



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**Русал (Ва3/-/В+): итоги 2016 г. по МСФО.**
**Русал (Ва3/-/В+): итоги 2016 г. по МСФО.**

Русал отчитался за 4 кв. и весь 2016 г. по МСФО – результаты оказались лучше ожиданий рынка по выручке и EBITDA. Выручка за 2016 г. сократилась на 8% г/г до 7,98 млрд долл., EBITDA упала на 26% г/г до 1,489 млрд долл., EBITDA margin составила 18,7% («-4,5% п.п.» г/г). Выручка Русал по итогам 2016 г. упала более существенно, чем средняя цена алюминия на LME (снижение на 3,5%). Это связано с сокращения премии прямых поставок к цене, которая в 2016 г. сократилась на 43% до 159 долл./т. Данный фактор оказал негативное влияние на EBITDA, которая упала сильнее, чем выручка. На фоне роста цен на алюминий в 4 кв. (на 14,4% г/г), результаты Русал за этот период можно назвать сильными. Так, выручка выросла на 9,2% г/г, EBITDA – на 34,6% г/г. В 2017 г. на фоне более высоких цен на алюминий выручка Русал может вырасти на 5-10%, при этом EBITDA margin, вероятно, останется на уровне 2016 г. в пределах 17%-19%. Чистый долг Русал кардинально не изменился за 2016 г. – вырос на 0,6% г/г до 8,42 млрд долл., Чистый долг/EBITDA составил 5,6х против 4,2х в 2015 г. Ковенантная (с учетом дивидендов Норникель) метрика Чистый долг/EBITDA составила в 2016 г. 3,2х против 2,7х в 2015 г. и 3,5х в 3 кв. 2016 г. Долг остается высоким, но Русал улучшает его временную структуру, разместив в начале года 5-летний евробонд на 600 млн долл. и сократив объем выплат в 2017 г. с 1,3 млрд долл. до 0,7 млрд долл. Погашение этой части может быть за счет собственных ресурсов Русал – денежных средств (0,54 млрд долл.) и поступивших дивидендов от Норникеля (0,31 млрд долл.). В целом, сильные результаты 4 кв. 2016 г. должны поддержать котировки евробонда Rusal-22 (торгуется ниже номинала). Рублевый выпуск РусалБрБО1 выглядит привлекательно по доходности для покупки.

**Русал отчитался за 4 кв. и 2016 г. по МСФО – результаты оказались лучше консенсус-прогноза по выручке и EBITDA...**

**Выручка в 2016 г. сократилась на 8% г/г, EBITDA – на 26% г/г, EBITDA margin составила 18,7% («-4,5 п.п.» г/г)...**

**Выручка упала более существенно, чем средняя цена алюминия на LME в результате сокращения премии прямых поставок на 43% г/г...**

**Комментарий.** Русал отчитался за 4 кв. и весь 2016 г. по МСФО – результаты оказались лучше ожиданий рынка, в частности по выручке и EBITDA.

Выручка за 2016 г. сократилась на 8% г/г до 7,98 млрд долл., показатель EBITDA упал на 26% г/г до 1,489 млрд долл., EBITDA margin составила 18,7% («-4,5% п.п.» г/г). Скорректированная чистая прибыль и нормализованная чистая прибыль компании в 2016 г. составили 590 млн долл. и 1,257 млрд долл., что на 7,4% и на 15,7% соответственно выше уровней годичной давности.

Выручка Русал по итогам 2016 г. упала более существенно, чем средняя цена алюминия на LME (средняя цена снизилась на 3,5%). Это связано с сокращения премии прямых поставок к цене, которая в 2016 г. сократилась на 43% до 159 долл./т. Этот фактор оказал негативное влияние EBITDA, которая упала сильнее, чем выручка. В то же время частично компенсировать ценовое снижение компании удалось за счет увеличения отгрузки продукции (на 5% г/г до 3,8 млн т первичного алюминия).

В то же время на фоне роста цен на алюминий в 4 кв. (на 14,4% г/г) результаты Русал за этот период можно назвать сильными. Так, выручка выросла на 9,2% г/г до 2,027 млрд долл., показатель EBITDA – на 34,6% г/г до 412 млн долл., хотя и был меньше на 2,1%, чем в 3 кв. 2016 г. В 4 кв. продолжился процесс снижения себестоимости производства в алюминиевом сегменте – в 4 кв. снизилась на 4,7% г/г до 1344 долл./т за счет снижения цен на сырье, мер по повышению эффективности и сокращению издержек.

