

Обзор рынка. Русал

3 октября 2019 г.

Компания «Русал» продолжает свое восстановление после снятия санкций, при этом сталкиваясь с замедлением мировой промышленности и усложняющимися условиями на рынке алюминия. На сегодня со своих локальных минимумов бумаги прибавили около 25%. Сегодня рассмотрим финансовые и операционные результаты за первое полугодие, а также обновим инвестиционный взгляд на данные акции.

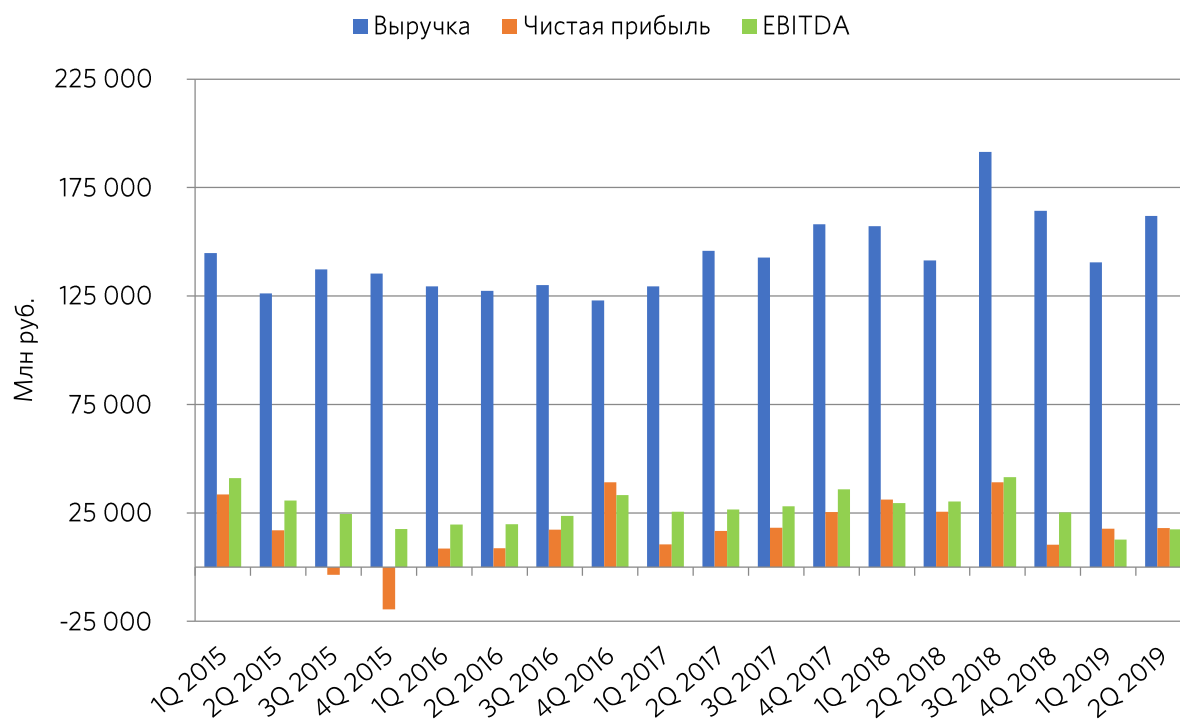


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

В целом, динамика результатов по полугодью остается отрицательной, хотя заметны улучшения в сравнении с предыдущим кварталом. Снижение цен на алюминий в валюте мешает «Русалу» восстановить свои финансовые показатели. Так, его средняя цена за полугодие в сравнении с 2018 годом снизилась на 17,3%. Выручка за полугодие снизилась на 5,2%, чистая прибыль на 41%. Скорректированный показатель EBITDA сократился на 53%. Положительными изменениями являются сокращение чистого долга на 4,5% и увеличение продаж в натуральном выражении на 13,2%.

