7 марта 2019

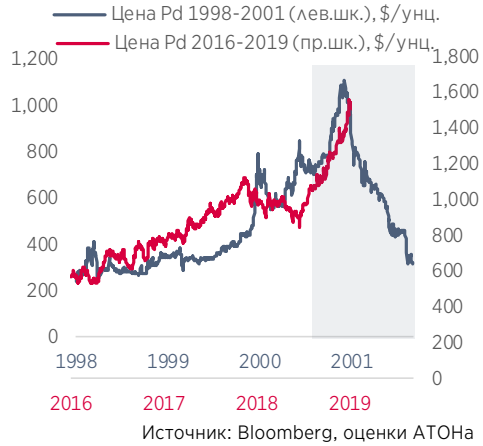
Норникель

Цель достигнута – понижаем рейтинг до НЕЙТРАЛЬНО

НЕЙТРАЛЬНО			
ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА			**$23.5**
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА			**11%**
Код Bloomberg			**MNOD LI**
Цена (GDR, $)			21.1
Потенциал			11%
АКЦИИ			
Кол-во об. акций (млн)			158.2
Кол-во об. GDR (млн)			1582.5
Ср. об. торгов за 3М ($ млн)			43.1
Free float (%)			31%
Капитализация ($ млн)			33 453
EV ($ млн)			40 754
Основные акционеры			
Интеррос			35%
ОК РУСАЛ			28%
Crispian			6%
ФИНАНСЫ ($ млн)	**2019П**	**2020П**	**2021П**
Выручка	12 597	12 960	12 930
EBITDA	**7 008**	**7 185**	**7 002**
EBIT	6 203	6 273	5 980
Чистая прибыль	4 808	4 823	4 539
EPGDR, $	3.0	3.0	2.9
DPGDR, $	2.5	2.7	2.7
ОЦЕНКА			
P/E (x)	7.0	6.9	7.4
P/CF (x)	5.6	5.5	5.6
EV/EBITDA (x)	5.8	5.7	5.8
EV/продажи (x)	3.2	3.1	3.2
P/BV (x)	8.2	7.2	6.8
RoCE (%)	44%	40%	35%
RoE (%)	123%	105%	90%
Див. дох-ть (%)	11.9%	12.7%	12.7%
ДИНАМИКА			
1М (%)			4%
3М (%)			17%
С нач. года (%)			15%
52-нед.макс., $			22.3
52-нед.мин., $			14.6

Цены на момент закрытия 5 марта 2019
Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 1. Палладий: история повторяется



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

На фоне ралли цен на палладий GDR Норникеля взлетели на 35% с октября 2018 и приблизились к нашей цели $23.0. Обновив модель с учетом финрезультатов за 2018 и более высоких прогнозных цен на палладий, мы увеличиваем целевую цену до $23.5/GDR и понижаем рейтинг Норникеля до НЕЙТРАЛЬНО. Мы не видим сильных катализаторов: стратегия развития была подробно представлена в ноябре 2018, а финальный дивиденд за 2018 (доходность 6%) уже учтен в котировках. Ралли в палладии не может продолжаться вечно, а когда оно прекратится, падение цен может быть существенным: после 2000 года они рухнули на 70% всего за три квартала. Мы считаем оценку Норникеля справедливой на уровне 5.8x EV/EBITDA 2019П, а мультипликатор при текущих ценах (5.1x) привлекателен, но неустойчив.

Динамика цен на палладий определяет динамику акций Норникеля

Цены на палладий взлетели с $900 до $1 500/унц. всего за девять месяцев, и вслед за ними устремились акции Норникеля, рост которых в последние несколько месяцев бьет рекорды. Однако акции по-прежнему отстают от котировок палладия, торгуясь всего по 5.1x EV/EBITDA при текущих ценах, и предлагают впечатляющую дивидендную доходность 2019П 12%. Нетрудно определить степень влияния цен на палладий на Норникель: рост цены на $100/унц. транслируется в дополнительные $280 млн или 5% EBITDA и добавляет $170 млн к дивидендам (+0.5 пп к доходности).

Ралли в палладии не бесконечно – уровень $1 500 был ожидаемым

В нашем недавнем отчете *«Палладий и платина: настал момент для рокировки»* мы писали, что цена Pd протестирует уровни выше $1 500/унц. Текущая премия Pd к Pt дает огромный (хотя и сдерживаемый внутренними рисками) стимул для перехода на Pt для производства каталитических нейтрализаторов ($110/шт. или 15% TCC), однако мы считаем ее неустойчивой. Скачок цен на палладий напоминает не только о биткоинах, но и о цене самого металла в 2000, которая после ралли потеряла 70% всего за три квартала. Кроме того, в 2013-17 дефицит на рынке палладия достиг 3.6 млн. унц., но средний темп роста цен составил лишь 10% против 85% в 4К18-1К19.

