

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Толстошеина Наталья
n.tolstosheina@zenit.ru

Чепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

РУСАЛ (-Ва3/ВВ-): финансовый профиль компании в 4К17 продолжил улучшаться

В конце прошлой недели РУСАЛ опубликовал финансовые результаты за 4К17, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В 4К17 выручка компании выросла на 11.1% кв/кв до 2.7 млрд долл., EBITDA – на 6.7% кв/кв до 586 млн долл. Долговая нагрузка РУСАЛа в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 2017 г. уменьшилась до 3.6x с 3.9x на начало 4К17.

Рост выручки РУСАЛа в 4К17 был обеспечен благоприятной конъюнктурой на рынке алюминия. Так, в 4К17 средние цены алюминия на LME выросли к предыдущему кварталу на 4.5% до 2 101 долл./тонна, средние цены реализации РУСАЛом – на 6.5% кв/кв до 2 263 2 101 долл./тонна. При этом, объем продаж первичного алюминия и сплавов увеличился на 3.3% кв/кв до 1 млн тонн. В 4К17 себестоимость 1 тонны алюминия выросла на 5.4% кв/кв до 1 602 долл./тонна вследствие увеличения затрат на сырье и энергию. В 4К17 EBITDA margin уменьшилась на 0.9 пп г/г до 21.3%.

В 4К17 расходы компании на CAPEX выросли на 26.1% кв/кв до 295 млн долл., тем не менее, свободный денежный поток РУСАЛа остался положительным, на уровне 118 млн долл. Кроме того, в 4К17 компания получила от Норникеля дивиденды в размере 161 млн долл. (общая сумма полученных за 4К17 дивидендов составила 164 млн долл.). В то же время, в 4К17 чистые расходы компании по дериватам составили 55 млн долл., кроме того, РУСАЛ выплатил акционерам дивиденды на 299 млн долл. Поскольку данные расходы немного превысили полученные дивиденды и свободный денежный поток РУСАЛа за 4К17, на конец 2017 г. чистый долг вырос к началу 4К17 на 56 млн долл. до 7.6 млрд долл. Однако, рост EBITDA привел к снижению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM до 3.6x с 3.9x на 30.09.2017. На конец 2017 г. остаток денежных средств РУСАЛа в размере 831 млн долл. превышал весь объем краткосрочного долга. В 1К18 РУСАЛ разместил пятилетние еврооблигации на 500 млн долл. Полученные средства компания направила на частичное погашение долга, что способствовало улучшению его срочной структуры: в 2018-2020 гг. ежегодный объем погашений снизился до 0.6 млрд долл., в то время как на начало 2018 г. объем погашений в 2018 г. составлял 0.7 млрд руб., в 2019 г. – 0.8 млрд руб., в 2020 г. – 0.7 млрд руб.

Согласно прогнозам компании, в 2018 г. объем производства первичного алюминия запланирован на уровне 3.8 млн тонн (в 2017 г. – 3.7 млн тонн), расходы на CAPEX – 800-900 млн долл. (в 2017 г. – 842 млн долл.). При этом, в связи с завершением срока акционерного соглашения между акционерами Норникеля, РУСАЛ (владеет 27.8% акций Норникеля) готовится к «дуэли» с Интерросом (контролирует 30.4% акций Норникеля), результатом которой может стать консолидация контрольного пакета у одного акционера. РУСАЛ на внеочередном собрании акционеров планирует запросить у акционеров годовой мандат на участие в «дуэли» с Интерросом, в результате которой РУСАЛ может потратить на выкуп акций максимум 15.4 млрд долл. или продать свой пакет минимум за 9.7 млрд долл. Кроме того, РУСАЛ обратился к держателям трех выпусков еврооблигаций совокупным объемом 1.6 млрд долл. с предложением внести изменения в условия выпусков и считать долговую нагрузку без учета сделок с акциями Норникеля.