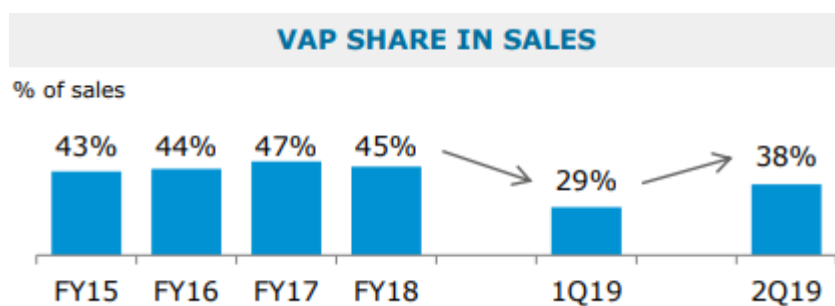


Рисунок 2. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью в объеме продаж

Считаем важным отметить улучшение структуры продаж, выраженное в росте доли продукции с высокой добавленной стоимостью, которое позволяет поддерживать уровень рентабельности в ухудшающихся рыночных условиях. Данный показатель приближается к своим привычным значениям около отметки в 45%. Подобные изменения положительно сказываются на финансовых результатах и показателях рентабельности.

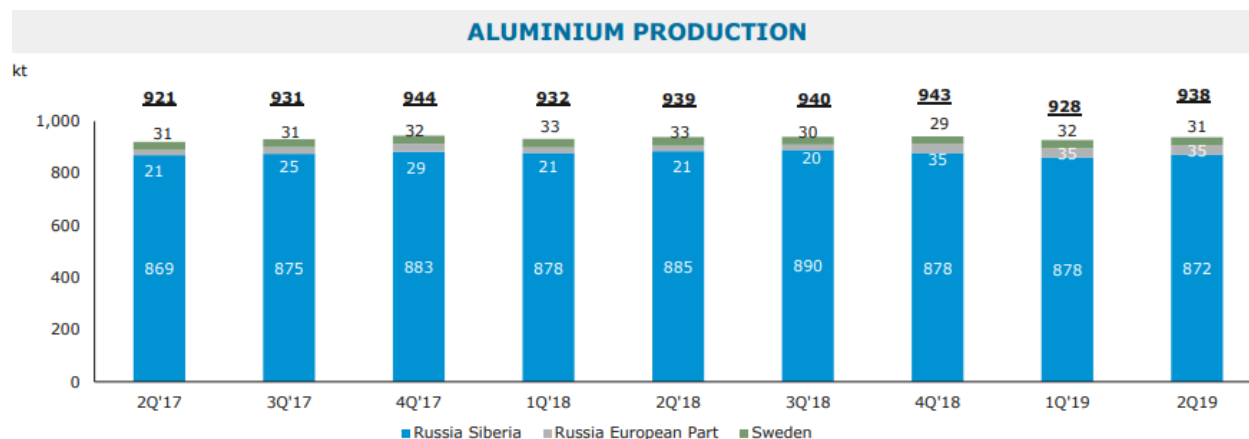


Рисунок 3. Динамика изменения производства алюминия

Несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, «Русал» не снижает уровень производства алюминия. Так, результаты за второй квартал и первое полугодие сопоставимы с прошлогодними значениями. Компания надеется, что восстановление в мировом автомобилестроении поддержит спрос на алюминий в ближайшие годы. Потенциально при подобном сценарии возможна выгодная реализация накопленных запасов.

