



Базовые предположения: актуализация оценки по Норникелю и РУСАЛу

Рынок акций
15 октября 2025

Динамика рынка металлов создает позитивный контекст для финансовых результатов ключевых экспортеров. Турбулентности добавляют торговые войны, курс национальной валюты и геополитический фон. Мы повышаем целевую цену по Норникелю до 150 руб. за акцию (против 140 руб. ранее) на снижении WACC и пересмотре прогнозов цен на металлы. При этом мы считаем, что акции РУСАЛа оценены рынком справедливо – прогноз целевой цены снижен до 32 руб. за акцию (против 38 руб. ранее) на фоне значительного роста долга и капиталовложений, а также в связи с инфляцией затрат.

Обзор по рынку металлов:

- Наблюдаемое ралли в **платине и палладии** связано прежде всего с ростом цен на золото и поиском альтернатив в других драгоценных металлах. Рост инвестиционного спроса акцентирует проблемы в части предложения. Мы повысили прогнозы по платине и палладию на 2026 и 2027 годы на 36% и 14%, до \$1 400 и \$1 200 за унцию соответственно.
- Прогноз по **меди** на 2026 год повышен до \$10 200 за тонну. Ожидаем снижения турбулентности после оседания реакции рынка на аварию на активах Freeport-McMoran. На краткосрочном горизонте выпадение объемов Freeport McMoran может корректироваться объемами с активов в ДРК и Китае, которые чувствительны к цене. Также рост цен на медь создает предпосылки для роста ломосбора и замещения меди алюминием в электроэнергетике.
- Рынок **алюминия**, на наш взгляд, сбалансирован. Динамичный рост спроса, по нашим ожиданиям, совпадает с темпами ввода новых мощностей. В своих финансовых прогнозах мы опираемся на цену алюминия на уровне \$2 650 за тонну в 2026 году и \$ 2 675 за тонну в 2027.
- Потенциал снижения цены на **никель** ограничен, на наш взгляд. При текущем уровне цен около 20-30% мировых производителей никеля находятся на грани рентабельности. Потенциал роста спроса обеспечивают производители аккумуляторных батарей и рост потребления нержавеющей стали в странах Глобального Юга. Также вероятность роста цены сохраняется на фоне ослабления доллара и возможных политических инициатив со стороны правительства Индонезии.

Оценка компаний

В рамках текущей актуализации целевых цен по компаниям мы опирались на метод дисконтирования денежных потоков на горизонте 2026–2030 гг., а также на оценки на базе форвардных мультипликаторов на 2027 год. Для расчета WACC мы ориентировались на консервативные ожидания, предполагающие снижение безрисковой ставки в 2026 году до 13% и стоимости заемного капитала для отдельных компаний, исходя из баланса долгового портфеля. В итоге оценка WACC снижена на 3-4%. При моделировании финансовых результатов мы опирались на скорректированные прогнозы по курсу национальной валюты и металлов (см. ниже).

Прогнозы

	2026 уст.	2026 NEW	2027
Никель, \$/т	\$18 375	\$15 500	\$16 000
Медь, \$/т	\$9 800	\$10 200	\$10 200
Палладий, \$/унц	\$1 050	\$1 200	\$1 200
Платина, \$/унц	\$1 029	\$1 400	\$1 400
Золото, \$/унц	\$3 490	\$3 950	\$3 950
Алюминий, \$/т	\$2 600	\$2 650	\$2 675
USD/RUB, средний	95	95,5	100

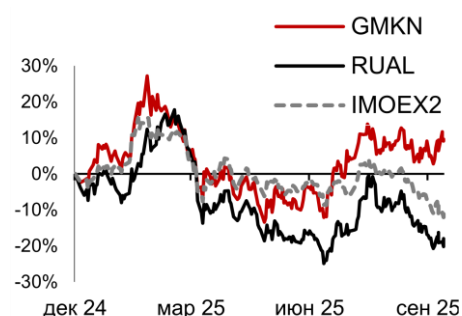
Источник: Альфа-Банк

Тикер	GMKN
Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА
Цена закрытия, Р	127
Целевая цена NEW , Р	150
Потенциал роста	18%

Тикер	RUAL
Рейтинг	ПО РЫНКУ
Цена закрытия, Р	29
Целевая цена NEW , Р	32
Потенциал роста	7%