В целом, несмотря на хорошие финансовые результаты РУСАЛа за 4К17, мы не ожидаем пересмотра рейтингов компании, поскольку уровень долговой нагрузки пока не соответствует критериям позитивных рейтинговых действий со стороны агентств.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 4К17

млн долл.	4К17	3К17	%%
Выручка	2 745	2 470	11.1%
EBITDA	586	549	6.7%
Операционная прибыль	500	363	37.7%
Чистая прибыль/(убыток)	440	312	41.0%
Рентабельность по EBITDA	21.3%	22.2%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	18.2%	14.7%	3.5 пп
Чистая рентабельность	16.0%	12.6%	3.4 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	587	553	6.1%
Чистый операцион. ден. поток*	413	488	-15.4%
CAPEX	295	234	26.1%
Свободный денежный поток	118	254	-53.5%

млн долл.	31.12.17	30.09.17	%%
Активы	15 774	15 602	1.1%
в т.ч. денежные средства	831	1 123	-26.0%
Долг	8 479	8 715	-2.7%
доля краткосрочного долга	8.7%	7.4%	1.3 пп
Чистый долг	7 648	7 592	0.7%
Капитал	4 444	3 961	12.2%
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,4x	-
Долг/EBITDA LTM	4,0x	4,5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3,6x	3,9x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	4,3x	4,0x	-
Долг/Капитал	1,9x	2,2x	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Данные Компании,
Банка ЗЕНИТ

расчеты

Так, агентство Fitch, повысившее рейтинг РУСАЛа в октябре 2017 г. с «В+» до «BB-», в качестве позитивных рейтинговых факторов выделяет леверидж ниже 3.0х, Moody's – леверидж ниже 3.5х.

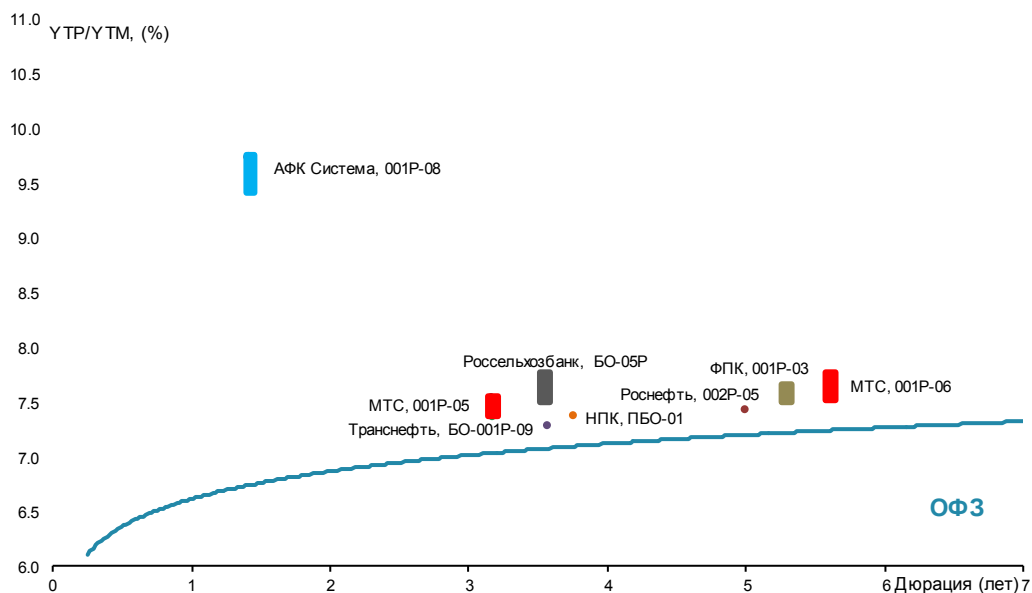
Несмотря на благоприятную конъюнктуру в отрасли и ожидаемое с ней улучшение финансовых метрик Компании, евробонды Русал за последние 2 месяца продемонстрировали динамику заметно хуже рынка. Так, спред бумаг производителя к кривой UST расширился в среднем на 30 бп., в то время как премия евробондов других эмитентов демонстрировала более сдержанные темпы роста. Вероятнее всего, виной некоторой просадки бумаг Русал стал обострившийся конфликт между мажоритарными акционерами ключевого для компании актива – ГМК Норильский Никель. Учитывая затяжной характер данного конфликта и неопределенность относительно его исхода, бумаги РУСАЛа в ближайшем будущем продолжат находиться под давлением новостного фона. В то же время текущий уровень доходности, в размере 5.3% годовых, на наш взгляд, может быть интересен для инвесторов с толерантными взглядами на риск.

