



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.

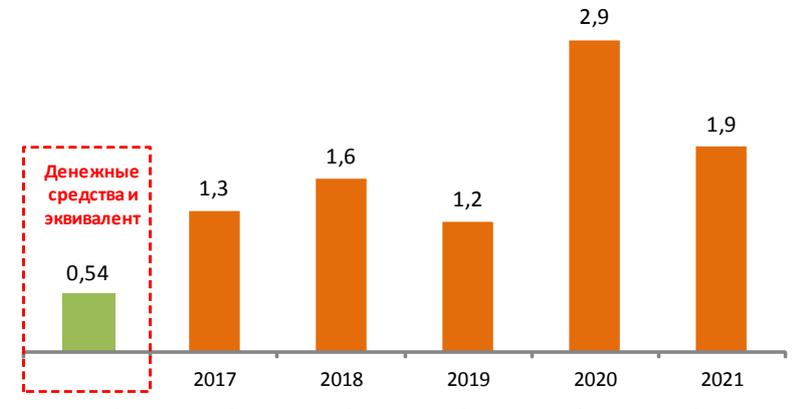
Долг Русал остается высоким, в то же время компания постепенно улучшает временную структуру долга, в частности разместив в начале года дебютный 5-летний евробонд на 600 млн долл., тем самым удлинив ср.срочность по кредитному портфелю с 3 до 3,6 лет, сократив объем выплат в 2017 г. с 1,3 млрд долл. до 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 Гвинею, 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.



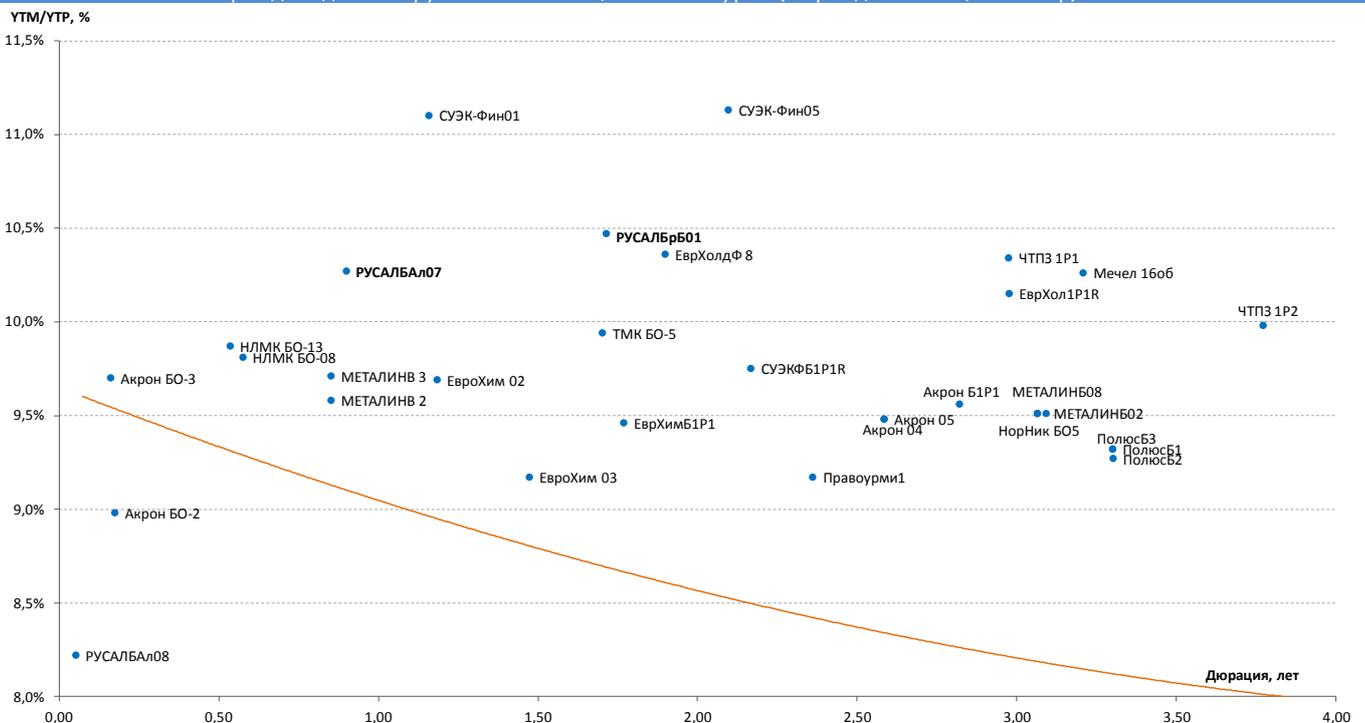
Источники: данные компании, PSB Research

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+).

