

Обзор рынка. Русал

25 июня 2019 г.

Акции компании «Русал» являются одними из лидеров падения на российском фондовом рынке с начала текущего года. Ухудшение рыночной конъюнктуры в совокупности с незавершившимся процессом восстановления после снятия санкций оказывают давление на финансовые результаты компании. Рассмотрим основные изменения с момента нашего последнего обзора, а также обновим наш взгляд на ценовые перспективы акций.

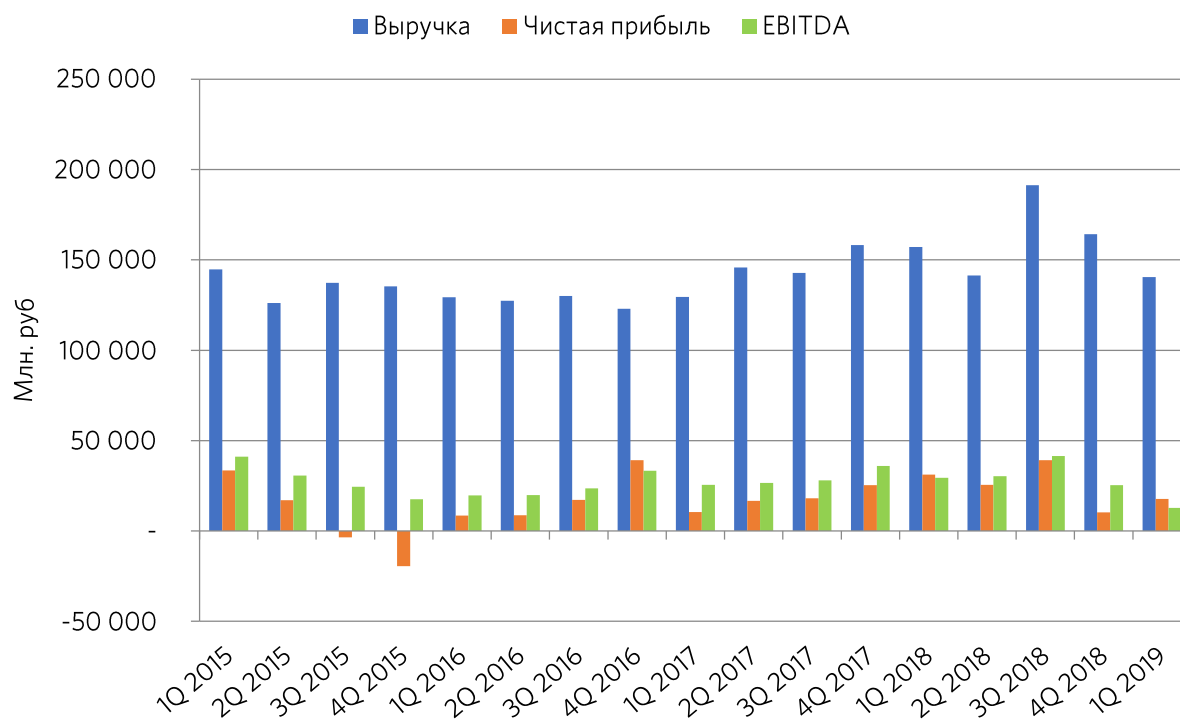


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

Результаты в валюте за первый квартал ожидаемо продемонстрировали существенное снижение. Выручка снизилась на 20,9%, чистая прибыль упала вдвое по сравнению с первым кварталом 2018. Скорректированный показатель EBITDA уменьшился на 60,5%. Положительным моментом можно выделить снижение уровня чистого долга на 4,1% и переход свободного денежного потока в положительную зону.

Помимо эффекта от санкций, на показатели оказало давление снижение цен на продукцию. Так, например, средняя цена за тонну алюминия снизилась на 13,9%. Увеличение валютной пары USD/RUB не смогло компенсировать данный эффект и цены снизились так же в пересчете на российскую валюту (рисунок 4).