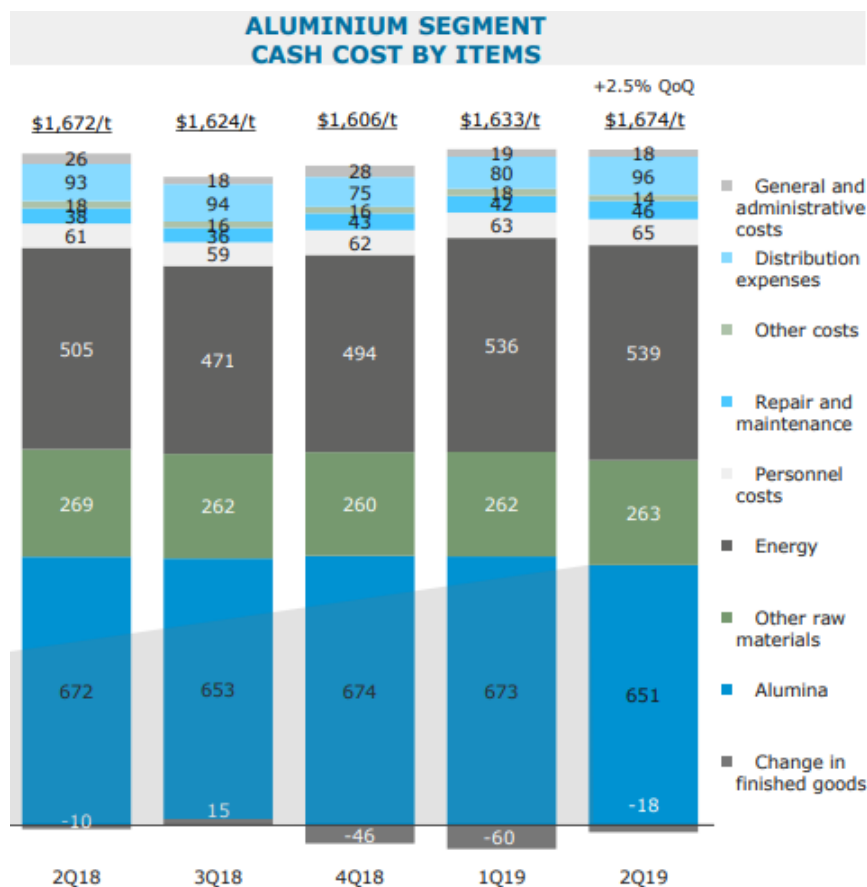


Рисунок 4. Динамика изменения себестоимости производства алюминия

Значение себестоимости так же осталось в рамках своих предыдущих значений, хоть и с ростом к первому кварталу. Снижение цен на металл вызвало приближение значения маржи к нулевой отметке. Согласно актуальным ценам с Лондонской биржи металлов, маржа «Русала» при продаже необработанного алюминия составляет менее 50 USD, что является многолетним минимумом.

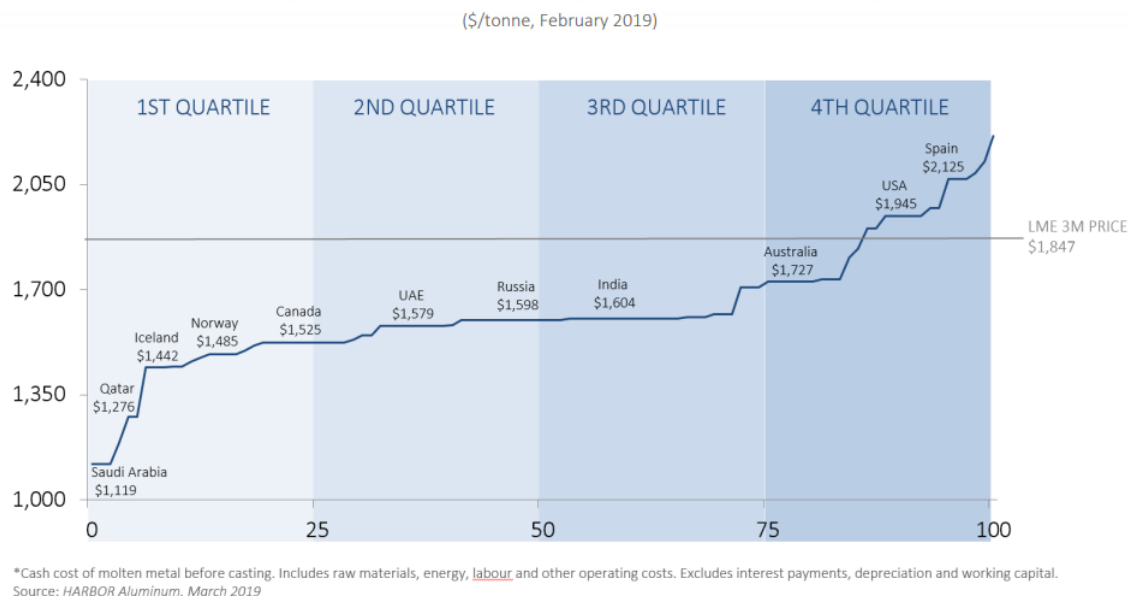


Рисунок 5. Себестоимость алюминия в мире на февраль 2019 (ист. «Harboraluminum»)

