

Обзор рынка. Русал

27 марта 2020 г.

Распространение коронавируса вынуждает аналитиков стремительно пересматривать прогнозы касательно подавляющего большинства финансовых инструментов. Ранее акции компании «Русал» нами выделялись как конкурентная инвестиционная идея, однако распространение нового вируса неизбежно внесло свои коррективы. Тем не менее, до смены тренда на понижающий бумаги смогли преодолеть обозначенный в предыдущем материале уровень в 35 рублей за акцию. Сегодня кратко рассмотрим финансовые и операционные результаты за 4 квартал и 12 месяцев 2019 года, а также обновим инвестиционный взгляд с учетом изменившихся рыночных условий.

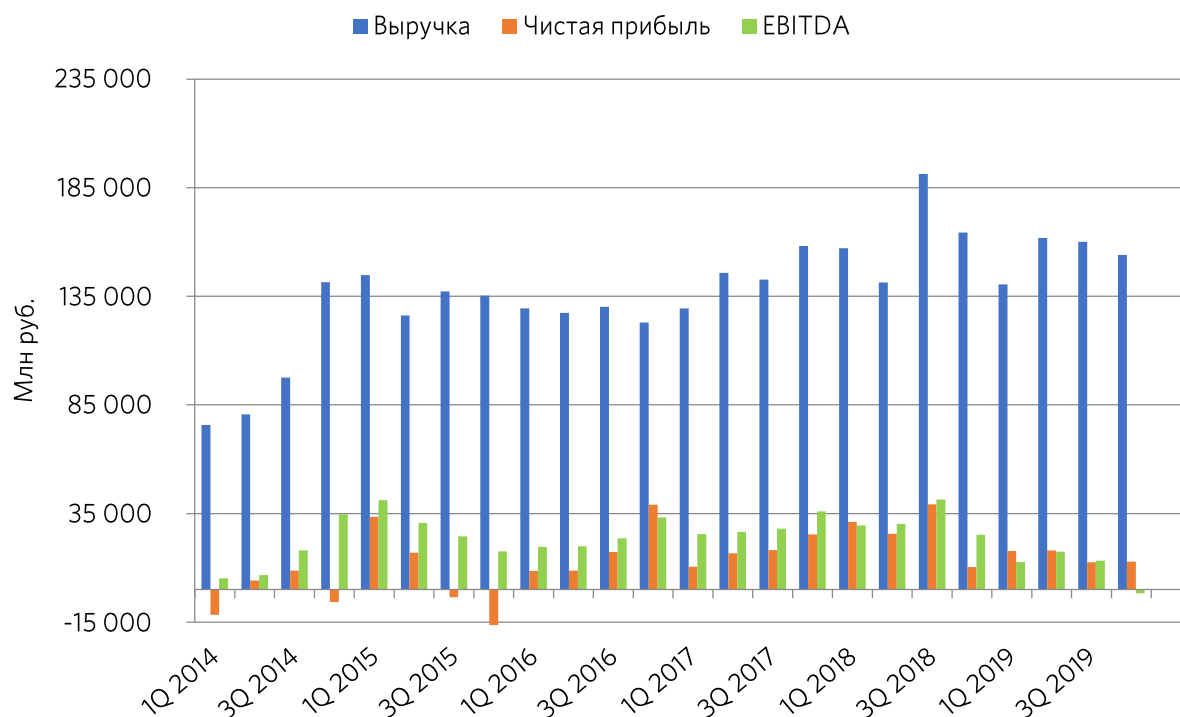


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

Продолжающееся ухудшение ситуации на товарных рынках оказывает давление на финансовые результаты «Русала». Выручка в валюте за год потеряла 5,5%. Скорректированный показатель EBITDA снизился на 55,3% (рентабельность с 21% до 9,9%). Чистая прибыль уменьшилась на 43,5 (скорректированная – на 24,9%). При этом операционная прибыль сократилась практически до нуля – с 1,481 млрд USD в 2018г. до 87 млн USD в 2019г. Положительным изменением можно отметить сокращение уровня чистого долга на 13,1%.

