



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Русал (Ва3/-/В+): итоги 1 кв.2017 г. по МСФО.**

Русал (Ва3/-/В+): итоги 1 кв.2017 г. по МСФО.

Русал отчитался за 1 кв. 2017 г. по МСФО – результаты оказались лучше ожиданий рынка по выручке и чуть хуже по EBITDA. Выручка выросла на 20% г/г до 2,297 млрд долл., EBITDA – на 52,2% г/г до 475 млн долл., EBITDA margin достигла 20,7% («+4,4% п.п.» г/г). Росту показателей Русал способствовало восстановление цен на алюминий и наращивание объемов реализации продукции. Хотя премии прямых поставок у Русал в 1 кв. 2017 г. снизились на 11% г/г, компании показала опережающий рост EBITDA в сравнении с выручкой. Не сильно этому помешал рост себестоимости на 7,5% г/г до 1425 долл./т. из-за укрепления рубля и роста тарифов на э/э и ж/д перевозки. В 1 пол. 2017 г. положительное влияние цен на алюминий на финансы Русал сохранится, за весь 2017 г. ждем рост выручки на 15-20%. При этом EBITDA margin, вероятно, будет удерживаться на уровне 18%-20%. Кредитные метрики Русал в 1 кв. 2017 г. несколько улучшились – Чистый долг/EBITDA составила 5,0х против 5,7х в 2016 г. Ковенантная (с дивидендами Норникель) Чистый долг/EBITDA осталась 3,2х. Уровень долга Русал все еще высокий, но за счет размещения двух траншей евробондов, выпуска panda bonds компании улучшила временную структуру долга. Сильные результаты поддержат котировки евробондов Rusal-22 и -23 вблизи номинала, учитывая уровни их доходности в сравнении с бондами рейтинга «B+/BB-». Рублевый выпуск РусалБрБО1 с доходностью 9,8%-9,9% годовых по-прежнему выглядит привлекательно для покупки.

Русал отчитался за 1 кв.2017 г. по МСФО – результаты оказались лучше ожиданий рынка по выручке и несколько хуже по EBITDA...

Выручка выросла на 20% г/г, EBITDA – на 52,2% г/г, EBITDA margin достигла 20,7% («+4,4% п.п.» г/г)...

Росту показателей способствовало восстановление цен на алюминий и наращивание объемов реализации продукции...

Комментарий. Русал отчитался за 1 кв. 2017 г. по МСФО – результаты оказались лучше ожиданий рынка по выручке и несколько хуже по EBITDA. Выручка компании за 1 кв. 2017 г. выросла на 20% г/г до 2,297 млрд долл., показатель EBITDA – на 52,2% г/г до 475 млн долл., EBITDA margin достигла 20,7% («+4,4% п.п.» г/г). Чистая прибыль компании составила 263 млн долл. против 27 млн долл. годом ранее.

Росту показателей Русал в 1 кв. 2017 г. способствовало восстановление цен на алюминий на LME – прибавили на 22,1% г/г до 1850 долл./т, а также наращивание объемов реализации первичного алюминия и сплавов на 2,9% г/г.

Хотя премии прямых поставок у Русал в 1 кв. 2017 г. снизились на 11% г/г до 153 долл./т., за счет сильного роста цен на алюминий на LME компании удалось показать опережающий рост EBITDA в сравнении с выручкой. Не сильно помешал этому рост себестоимости производства на 7,5% г/г до 1425 долл./т. на фоне заметного укрепления курса рубля и роста тарифов на электроэнергию и железнодорожные перевозки.

В 1 пол.2017 г. положительное влияние цен на алюминий на финансовые показатели Русал сохранится, а в целом по году выручка может вырасти на 15-20%. При этом EBITDA margin, вероятно, будет удерживаться на уровне 18%-20%.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	1 кв. 2016	1 кв. 2017	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. т	957	985	2,9
Себестоимость, долл./т	1 326	1 425	7,5
Цена на алюминий на LME, долл./т	1 515	1 850	22,1
Ср. премия к цене, долл./т	172	153	-11,0
Выручка	1 914	2 297	20,0
Операционный денежный поток	320	215	-32,8
Дивиденды Норникеля	171	315	84,2
Проценты уплаченные	146	177	21,2
Капитальные вложения	84	129	53,6
EBITDA	312	475	52,2
EBITDA margin	16,3%	20,7%	4,4 п.п.
Чистая прибыль	27	263	874,1
margin	1,4%	11,4%	10,0 п.п.
	2016	1 кв. 2017	Изм. %
Активы	14 452	14 851	2,8
Денежные средства и эквиваленты	544	397	-27,0
Долг	8 965	8 618	-3,9
краткосрочный	1 433	746	-47,9
долгосрочный	7 532	7 872	4,5
Чистый долг	8 421	8 221	-2,4
Долг/EBITDA	6,0	5,2	
Чистый долг/EBITDA	5,7	5,0	
Ковенантный Чистый долг/EBITDA	3,2	3,2	