Результаты за 2018 и новые прогнозы по ценам учтены: EBITDA 2019П $7.0 млрд

Обновив модель с учетом сильных результатов за 2018, которые продемонстрировали превосходный контроль над затратами и высвобождение оборотного капитала, мы получили EBITDA 2019П $7.0 млрд, что на 8% выше медианы консенсуса *Bloomberg*. Это в основном объясняется повышением прогнозов по цене Pd ($1 250/ унц. в 2019 – между спотом $1 500 консенсусом *Bloomberg* $1 150), в результате которого доля металла в выручке увеличивается до 30%. Мы моделируем цену Ni на уровне $13 000/т в 2019-20, ожидая, что ее поддержит дефицит металла на фоне роста спроса на электромобили, хотя и несколько сглаженный ростом производства чернового ферроникеля в Китае/Индонезии.

Нет сильных катализаторов, финальные дивиденды (доходность 6%) в цене

Учитывая, что обновление стратегии было представлено в ноябре 2018 (долгосрочный рост производства на 15-25% при дополнительных капзатратах $1.3-1.5 млрд), а существенное улучшение финпоказателей достигнуто в 2018 (EBITDA +56% г/г), мы не видим сильных краткосрочных катализаторов для акций Норникеля. Мы полагаем, что финальные дивиденды за 2018 ($1.21/GDR, доходность 5.7% при выплате 60% EBITDA за вычетом промежуточных дивидендов $1.15/GDR), уже учтены в котировках и еще слишком далеки (отсечка ожидается в июле).

Риски для рейтинга НЕЙТРАЛЬНО: дефицит палладия, смена акционеров, Китай

Сохранение дефицита палладия может поспособствовать дальнейшему росту цен, что скорее всего подстегнет котировки Норникеля. Существенное изменение структуры акционеров (а именно, возможная покупка Интерросом доли РУСАЛа) может отрицательно отразиться на дивидендах и стимулировать более агрессивный рост капзатрат. Цены на металлы определяются ситуацией в Китае, и отсутствие торгового соглашения между США и Китаем, как и продолжающееся замедление китайской экономики, будут оказывать на них давление. Также нельзя полностью исключить риск введения новых санкций США в отношении России.

Андрей Лобазов
+7 (495) 213-03-37
Andrey.Lobazov@aton.ru

Ангелина Глазова
+7 (495) 777-90-90 | доб.: 3652
Angelina.Glazova@aton.ru

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.

Рис. 2. Сравнительные мультипликаторы

			Кап-я	EV/EBITDA*		P/E*		FCFY*		DY	ЧД/EBITDA	ROE	ROA	EV/продажи*		% изм.		
Компания	Посл.цена		US$	19П	20П	19П	20П	19П	20П		19П			19П	20П	3М	6М	1 год
Норникель (АТОН)	**USD**	**21.1**	**33 453**	**5.8**	**5.7**	**7.0**	**6.9**	**9%**	**9%**	**12%**	**1.1**	**123%**	**30%**	**3.2**	**3.1**	**17%**	**36%**	**12%**
Норникель (конс.)	USD	21.1	33 453	6.4	6.0	8.5	8.2	8%	8%	6%	1.3	74%	16%	3.4	3.2	17%	36%	12%
Диверс. произв-ли				**5.4**	**5.7**	**10.9**	**12.0**	**9%**	**8%**	**1%**	**0.3**	**9%**	**4%**	**2.6**	**2.7**	**16%**	**17%**	**8%**
BHP Billiton	AUD	37.6	127 330	6.1	6.2	12.9	12.9	10%	8%	1%	0.4	2%	2%	3.2	3.3	26%	25%	33%
Rio Tinto	GBp	4 478	99 836	5.7	6.1	11.6	13.8	7%	6%	2%	0.2	13%	7%	2.6	2.7	27%	26%	19%
Vale	USD	12.4	65 290	4.3	4.7	7.0	8.1	13%	11%	0%	0.2	15%	6%	2.0	2.1	-9%	-5%	-9%
Anglo American	GBp	2 040	34 707	4.6	4.9	10.0	11.2	9%	7%	0%	0.2	11%	3%	1.6	1.6	31%	36%	16%
Teck Resources	USD	22.4	12 821	4.3	4.7	8.2	9.2	4%	5%	0%	0.3	7%	4%	1.7	1.8	5%	2%	-21%
Произв. меди/никеля				**7.1**	**6.2**	**11.7**	**12.5**	**4%**	**6%**	**1%**	**0.9**	**5%**	**2%**	**2.7**	**2.4**	**12%**	**-1%**	**-23%**
Antofagasta	GBp	967	12 553	6.1	5.9	18.3	17.7	5%	4%	1%	0.2	5%	4%	3.0	2.9	27%	25%	9%
Vedanta	INR	178.5	9 466	4.1	3.5	9.7	6.8	9%	19%	2%	1.6	3%	3%	1.2	1.0	-9%	-22%	-42%
Lundin Mining	CAD	6.5	3 554	4.8	3.2	17.3	9.7	-4%	11%	0%	-0.8	0%	-8%	1.8	1.5	8%	5%	-23%
Freeport-McMoran	USD	12.6	18 229	9.2	7.0	н/д	14.4	-1%	4%	0%	2.0	5%	1%	2.3	2.1	13%	-7%	-33%
Grupo Mexico	MXN	48.3	19 370	5.1	4.8	9.6	8.8	5%	6%	2%	1.3	12%	5%	2.4	2.2	16%	-11%	-26%
Southern Copper	USD	36.3	28 031	8.6	7.8	15.6	13.7	3%	3%	0%	1.2	16%	7%	4.3	4.0	13%	-11%	-33%
Jiangxi Copper	HKD	11.0	7 060	10.4	9.8	18.3	17.1	5%	3%	1%	1.3	3%	2%	0.3	0.3	18%	26%	-7%
First Quantum Minerals	CAD	15.0	7 699	7.6	5.3	13.8	9.2	6%	14%	0%	3.0	2%	1%	3.4	2.6	24%	2%	-28%
Aurubis AG	EUR	48.9	2 483	4.9	4.6	9.8	9.3	2%	7%	3%	0.3	8%	3%	0.2	0.2	12%	-17%	-26%
OZ Minerals	AUD	10.4	2 360	5.6	4.8	17.2	15.1	-6%	6%	1%	-0.3	4%	5%	2.5	2.1	25%	22%	6%
Eramet	EUR	54.3	1 634	2.6	2.7	8.3	8.6	15%	11%	0%	0.7	-5%	н/д	0.6	0.6	-18%	-21%	-54%
Производители МПГ				**8.9**	**8.1**	**15.2**	**16.9**	**5%**	**5%**	**0%**	**0.2**	**3%**	**1%**	**2.1**	**2.0**	**49%**	**79%**	**48%**
Anglo Plat	ZAr	73 576	13 925	9.7	8.9	16.9	15.8	5%	5%	0%	-0.2	6%	6%	2.4	2.3	52%	65%	102%
Impala Platinum	ZAr	5 953	3 070	5.2	6.1	13.8	12.1	5%	2%	0%	0.4	1%	0%	1.0	1.0	76%	202%	102%
Hochschild Mining	GBp	195.9	1 319	5.1	4.9	27.0	22.6	7%	10%	1%	0.1	7%	4%	2.1	2.0	20%	16%	-7%
Lonmin	GBp	68.6	255	отр.	отр.	5.4	8.0	-9%	-16%	0%	0.0	0%	-1%	отр.	отр.	50%	59%	0%
Northam Platinum	ZAr	5 978	2 139	12.7	9.0	н/д	28.8	7%	7%	0%	0.6	0%	-1%	2.7	2.4	45%	51%	42%
Алюминий				**6.3**	**5.7**	**9.7**	**13.8**	**8%**	**9%**	**1%**	**1.5**	**7%**	**2%**	**0.8**	**0.7**	**14%**	**4%**	**-16%**
Hindalco Industries	INR	202.8	6 495	5.5	5.5	7.9	7.8	10%	13%	0%	2.4	1%	2%	0.7	0.7	-7%	-16%	-10%
Yunnan Aluminium	CNY	5.1	1 996	9.1	7.3	19.3	11.3	10%	14%	н/д	2.1	4%	1%	1.0	0.8	23%	-3%	-40%
Norsk Hydro	NOK	34.9	8 318	5.3	4.3	13.8	9.3	5%	9%	3%	0.8	7%	5%	0.5	0.5	-12%	-26%	-34%
Alcoa	USD	28.2	5 225	3.4	3.3	17.0	10.0	11%	15%	0%	0.2	-4%	-1%	0.7	0.7	-5%	-30%	-40%
Aluminium Corp of China	HKD	3.4	10 633	11.5	10.1	н/д	25.5	6%	6%	0%	5.0	1%	1%	0.9	0.9	24%	7%	-26%
Shandong Nanshan	CNY	2.7	4 861	7.4	7.0	14.8	12.8	10%	8%	0%	-1.3	4%	н/д	1.8	1.7	19%	11%	-12%
Alumina Ltd	AUD	2.6	5 200	н/д	н/д	10.2	12.2	9%	7%	4%	0.6	4%	2%	н/д	н/д	17%	-6%	10%
Aluar Aluminio	ARS	18.4	1 261	4.2	4.1	7.1	6.5	2%	0%	н/д	0.4	н/д	н/д	1.3	1.1	0%	-6%	30%

* Мультипликаторы для диверсифицированных производителей, производителей Cu/Ni, МПГ и алюминия – средневзвешенные по капитализации

Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «настоящий Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые суждения и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности суждений и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, не должна рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. Ценные бумаги и финансовые инструменты, указанные в настоящем Отчете, могут не соответствовать инвестиционному профилю получателя настоящего Отчете. Получатель настоящего Отчета должен самостоятельно оценить, соответствуют ли упоминаемые финансовые инструменты его инвестиционным целям риск-аппетиту.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Настоящий Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Настоящий Отчет не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий Отчет и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информации не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним организациям и филиалам. Все мнения и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчёте шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2019. Все права защищены.