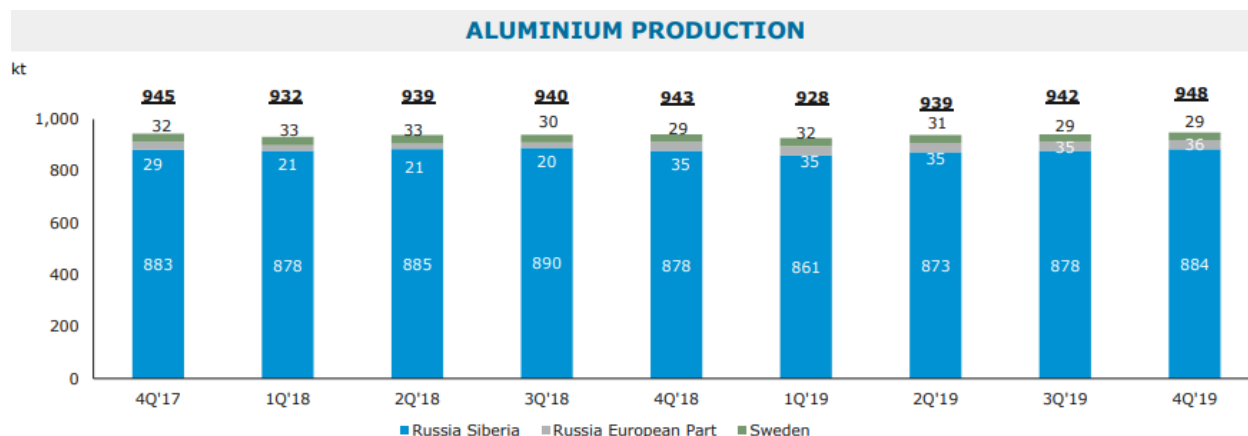


Рисунок 2. Динамика изменения производства алюминия

Производство алюминия осталось на сопоставимом уровне, снизившись за год на 0,1%. Средняя цена реализации в валюте при этом упала на 15%. В текущих рыночных условиях у компании нет ясной мотивации наращивать производство алюминия. Единственным верным решением видится работа над эффективностью в виде увеличения доли продукции с высокой добавленной стоимостью, к чему мы вернемся позже.

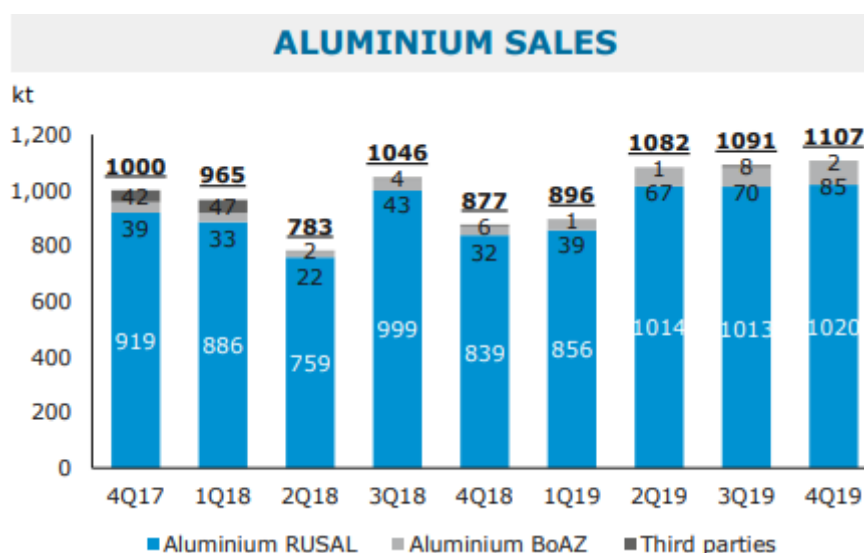


Рисунок 3. Динамика изменения продаж алюминия

Продажи алюминия в натуральном выражении выросли на 13,8% благодаря низкой базе от последствий наложения санкций. Продажи продукции с высокой добавленной стоимостью потеряли 7%.