Источники: данные компании, PSB Research

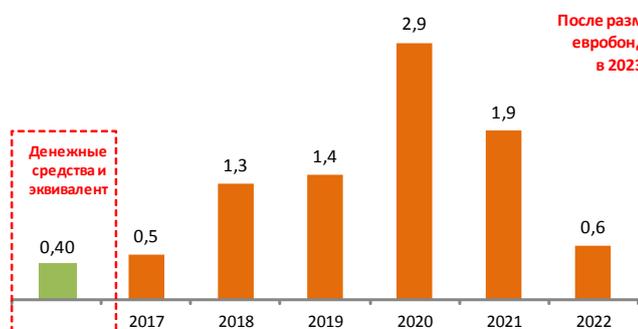
Кредитные метрики Русал в 1 кв. 2017 г. несколько улучшились – Чистый долг/EBITDA составила 5,0х против 5,7х в 2016 г ...

Долг Русал остается высоким, но компания улучшает временную структуру долга...

Чистый долг Русал кардинально не изменился за 1 кв. 2017 г. – снизился на 2,4% г/г до 8,22 млрд долл., но при этом метрика Чистый долг/EBITDA составила 5,0х против 5,7х в 2016 г. Вместе с тем, ковенантная (с учетом дивидендов Норникель) метрика Чистый долг/EBITDA осталась как и в 2016 г. на уровне 3,2х. В целом, компании в основном за счет роста EBITDA удалось несколько улучшить кредитные метрики, но уровень долга остается высоким.

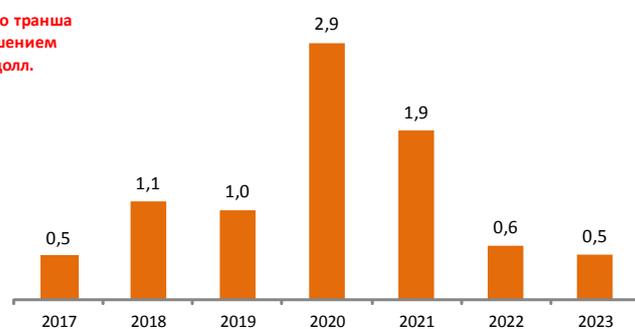
При этом за счет размещения двух траншей евробондов (в январе и мае) с погашением в 2022 и 2023 гг. на 600 и 500 млн долл. соответственно, а также выпуска panda bonds на 145 млн долл. Русал удалось улучшить временную структуру своего кредитного портфеля. Так, долг с погашением в 2018 и 2019 гг. снизился с 1,3-1,4 млрд долл. до 1-1,1 млрд долл. в год.

График погашения долга Русал (31.03.2017 г.), млрд долл.



Источники: данные компании, PSB Research

График погашения долга Русал (май 2017 г.), млрд долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Основной объем погашений долга Русал приходится на 2020-21 гг...

В результате, основной объем погашений приходится на 2020 и 2021 гг., когда предстоит вернуть порядка 2,9 млрд и 1,9 млрд долл. соответственно (преимущественно на данные годы приходятся выплаты Сбербанку).

В 2017 г. Русал предстоит погасить 0,5 млрд долл., которые покрываются денежными средствами и дивидендами Норникеля...

В 2017 г. Русал предстоит погасить всего порядка 0,5 млрд долл., которые компания вполне может покрыть за счет денежных средств на счетах (по итогам марта было 0,4 млрд долл.), а также дивидендов от Норникеля (ожидаются финальные выплаты за 2016 г. в размере 328 млн долл.).

Сильные результаты Русал за 1 кв. 2017 г. должны поддержать котировки евробондов Rusal-22 и -23...

Кроме того, менеджмент Русал сообщил, что в ближайшее недели планируется закрыть сделку по рефинансированию PXF-кредита, что приведет к изменению ковенантов компании, а возможно и дивидендной политики. В настоящее время дивидендная политика предполагает выплату акционерам 15% covenant EBITDA (включает дивиденды Норникеля). В 2015 и 2016 гг. Русал выплачивал акционерам по 250 млн долл.

Рублевый выпуск РусалБрБО1 с доходностью 9,8%-9,9% годовых выглядит привлекательно для покупки...