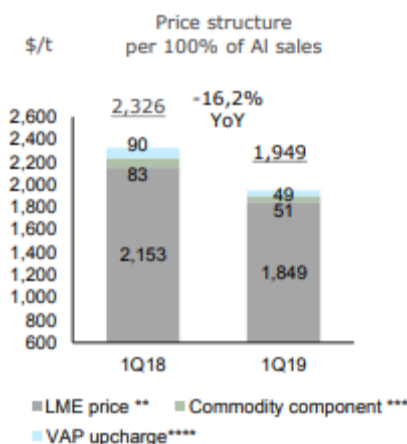


Рисунок 2. Изменение структуры цен реализации

В случае цен реализации компании ситуация выглядит более негативно. Средняя цена реализации продукции снизилась на 16,2% на фоне ухудшения структуры продаж. Доля продаж продуктов с добавленной стоимостью снизилась с 48% до 29%.

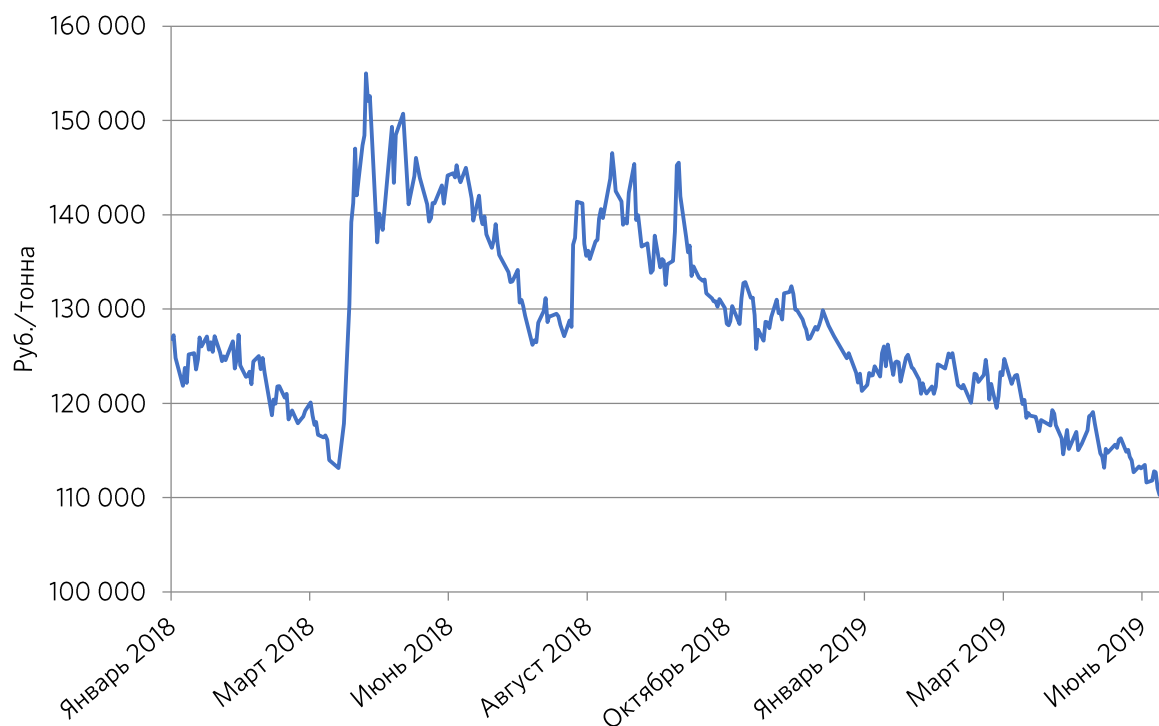


Рисунок 3. Динамика изменения цены за тонну алюминия в рублях (перевод с LME)

Цены на алюминий в рублях последние месяцы устанавливают новые минимумы за год. На текущий момент котировки приблизились к отметке в 110 тыс. руб. за тонну металла. Снижение с максимумов начала прошлого года составляет около 30%.

