



14 мая 2021 г.

Русал

Цель: 72,3 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Сучков
VSuchkov@veles-capital.ru

К НОВЫМ ВЫСОТАМ

Акции Русала обновили исторический максимум в рублях, однако сочетание множества благоприятных факторов создает прочную основу для дальнейшего роста котировок. Несмотря на опережающую динамику по сравнению с российскими индексами, Русал сильно отстал от зарубежных аналогов. Чтобы догнать такие алюминиевые компании, как Alcoa, Norsk Hydro и China Hongqiao, акциям Русала необходимо вырасти минимум на 20-30% от текущих уровней. На горизонте 2-3 лет Русал радикально снизит долговую нагрузку за счет высокого FCFF, стабильных дивидендных поступлений от Норникеля и продажи доли в Быстринском ГОКе, что позволит вернуться к выплате дивидендов после долгого перерыва. Также дополнительным драйвером переоценки компании может стать включение в индекс MSCI Russia во 2-й половине 2021 г. В связи с ростом стоимости алюминия выше 2 500 долл. за т мы повышаем целевую цену для акций Русала до 72,3 руб. и подтверждаем рекомендацию «Покупать».

Финансовые показатели. В 1-м квартале 2021 г. цена реализации Русала увеличилась на 14% г/г, превысив 2 100 долл. за т. Однако ралли мировых цен полноценно отразится в операционных и финансовых результатах 2-го квартала. Мы ожидаем, что по итогам 2021 г. выручка компании вырастет на 38%, до 11,8 млрд долл. EBITDA превысит 3 млрд долл., свободный денежный поток – 1 млрд долл. До 2022 г. Русал реализует масштабную инвестиционную программу с ежегодным CAPEX на уровне 1 млрд долл. Тайшетский алюминиевый завод, запуск которого запланирован на 3-й квартал 2021 г., позволит компании нарастить производство алюминия на 430 тыс. т, или на 10%. После завершения ключевых проектов в 2023 г. капитальные затраты могут снизиться до 600 млн долл., что обеспечит ощутимую прибавку к FCFF.

Состояние отрасли. По данным Русала, в 1-м квартале 2021 г. мировой спрос на алюминий достиг 16,4 млн т, в то время как предложение составило 16,8 млн т. Таким образом, на рынке образовался небольшой профицит в размере 0,4 млн т, однако 10 мая это не помешало цене металла в моменте превысить 2 600 долл. за т. Так дорого алюминий стоил лишь 3 раза за всю историю. Русал ожидает, что в 2021 г. мировое потребление алюминия вырастет на 5-6% во многом благодаря началу массовой вакцинации. При текущей стоимости металла производственные мощности, которые были убыточны в 2020 г., стали рентабельными, поэтому к концу 2021 г. стоит ожидать как минимум коррекцию мировых цен на алюминий. Себестоимость тонны алюминия Русала находится на уровне 1 500 долл. за т, поэтому даже в случае отката мировых цен до 2 000-2 100 долл. за т компания покажет достойные финансовые результаты. В долгосрочной перспективе серьезную поддержку ценам окажет решение китайских властей ограничить внутренние мощности по производству алюминия до 45 млн т в год. По состоянию на март 2021 г. выплавка алюминия в Китае достигла 38 млн т, поэтому ограничение мощностей способно привести к дефициту металла в стране в обозримой перспективе.

Динамика акций Русала и ключевых индексов



Информация об акциях компании

RUAL	72,3
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
56,3	+28%
Текущая цена, руб.	Потенциал
25,2/56,7	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Операционные показатели	1К 2020	1К 2021	+/-
Производство алюминия, тыс. т	941	933	-0,8%
Продажи алюминия, тыс. т	914	962	5,3%
Доля ПДС	46,1%	48,6%	+2,5 п.п.
Цена реализации, долл./т	1 864	2 116	13,5%
Спрос на алюминий, млн т	14,4	16,4	13,7%

Стоимость алюминия на LME (долл./т)



Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее



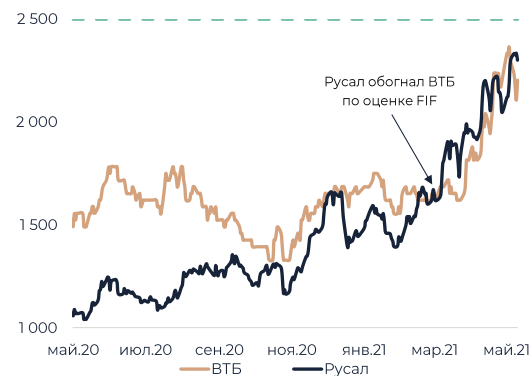
MSCI. Русал является наиболее вероятным кандидатом на попадание в индекс MSCI Russia в 2021 г. В марте Русал по размеру FIF обошел ВТБ, занимающий последнее место в индексе. В мае индексный комитет добавил Русал в список эмитентов, которые могут быть включены в MSCI. По нашей оценке, акциям компании необходимо вырасти лишь на 10%, чтобы FIF достиг минимального порога в 2,5 млрд долл. С учетом ралли цен на алюминий и отставания от аналогов Русал имеет высокие шансы на попадание в MSCI в августе или ноябре 2021 г.

Дивиденды Норникеля. Переход на выплату [дивидендов](#) Норникеля из свободного денежного потока произошел намного раньше, чем мы ожидали. И хотя дивидендная формула в 2021 г. остается предметом дискуссий между Интерросом и Русалом, высока вероятность выплаты 75-100% FCFE. В нашем базовом сценарии Норникель по итогам 2021 г. направит на дивиденды 75% свободного денежного потока, который будет находиться под давлением из-за выплаты экологического штрафа и возросшего CAPEX. Русал в таком случае получит лишь 619 млн долл., что в 2 раза меньше уровня 2020 г. В качестве компенсации за снижение выплат Норникель объявил о выделении Быстринского ГОКа и [выкупе акций](#). Байбэк ограничен 3,4% УК, поэтому Русал не сможет продать значительную часть пакета в Норникеле. Однако даже символическое участие в выкупе поспособствует тому, что рынок начнет учитывать стоимость доли в Норникеле в капитализации Русала. На данный момент рыночная оценка пакета в Норникеле (16,2 млрд долл.) сопоставима с EV Русала (16,8 млрд долл.), так как инвесторам неочевидны перспективы монетизации доли и разрешения акционерного конфликта.

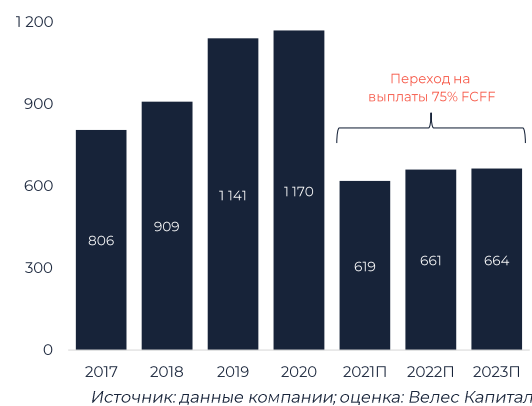
Быстринский ГОК. ГРКБ – молодой проект Норникеля, в структуре выручки которого доминируют медь (36%), золото (33%) и железорудный концентрат (20%). С начала года цена меди выросла на 30%, железной руды – на 50%. Стоимость золота немного скорректировалась, однако его абсолютная цена близка к историческому максимуму. На фоне благоприятной ценовой конъюнктуры [выделение](#) ГОКа, в котором Русал получит 14%, пришлось как нельзя кстати. Ранее собственный капитал ГРКБ был оценен в [3,2](#) и [4,1](#) млрд долл. Русал уже договорился с Интерросом о продаже своей доле в ГОКе за 570 млн долл. С учетом мультипликаторов ближайших аналогов (Полюс, Polymetal, KAZ Mineral и IRC) рыночную капитализацию ГРКБ можно оценить в 5 млрд долл., что соответствует 700 млн долл. на долю Русала.