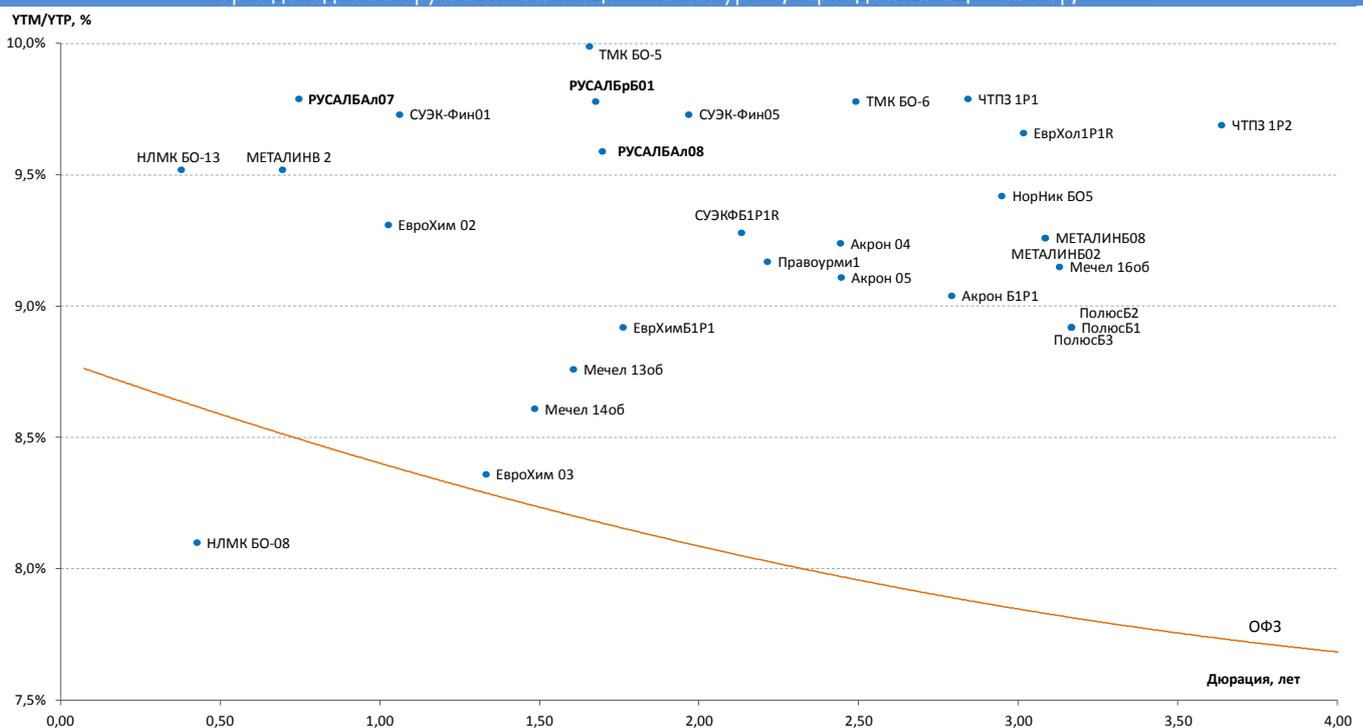
Вместе с тем, собственных финансовых возможностей Русал (операционный денежный поток в 1 кв. 2017 г. составил 215 млн долл.) должно быть достаточно для реализации программы Сарех, которая в 2017 г. должна составить 600 млн долл., как ранее сообщал менеджмент. В частности, были запланированы инвестиции в бокситовый проект Диан-Диан в Гвинее, в строительство анодных фабрик на Волгоградском и Тайшетском алюминиевых заводах. По итогам 1 кв. 2017 г. Сарех составил 129 млн долл.

Сильные результаты Русал за 1 кв. 2017 г. должны поддержать котировки евробондов Rusal-22 (YTM 5,1%/4,11 г.; 100,11%) и Rusal-23 (YTM 5,32%/5,08 г.; 99,9%) вблизи номинала, учитывая текущие уровни в сравнении с евробондами других эмитентов с рейтингом «В+/ВВ-», в частности Evraz.