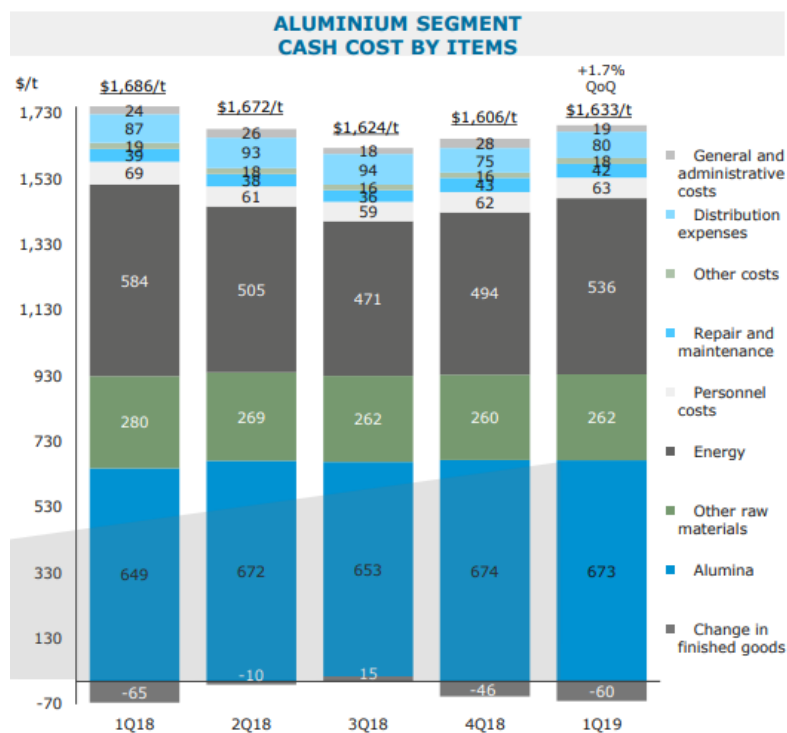


Рисунок 4. Динамика изменения себестоимости производства алюминия

Себестоимость производства тонны продукции увеличилась на 1,7% к предыдущему кварталу, однако по-прежнему остается менее значения за 1 квартал 2018 года на 3,2%. Главным образом данное изменение связано с увеличением затрат на электроэнергию (8,5% квартал к кварталу).

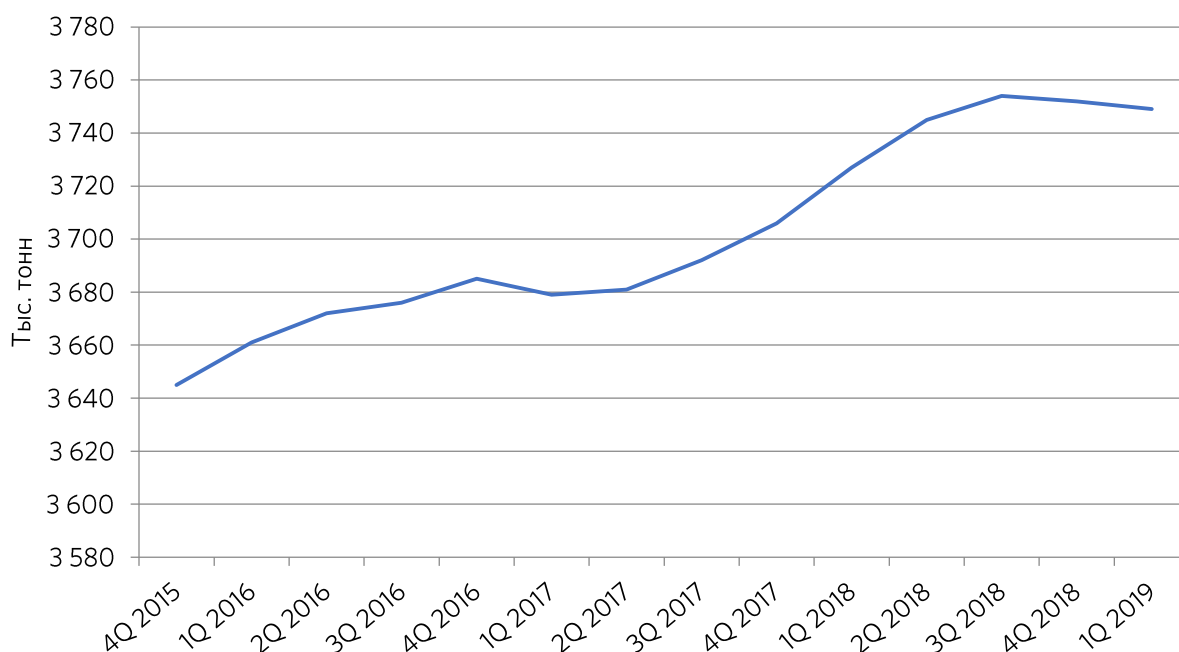


Рисунок 5. Динамика изменения производства алюминия за последние 12 месяцев

Несмотря на определенные финансовые трудности, компании удастся сохранять уровень производства алюминия на уровнях до введения санкций. Долгосрочная динамика производства выглядит положительной, хоть и не впечатляет своим темпом.