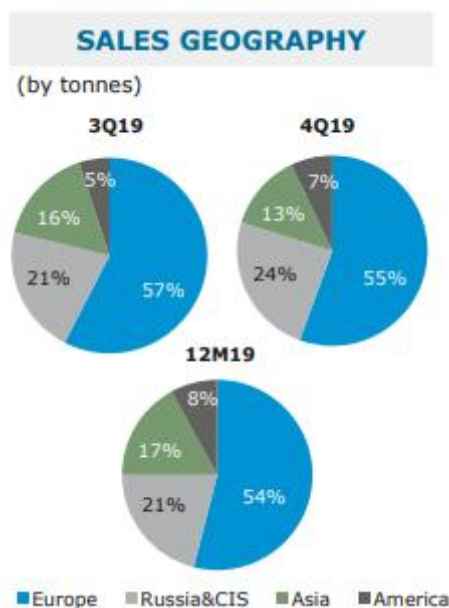


Рисунок 4. География продаж

«Русал» остается ориентированной на экспорт компанией. Закрытия производств на карантин в мире прямым образом «бьют» по, и без того слабому, сектору производства алюминия. Внутренний рынок занимает менее трети от совокупного объема продаж компании.

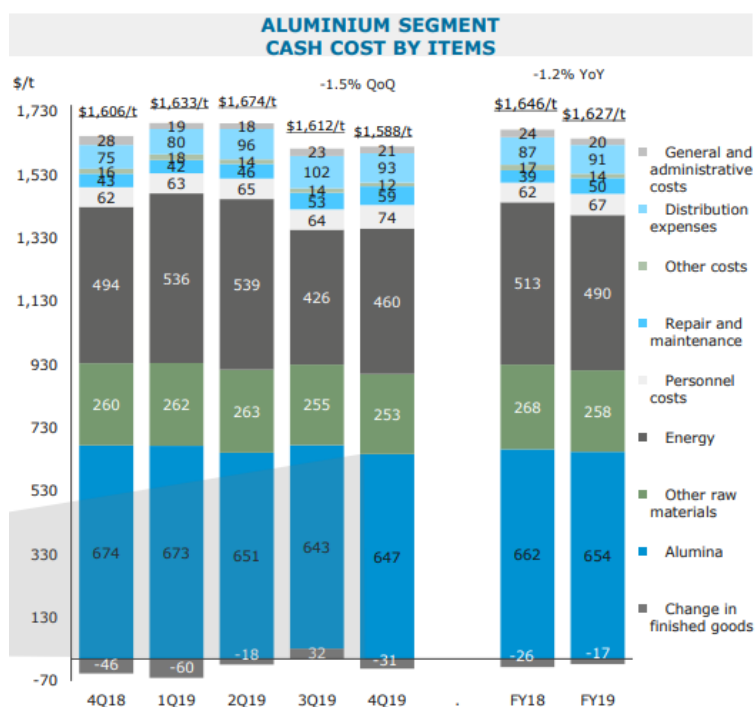


Рисунок 5. Себестоимость производства алюминия

Благодаря увеличению эффективности управления затратами удалось снизить себестоимость производства одной тонны в алюминиевом сегменте на 1,2%. Без учета Китая в мире около 10% алюминиевых заводов совокупной мощностью около 3 млн тонн и более половины производителей глинозема несут убытки несмотря на снижение себестоимости сырья.



Рисунок 6. Динамика изменения цены алюминия (LME) и текущего уровня себестоимости компании

Снижение себестоимости не помогло «Русалу» чтобы удержать рентабельность продаж алюминия из-за продолжающегося понижательного тренда на товарном рынке. Ситуацию ухудшило замедление промышленного сектора в мире на фоне принятия ограничительных мер распространения коронавируса.

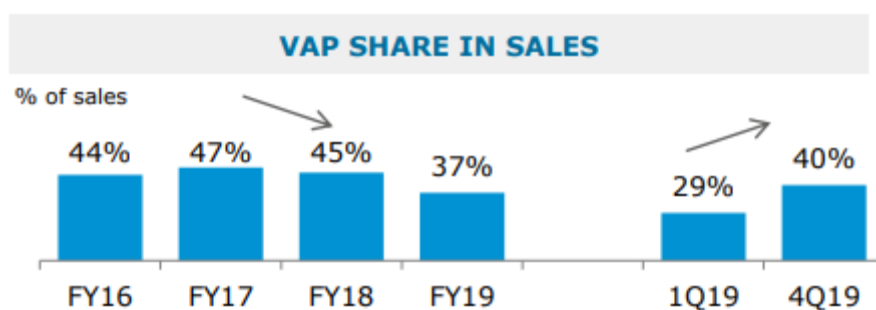


Рисунок 7. Изменение доли продукции с высокой добавленной стоимостью в продажах

«Русал» не успел нарастить долю в продажах продукции с высокой добавленной стоимостью до уровней перед вводом санкций. Это дополнительно ухудшило финансовое положение компании. Работа над увеличением доли продукции с высокой добавленной стоимостью в производстве и продажах выглядит единственным верным решением в сформировавшихся на сегодня рыночных условиях.