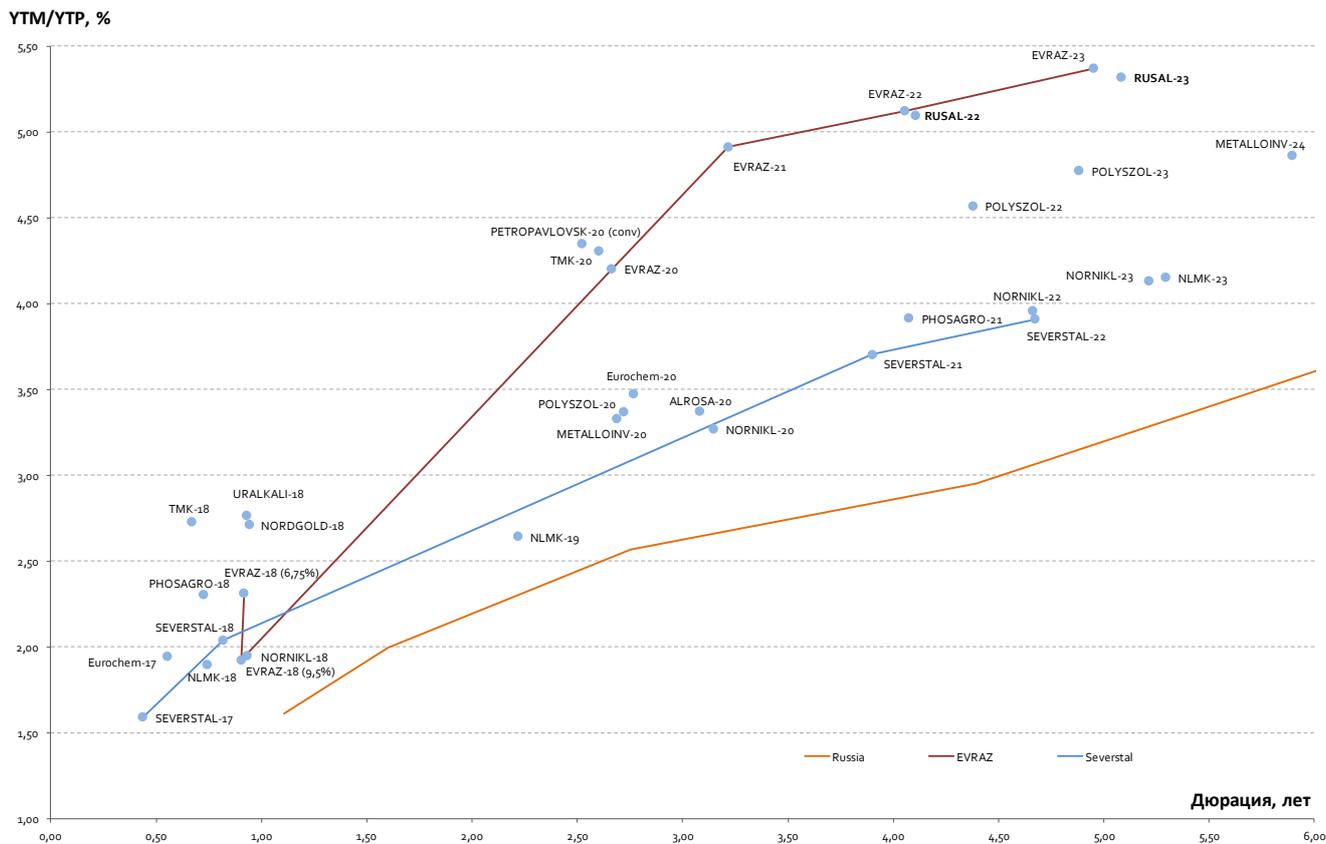
Рублевый выпуск РусалБрБО1 с доходностью в районе 9,8%-9,9% годовых и при дюрации 1,68 года по-прежнему выглядит привлекательно для покупки в сопоставлении с бондами компаний горного и металлургического сектора с рейтингом «В+/ВВ-» (ТМК, Evraz). Доходности Русал, вероятно, также продолжат спускаться вниз на фоне общего снижения рублевых ставок по мере замедления инфляции и понижения ключевой ставки ЦБ.

Александр Полютов

Карта доходностей рублевых облигаций: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия



Карта доходностей еврооблигаций: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия



**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>
PSB RESEARCH

Николай Кащеев	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
----------------	---------------	-----------------------------------

Директор по исследованиям и аналитике

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
--------------------	----------------------	-----------------------------------

Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
---------------------	------------------------	-----------------------------------

Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
---------------	---------------------	-----------------------------------

Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
-------------------	------------------------	-----------------------------------

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
------------------	------------------------	-----------------------------------

Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
-------------	--------------------	-----------------------------------

Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
-------------------	---------------------	-----------------------------------

Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
--------------	---------------------	-----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин		+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов Конверсии, Хеджирование, РЕПО, Структурные продукты, DCM	+7 (495) 228-39-22
Татьяна Муллина		
Владислав Риман		
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Илья Потоцкий		
Александр Борисов	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Олег Рабец		
Александр Ленточников		
Глеб Попов	Брокерское обслуживание	+7 (495) 705-97-69
Игорь Федосенко		
Виталий Туруло		

© 2017 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.