Утренний Express-O Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Русал (-/-/B+): итоги 1 кв. 2016 г. по МСФО.

Русал (-/-/B+): итоги 1 кв. 2016 г. по МСФО.

Русал отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО – в целом, результаты оказались на уровне ожиданий рынка. Выручка сократилась на 22,7% г/г до 1,9 млрд долл., EBITDA – на 57% г/г до 312 млн долл., EBITDA margin достигла 16,3% («-12,8 п.п.» г/г). Снижение показателей было вызвано падением цен на алюминий на LME (на 16% г/г) и премий (на 59% г/г). Частично компания попыталась компенсировать негативную ценовую динамику ростом отгрузки продукции. На фоне девальвации рубля Русал продолжил снижение себестоимости производства – на 11,5% г/г, тем не менее, падение выручки было существенней, что привело к заметному снижению прибыльности. Вместе с тем, к/к у Русал было улучшение финансов благодаря относительной стабилизации цен на LME и на фоне снижения себестоимости производства. Долговая нагрузка Русал в 1 кв.2016 г. подросла на фоне падения EBITDA, в то время как размер долга остался практически неизменным в сравнении с 2015 г. Метрика Чистый долг/EBITDA составила 5,1x против 4,2x в 2015 г. С учетом дивидендных выплат от Норникеля коэффициент долговой нагрузки (ковенантный левередж) был ниже 3,0x. В апреле Русал практически решил вопрос рефинансирования долга 2016 г., за счет привлечения кредитов и размещения облигаций. Новый выпуск Русал Братск БО-01 торгуется чуть выше номинала – по цене 100,05-100,09% с доходностью в районе 13,2%. Ожидание слабых финансовых результатов Русал на фоне падения цен на алюминий и изменения в дивидендной политике Норникеля, вероятно, удерживают бумаги от ценового роста. В результате, Русал Братск БО-01 предлагает наивысшую доходность в секторе, что может заинтересовать инвесторов готовых к рискам.

Русал отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО – результаты оказались на уровне ожиданий рынка…

Выручка сократилась на 22,7% г/г, EBITDA – на 57% г/г, EBITDA margin достигла 16,3% («-12,8 п.п.» г/г)…

Давление на показатели оказало падение цен на алюминий на LME (на 16% г/г) и премий прямых поставок (на 59% г/г)…

Комментарий. Русал на прошлой неделе отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО – в целом, результаты оказались на уровне ожиданий рынка. Выручка за январь-март сократилась на 22,7% г/г до 1,9 млрд долл., показатель EBITDA – на 57% г/г до 312 млн долл., EBITDA margin достигла 16,3% («-12,8 п.п.» г/г).

Столь серьезное снижение показателей было вызвано падением цен на алюминий на LME (на 16% г/г до 1515 долл./т) и премий прямых поставок (на 59% г/г до 172 долл./т). Частично компания попыталась компенсировать негативную ценовую динамику ростом отгрузки продукции в 1 кв. на 2,4% г/г до 957 тыс. т. В то же время на фоне девальвации рубля у Русал продолжилось снижение себестоимости производства – на 11,5% г/г до 1326 долл./т, тем не менее, падение выручки было существенней, что привело к заметному снижению прибыльности.

Вместе с тем, к/к у Русал наблюдалось улучшение финансовых показателей (выручка и EBITDA выросли на 2-3% к/к) благодаря относительной стабилизации цен на LME (хотя премии продолжили снижаться), а также на фоне снижения себестоимости производства. В целом, в 2016 г. на рынке заметно сокращение производства в Китае (где избыточное предложение) и рост во всем остальном мире (где спрос выше предложения), первостепенную роль играет транспортный сектор. Данный фактор, на наш взгляд, поддержит цены на алюминий на уровне 1500-1550 долл./т (all-in 1600- 1650 долл./т), что должно привести к стабилизации финансовых показателей компании.