На сегодня около половины производителей алюминия находятся на грани рентабельности при продаже необработанного металла. Четверть – уже преодолели вниз нулевую отметку. Сложившаяся на рынке динамика может привести к углублению дефицита. Так, например, запасы LME приблизились к своим многолетним минимумам. Год назад мы обращали внимание на аналогичную ситуацию с никелем.

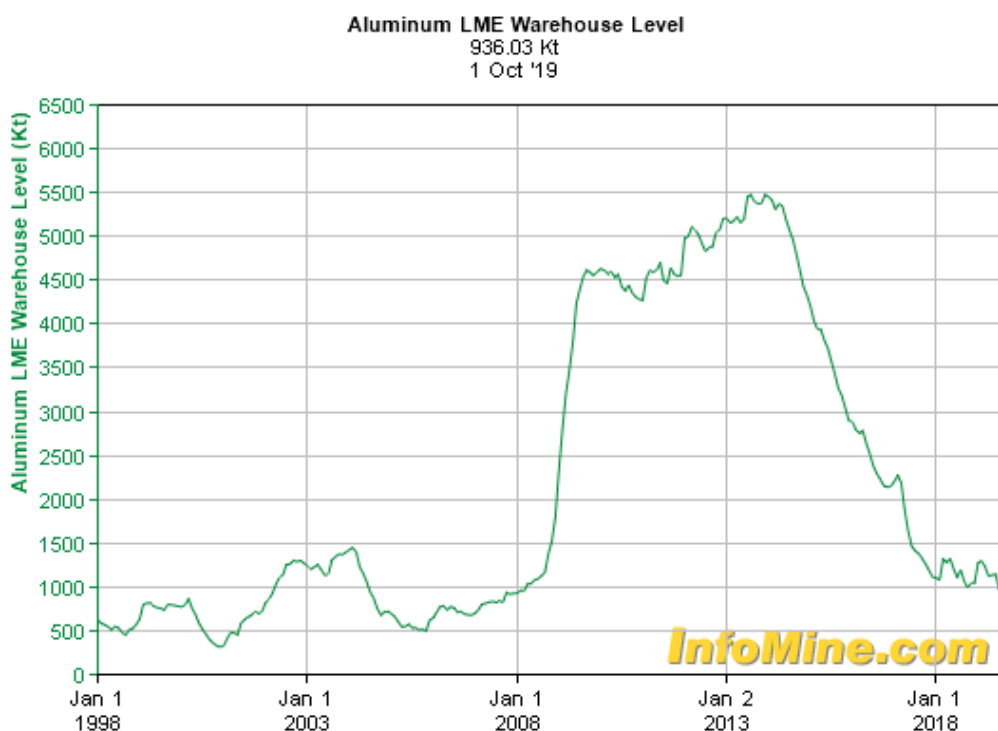


Рисунок 6. Запасы алюминия в хранилищах Лондонской биржи металлов

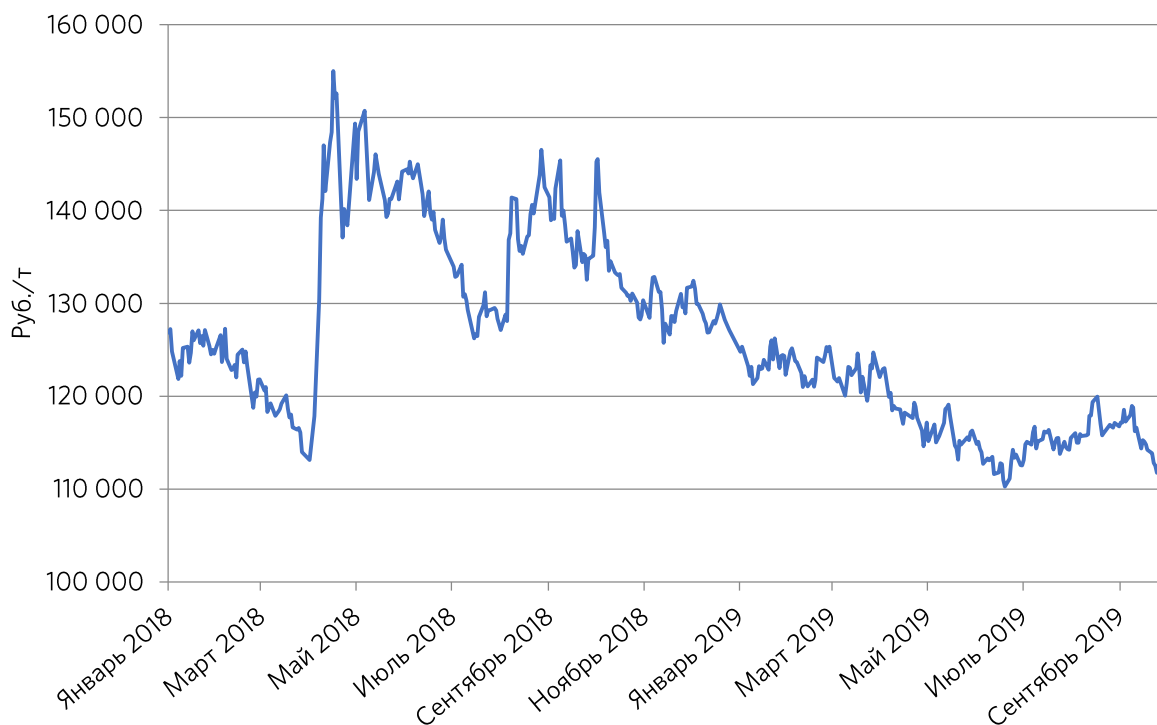


Рисунок 7. Динамика изменения цен на алюминий в рублях (перевод с LME)