Долговая нагрузка. При текущих ценах на алюминий Русал, имеющий одну из самых низких себестоимостей в мире, способен генерировать более 1 млрд долл. FCFE. Компания продолжит получать дивиденды Норникеля в размере 600-800 млн долл. в год, а в конце 2022 г. возможен бонус в виде продажи доли в Быстринском ГОКе. Эти факторы, дополненные высокими ценами реализации, позволяют Русалу радикально снизить долговую нагрузку. Согласно нашим расчетам, чистый долг к концу 2021 г. уменьшится до 4,1 млрд долл., а в 2023 г. – приблизится к нулю. Финансовое оздоровление на горизонте нескольких лет открывает путь к выплате дивидендов, которые могут составить 3-4 руб. на акцию. [18 мая 2021 г.](#) совет директоров Русала рассмотрит вопрос о дивидендах, выплата которых не осуществляется с 2017 г. Мы допускаем, что в связи с резким ростом цен на алюминий компания выплатит небольшие дивиденды. На наш взгляд, рациональнее направлять все свободные средства на гашение долга, однако возобновление выплат, несомненно, станет мощным краткосрочным драйвером роста котировок Русала.

Оценка FIF Русала и ВТБ (млн долл.)



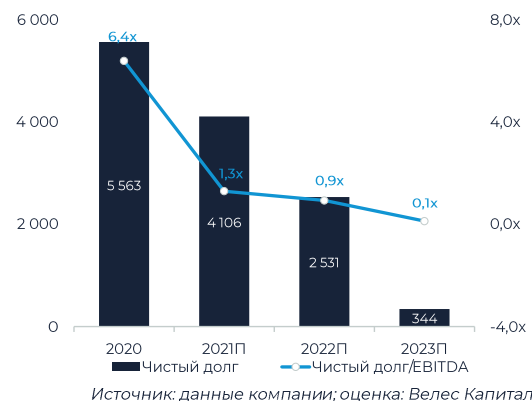
Поступление дивидендов Норникеля (млн долл.)



Индексы цен на медь, золото и железную руду (январь 2020=100)