Источник: Investing, Альфа-Банк
Цена на 14 октября

Динамика GMKN и RUAL vs IMOEX2



Источник: Investing.com, Альфа-Банк

Динамика металлов с начала года



Источник: Investing, Альфа-Банк



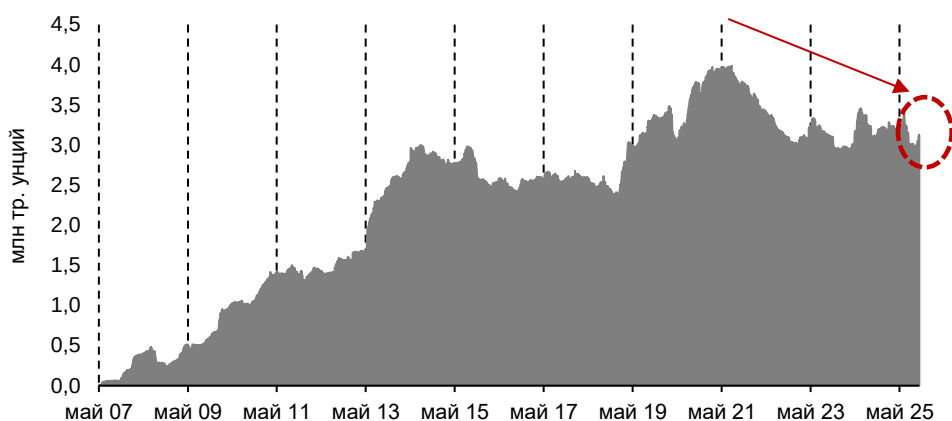
Рынки цветных металлов и МПГ

Рынки цветных и драгоценных металлов привлекают внимание инвесторов в последнее время. Продолжающееся ралли в золоте смещает интерес в сторону других драгоценных металлов, при этом цветные металлы демонстрируют большую чувствительность в части рисков спроса и предложения.

Платина подорожала на 84% с начала года и на 18% за последний месяц; палладий – на 70% с начала года и на 30% за последний месяц

Наблюдаемое ралли в платине и палладии связано с ростом цен на золото и реализацией инвестиционного интереса. Повышение инвестиционного спроса акцентирует проблемы в части предложения. В настоящий момент рынок золота можно оценить в \$20-22 трлн. Этот показатель не выглядит столь значительным по сравнению с объемом мирового рынка долговых обязательств (около \$350 трлн) или капитализацией мирового рынка акций (около \$150 трлн). При этом широкий показатель мировой денежной массы (M2/M3) уже превысил \$140 трлн, с 2020 года он растет в среднем на 7% в год. Рост мирового ВВП выглядит значительно скромнее (+3%, по оценке на 2025 год). Основная роль золота – это хеджирование инфляционных рисков. Инфляция растет, когда большее количество денег приходится на тот же или меньший объем товаров и услуг. Такую ситуацию мы наблюдаем в настоящий момент, что уже привело к удвоению цены золота за последние два года. Другие драгоценные металлы (серебро, платина и палладий) могут играть роль аналогичную золоту и обладают схожими характеристиками. Цена палладия за последний месяц преодолела отметку \$1 500 за унцию. В первой половине года цена палладия оставалась на уровне \$900–1 000 за унцию. С учетом надежд на дальнейшее снижение ставки ФРС и ожидаемого роста денежной массы мы полагаем, что ралли в золоте в 2026 году продолжится и будет оказывать поддержку другим драгметаллам. В то же время значительный навес создают накопленные запасы в ETF. По данным Bloomberg, текущие запасы платины в ETF эквивалентны 43% прогнозируемого уровня производства. В связи с этим оценивать уровни возникшего дефицита можно по-разному.

Рис.1. Отток платины из ETF может сбалансировать снижение производства



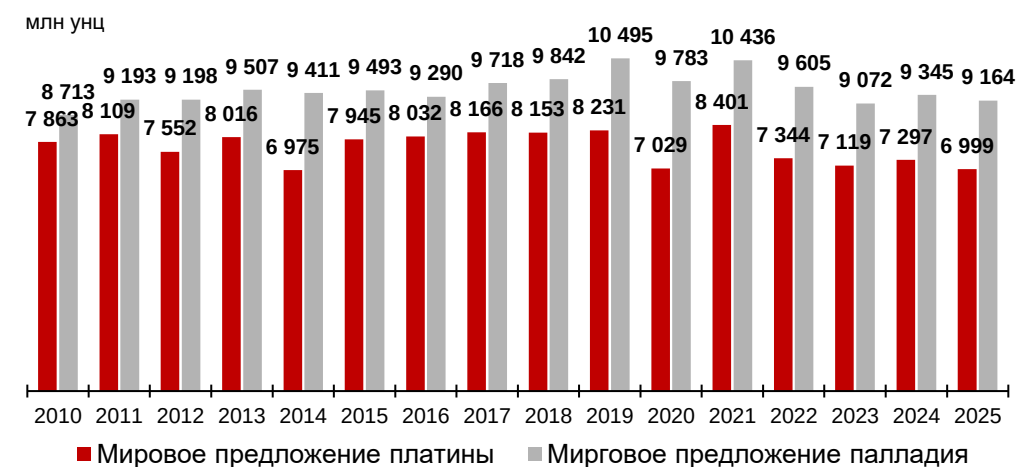
Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис.2. Спрос на золото растет быстрее, чем падает предложение платины



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис.3. Инвестиционный спрос на палладий корректируется относительно стабильным предложением, при этом промышленный спрос находится под давлением