Частично компания компенсировала негативную ценовую динамику ростом отгрузки продукции…

На фоне девальвации рубля у Русал продолжилось снижение себестоимости производства – на 11,5% г/г до 1326 долл./т…

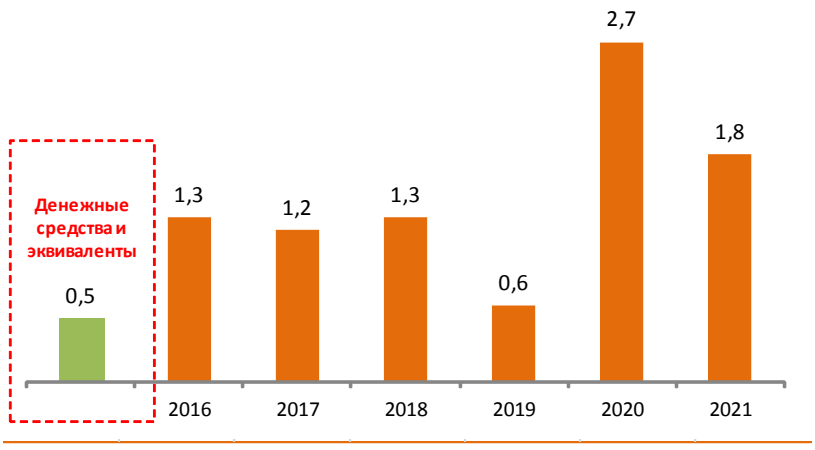
Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	1 кв.2015	1 кв.2016	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. тонн	935	957	2,4
Себестоимость, долл./тонна	1 499	1 326	-11,5
Цена на алюминий на LME, долл./тонна	1 801	1 515	-15,9
Ср. премия к цене, долл./тонна	424	172	-59,4
Выручка	2 477	1 914	-22,7
Операционный денежный поток	612	320	-47,7
EBITDA	721	312	-56,7
EBITDA margin	29,1%	16,3%	-12,8 п.п.
Чистая прибыль	248	27	-89,1
margin	10,0%	1,4%	-8,6 п.п.
	2015	1 кв.2016	Изм. %
Активы	12 809	13 173	2,8
Денежные средства и эквиваленты	508	782	53,9
Долг	8 880	8 944	0,7
краткосрочный	1 355	1 687	24,5
долгосрочный	7 525	7 257	-3,6
Чистый долг	8 372	8 162	-2,5
Долг/EBITDA	4,4	5,6	
Чистый долг/EBITDA	4,2	5,1	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка Русал в 1 кв.2016 г. подросла, главным образом на фоне падения EBITDA…

Долговая нагрузка Русал в 1 кв.2016 г. подросла, главным образом на фоне падения EBITDA, в то время как размер долга остался практически неизменным в сравнении с 2015 г. В итоге, в 1 кв. 2016 г. метрика Долг/EBITDA составила 5,6х против 4,2х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 5,1х против 4,2х соответственно. В то же время при расчете коэффициента с учетом дивидендных выплат от Норникеля долговая нагрузка была на уровне ниже 3,0х (ковенантный левередж), по данным компании.

График погашения долга РУСАЛ (31.12.2015 г.), млрд долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Уже в апреле Русал практически решил вопрос рефинансирования долга 2016 г. – привлек кредиты на 692 млн долл., а также разместил облигации на 10 млрд руб…

Короткий долг Русал по итогам 1 кв. 2016 г. составил 1,69 млрд долл. при денежных средствах на счетах 782 млн долл. Вместе с тем, Русал Братск в апреле разместил облигации серии БО-01 на 10 млрд руб. (более 150 млн долл.), а также группа привлекла еще 692 млн долл. для рефинансирования долга от пула международных банков (414 млн долл.), а также от Сбербанка (100 млн долл.) и Газпромбанка (178 млн долл.). В итоге, Русал практически решил вопрос рефинансирования долга в 2016 г.