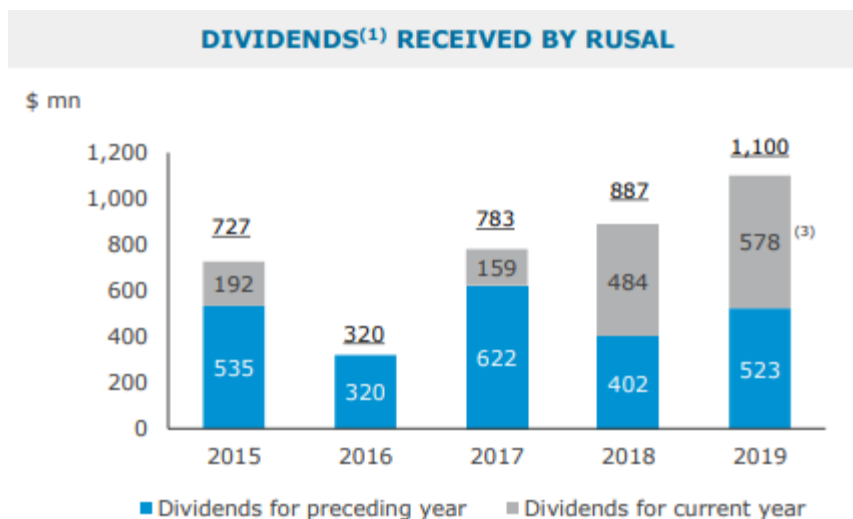


Рисунок 8. Динамика изменения получаемых дивидендов от «Норникеля»

Дивиденды от «Норникеля» продолжают поддерживать уровень платежеспособности компании. Благодаря росту цены акций данный пакет оценивается примерно как двойной размер чистого долга «Русала», что, очевидно, оказывают частичную поддержку бумагам.

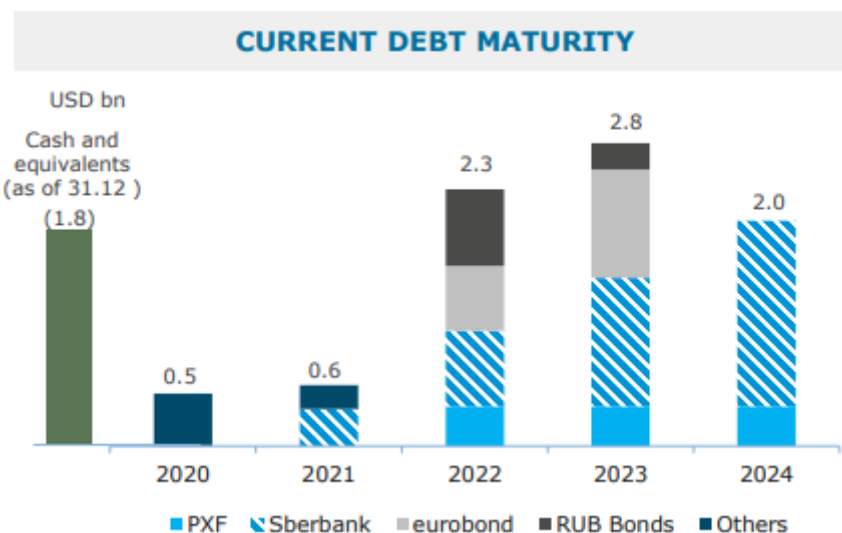


Рисунок 9. Временная структура долга

Временная структура долга в среднесрочной перспективе благоприятна для «Русала». Образовавшиеся с начала года трудности на рынках в ближайшие 2 года наверняка не создадут потребности в реструктуризации займов.