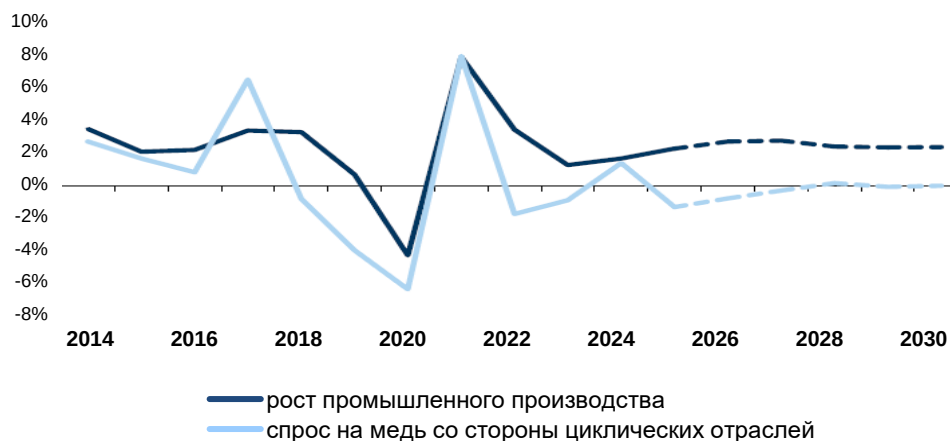


Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Медь подорожала на 21% с начала года и на 5% за последний месяц

Цены на медь раллировали в связи с аварией на втором крупнейшем в мире месторождении (Grasberg Mine в Индонезии), которая чревата потерей 200-300 тыс. тонн предложения этого металла в 2026 году (3-4% мирового предложения). В целом, рост мировой промышленной инфляции и падение содержания металла в руде привели к ситуации, когда экономически эффективная разработка почти всех новых крупных новых месторождений требует цену меди на уровне не менее \$10 500 за тонну. Рост цен на медь также поддерживается стабильным ростом промышленного производства (Industrial production – IP) в Китае, на уровне выше 5% г/г, и активным пополнением товарных запасов на фоне торговых войн с США. Медь исторически демонстрирует высокую корреляцию с IP. Усиливающийся спрос со стороны сектора электромобилей и ВИЭ также является положительным фактором для цен на медь. Для 1 МВт установленной мощности в солнечной или ветровой генерации требуется около 4-5 тонн меди. Среди инвесторов на мировом рынке распространены ожидания, что рынок меди может столкнуться со структурным дефицитом на горизонте пяти лет (к 2030 году). На краткосрочном горизонте выпадение объемов Freeport McMoran может корректироваться объемами с активов в ДРК и Китае, которые чувствительны к цене. Также рост цен на медь создает предпосылки для роста ломосбора и замещения меди алюминием в электроэнергетике.

Рис. 4. Спрос на медь растет вместе с ростом промышленного производства, но повышение цены акцентирует риски замещения в циклических отраслях



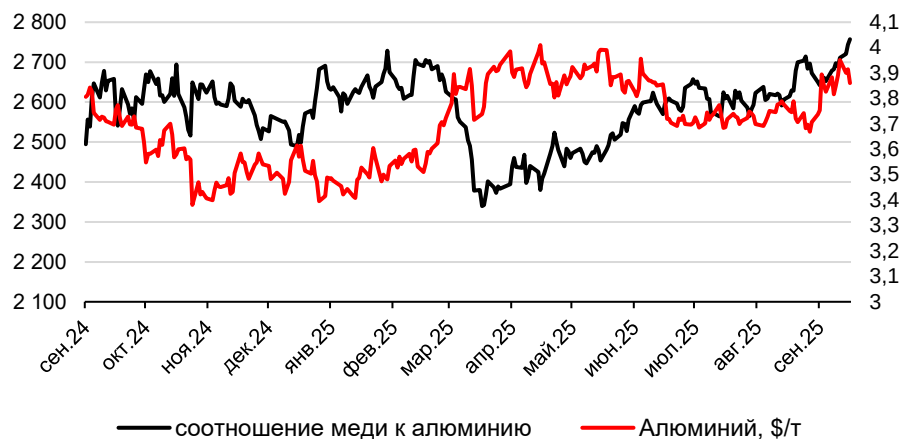
Источник: CRU, Wood Mackenzie, IWCC, SMM, Альфа-Банк



Алюминий прибавил в цене 7% с начала года и 2% за последний месяц

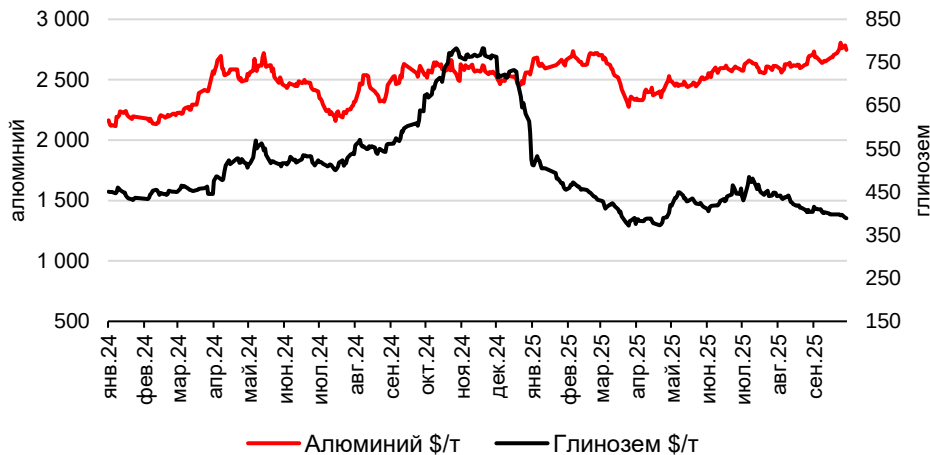
Цена алюминия восстанавливается после снижения на новостях о введении торговых пошлин. При этом по данным на конец сентября экспорт алюминия из Китая составил 4,5 млн т, то есть был на 9% ниже, чем годом ранее, при относительно высоких уровнях производства, которые уверенно приближаются к введенному властями предельному значению 45 млн т. По данным за август, объем производства алюминия в Китае по итогам 8M25 был на 3,6% выше, чем в прошлом году. В сценарии снижения экспорта, такая динамика производства говорит о том, что потребление алюминия в Китае растет более высокими темпами, чем во всем мире, однако это не исключает рисков затоваривания цепочек поставок под конец года.