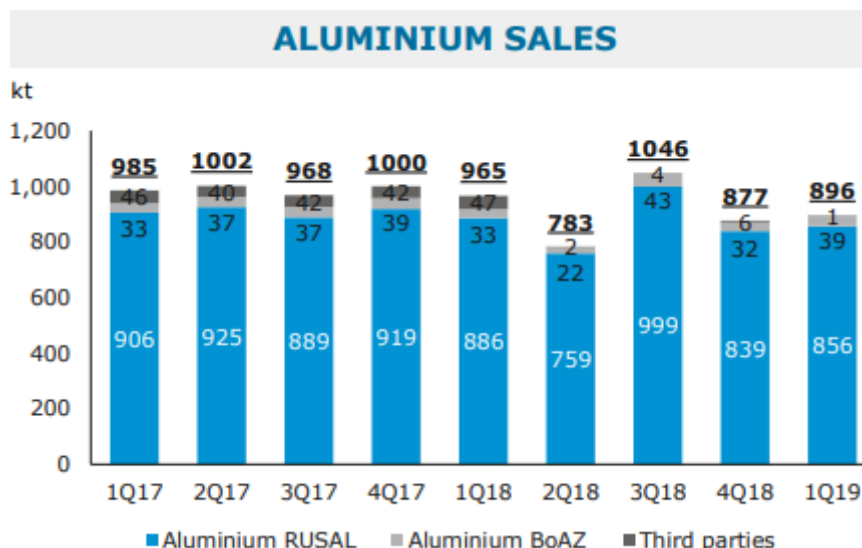


Рисунок 6. Динамика изменения продаж алюминия

Динамика продаж начинает свое восстановление после снятия американских санкций. Основываясь на заявлениях менеджмента, можно сделать вывод о том, что компания планирует восстановить утраченные связи с клиентами до конца текущего года. Следствием падения продаж стало увеличение товарно-материальных запасов за прошедший год примерно на 500 млн. USD.

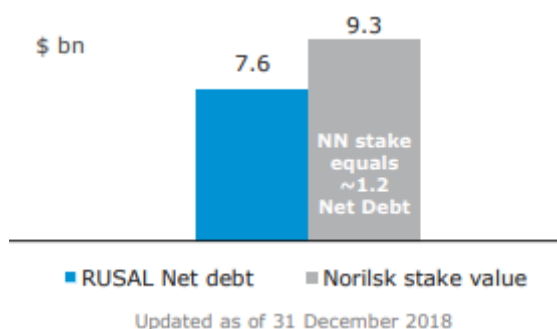


Рисунок 7. Стоимость пакета «НорНикеля» относительно чистого долга «Русала» по состоянию на 31.12.2018

В своей презентации финансовых результатов за первый квартал 2019 года «Русал» в очередной раз обратил внимание на тот факт, что цена собственного пакета «НорНикеля» компании оценивается значительно дороже, чем размер текущего чистого долга.

10 июня. «Коммерсантъ» – «Русал», один из двух ключевых акционеров «Норникеля» наряду с «Интерросом» Владимира Потанина, отказался снижать дивиденды ГМК на фоне роста инвестиционной программы компании. По мнению независимого члена совета директоров «Русала» (входит также в совет «Норникеля») Максима Полетаева, ГМК способен справиться с инвестициями, не сокращая дивиденды. В «Интерросе» подтвердили, что, хотя такое предложение было, оно больше не обсуждается.»

Опасения касательно возможного снижения порога выплат акционерам «НорНикеля» недавно были развеяны. Как ожидалось, «Русал», заинтересованный в существовании стабильного источника финансирования своих процентных расходов, заблокировал инициативу Владимира Потанина по снижению дивидендов на время реализации инвестиционной программы «НорНикеля».

