

Норильский никель (ВЫШЕ РЫНКА)

Отличная инвестиция в расчете на рост

Оценка

Мы возобновляем аналитическое покрытие компании Норильский никель с рекомендации **ВЫШЕ РЫНКА** и РЦ \$22/ГДР. Норильский никель – самый качественный актив в секторе цветной металлургии с диверсифицированной корзиной металлов, представляющих в основном товары позднего цикла. Компания располагает самой высокой дивидендной доходностью среди мировых горнодобывающих компаний (по нашим оценкам, в 2018 г. она составил 12%, в 2019 г. – 13%), хорошим балансом (чистый долг/ЕБИТДА – 1,1х на 30 июня) и высокой эффективностью, превышающей средний показатель по EMEA (рентабельность ЕБИТДА за 1П18 составила 53%). Наша оценка стоимости компании основывается на сочетании трех методов оценки – мы приписали вес 50% оценки методом ДДП и по 25% – на основе мультипликаторов 2019П EV/ЕБИТДА (7,0х) и 2019П P/E (10х) – мультипликаторы отражают средние на протяжении цикла показатели на будущий год для горнодобывающего сектора. Мы ожидаем возможной переоценки коэффициентов Норильского никеля в ближайшие годы, так как компания укрепляет свои позиции в сегменте металлов для технологий будущего. Так как Норникелю принадлежит 40% глобального рынка палладия, он может получить дополнительную премию, так как производители металлов платиновой группы сейчас торгуются с 50%-й премией к диверсифицированным горнодобывающим компаниям по коэффициенту 2019П EV/ЕБИТДА.

Рынок акций
Металлы и горная добыча
 24 октября 2018 г.

Bloomberg ticker	MNOD LI
Rating	ВЫШЕ РЫНКА
Closing price, USD	17,6
Target price, USD	22
Return to TP	25%

Дата ценообразования: закрытие рынка, 22.10.2018

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Профиль роста Норильского никеля недооценен. Очень эффективную, щедрую на дивидендные выплаты диверсифицированную горнодобывающую компанию Норильский никель часто критикуют за отсутствие потенциала роста. Мы не разделяем это мнение. Традиционно в распоряжении публичной компании есть пять способов использовать свои денежные потоки: направить их на выплату дивидендов, на обратный выкуп акций, на погашение долга, на сделки M&A или же реинвестировать их во внутренние проекты. Норильский никель располагает самой богатой железорудной базой в мире, обеспечивающей ей уникальные конкурентные преимущества. Сделки M&A в основном размывают стоимость компании. При отношении чистого долга к ЕБИТДА в 1,1х Норильский никель поддерживает коэффициент дивидендных выплат на уровне 60%. Возможности обратного выкупа акций ограничены акционерным соглашением. Таким образом, инвестиции в проекты органического роста предоставляют оптимальные возможности для использования денежных потоков. Норильский никель располагает одним из лучших профилей с точки зрения производственного роста в сырьевом секторе (никель, медь, палладий). В числе добывающих проектов – рудник Скалистый (месторождение Талнахского кластера), проект Быстринского ГОКа (Читинская область), месторождения Южного кластера и потенциальное СП с Русской Платиной по совместному освоению Масловского и Черногорского месторождений, а также южной части Норильск-1. Менеджмент озвучил эти проекты на Дне инвестора в 2017 г. и в ходе презентации финансовых результатов за 1П18. Мы ожидаем обновленной информации о капиталовложениях в ходе запланированного на 19 ноября Дня инвестора 2018. Норильский никель прогнозирует капиталовложения на уровне \$2,3-2,5 млрд в год в 2019-20П. Капиталовложения за 1П18 были в размере \$536 млн (прогноз на 2018П составляет \$1,9 млрд). В 1П18 СДП Норникеля составил \$2,6 млрд. По нашей оценке, капиталовложения на развитие бизнеса составляют \$1,4-1,5 млрд в год. Результаты Норильского никеля за 2П18 может поддержать ослабление рубля. По оценкам компании, изменение курса на 1% приведет к изменению ЕБИТДА на сумму \$34,7 млн и изменению СДП на сумму \$53,4 млн. Коэффициент дивидендных выплат компании составит 60% ЕБИТДА, если чистый долг будет находиться ниже 1,8х. Одобрены дивиденды за 1П18; дата закрытия реестра назначена на 1 октября, дивидендная доходность составит примерно 6,5% и коэффициент дивидендных выплат – примерно 60% (ЕБИТДА за 1П18 составит \$3,1 млрд). Принимая в расчет дивидендную доходность в двузначном выражении, дивидендные потоки могут быть отчасти перенаправлены в привлекательные проекты органического роста без оказания сильного давления на оценку стоимости компании. Что касается ключевых рисков, снижение цен на металлы в случае снижения потребления в Китае и агрессивного укрепления рубля – самые большие риски для инвестиционной привлекательности Норильского никеля.

Оценка и результаты, \$ млн				
IAS	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
Revenue	9,146	10,870	11,142	11,630
ЕБИТДА	3,995	6,137	5,932	6,304
Net profit	2,121	3,991	3,698	3,590
Net debt	8,201	5,830	8,576	10,256
EPS, \$/sh	1.34	2.52	2.34	2.27
DPS, \$/sh	1.88	2.12	2.25	2.39
EV/Sales	3.7	3.1	3.3	3.3
EV/ЕБИТДА	8.5	5.5	6.3	6.0
PE	12.1	6.9	7.5	7.7
Net debt/ЕБИТДА	2.1	0.9	1.6	1.6
Dividend yield	11.6%	12.1%	12.8%	13.7%
FCF yield	-1%	8%	10.9%	11.2%
ROIC	16%	33%	25%	24%

Источники: Альфа-Банк, данные компании

Приближаясь к двухуровневому рынку никеля: Корзина металлов компании состоит из никеля (примерно 1/3), меди (примерно 1/3) и палладия (примерно 1/3). Никель, палладий, медь, родий и кобальт превращают компанию в уникальную инвестицию в расчете на развитие сектора MIFTS (металлы в технологиях будущего). Никель, медь и кобальт получают поддержку от все большего распространения электромобилей. Рост премий и снижение запасов в сегменте цветных металлов и палладия указывают на хорошую конъюнктуру рынка. Сильный рост производства батарей модели 8:1:1 (80% никеля) поддерживает спрос по всему миру. В данном виде батарей 8:1:1 катод примерно на 80% состоит из сульфата никеля, оставшаяся часть – наполовину из марганца и кобальта. Готовый никель (“класс 1”) используется для литий-ионных и прочих типов батарей. При этом только 35% глобального производства никелевой продукции производится из сульфидной руды, которая используется для производства премиального никеля “класса 1”. В среднесрочной перспективе появится необходимость новых инвестиций в мощности по производству никеля премиум-класса (“класс 1”), так как на рынок главным образом поставляется никелевая продукция с латеритных рудных месторождений. Палладий тесно связан с рынком автомобилестроения. Рынок сталкивается со все нарастающим дефицитом палладия из-за отсутствия новых месторождений, относительно более высоких требований по палладию в гибридных двигателях и снижения доли дизельных двигателей в мировой автомобильной промышленности. Мы видим три главных катализатора роста спроса на медь в ближайшие годы: (1) урбанизацию – процесс, который требует большого количества меди; (2) распространение электромобилей, которое поддержит спрос на медь, так как они требуют в 3-4 раза больше меди, чем автомобили, работающие на бензине; (3) китайский проект “Один пояс – один путь”, который создает спрос со стороны энергетического сектора. Рынок оценивает долгосрочные цены на медь на уровне примерно \$7 000/т против текущей цены \$6191/т.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика

Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки

Аналитическая поддержка российских клиентов
Перевод
Редактор
Техническая поддержка

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Наталия Лаврова, Валерия
Волгарева

Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева

Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев

Анна Мартынова

Джон Волш

Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шапшаров, Александр Зоров, Светлана

Голодинкина

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.