**Частично компания компенсировала негативную ценовую динамику ростом отгрузки продукции...**

В 1 пол.2017 г. ждем сохранения положительного влияния цен на алюминий на финансовые показатели Русал. В целом, по году выручка может вырасти на 5-10%, при этом EBITDA margin, вероятно, останется на уровне 2016 г. в пределах 17%-19%. Цены на алюминий в последние месяцы демонстрируют устойчивый рост и находятся на годовых максимумах, превышающих 1860 долл. за тонну. С фундаментальной точки зрения поддержка ценам должна исходить от растущего дефицита первичного алюминия на рынке, который, по оценке Русал, в 2017 г. должен достичь 1,1 млн т по сравнению с дефицитом в 0,7 млн т в 2016 г.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. т	3 638	3 818	4,9
Себестоимость, долл./т	1 455	1 333	-8,4
Цена на алюминий на LME, долл./т	1 663	1 604	-3,5
Ср. премия к цене, долл./т	281	159	-43,4
Выручка	8 680	7 983	-8,0
Операционный денежный поток	1 568	1 244	-20,7
Дивиденды Норникеля	727	646	-11,1
Проценты уплаченные	584	585	0,2
Капитальные вложения	522	575	10,2
EBITDA	2 015	1 489	-26,1
EBITDA margin	23,2%	18,7%	-4,5 п.п.
Чистая прибыль	671	590	-12,1
margin	7,7%	7,4%	-0,3 п.п.
	2015	2016	Изм. %
Активы	12 809	14 452	12,8
Денежные средства и эквиваленты	508	544	7,1
Долг	8 880	8 965	1,0
краткосрочный	1 355	1 433	5,8
долгосрочный	7 525	7 532	0,1
Чистый долг	8 372	8 421	0,6
Долг/EBITDA	4,4	6,0	
Чистый долг/EBITDA	4,2	5,7	
Ковенантный Чистый долг/EBITDA	2,7	3,2	

Источники: данные компании, PSB Research

**Долговая нагрузка Русал в 2016 г. подросла, главным образом на фоне падения EBITDA...**

**Метрика Чистый долг/EBITDA составила 5,7х против 4,2х в 2015 г...**

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

**Русал разместил 5-летний дебютный евробонд на 600 млн долл...**

**После этого вопрос погашения короткого долга может быть решен за счет собственных средств и дивидендов Норникеля...**

Чистый долг Русал кардинально не изменился за 2016 г. – подрос всего на 0,6% г/г до 8,42 млрд долл., при этом метрика Чистый долг/EBITDA составила 5,7х против 4,2х в 2015 г. Стоит отметить, небольшое снижение уровня долга Русал по итогам 2016 г. в сравнении с 9 мес. – Чистый долг/EBITDA был тогда 6,0х.

В свою очередь, ковенантная (с учетом дивидендов Норникель) метрика Чистый долг/EBITDA составила на конец 2016 г. 3,2х против 2,7х в 2015 г. и 3,5х в 3 кв. 2016 г.

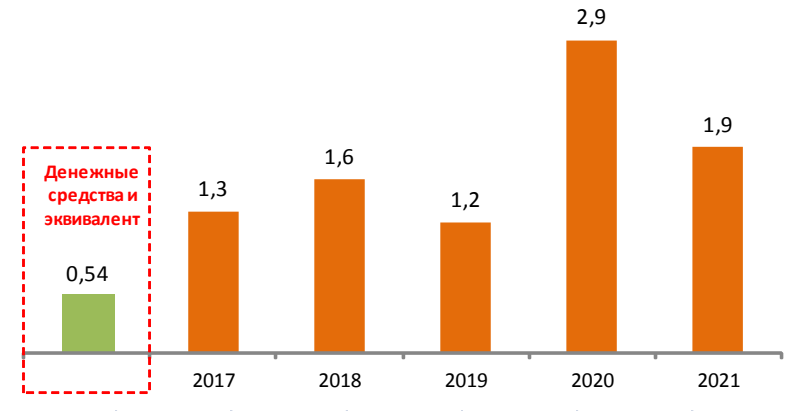
Долг Русал остается высоким, в то же время компания постепенно улучшает временную структуру долга, в частности разместив в начале года дебютный 5-летний евробонд на 600 млн долл., тем самым удлинив ср.срочность по кредитному портфелю с 3 до 3,6 лет, сократив объем выплат в 2017 г. с 1,3 млрд долл. до 0,7 млрд долл. Погашение этой части вполне реализуемо за счет собственных ресурсов – денежных средств в размере 0,54 млрд долл. на конец 2016 г., а также поступивших в январе дивидендов от Норникеля на сумму 0,31 млрд долл. Таким образом, вопрос рефинансирования долга текущего в основном решен.

