

## Обзор рынка. Русал

14 ноября 2019 г.

Акции компании «Русал» последние месяцы характеризуются смешанной динамикой, однако у инвесторов появилась надежда на смену тренда после прохождения восходящего движения с низов мая текущего года. Сегодня разберем финансовые и операционные результаты за третий квартал и 9 месяцев. Обновим инвестиционный взгляд на данные бумаги, а также вновь обратим внимание на ситуацию с пакетом в «Норникеле».

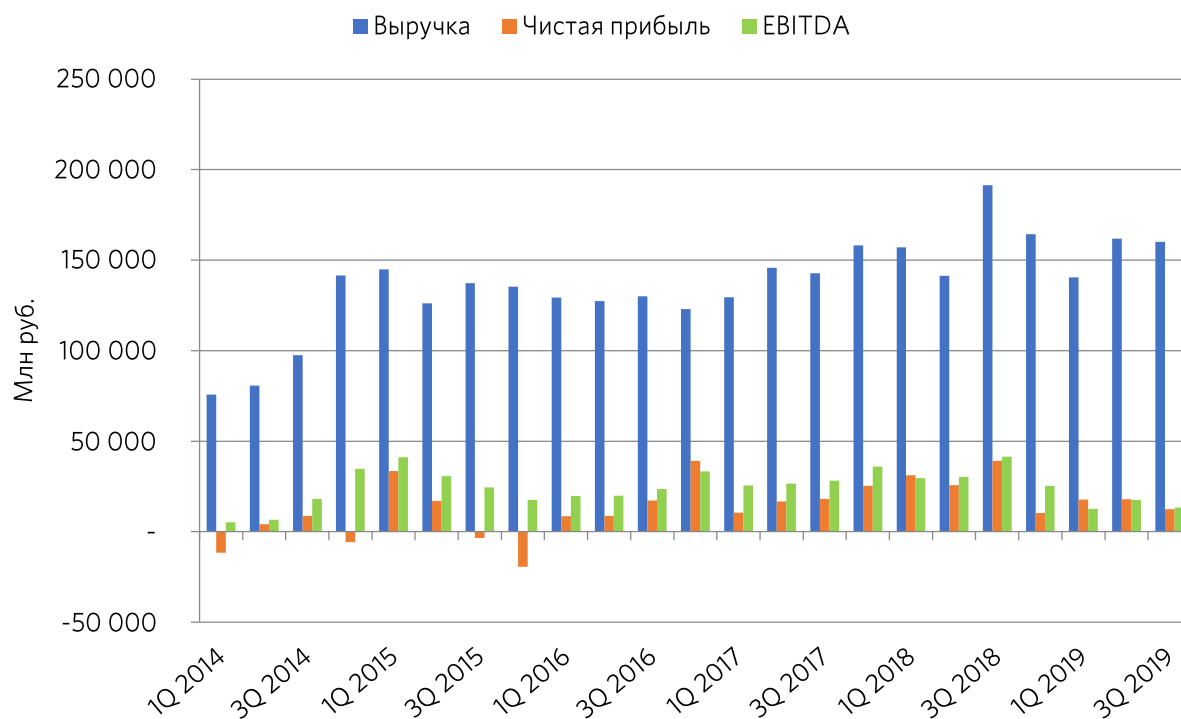


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

Динамика изменения результатов «Русала» остается негативной. Ухудшение рыночной конъюнктуры в совокупности с временными последствиями санкций не позволяют компании продемонстрировать устойчивый рост основных показателей.

Выручка в валюте за девять месяцев снизилась на 8,8%. Скорректированный показатель EBITDA потерял 57,5%. Чистая прибыль за данный период уменьшилась на 47,1% (нормализованная на долю в «Норникеле» на 43,2%). Положительным фактом можно отметить рост операционного денежного потока на 65,8%. Чистый долг в валюте уменьшился на 8,2% и составил 6,8 млрд USD.