Рис. 5. Рост соотношения цен на медь и алюминий до более 4,0х стимулирует процесс замещения меди алюминием в промышленности



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис.6. Рост предложения глинозема поддерживает маржу производителей



Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Позитивная динамика в меди и алюминии не распространяется на никель, который с начала года подешевел на 1%

Следующий компонент корзины металлов Норникеля – это никель, который в настоящий момент торгуется на уровне \$15 000–15 500 за тонну. Потенциал снижения цены ограничен, так как даже при текущих ценах около 20-30% мировых производителей находятся на грани рентабельности. Потенциал роста спроса обеспечивают производители аккумуляторных батарей и рост потребления нержавеющей стали в странах Глобального Юга. Также вероятность роста цены сохраняется на фоне ослабления доллара и возможных политических инициатив со стороны правительства Индонезии.



Оценка компаний

В рамках текущей актуализации целевых цен по компаниям мы опирались на метод дисконтирования денежных потоков на горизонте 2026–2030 гг., а также на оценку по методу сравнительного анализа по форвардным мультипликаторам на 2027 год. Для расчета ставки дисконтирования мы ориентировались на консервативные ожидания по снижению безрисковой ставки до 13% в 2026 году и стоимости заемного капитала для отдельных компаний, исходя из баланса их долгового портфеля. В итоге оценка WACC снижена на 3-4%. При моделировании финансовых результатов мы опирались на ценовые прогнозы по металлам и обменному курсу (см. таблицу ниже).

Таб. 1 Прогнозы

	2026	2027
Никель, \$/т	\$15 500	\$16 000
Медь, \$/т	\$10 200	\$10 200
Палладий, \$/унц	\$1 200	\$1 200
Платина, \$/унц	\$1 400	\$1 400
Золото, \$/унц	\$3 950	\$3 950
Алюминий, \$/т	\$2 650	\$2 675
Курс USDRUB средний	95,5	100

Источник: Альфа-Банк

Норникель

Мы повышаем целевую цену по Норникелю до 150 руб. за акцию (против 140 руб. ранее).

Новая целевая цена предполагает 18%-й апсайд и рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА. Оценка основана на базе ДДП, прогнозного мультипликатора 5x по EV/EBITDA и PE в размере 7x по 2027 году в равном соотношении. Являясь, как и Русал, экспортоориентированной компанией, Норникель демонстрирует значительную чувствительность к динамике курса рубля. При этом на отрезке с конца 2023 года налицо корреляция с динамикой корзины металлов (рис. 7). Оценка Норникеля в настоящий момент отстает от динамики корзины металлов, в структуре которой, по нашим прогнозам, к концу 2025 вырастет доля драгметаллов. Ослабление рубля может стать дополнительным аргументом для закрытия гэпа относительно корзины, являясь в моменте, основным нереализованным позитивным драйвером. Со стороны операционных рисков можно отметить продолжающиеся масштабные ремонты, запланированные на 2П25. Хотя с учетом консервативного подхода к прогнозированию производства со стороны менеджмента мы оцениваем риски снижения производственных прогнозов как маловероятные. Также на горизонте одного года должна разрешиться ситуация в части антидемпингового расследования, инициированного Sibanye – Stillwater. Риски, связанные с негативным сценарием, предполагают вероятность введения ретроспективных пошлин. Также наша модель не учитывает возможную финализацию договоренностей по СП с Китаем по медному заводу, что на краткосрочном горизонте предполагает позитив в части динамики оборотного капитала и источников финансирования текущей деятельности. Мы продолжаем занимать консервативную позицию в отношении дивидендов Норникеля по 2025 году в связи с приоритизацией компанией своей финансовой устойчивости. Дивидендов по итогам 2025 мы не ожидаем. Промежуточная дивидендная доходность по 2026 г. может составить 5%, в то время как совокупная доходность по итогам года может быть на уровне 10%.