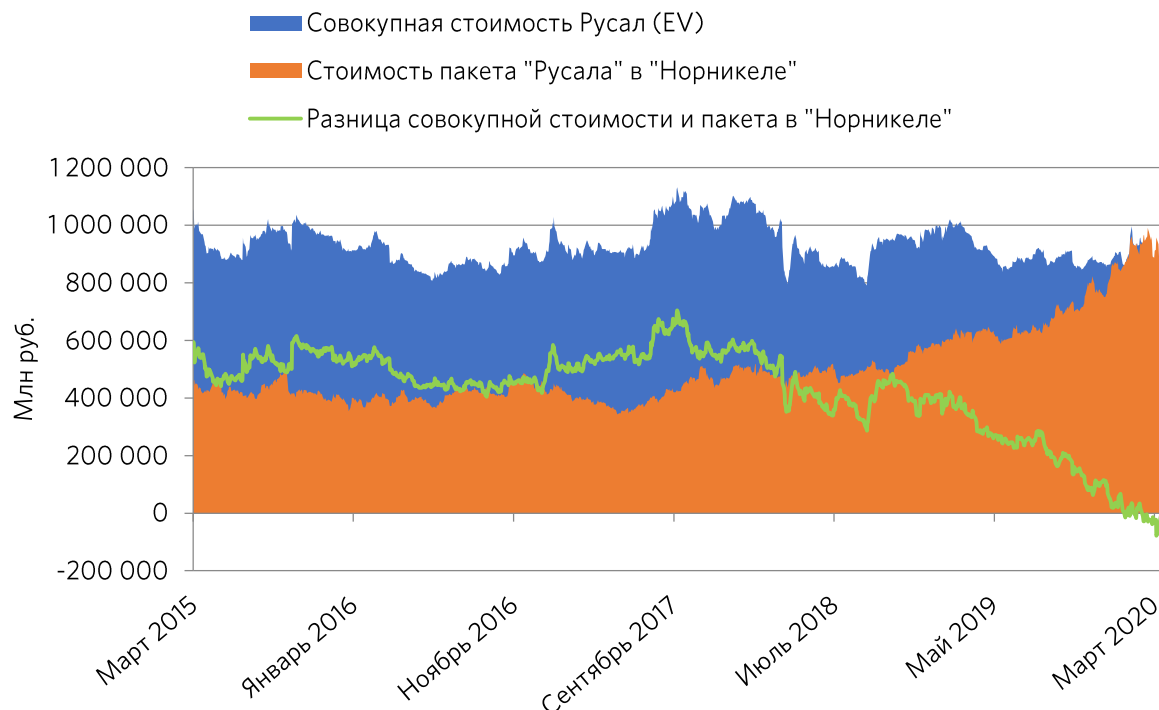


Рисунок 10. Динамика изменения разницы между совокупной стоимостью «Русала» и его пакетом в «Норникеле»

Быстрое восстановление котировок акций «Норникеля» вызвало углубление разницы между пакетом «Русала» в данной компании и его совокупной стоимостью в отрицательную зону. Помимо этого росту бумаг препятствуют ухудшающиеся результаты от основного бизнеса.

Долгосрочно текущие уровни на рынке выглядят интересными для покупки, однако в среднесрочном периоде рынки могут оставаться под давлением в связи с продолжающимся распространением коронавируса. Согласно общедоступным источникам, темп ежедневного прироста заболевших по-прежнему увеличивается, что не может не вызывать опасений.

На наш взгляд, сейчас образовалась угроза резкого «сворачивания» кредитного цикла в мировой экономике (вероятно, данный процесс уже начался). Некачественные долговые активы стремительно выделяются рынком и рейтинговыми агентствами. Количество компаний, находящихся на грани дефолта, резко увеличилось. Данные факторы в совокупности способны вызвать эффект «снежного кома» на финансовых рынках по аналогии с 2008 годом. В связи с высоким уровнем глобализации мировой экономики подобные угрозы необходимо учитывать при анализе практически любой компании. Таким образом, возвращаясь к бумагам компании «Русал», компромиссным решением может являться частичное восстановление позиций с перспективой увеличения в случае дальнейшего снижения рынков.

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