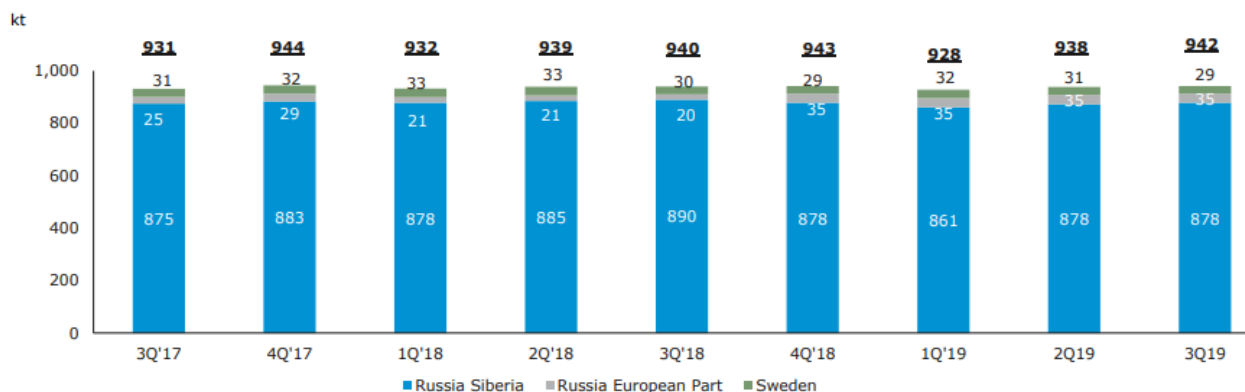


Рисунок 2. Динамика изменения производства алюминия

«Русал» продолжает удерживать свой уровень производства. За 9 месяцев компания выпустила объем алюминия примерно равный прошлогоднему значению.

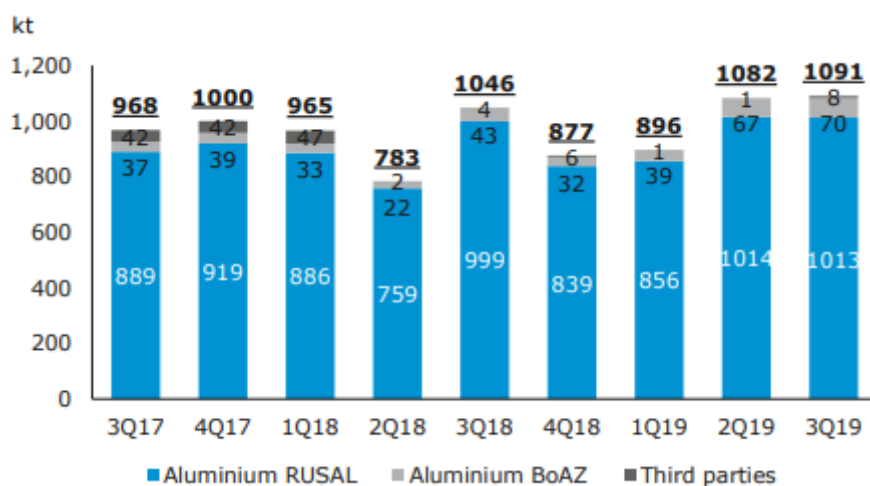


Рисунок 3. Динамика изменения продаж алюминия

Продажи за 9 месяцев в натуральном выражении увеличились на 9,8%, однако это не позволило нарастить финансовые результаты в связи со снижением средней цены реализации. Длительное падение цен на алюминий оказывает давление на результаты производителей. За 9 месяцев его цена снизилась на 16,4% с 2 158 USD/т. до 1 804 USD/т. Премия к цене на LME за данный период сократилась на 20,5% до 132 USD/т.