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/И/АКРА (Эксперт)	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Россельхозбанк, БО-05Р	- / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	7.54-7.75	28.02.2018	14.03.2018	нет / 3.55 г	нет / 4 г
АФК Система, 001Р-08	- / - / BB- / ruBBB	да	15 000	9.46-9.73	02.03.2018	07.03.2018	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет
ФПК, 001Р-03	BB+ / - / BB+ / AA+ (RU)	да	10 000	7.54-7.64	01.03.2018	07.03.2018	нет / 5.30 г	6.5 лет / 10 лет
МТС, 001Р-05	BB+ / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	7.38-7.54	01.03.2018	07.03.2018	нет / 3.17 г	нет / 3.5 г
МТС, 001Р-06	BB+ / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	7.54-7.74	01.03.2018	07.03.2018	нет / 5.60 г	нет / 7 лет
Роснефть, 002Р-05	BB+ / Ba1 / - / ruAAA	да	20 000	7.43	22.02.2018	02.03.2018	нет / 5 лет	6 лет / 10 лет
Транснефть, БО-001Р-09	BB+ / Ba1 / - / ruAAA	да	15 000	7.28	15.02.2018	26.02.2018	нет / 3.57 г	нет / 4 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/И/АКРА (Эксперт)	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация
Альфа-Банк, БО-40	BB / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	н/д / 100%	7.64-7.80	7.49	21.02.2018	нет / 2.76 г
Лидер-инвест, БО-П02	NR	нет	4 000	н/д / 100%	12.04-12.31	12.04	21.02.2018	нет / 2.61 г
РЖД, 001Р-05R	BB+ / Baa3 / BBB- / AAA	да	20 000	2.8 / 100%	7.54-7.64	7.43	20.02.2018	нет / 6.18 г
НПК, ПБО-01	- / - / - / ruAA	да	5 000	н/д / 100%	7.64-7.90	7.38	20.02.2018	да / 3.75 г
Мегафон, БО-001Р-04	BBB- / Ba1 / BB+ / AA	да	15 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.33	19.02.2018	нет / 2.74 г
Роснефть, 002Р-04	BB+ / Ba1 / - / ruAAA	да	50 000	1.5 / 100%	7.74-7.85	7.64	15.02.2018	нет / 4.24 г
Газпромбанк, БО-18 и БО-19	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	20 000	н/д / 100%	7.74-7.90	7.59	12.02.2018	нет / 3.51 г
Башнефть, 06 и 08 (вторичное)	- / Baa3 / BBB- / ruAAA	да	206	н/д / 100%	не более 7.85	7.85	12.02.2018	нет / 4.22 г
Газпром нефть, 10 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB- / AAA (RU)	да	1 139	н/д / 100%	не более 7.74	7.39	05.02.2018	нет / 2.72 г
АФК Система, 001Р-07	- / - / BB- / ruBBB	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	10.04	02.02.2018	нет / 1 г
ЕАБР, 11	BBB- / - / BBB- / -	нет	5 000	н/д / 100%	7.95-8.11	7.90	02.02.2018	нет / 3.12 г
АИЖК, 001Р-02R	BB+ / Ba1 / BBB- / AAA (RU)	да	15 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.33	02.02.2018	нет / 1 г
БСК, 001Р-01	- / - / - / ruA+	да	8 000	2.25 / 100%	8.56-8.88	8.35	02.02.2018	да / 3.89 г
ВБРР, 001Р-02	- / Ba2 / - / AA- (RU)	нет	5 000	н/д / 100%	7.95-8.11	7.95	02.02.2018	нет / 3.12 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru
Управление продаж		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.