Вместе с тем, Русал в настоящее время размещает на Шанхайской фондовой бирже первый транш panda bonds на 1 млрд юаней (около 145 млн долл.) со ставкой купона на уровне 5,5% годовых (срок обращения бумаг 2+1 года). Вся зарегистрированная программа до 10 млрд юаней (около 1,5 млрд долл.) сроком до 7 лет. Средства компания, в том числе планирует направить на рефинансирование долга.

Собственных финансовых возможностей Русал (операционный денежный поток в 2016 г. составил 1,24 млрд долл.) должно быть достаточно для реализации программы Сарех, которая в 2017 г. вырастет примерно на 10% до 600 млн долл., согласно данным менеджмента компании. В частности, запланированы инвестиции в бокситовый проект Диан-Диан в Гвинее, в строительство анодных фабрик на Волгоградском и Тайшетском

алюминиевых заводах. Касательно возможной выплаты дивидендов в 2017 г. менеджмент Русла отметил, что в приоритете по-прежнему остается сокращение долга.

График погашения долга Русал (31.12.2016 г.), млрд долл.



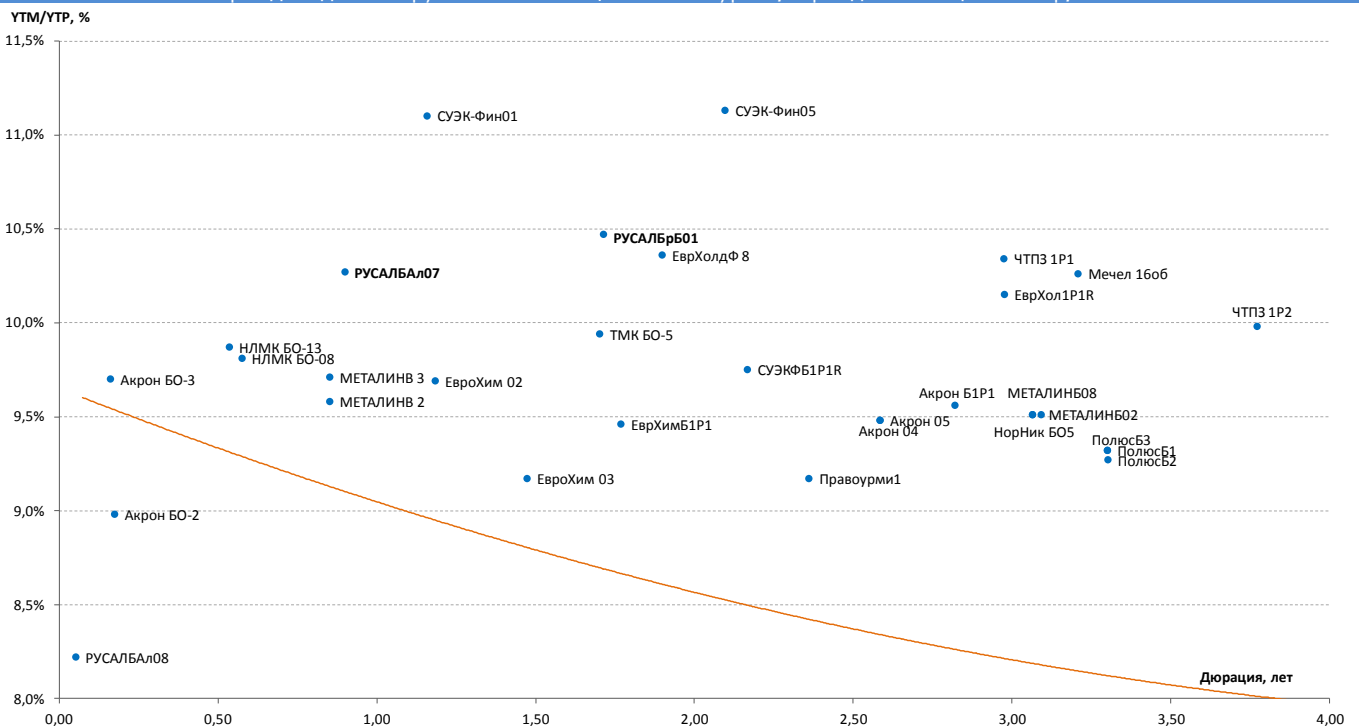
Источники: данные компании, PSB Research

**Сильные результаты 4 кв. 2016 г. должны поддержать котировки евробонда Rusal-22, рублевый выпуск РусалБрБО1 выглядит привлекательно для покупки...**

В целом, сильные результаты 4 кв. 2016 г. должны поддержать котировки евробонда Rusal-22 (YTM 5,17%/4,26 г.), который в настоящее время торгуется ниже номинала (99,81%). В то же время рублевый выпуск РусалБрБО1 (YTP 10,5%-10,6%/1,71 г.) выглядит привлекательно по доходности для покупки, в том числе на фоне бумаг Евраз (Ваз/ВВ-/ВВ-) и ТМК (В1/-/В+).