Цены в рублях также демонстрируют негативную динамику, не позволяя компании продемонстрировать рост результатов и в российской валюте. Рыночная конъюнктура препятствует улучшению результатов компании, однако стоит отметить, что, на фоне подобных ухудшений, «Русал» остается прибыльной компанией и продолжает постепенно сокращать свой долг.

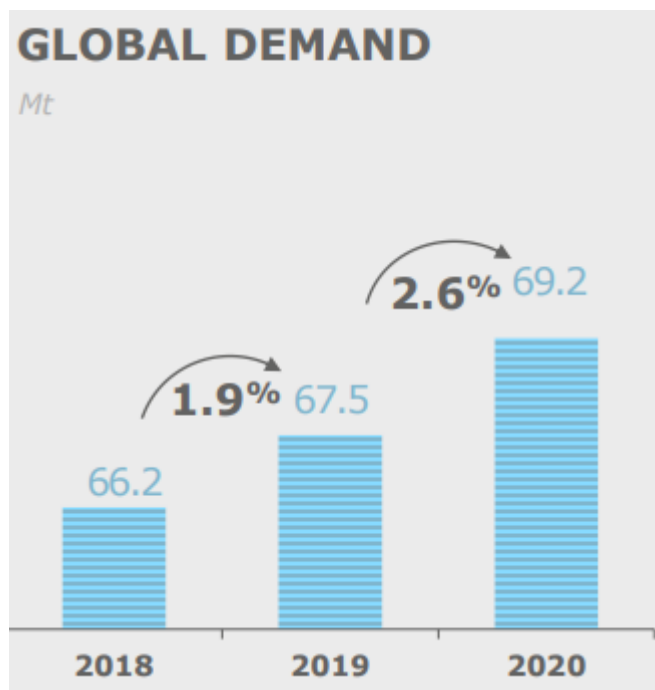


Рисунок 8. Прогноз мирового спроса на алюминий

Как мы уже упомянули ранее, «Русал» прогнозирует увеличение мирового спроса на алюминий в ближайшие годы. Принимая во внимание данный факт в совокупности с

вышесказанным, можно полагать, что в ближайшие месяцы возможна смена глобального тренда цен на алюминий.