С момента нашего последнего обзора разница между совокупной стоимостью компании и стоимостью упомянутого выше пакета продолжила свое снижение. Таким образом, текущая «чистая» стоимость компании «Русал» составляет около 260 млрд. рублей. Результатом корректировки сравнительных коэффициентов на данные значения стало получение существенного дисконта в котировках бумаг данной компании. Возможный среднесрочный потенциал движения котировок по нашим расчетам составляет более 50%, однако его сдерживает временное отсутствие дивидендов в связи с наложением санкций на компанию.

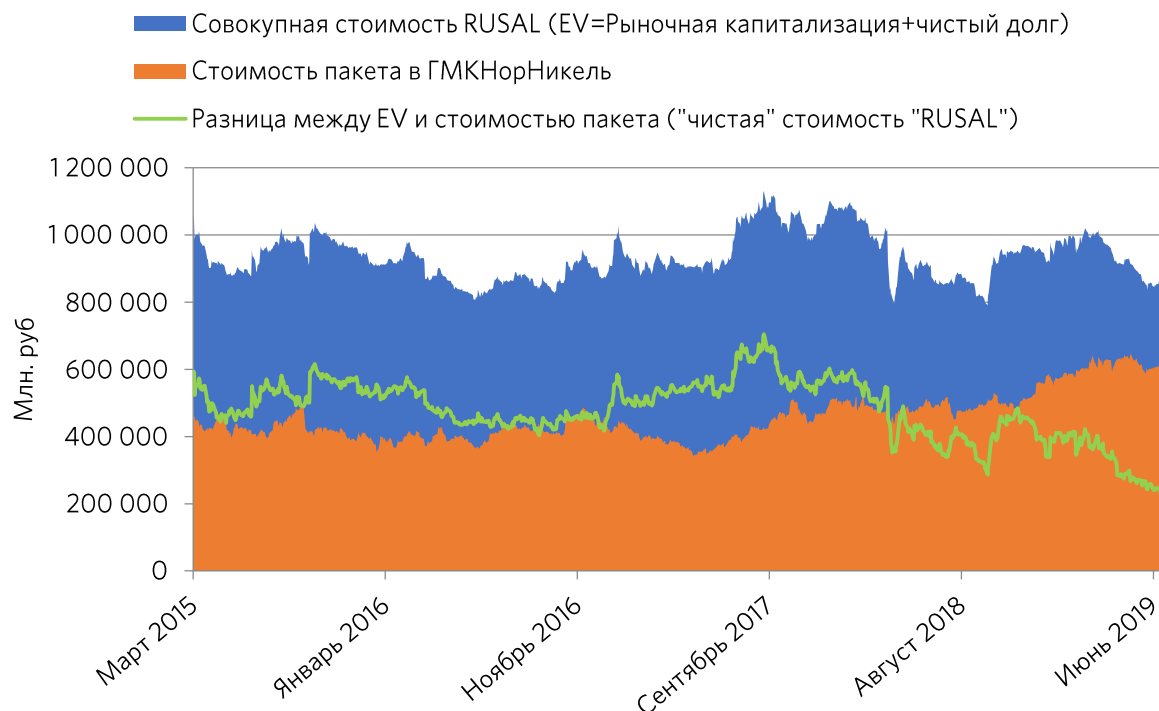


Рисунок 8. Динамика изменения разницы между совокупной стоимостью компании (Enterprise value) и стоимостью пакета в «ГМКНорНикель»

Давление от торговых войн между США и Китаем со значительной вероятностью ослабится в ближайшем будущем в связи с приближением выборов президента в США, а действующий глава не заинтересован в дальнейшем негативном развитии данного конфликта по причине возможного ухудшения собственного имиджа на фоне снижения макроэкономических показателей своей страны. Долгосрочные макроэкономические перспективы для алюминия, упоминаемые нами в предыдущем [обзоре](#), выглядят позитивно.

Мы сохраняем позитивный взгляд на перспективы развития данной компании. Представленные выше аргументы дают нам основание полагать о том, что совокупность текущих неблагоприятных факторов для «Русала» носит лишь временный характер, а текущим снижением котировок стоит воспользоваться для приобретения качественного актива по привлекательным ценам. Более того, часть негативных факторов (санкции) к настоящему моменту утратили свою силу, а основное восстановление цепочки продаж ожидается к началу следующего года.

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