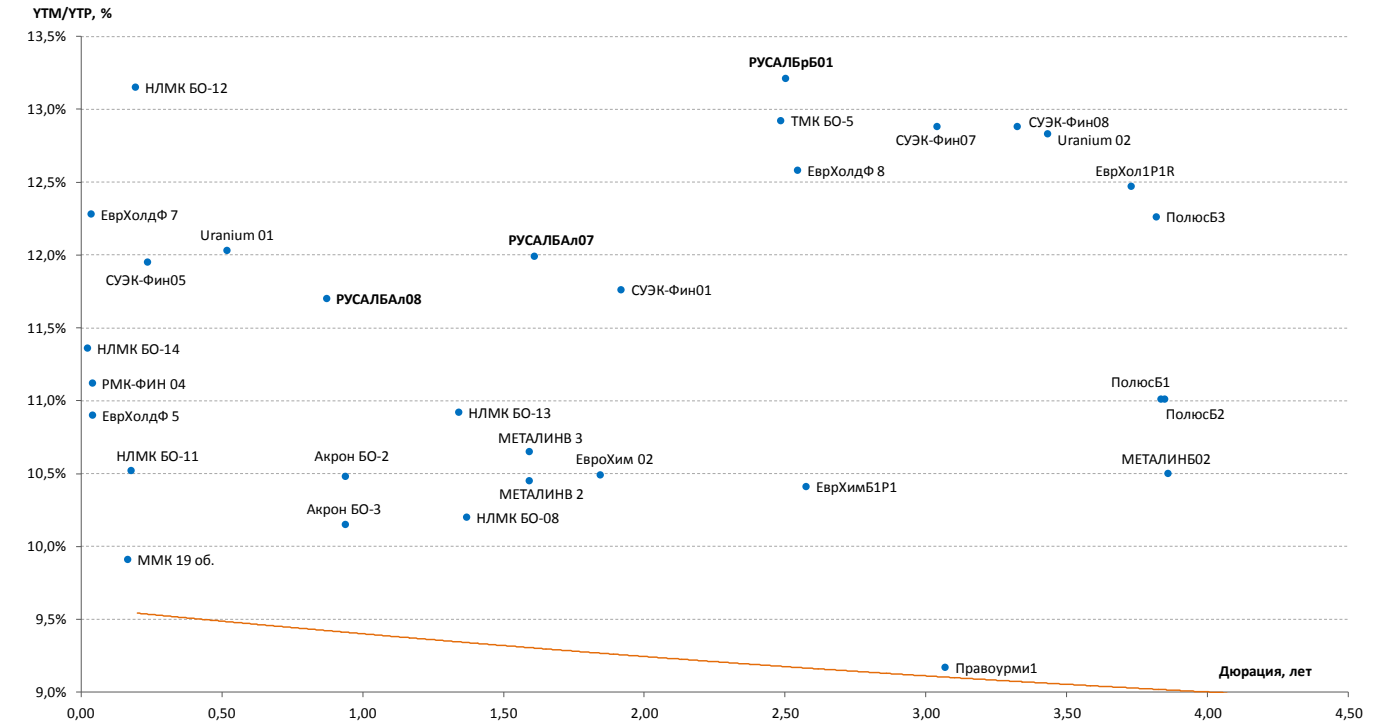
К тому же компания должна получить остаток дивидендов по итогам 2015 г. от Норникеля (более 150 млн долл.). Здесь стоит напомнить, что в начале апреля ГМК представил новую формулу расчета выплат акционерам, размер которых будет определяться в зависимости от уровня долга Норникеля. Если Чистый долг/EBITDA ГМК не вырастет значительно за 2016 г. и будет менее 1,8х (в 2015 г. был на уровне 1,0х), то компания направит на дивиденды 60% от EBITDA. Такой сценарий мы рассматриваем как базовый. Если коэффициент будет более 2,2х то дивиденды составят 30% EBITDA. Доля EBITDA в диапазоне 30% и 60% будет рассчитываться обратно пропорционально коэффициенту, если Чистый долг/EBITDA будет находиться между 1,8х и 2,2х.

Ранее Норникель выплачивал 50% EBITDA, но не менее 2 млрд долл., теперь минимальная планка будет сдвинута вниз до 1 млрд долл. Данные изменения могут нести риски для финансовой устойчивости Русал, если цены на корзину металлов ГМК останутся слабыми, а объем дивидендов сократится. В свою очередь, дивиденды включены в расчет ковенант по кредитам.

Новый выпуск Русал Братск БО-01 предлагает высокую доходность в секторе – интересно для инвесторов готовых к риску…

Новый выпуск Русал Братск БО-01 на вторичном рынке торгуется чуть выше номинала – по цене 100,05-100,09%, что соответствует доходности в районе 13,2% при дюрации 2,51 г. Ожидание слабых финансовых результатов Русал на фоне падения цен на алюминий и изменения в дивидендной политике Норникеля, вероятно, удерживает бумаги от ценового роста, который наблюдался в новых выпусках других металлургов. В результате, Русал Братск БО-01 предлагает наивысшую доходность в секторе, что может заинтересовать инвесторов готовых к рискам.

Карта доходностей: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия



Александр Полютов

Контакты:

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		

ОТДЕЛ АНАЛИЗА 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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов	Ivanovdv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин	Kvashninkd@psbank.ru	+7 (495) 705-90-69
Сибаев Руслан	sibaevrd@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Устинов Максим	ustinovmm@psbank.ru	+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitiashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

© 2016 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.