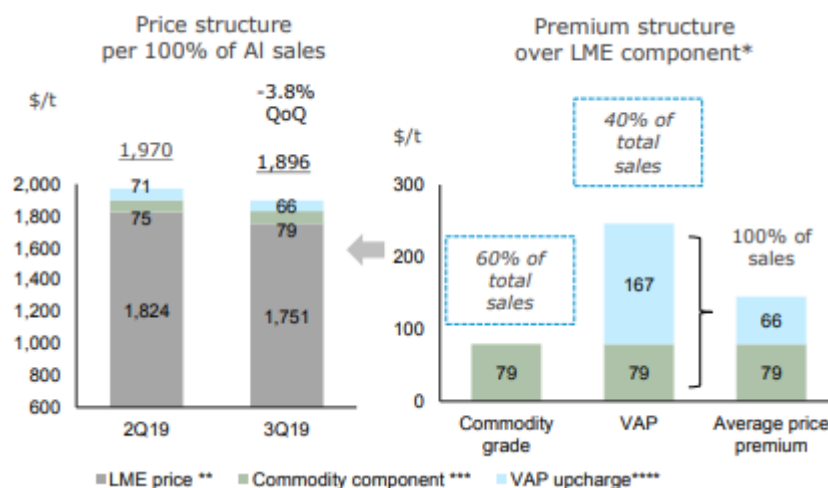


Рисунок 4. Структура средней цены реализации

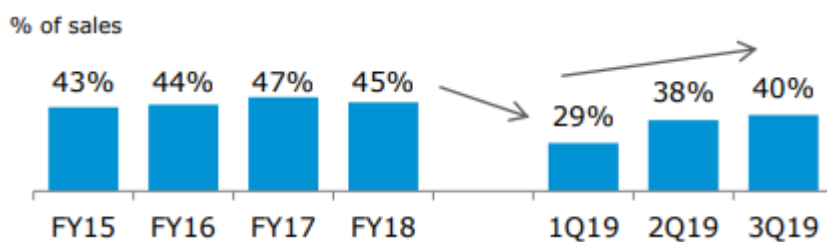


Рисунок 5. Доля продуктов с высокой добавленной стоимостью

Доля продукции с высокой добавленной стоимостью практически восстановилась до своих средних значений в последние годы. Тем не менее, итоговый показатель за весь 2019 год останется значительно ниже привычных значений.