Таб. 2. Оценка акций Норникеля

		Оценка	Вес
DCF	16%	196 Р	33%
EV EBITDA (x)	5	150 Р	33%
PE (x)	7	103 Р	33%
Целевая цена			150 Р
Потенциал роста			18%
Рекомендация			ВЫШЕ РЫНКА

Источник: Альфа-Банк

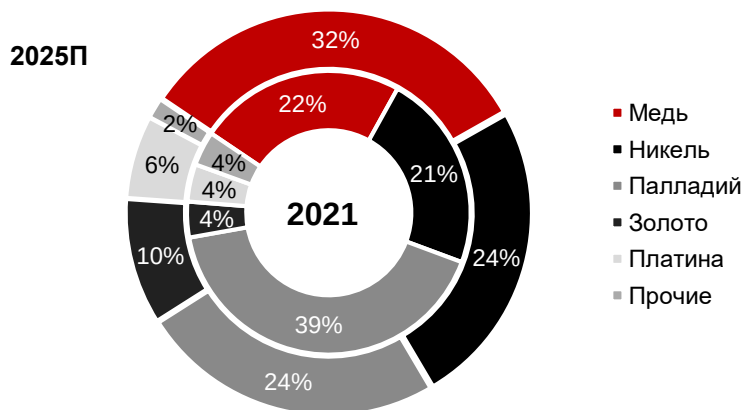
Таб.3 Чувствительность ЦЦ Норникеля к изменению цен на металлы и курс рубля

		Динамика корзины металлов Норникеля				
		-5%	0%	5%	10%	15%
Курс рубля	80	136 Р	146 Р	156 Р	165 Р	175 Р
	85	138 Р	148 Р	157 Р	167 Р	177 Р
	90	139 Р	149 Р	159 Р	168 Р	178 Р
	96	141 Р	150 Р	160 Р	170 Р	179 Р
	100	142 Р	152 Р	161 Р	171 Р	181 Р

Источник: Альфа-Банк



Рис. 7 Выручка Норникеля в разбивке по металлам



Источник: данные компании, Альфа-Банк

Рис. 8 Динамика корзины металлов Норникеля и акций на основе долларowego индекса



Источник: Investing, Bloomberg, Альфа-Банк

Таб. 4 Сравнительные мультипликаторы по сектору

Диверсифицированные компании	Цена, \$	Кап-я, \$ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Норникель	1,6	24 363	2,4	2,5	2,1	5,8	6,2	4,6	11,9	13,9	8,1
Зарубежные											
BHP Billiton	28,4	144 130	3,0x	3,1x	3,1x	5,7x	6,0x	5,9x	10,7x	14,0x	13,2x
Rio Tinto	67,9	116 593	1,6x	2,4x	2,4x	3,7x	5,6x	5,4x	10,6x	11,6x	10,9x
Glencore Xtrata Plc.	4,7	55 865	0,4x	0,4x	0,4x	7,0x	7,2x	5,7x	14,4x	26,2x	13,2x
Vale	11,0	49 793	2,0x	1,7x	1,6x	5,0x	4,3x	4,2x	5,6x	6,4x	6,6x
Anglo American	39,0	45 902	1,7x	2,9x	2,7x	5,4x	8,6x	7,3x	23,0x	52,8x	25,1x
Freeport McMoran	42,0	60 259	2,4x	2,6x	2,4x	6,1x	7,2x	6,0x	29,5x	29,4x	20,6x
Southern Peru Copper	130,8	106 194	5,3x	8,8x	8,8x	9,3x	15,2x	14,8x	30,4x	27,6x	27,1x
Anglo Platinum	43,2	21 112	1,9x	3,0x	2,8x	4,9x	8,1x	6,7x	35,1x	29,2x	25,6x
Antofagasta	36,9	36 345	3,1x	4,9x	4,6x	6,0x	8,5x	7,8x	56,3x	35,4x	30,4x
Alcoa	35,8	9 256	0,9x	0,8x	0,8x	6,8x	5,6x	5,0x	31,5x	11,2x	12,0x
FMG	12,9	39 841	2,5x	2,7x	2,7x	4,2x	5,3x	5,5x	6,5x	11,6x	12,3x
Boliden	43,5	12 375	1,3x	1,5x	1,5x	6,2x	7,4x	6,6x	14,6x	17,4x	12,0x
KGHM	50,9	10 175	0,8x	1,2x	1,1x	3,7x	5,1x	4,2x	18,3x	15,7x	8,1x
Jiangxi copper	4,4	17 530	0,1x	0,3x	0,3x	3,7x	11,2x	10,8x	18,8x	15,6x	14,3x
IGO	3,5	2 667	11,1x	7,5x	9,0x	20,0x	-	29,7x	9,1x	-	-
Средневзвешенное			2,4x	3,4x	3,3x	5,9x	7,8x	7,4x	16,9x	21,1x	20,5x