Чистый долг (млн долл.) и чистый долг/ЕВIТDА





Финансовые показатели (млн долл. LTM) и мультипликаторы алюминиевых компаний

	Страна	Тикер	Рын. кап.	EV	Див. дох.	EV/Sales	EV/EBITDA	Net debt/EBITDA	P/E	P/FCF	Выручка	EBITDA	Margin	Чистая прибыль	FCFF	Чистый долг
Среднее по отрасли																
Русал	Россия	RUAL RX	11 622	17 035	0,0%	1,3x	11,0x	2,5x	30,9x	22,2x	8 566	849	11,9%	759	945	5 413
Производители первичного алюминия																
Aluminum Corp of China	Китай	2600 HK	13 048	28 403	0,0%	1,0x	14,0x	5,9x	52,7x	11,1x	29 388	2 031	6,9%	248	1 176	12 010
Norsk Hydro	Норвегия	NHY NO	13 679	15 043	2,3%	1,2x	8,6x	0,6x	24,5x	21,5x	12 551	1 756	14,0%	558	635	1 017
China Hongqiao	Китай	1378 HK	14 606	20 298	3,9%	1,6x	7,4x	1,8x	9,6x	13,2x	12 498	2 739	21,9%	1 523	1 106	4 833
Press Metal Aluminium	Малайзия	PMAN MK	10 573	11 901	0,4%	6,6x	41,6x	3,9x	97,1x	-1985,9x	1 795	286	15,9%	109	-5	1 107
Shandong Nanshan Aluminium	Китай	600219 CH	7 187	6 717	1,3%	2,0x	9,9x	-1,6x	21,2x	15,5x	3 411	680	19,9%	339	463	-1 082
Yunnan Aluminium	Китай	000807 CH	6 676	9 600	0,0%	1,9x	18,6x	5,1x	32,2x	39,4x	4 977	515	10,4%	207	170	2 603
Alcoa	США	AA US	7 348	9 522	0,0%	1,0x	7,4x	0,4x	-98,0x	48,3x	9 775	1 282	13,1%	-75	152	549
Aluar Aluminio Argentino	Аргентина	ALUA AR	1 348	1 649	0,0%	2,1x	12,4x	2,1x	686,4x	7,9x	786	133	17,0%	2	170	279
Aluminium Bahrain	Бахрейн	ALBH BI	2 452	5 102	0,0%	1,8x	8,5x	4,4x	16,5x	-35,9x	2 885	599	20,7%	149	-68	2 649
Jiaozuo Wanfang Aluminum	Китай	000612 CH	1 515	1 582	0,7%	2,0x	13,5x	0,6x	14,8x	10,5x	785	117	14,9%	102	144	67
Century Aluminum	США	CENX US	1 367	1 680	0,0%	1,0x	-57,3x	-10,7x	-5,2x	-24,3x	1 628	-29	-1,8%	-261	-56	314
Производители алюминиевой продукции																
Arconic	США	ARNC US	3 908	4 893	0,0%	0,9x	13,5x	2,7x	-39,5x	-24,3x	5 739	362	6,3%	-99	-161	971
Constellium	Франция	CSTM US	2 346	4 693	0,0%	0,8x	8,2x	4,1x	35,9x	18,6x	5 586	571	10,2%	65	126	2 330
Sichuan Furong Technology	Китай	603327 CH	896	842	4,2%	3,3x	14,2x	-0,9x	20,0x	35,0x	259	59	23,0%	45	26	-53
Kaiser Aluminum	США	KALU US	2 090	2 853	2,1%	2,5x	25,5x	6,8x	497,6x	-143,2x	1 127	112	9,9%	4	-15	763
AMAG Austria Metall	Австрия	AMAG AV	1 443	1 832	1,5%	1,7x	15,1x	3,2x	238,1x	25,8x	1 061	121	11,4%	6	56	388
Nippon Light Metal Holdings	Япония	5703 JT	1 244	2 240	3,0%	0,6x	5,7x	2,2x	25,4x	5,8x	4 023	390	9,7%	49	215	849
Горнодобывающие компании с алюминиевым дивизионом																
Rio Tinto	Австралия	RIO LN	147 430	153 046	6,5%	3,4x	7,3x	0,0x	15,1x	15,2x	44 611	21 108	47,3%	9 769	9 686	773
Hindalco Industries	Индия	HNDL IN	12 168	20 226	0,3%	1,2x	9,5x	3,8x	40,5x	39,4x	16 305	2 122	13,0%	300	309	8 057
South32	Австралия	S32 AU	10 748	10 472	1,5%	1,8x	12,6x	-0,3x	-96,8x	20,2x	5 802	833	14,4%	-111	531	-275

Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка, в т.ч.:	8 566	11 841	11 964	12 503
Реализация алюминия	7 088	9 797	9 899	10 345
Прочая выручка	1 478	2 044	2 065	2 158
Операционные расходы	(8 287)	(9 243)	(9 879)	(10 341)
ЕВИТДА	871	3 178	2 723	2 828
Амортизация и корректировки	(592)	(580)	(638)	(667)
ЕВИТ	279	2 598	2 085	2 161
Прочие доходы/расходы	437	1 417	1 275	1 389
Прибыль до налогообложения	716	4 015	3 360	3 550
Налог на прибыль	43	(803)	(672)	(710)
Чистая прибыль	759	3 212	2 688	2 840
EPS, долл.	0,05	0,21	0,18	0,19