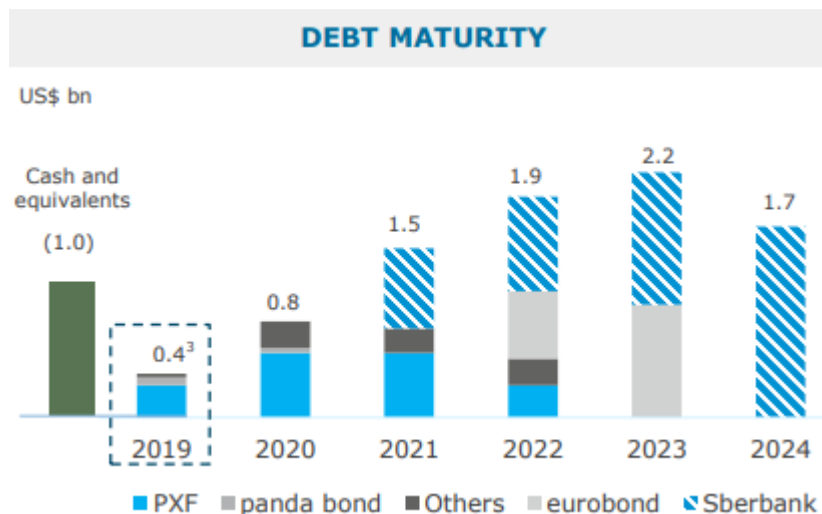


Рисунок 9. Временная структура долга

В ближайшие годы, в случае сохранения текущей рыночной конъюнктуры, возможно возникновение трудностей с выплатой по займам, однако размер денежных средств компании на сегодня позволяет осуществить выплаты следующего года.

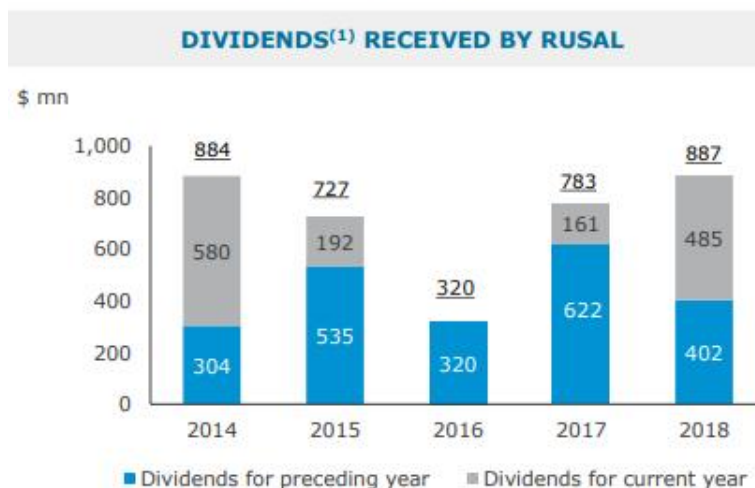
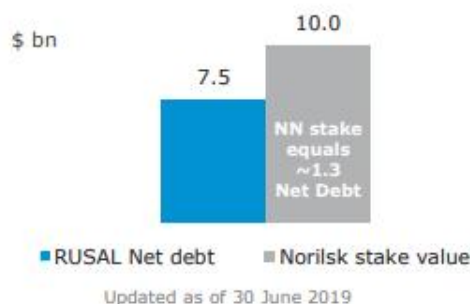


Рисунок 10. Дивиденды от «НорНикеля» и сравнение уровня чистого долга с ценой пакета в «НорНикеле»

Улучшение результатов «НорНикеля» позитивно отразилось на размере выплат акционерам. Помимо этого увеличилась курсовая стоимость акций. Стоимость пакета «Русала» на сегодня значительно превосходит его чистый долг.