Источник: Bloomberg, Альфа-Банк



Таб. 5 Финансовые показатели Норникеля

Текущая цена	127 Р	Рейтинг	ВЫШЕ РЫНКА		Целевая цена	150 Р	WACC	16%	
Тикер	GMKN	Кап-я (млн)	\$	24 425					
	2024	2025П	2026П	2027П	Производство	2024	2025П	2026П	2027П
Средняя цена акции	131 Р	128 Р	128 Р	128 Р	Никель, тыс т	205	204	215	215
Рыночная капитализация, Р млн	21 645	24 425	24 425	24 425	Медь, тыс т	433	425	450	450
EV средняя, Р млн	30 231	34 349	32 538	32 274	Платина, тыс унций	667	662	675	675
Отчет о прибылях и убытках, \$ млн	2024	2025П	2026П	2027П	Палладий, тыс унций	2 762	2 729	2 750	2750
Выручка	12 535	13 943	15 264	15 375					
Операционные затраты	(6 888)	(7 780)	(7 845)	(7 720)	Цены	2024	2025П	2026П	2027П
Валовая прибыль	5 647	6 163	7 419	7 654	Никель, \$/т	16 840	15 327	15 500	16 000
Маржа по валовой прибыли	45%	44%	49%	50%	Медь, \$/т	9 201	9 778	10 200	10 200
Адм. и коммерческие расходы	(1 454)	(1 569)	(1 489)	(1 479)	Платина, \$/унц	954	1 259	1 400	1 400
EBITDA	5 196	5 547	7 095	7 350	Палладий, \$/унц	981	1 128	1 200	1 200
Маржа по EBITDA	41%	40%	46%	48%					
Амортизация	1 622	1 915	1 947	2 046	Мультипликаторы	2024	2025П	2026П	2027П
EBIT	3 574	3 502	5 148	5 305	EV/Выручка	2,4	2,5	2,1	2,1
Чистая прибыль	1 815	1 649	2 487	2 826	Динамика выручки	-13%	11%	9%	1%
Маржа по чистой прибыли	14%	12%	16%	18%	Динамика затрат	20%	4%	-1%	13%
Акции в обращении	15 286	15 286	15 286	15 286	EV/EBITDA	5,8	6,2	4,6	4,4
EPS, Р/акцию	\$0,12	\$0,11	\$0,16	\$0,18	Динамика EBITDA	-25%	7%	28%	4%
DPS, Р/акцию	\$0,10		\$0,08	\$0,17	EV/EBIT	8,5	9,8	6,3	6,1
Движение денежных средств, \$ млн	2024	2025П	2026П	2027П	PE	11,9	13,9	8,1	6,8
Операционный поток	4 433	4 576	6 292	6 446	Динамика прибыли	-37%	-9%	51%	14%
Опер. поток в пересчете на акцию	\$0,3	\$0,3	\$0,4	\$0,4	Див. доходность	7%	0%	5%	14%
Капекс	2 438	2 553	2 000	2 000	P/OPCFPS	4,9	5,0	3,2	3,0
СДП	1 858	2 799	4 292	4 446	P/FCFPS	0,2	0,3	0,4	0,4
СДП на акцию	\$0,12	\$0,18	\$0,28	\$0,29	Доходность по СДП	9%	11%	18%	18%
Долг привлеченный	7 273	10 085	1 700	2 200	Чистый долг/EBITDA	1,7	1,8	1,1	1,1
Долг выплаченный	(6 229)	(11 113)	(1 700)	(2 200)	Чистый долг/капитал	1,2	0,9	0,7	0,6
Дивиденды	(1 480)	(18)	(1 230)	(2 645)	ROA	6%	5%	8%	9%
Денежный поток от фин. деятельности	(2 042)	(3 096)	(3 062)	(4 182)	ROE	19%	15%	21%	23%
Чистое изменение денежной позиции	(184)	(1 074)	1 230	263					
Ден. средства на конец периода	1 822	1 607	2 837	3 100					
Отчет о финансовом положении, \$ млн									
Оборотные активы	2024	2025П	2026П	2026П					
Денежные средства и инвестиции	6 845	7 281	8 318	8 518					
Основные средства	1 822	1 607	2 837	3 100					
Внеоборотные активы	15 261	21 203	21 256	21 210					
Всего активы	16 325	22 764	22 817	22 771					
Краткосрочные обязательства	23 170	30 045	31 135	31 290					
Долгосрочные обязательства	5 919	7 005	6 838	6 812					
Чистый долг	9 154	10 497	10 497	10 497					
Итого обязательства	8 586	9 925	8 113	7 850					
Итого капитал	15 073	17 502	17 335	17 309					
Миноритарии	6 877	10 784	12 041	12 222					
Всего капитал и обязательства	1 220	1 759	1 759	1 759					

Источник: данные компании, Альфа-Банк



РУСАЛ

Мы понижаем целевую цену РУСАЛа до 32 руб. за акцию (против 38 руб. ранее) и подтверждаем рекомендацию ПО РЫНКУ. Новая целевая цена предполагает ограниченный потенциал роста (7%) и в моменте справедливую оценку рынком. Цены на алюминий с начала года выросли на 7%, что лишь частично нивелирует негативный эффект для финансовых результатов компании от запланированного снижения производства и укрепления рубля. При этом масштаб инвестиционной программы продолжает расширяться, что означает значительный рост долговой нагрузки. Компания продолжает инвестировать в обновление парка электролизеров на заводах в Братске и Красноярске, а также расширяет географию своего присутствия в Индии и Африке. При этом наш прогноз EBITDA для РУСАЛа на горизонте ближайших лет не покрывает потребностей инвестиционной программы, а потенциал роста чистой прибыли сильно ограничен. Таким образом, на макроуровне позитивным драйвером для компании-экспортера остается ослабление рубля, а также динамика цены алюминия. На корпоративном уровне интерес инвесторов поддержали бы сообщения о снижении капитальных затрат в пользу погашения долга. Наша оценка целевой цены основана на равном соотношении метода ДДП и прогнозного мультипликатора по 2027 году на базе ковенантной EBITDA – прогнозу по EBITDA с учетом дивидендов Норникеля. По EV/EBITDA 2027П РУСАЛ торгуется на уровне 5,1х, что соответствует средним показателям зарубежных аналогов.