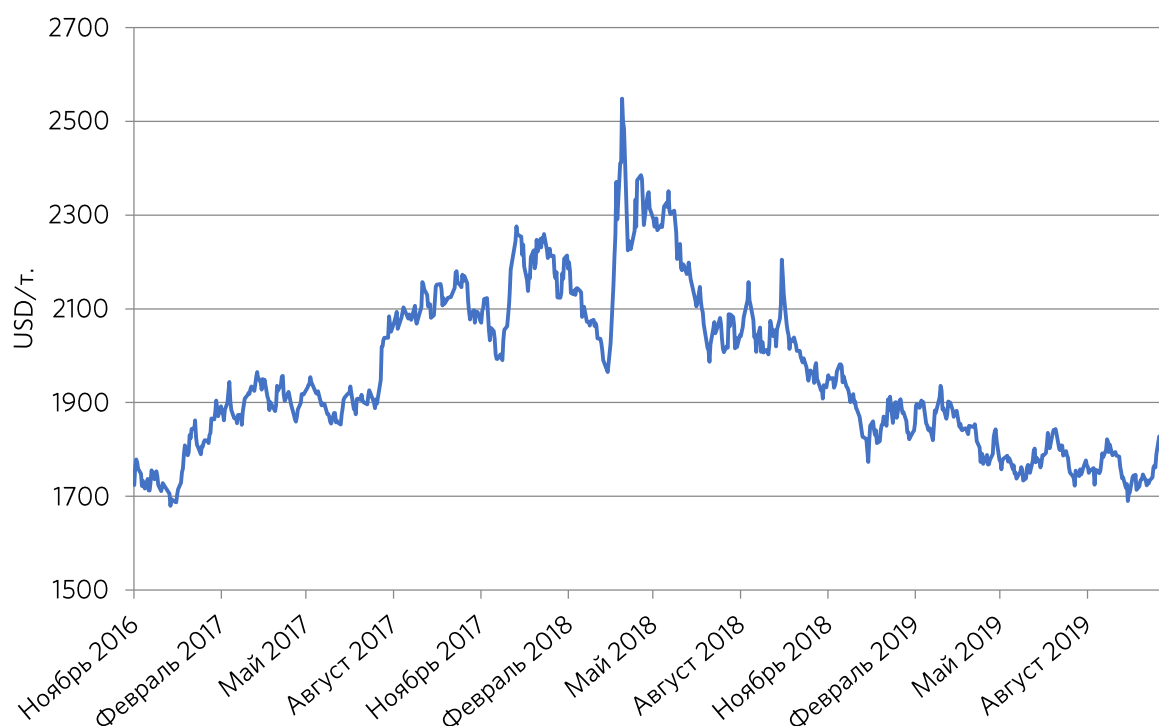


Рисунок 6. Динамика изменения цены алюминия (LME)

Цены на алюминий продолжают находиться в понижительном тренде. На сегодня цена себестоимости производства тонны алюминия у «Русала» находится примерно на 10% ниже уровня рыночных цен. Таким образом, компания находится на грани рентабельности без учета эффекта от продукции с высокой добавленной стоимостью.