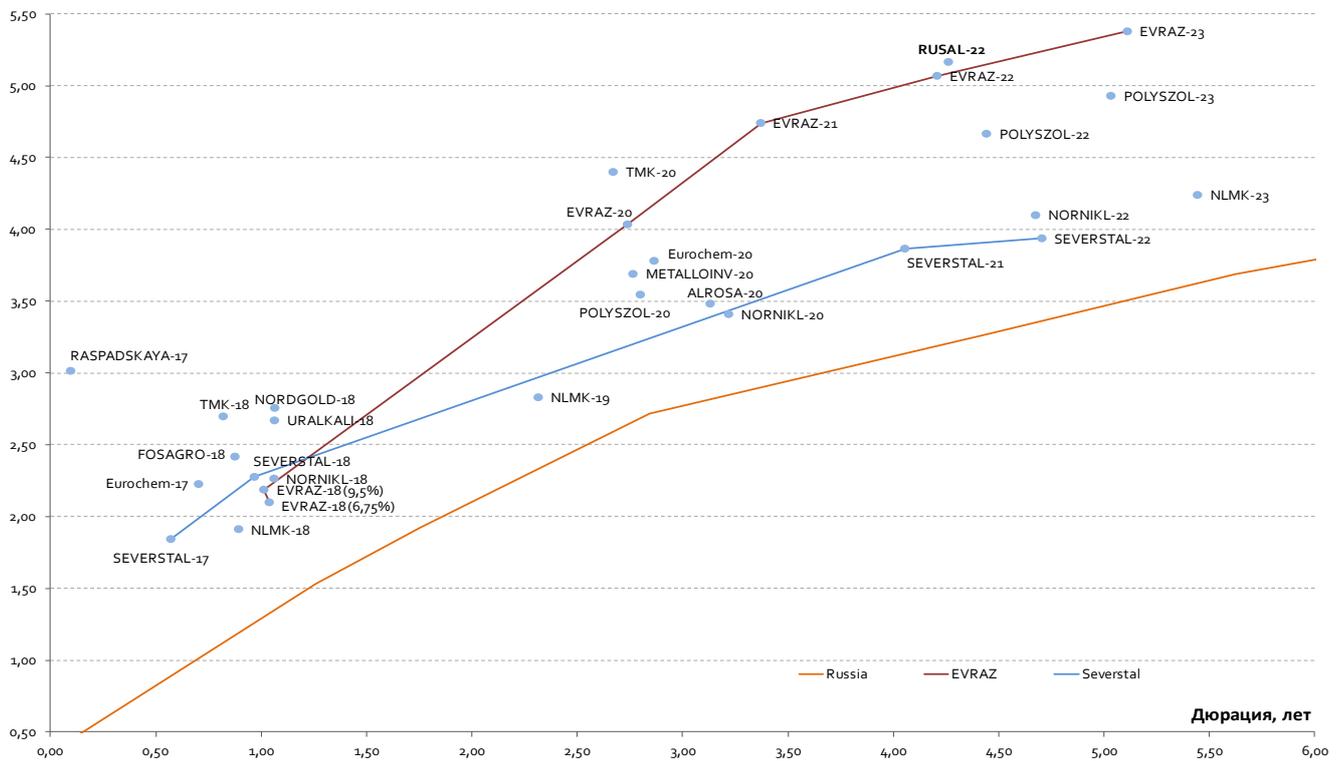
Александр Полютков

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 <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
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	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
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	
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина		Конверсии, Хеджирование, РЕПО,
Владислав Риман		Структурные продукты, DCM
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко	Брокерское обслуживание	+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.