Таб. 6 Оценка акций РУСАЛА

		Оценка	Вес
DCF	13%	35 Р	50% ¹
EV EBITDA (x)	5	29 Р	50%
		Целевая цена	32 Р
		Потенциал роста	7%
		Рекомендация	ПО РЫНКУ

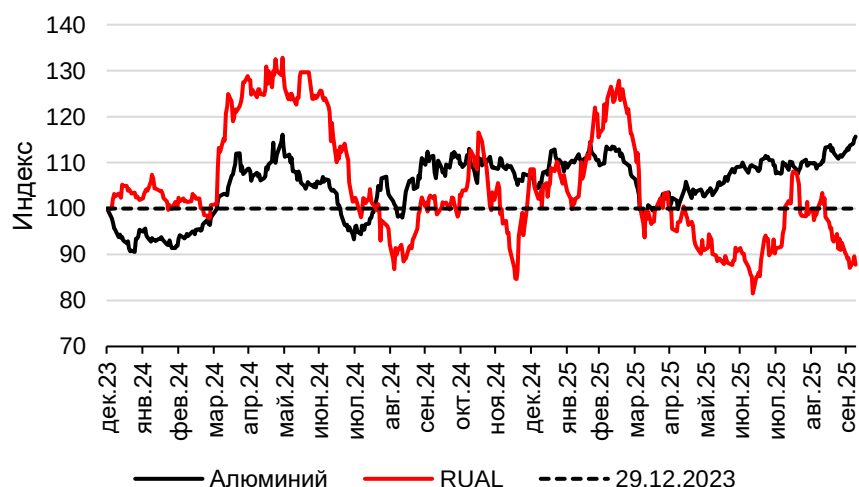
Источник: Альфа-Банк

Таб. 7. Чувствительность целевой цены РУСАЛА к изменению цены алюминия и курсу рубля

		Цена алюминия				
		-10%	-5%		+5%	+10%
		\$2 385	\$2 517	\$2 650	\$2 782	\$2 915
Курс рубля	80	17 Р	23 Р	27 Р	33 Р	38 Р
	85	19 Р	25 Р	29 Р	35 Р	40 Р
	90	21 Р	26 Р	31 Р	36 Р	41 Р
	96	22 Р	27 Р	32 Р	37 Р	43 Р
	100	23 Р	28 Р	32 Р	38 Р	43 Р

Источник: Альфа-Банк

Рис. 9. Динамика акций РУСАЛа и цены алюминия на основе долларového индекса



Источник: Investing, Bloomberg, Альфа-Банк



Таб. 8 Сравнительные мультипликаторы по производителям алюминия

	Цена, \$	Кап-я, \$ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
РУСАЛ	0,4	5 634	1,0	0,9	1,0	6,5	9,5	6,4	7,4	-	13,3
Зарубежные											
Alcoa Corp	35,8	9 256	0,9x	0,8x	0,8x	6,8x	5,6x	5,0x	31,7x	11,2x	12,0x
China Hongqiao Group	3,3	31 648	0,7x	1,5x	1,4x	2,8x	5,3x	5,0x	4,3x	9,3x	8,9x
Kaiser Aluminum Corp	79,8	1 292	0,7x	0,7x	0,6x	10,6x	8,5x	7,0x	30,2x	16,8x	12,0x
South32 Ltd	2,1	9 420	1,4x	1,3x	1,5x	6,7x	4,9x	5,8x	28,3x	13,5x	16,3x
Norsk Hydro	6,8	13 420	0,7x	0,7x	0,7x	5,6x	5,0x	4,9x	14,3x	11,6x	10,9x
Hindalco Industries	8,7	19 498	0,9x	0,9x	0,9x	7,5x	6,5x	6,7x	14,1x	10,9x	11,4x
Aluminum Corp of China	1,1	20 648	0,2x	0,7x	0,6x	1,3x	4,4x	3,9x	1,4x	10,9x	10,0x
Средневзвешенное			0,9x	1,0x	1,0x	5,8x	5,3x	5,2x	16,9x	10,8x	10,8x

Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Таб. 9 Финансовые показатели РУСАЛА