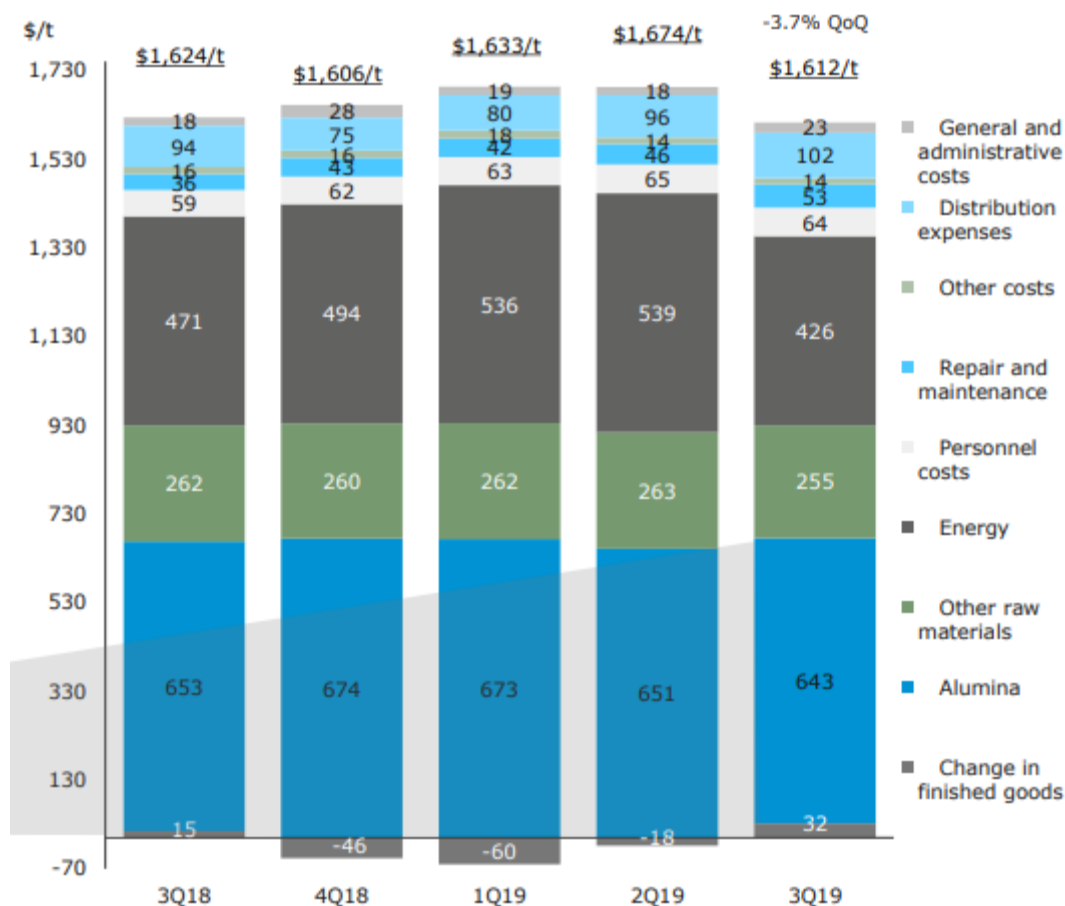


Рисунок 7. Изменение структуры себестоимости тонны алюминия

Существенного изменения себестоимости производства алюминия за 2019 год не произошло. Данный показатель, в основном, по-прежнему находится в рамках диапазона 1600-1700 USD за тонну. За 9 месяцев снижение по отношению к аналогичному периоду 2018 года составило 1,1%

Статистика по себестоимости без учета Китая говорит о том, что около 18% алюминиевых заводов, производительностью около 5 млн. тонн, работают в убыток вопреки продолжению снижения цен на продукцию.

За третий квартал 2019 года производственные мощности Китая уменьшились с 36,6 млн т. до 35,7 млн т. в связи с рядом аварий. Суммарное производство алюминия в Китае за девять месяцев снизилось на 1,7%. В то же время, высокие результаты первых двух кварталов позволили увеличить экспорт на 2,4%.

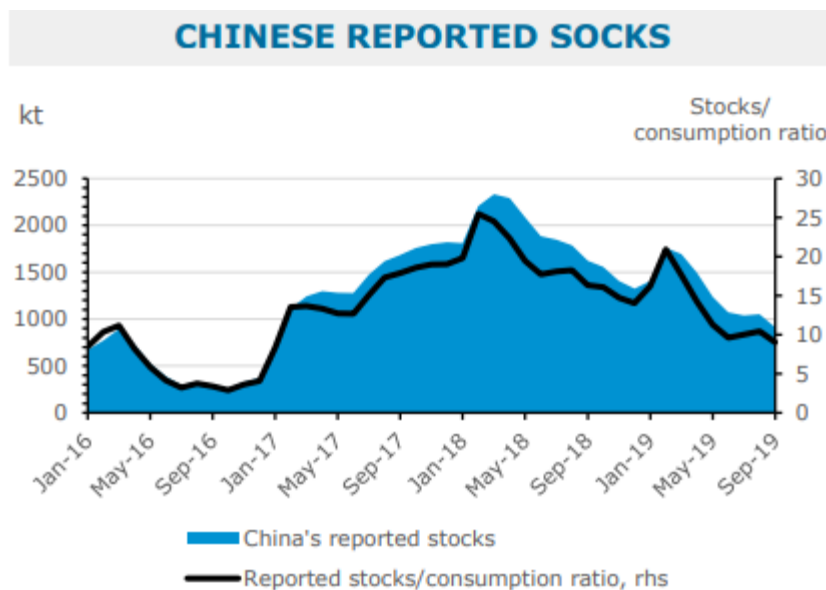


Рисунок 8. Динамика изменения запасов алюминия в Китае и их отношение к уровню потребления

Снижение запасов металла в Китае продолжается. За третий квартал их значение сократилось на 10% до 945 тыс тонн.

«Русал» ожидает, что уровень спроса на первичный алюминий по итогам 2019 года останется на уровне прошлого года с формированием дефицита около 1 млн тонн. (1,5%). До разрешения ситуации с торговой войной между США и Китаем возможно сохранение давления на рынок алюминия.