Баланс, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Долгосрочные активы	11 501	13 090	14 203	14 856
Основные средства	4 855	5 375	5 737	5 670
Прочие внеоборотные активы	6 646	7 715	8 466	9 186
Краткосрочные активы	5 877	7 618	8 968	10 903
Оборотные активы	3 455	3 809	3 809	3 809
Денежные средства	2 229	3 616	4 966	6 901
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	193	193	193	193
Итого активы	17 378	20 708	23 171	25 759
Средства акционеров	6 543	9 755	12 443	15 283
Акционерный капитал	6 543	9 755	12 443	15 283
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	8 044	7 104	6 679	7 527
Долгосрочные кредиты и займы	7 062	6 122	5 697	6 545
Прочие долгосрочные обязательства	982	982	982	982
Краткосрочные обязательства	2 791	3 849	4 049	2 949
Краткосрочные кредиты и займы	730	1 600	1 800	700
Оборотные обязательства	1 836	2 024	2 024	2 024
Прочие краткосрочные обязательства	225	225	225	225
Итого обязательства и средства акционеров	17 378	20 708	23 171	25 759

Движение денежных средств, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционная деятельность	1 091	2 209	2 051	2 118
Чистая прибыль	759	3 212	2 688	2 840
Налоги и проценты	359	1 074	809	705
Корректировки	(281)	(1 912)	(1 445)	(1 427)
Изменение оборотного капитала	254	(166)	0	0
Инвестиционная деятельность	128	(277)	(16)	514
Приобретение внеоборотных активов	(877)	(1 100)	(1 000)	(600)
Дивиденды полученные	1 170	619	661	664
Прочее	(165)	204	323	449
Финансовая деятельность	(694)	(545)	(685)	(697)
Изменение долга	1	(70)	(224)	(253)
Прочее	(695)	(475)	(460)	(445)
Эффект курсовых разниц	(77)	0	0	0
Изменение денежных средств	525	1 387	1 351	1 935

Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1%	2%	3%	4%
5%	88,1	113,3	163,8	315,1
6,7%	61,6	72,3	88,8	117,5
7%	58,3	67,7	81,7	105,1
8%	49,7	56,2	65,2	78,7
9%	43,3	47,9	54,1	62,8

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	2,6%
Премия рынка за риск	6,1%
Стоимость СК	9,4%
Beta	1,10
Стоимость долга	2,7%
Доля СК	60%
Доля долга	40%

WACC	
	6,7%

Свободный денежный поток, млн долл.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционный ден. поток	1 091	2 209	2 051	2 118
Кап. затраты	(848)	(1 100)	(1 000)	(600)
Свободный денежный поток (FCFF)	243	1 109	1 051	1 518

Оценка стоимости акций, млн долл.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	4 645
Терминальная стоимость (+)	11 744
Справедливая стоимость бизнеса	16 389
Чистый долг (-)	5 563
Доля миноритарных акционеров (-)	0
Доля в зависимых компаниях (+)	3 822
Справедливая стоимость акц. капитала	14 648
Справедливая стоимость акции, долл.	1,0
Справедливая стоимость акции, руб.	72,3

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	1,6	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	15,4	4,2	4,9	4,7
EV/EBIT	48,0	5,2	6,4	6,2
EV/FCF	69,0	12,1	12,7	8,8
P/E	15,3	3,6	4,3	4,1
P/B	1,8	1,2	0,9	0,8
FCF Yield	1,7%	9,5%	9,0%	13,0%

Кoeffициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	17,0%	35,0%	30,5%	30,4%
Рентабельность EBIT	3,3%	21,9%	17,4%	17,3%
Рентабельность чистой прибыли	8,9%	27,1%	22,5%	22,7%
Рентабельность EBITDA	10,2%	26,8%	22,8%	22,6%
ROE	11,6%	32,9%	21,6%	18,6%
ROA	4,4%	15,5%	11,6%	11,0%
ROIC	1,6%	11,9%	8,4%	7,7%
EBIT/Interest expenses, x	0,6	5,5	4,5	4,9
Net Debt/EBITDA, x	6,4	1,3	0,9	0,1

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2020 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Сучков
Металлургия, Глобальные рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Игорь Евсин
Нефтегазовый сектор, Транспорт,
Девелопмент
IEvsin@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru