

22 июня 2021 года

РУСАЛ ПОКУПКА ДОЛИ В РУСГИДРО

Русал [приобрел](#) долю в энергетической госкомпании Русгидро. На наш взгляд, событие несет краткосрочный негатив для котировок Русала, так как в период получения сверхдоходов от высоких цен на алюминий рынок ожидал от закредитованной компании гашения долга или выплаты дивидендов, а не M&A активности. С другой стороны, сумма сделки не является столь значимой для денежного потока Русала, а инвестиции в гидрогенерацию гармонично вписываются в будущий контур «зеленой» [Al+](#). **Мы подтверждаем целевую цену для акций Русала на уровне 72,3 руб. с рекомендацией ☐ Покупать ☐.**

Параметры. Русал купил 4,35% в Русгидро у ВСМПО-Ависма за 17,4 млрд руб. (около 240 млн долл.) в апреле 2021 г. с 11%-й премией к рыночной цене. Русал заявил, что инвестиции в Русгидро носят портфельный характер и направлены на получение выгоды от роста котировок и дивидендов. Согласно нашей оценке, затраты на покупку доли в Русгидро обойдутся Русалу почти в четверть ожидаемого FCFF за 2021 г. Однако если учесть дивиденды Норникеля и средства от участия в [выкупе](#) акций, расходы на приобретение не представляются столь значительными (на уровне 8% денежного потока Русала за 2021 г.).

Цели. Истинные цели покупки Русалом пакета Русгидро остаются неясны, однако можно выделить три наиболее вероятные версии:

- **Официальная.** Приобретение доли в Русгидро направлено на трансформацию Русала в алюминиевую компанию с целым набором стратегических портфельных инвестиций. Сейчас Русал владеет неконтролирующим пакетом в Норникеле (около 25,1% после погашения акций) и Русгидро (4,35%), а с 2022 г. к набору вложений добавится 14%-я доля в [Быстринском ГОКе](#). Теперь помимо дивидендов Норникеля Русал будет получать выплаты от Русгидро. По итогам 2020 г. Русгидро выплатит дивиденд в размере 0,053 руб. на акцию, что во 2-м полугодии 2021 г. принесет Русалу около 14 млн долл. Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, в 2021-2022 г. ежегодные выплаты Русгидро превысят 0,06 руб. на акцию (около 16 млн долл. на долю Русала).
- **ВТБ.** Среди крупных акционеров Русгидро можно выделить РФ (62%) и ВТБ (13%). Не исключено, что Русал не остановится на текущем уровне владения и в будущем выкупит пакет ВТБ, что сделает компанию вторым по значимости акционером компании. Банк приобрел акции Русгидро в [2017 г.](#) с целью последующей перепродажи стратегическому инвестору. Цена покупки составила 1 руб. за акцию, поэтому при значении котировок выше данного уровня ВТБ готов рассмотреть варианты продажи. Таким образом, банк реализует свой пакет минимум за 800 млн долл. Данный объем средств является значимым для Русала, однако при желании компания потянет такие траты. Нарращивание пакета в Русгидро видится логичным с точки зрения как инвестиций в «зеленую» электрогенерацию, так и полной консолидации БЭМО.
- **БЭМО.** Богучанское энерго-металлургическое объединение (БЭМО) является совместным проектом Русала и Русгидро, в котором сторонам принадлежит по 50%. БЭМО объединяет Богучанский алюминиевый завод (3 00 тыс. т алюминия) и Богучанскую гидроэлектростанцию (3 000 МВт электроэнергии). Ранее партнеры допускали [разделение](#) БЭМО по профилю: Русал получал алюминиевый завод с доплатой, а Русгидро – электростанцию. Вполне вероятно, что после наращивания доли в Русгидро Русал обменяет пакет на активы БЭМО, что позволит компании консолидировать показатели проекта. По итогам 2020 г. выручка БЭМО составила 728 млн долл. (почти 10% выручки Русала), чистый долг – около 1,5 млрд долл. Консолидация БЭМО позволит Русалу существенно нарастить показатели, однако приведет к еще более значительному росту долговой нагрузки.