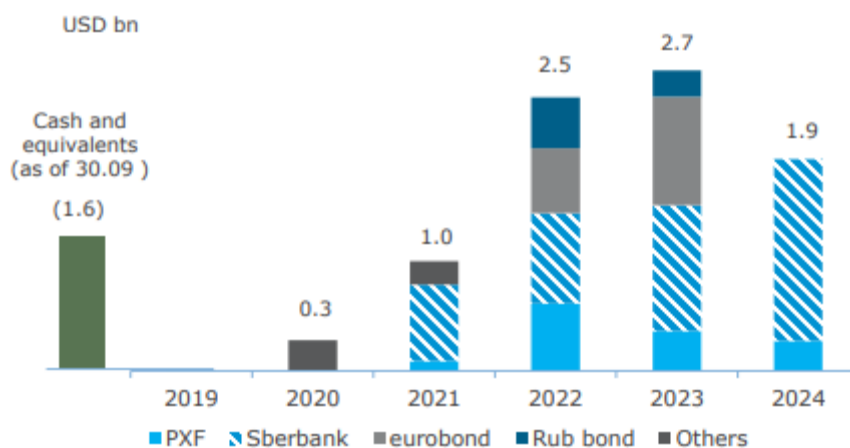


Рисунок 9. Временная структура долга

Структура долга до 2022 года не вызывает опасений. Ценовая динамика на товарных рынках в эти годы будет определять платежеспособность «Русала» в условиях увеличенных платежей с 2022 года. В то же время нельзя не учитывать возможность реструктуризации долга в будущем.

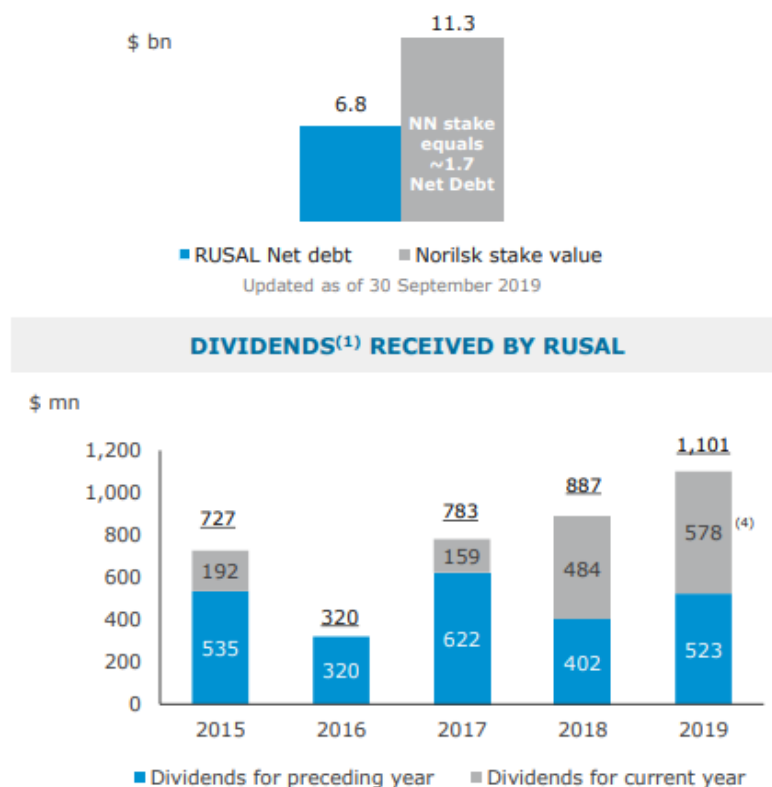


Рисунок 10. Цена пакета в «Норникеле» и дивиденды на него

Ухудшения в секторе алюминия удастся частично компенсировать успехами компании «Норникель». Рост дивидендов за 9 месяцев от пакета в данной компании составил 30%. На сегодня его цена оценивается почти вдвое больше уровня чистого долга «Русала», а дивиденды помогают его финансировать.