Текущая цена	₽29,5/ \$0,37		Рейтинг	ПО РЫНКУ	Целевая цена	Р32	WACC	13%	
Тикер	RUAL	Кап-я (млн)	\$5 634						
	2024	2025П	2026П	2027П	Производство	2024	2025П	2026П	2027П
Средняя цена акции	\$0,39	\$0,37	\$0,37	\$0,37	Бокситы	15 885	19 336	19 336	19 336
Рыночная капитализация	5 925	5 634	5 634	5 634	Глиноземы	6 430	6 800	7 000	7 100
EV средняя	12 340	13 028	13 078	12 231	Первичный алюминий	3 992	3 792	4 000	4 100
Отчет о прибылях и убытках (\$ млн)	2024	2025П	2026П	2027П	Алюминий, \$/т	2 419	2 581	2 650	2 675
Выручка	12 082	14 263	13 518	14 052					
Операционные затраты	(9 261)	(11 384)	(10 455)	(10 848)	Мультипликаторы	2024	2025П	2026П	2027П
Валовая прибыль	2 821	2 879	3 062	3 204	EV/Выручка	1,0	0,9	1,0	0,9
Маржа по валовой прибыли	23%	20%	23%	23%	Динамика выручки	-1%	18%	-5%	4%
Адм. и коммерческие расходы	(1 341)	(1 785)	(1 668)	(1 667)	Динамика затрат на про-во	-11%	23%	-8%	4%
EBITDA	1 494	1 367	1 588	1 714	EV/EBITDA ков.	6,5	9,5	6,4	5,1
Маржа по EBITDA	12%	10%	12%	12%	Динамика EBITDA	90%	-8%	16%	8%
Амортизация	538	685	696	720	EV/EBIT	14,0	24,7	14,3	12,0
EBIT	884	527	917	1 020	PE	7,4		13,3	9,8
Прибыль до налогообложения	858	343	516	703	Дивидендная доходность	0%	0%	0,0%	0,0%
Налог	(55)	(339)	(93)	(127)	P/OPCFPS	12,3	3,0	3,8	3,9
Чистая прибыль	803	4	423	576	P/FCFPS	-4,4	-4,9	-4,1	-7,0
Маржа по чистой прибыли	7%	0%	3%	4%	Доходность по СДП	-23%	-20%	-24%	-14%
Акции в обращении	15 193	15 193	15 193	15 193	Чистый долг/EBITDA	4,3	5,4	4,7	3,8
EPS, ₽/акцию	\$0,05	\$0,00	\$0,03	\$0,04	Чистый долг/капитал	57%	61%	57%	46%
DPS, ₽/акцию	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	ROA	4%	0%	2%	2%
Движение денежных средств (\$ млн)	2024	2025П	2026П	2027П	ROE	7%	0%	3%	4%
Операционный поток	483	1 921	1 501	1 467					
Опер. поток в пересчете на акцию	\$0,03	\$0,13	\$0,10	\$0,10					
Капекс	1 366	1 700	1 600	1 000					
СДП	-1 347	-1 164	-1 376	-811					
СДП на акцию	-\$0,09	-\$0,08	-\$0,09	-\$0,05					
Долг привлеченный	2 628	5 761	1 553	2 201					
Долг выплаченный	(2 069)	(5 894)	(1 553)	(2 201)					
Дивиденды									
Денежный поток от фин. деятельности	113	(1 104)	(1 252)	(1 252)					
Чистое изменение денежной позиции	(482)	(156)	(49)	847					
Ден. средства на конец периода	1 501	1 408	1 359	2 206					
Отчет о финансовом положении (₽ млн)	2024	2025П	2026П	2027П					
Оборотные активы	8 361	7 779	7 125	8 146					
Денежные средства и инвестиции	1 503	1 408	1 359	2 206					
Основные средства	6 005	7 261	8 165	8 445					
Внеоборотные активы	13 840	16 453	17 357	17 637					
Всего активы	22 201	24 233	24 483	25 783					
Краткосрочные обязательства	4 520	6 545	6 545	6 545					
Долгосрочные обязательства	3 398	2 258	2 258	2 258					
Чистый долг	6 415	7 395	7 444	6 597					
Итого обязательства	22 201	24 233	24 483	25 783					
Итого капитал	11 216	12 195	13 069	14 341					
Всего капитал и обязательства	22 201	24 233	24 483	25 783					

Источник: данные компании, Альфа-Банк



Альфа-Банк		Рынок акций	
Ул. Каланчевская, 27 +7 (495)		Москва, Россия 107078 795-3712	
Начальник управления Акции +7 (495) 783 5101		Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru	
Управление аналитики			
Начальник управления			
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612		
Макроэкономика			
Наталия Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru + 7 (495) 795-3677	Валерия Кобяк vkobyak@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 3071)	
Рынок акций			
Стратегия		ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612		
Юлия Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 8681)	Финансы	
Елизавета Арбузова	eyarbuzova@alfabank.ru +7 (495) 010-4889	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Нефть и Газ		Филипп Николаев	fnikolaev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 7392)
Никита Блохин	nblokhin2@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 8037)	Электроэнергетика	
Елизавета Арбузова	eyarbuzova@alfabank.ru +7 (495) 010-4889	Анастасия Егазрян	aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 2852)
Потребительский		Недвижимость	
Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713	Ирина Фомкина	ifomkina@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)
Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075	Редактор	
Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение		Максим Сухманский	msukhmanskiy@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)
Анастасия Егазрян	aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 2852)	Спец. по данным/Аналитик	
		Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
		Полина Орехова	porekhova@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8903)
Долговой рынок		Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам	
Мария Радченко	mgradchenko@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)	Никита Еуров	neurov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 5204)
Отраслевая аналитика		Потребительский	
Недвижимость		Екатерина Тузикова	etuzikova@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)
Ирина Фомкина	ifomkina@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)		
ИТ			
Дмитрий Протас	dprotas@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0784991)		
Торговые операции и продажи (Москва)		Торговые операции	
Продажи		Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4618)
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 783-5115	Иван Макаров	makaroiviv@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)
Анастасия Полтавская	apoltavskaya@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4290)	РЕПО	
		Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 6972)



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 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. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые 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 распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. 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 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 на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких 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.