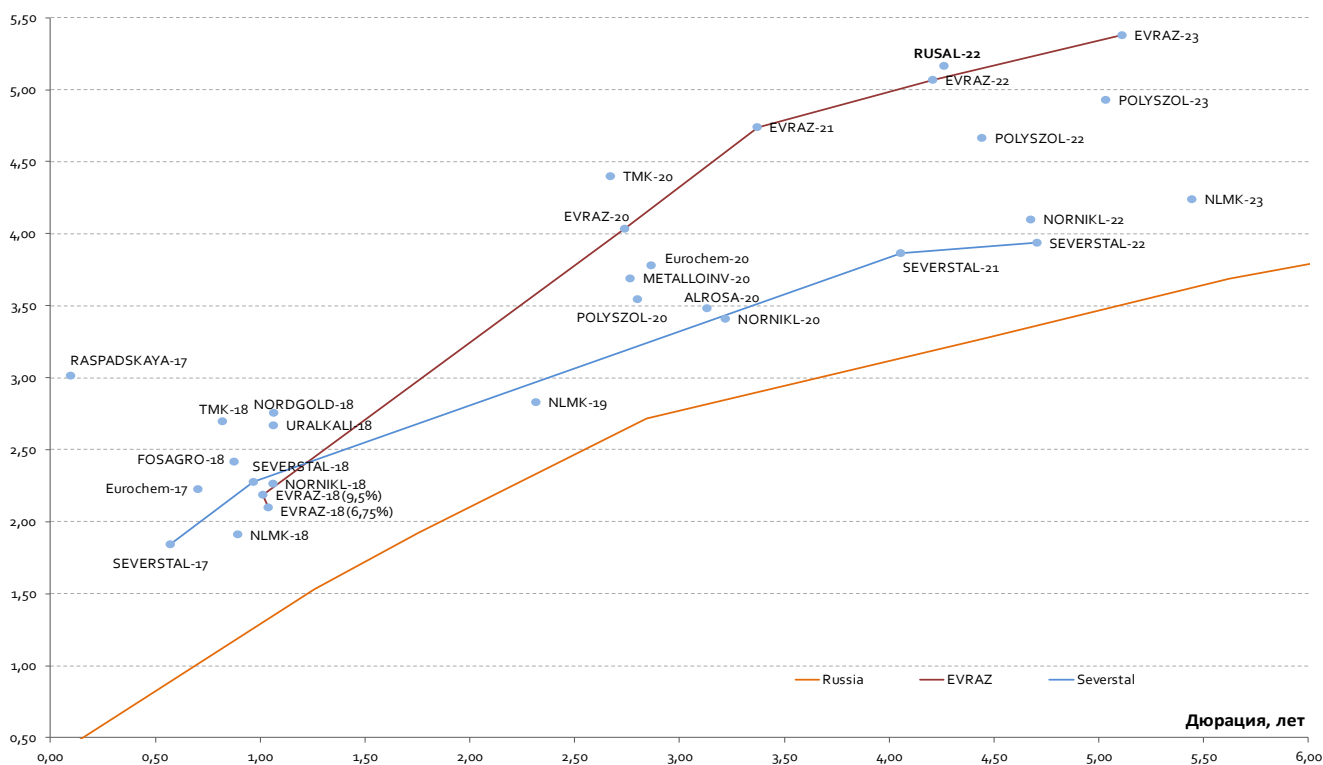
Александр Полютков

Карта доходностей рублевых облигаций: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия



Карта доходностей еврооблигаций: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия

YTM/YTP, %



**ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

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

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

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

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ**

Ольга Целинина	<b>Операции с институциональными клиентами Fixed Income</b>	
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	<b>Центр экспертизы для корпоративных клиентов</b>	
Татьяна Муллина		<b>Конверсии, Хеджирование, РЕПО,</b>
Владислав Риман		<b>Структурные продукты, DCM</b>
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец	<b>Конверсионные и валютные форвардные операции</b>	
Александр Ленточников		+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко	<b>Брокерское обслуживание</b>	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло		+7(495) 411-51-39

© 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.