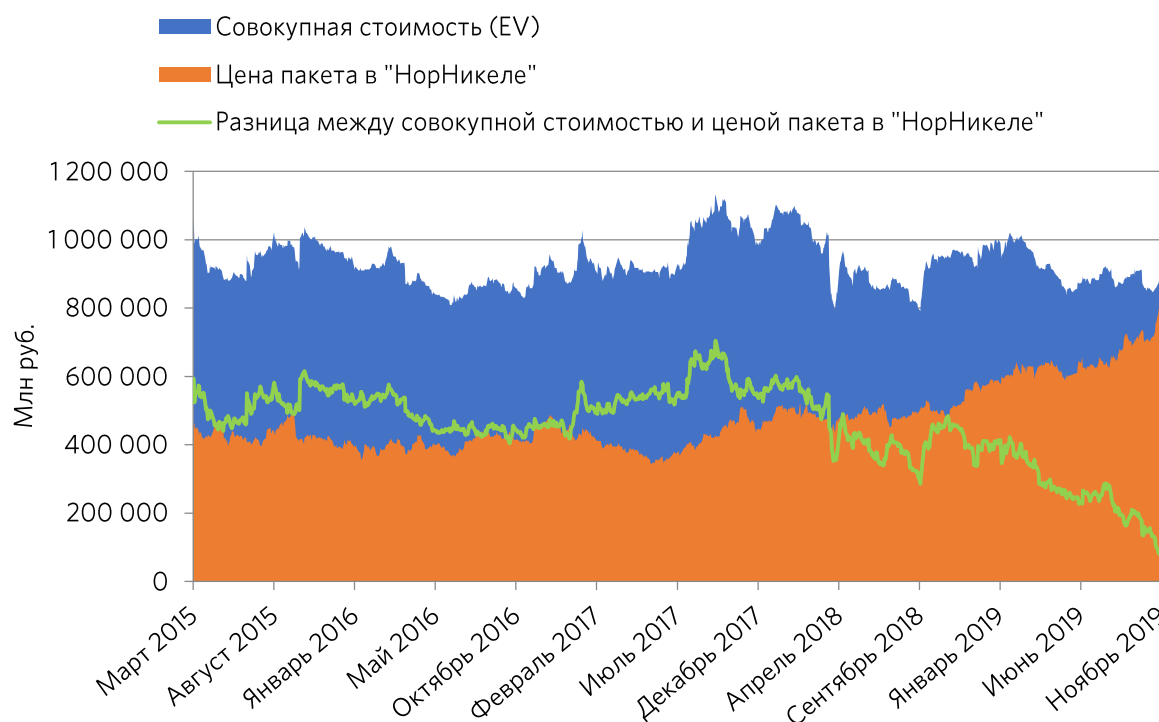


Рисунок 11. Динамика изменения цены пакета «Русала» в «Норникеле» и его совокупной стоимости (EV – Enterprise Value)

Разница между совокупной стоимостью «Русала» и его пакета в «Норникеле» локально доходила до 60 млрд. рублей. Фактически это означало, что рынок оценивал «Русал» менее чем в 1 млрд долларов США. При этом среднее значение за последние годы составляло около 500 млрд. рублей. Для возвращения на данный уровень котировки должны вырасти примерно на 70% от своих сегодняшних значений (альтернативный вариант – снижение акций «Норникель» примерно на 40%). Очевидно, что, учитывая ухудшение рыночной конъюнктуры, потенциал роста акций является более скромным, чем обозначенный выше. Вероятно, продвижения в вопросе торговых переговоров, а также снижение уровня запасов алюминия в мире и увеличение количества убыточных мощностей способны оказать поддержку снизившимся ценам на данный металл. Мы считаем достижимым преодоление уровня в 35 рублей за бумагу. В то же время, снижение цен на акции «Норникель» будет сокращать потенциал данного движения.

---

## 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