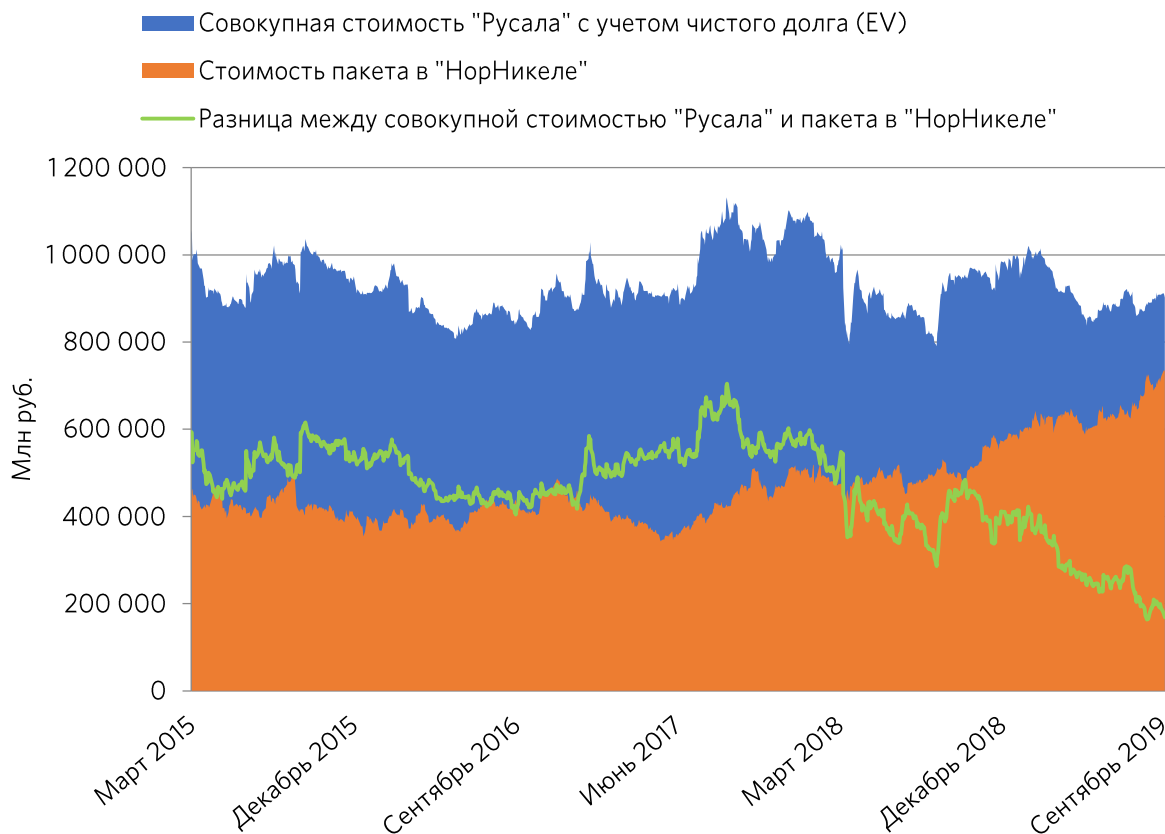


Рисунок 11. Динамика изменения стоимости пакета "Русала" в "НорНикеле" и совокупной стоимости "Русала"

Рынок продолжает обесценивать стоимость «Русала» относительно его пакета в «НорНикеле». При непродолжительном сохранении данного тренда совокупная цена «Русала» сравняется с ценой его пакета в «НорНикеле». Мы считаем, что текущие ценовые уровни являются крайне привлекательными для покупки бумаг «Русала». Для восстановления рынка алюминия на сегодня присутствует достаточно факторов, а пакет в «НорНикеле» продолжает генерировать увеличивающийся дивидендный поток и прибавлять в курсовой стоимости. Очевидно, что подобные покупки являются рискованными, однако формирование подобных условий на рынке является достаточно редким явлением, чтобы игнорировать сложившуюся ситуацию.

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
