладий, сменой чему стал рост цен на никель. Со своих низов в начале года котировки никеля прибавили около 50% и находятся вблизи многолетнего максимума, а цены на палладий последовательно штурмуют исторические максимумы, прибавляя более 20% с начала года. Очевидно, что данные движения имеют макроэкономическое обоснование, однако на текущий момент данная реакция выглядит преждевременной. Год назад упоминаемые нами драйверы роста были актуальны, однако на сегодня их среднесрочный эффект выглядит исчерпанным.

На наш взгляд, несмотря на присутствие сильных долгосрочных драйверов, инвестиции в данные бумаги по установившимся ценам слишком рискованны в связи с тем, что сложившаяся рыночная конъюнктура может смениться коррекцией к произошедшим движениям на неопределенный период времени. В дополнение к этому, дополнительным риском остается возможное развитие торговой войны между США и Китаем, что способно негативно отразиться на мировом уровне спроса на продукцию «Норникеля».

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

Клиентский отдел

Полина Юрьевна Яковлева

Начальник клиентского отдела
(342) 210-59-89
yakovlevap@pfc.ru

Роман Рашидович Муталлиев

Портфельный управляющий
mutalliev@pfc.ru