

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Толстошеина Наталья
n.tolstosheina@zenit.ru

Чепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

РУСАЛ (Fitch: B+/Стабильный): ухудшение финансовых результатов в 4К15

Вчера РУСАЛ опубликовал финансовые результаты за 4К15, которые мы оцениваем как слабые. В 4К15 выручка компании сократилась на 10.4% кв/кв до 1 857 млн долл., EBITDA – на 27.1% кв/кв до 306 млн долл., EBITDA margin – на 3.8 пп до 16.5%. Кроме того, долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM (без учета дивидендов от Норильского никеля) выросла до 4.2x на 31.12.2015 против 3.4x на 30.09.2015.

Ключевыми причинами снижения выручки и EBITDA компании в 4К15 по сравнению с 3К15 стало уменьшение объема продаж алюминия на 6.7% кв/кв до 876 тыс. тонн и средних цен его реализации на 6.2% кв/кв до 1 729 долл./тонна на фоне уменьшения цен на алюминий на LME. В целом по итогам 2015 года в результате снижения средних цен на алюминий выручка РУСАЛа сократилась на 7.2% г/г до 8 680 млн долл. В то же время, вследствие девальвации рубля EBITDA компании в 2015 году увеличилась на 33.1% г/г до 2 015 млн долл.

4К15 РУСАЛ завершил с отрицательным свободным денежным потоком уровне - 105 млн долл., в то время как 3К15 его значение было положительным, в размере 114 млн долл. Возникновение дефицита стало следствием сокращения EBITDA в 4К15 кв/кв, более существенного пополнения оборотного капитала в 4К15 по сравнению с 3К15 (на 166 млн долл. против 72 млн долл. за 3К15, а также увеличения расходов компании на CAPEX на 10.3% кв/кв до 160 млн долл. В 4К15 РУСАЛ получил дивиденды (в основном, от Норильского никеля) на сумму 195 млн долл., размера которых, однако, было недостаточно для осуществления дивидендных выплат акционерам в размере 250 млн долл. и выполнения обязательств по производным финансовым инструментам на сумму около 72 млн долл. Финансирование дефицита средств РУСАЛ осуществлял за счет использования денежных средств на счетах и расширения кредитного плеча. В результате, чистый долг на конец 4К15 вырос к началу квартала на 5.9% до 8 372 млн долл., что, вместе с сокращением EBITDA, привело к увеличению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM (без учета дивидендов от Норильского никеля) до 4.2x на 31.12.2015 против 3.4x на 30.09.2015. В 2016 году компании предстоит погасить или пролонгировать финансовый долг на сумму 1.3 млрд долл., что заметно превышает остаток денежных средств на счетах РУСАЛа в размере 508 млн долл. Учитывая данный факт, РУСАЛ проводит переговоры с кредиторами о рефинансировании краткосрочного долга.

По нашим оценкам, финансовые результаты РУСАЛа являются негативными для кредитных рейтингов компании от Fitch. Так, в качестве негативных рейтинговых факторов агентство отмечает увеличение валового левериджа выше 4.0x и отсутствие перспектив его снижения, поэтому, в случае сохранения долговой нагрузки на текущем уровне, в перспективе мы не исключаем пересмотра рейтингов РУСАЛа.

На рынке публичного долга РУСАЛ представлен двумя выпусками, наиболее ликвидным из которых является РУСАЛ Братск, 07 (УТР 12.54%/D 1.79 г.). Несмотря на достойную доходность относительно компаний схожей рейтинговой группы, на наш взгляд, интерес к бумагам может быть ограничен ввиду небольшого объема выпуска на рынке, что обусловлено прошедшими двумя офертами.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 2014 и 2015 гг.

млн долл.	2015	2014	%%
Выручка	8 680	9 357	-7.2%
EBITDA	2 015	1 514	33.1%
Операционная прибыль	1 409	942	49.6%
Чистая прибыль/(убыток)	558	(91)	-
Рентабельность по EBITDA	23.2%	16.2%	7,0 пп
Операционная рентабельность	16.2%	10.1%	6,2 пп
Чистая рентабельность	6.4%	отр.	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	2 048	1 520	34.7%
Чистый операцион. ден. поток*	1 052	721	45.9%
CAPEX	522	479	9.0%
Свободный денежный поток	530	242	x2.2
млн долл.	2015	2014	%%
Активы	11 418	14 540	-21.5%
в т.ч. денежные средства	508	570	-10.9%
Долг	8 880	9 407	-5.6%
доля краткосрочного долга	15.3%	4.8%	10,5 пп
Чистый долг	8 372	8 837	-5.3%
Капитал	331	2 237	-85.2%
CAPEX/EBITDA	0,3x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	4,4x	6,2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4,2x	5,8x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3,9x	2,2x	-
Долг/Капитал	26,8x	4,9x	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Тойота Банк, 01	Aa3 / AA1 / A	да	3 000	11.04	03.03.2016	10.03.2016	нет / 1.84 г	2 г / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	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
РГС Недвижимость, БО-П03	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	03.03.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-01	BB+ / Ba1 /BBB-	да	19 575	н/д / 100%	н/д	11.6	29.02.2016	нет / 6.03 г
Магнит, БО-001Р-02	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.51	29.02.2016	нет / 1.84 г
ХК Металлоинвест, БО-07	BB / Ba2 /BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.26	25.02.2016	нет / 1 г
Русфинанс банк, БО-12	BB+ / Ba2 /BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.99	25.02.2016	нет / 1 г
Норильский Никель, БО-05	BBB- / Ba1 /BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	11.94	19.02.2016	нет / 6.16 г
Первый контейнерный терминал, 02	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	13.32-13.53	13.53	19.02.2016	нет / 3.83 г
ТрансФин-М, БО-42	B / - / -	да	2 500	н/д / 100%	н/д	13.42	19.02.2016	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-001Р-02	- / B1 / B+	да	1 500	н/д / 100%	н/д	11.29	17.02.2016	нет / 2.32 г
Татфонбанк, БО-17	B / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	13.96-16.10	15.03	16.02.2016	нет / 1 г
Вертолеты России, БО-02	- / Ba3 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	12.26	28.01.2016	нет / 6.09 г
РГС Недвижимость, БО-П02	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	13.96	26.01.2016	нет / 0.5 г
ЕАБР, 10	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.63	20.01.2016	нет / 4.83 г
Открытие Холдинг, БО-01 (допвыпуск N1)	NR	нет	10 000	н/д / 100%	12.58-13.40	13.40	12.01.2016	нет / 0.13 г
РСХБ, 28	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	30.12.2015	нет / 4.26 г
РСХБ, 27	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	29.12.2015	нет / 4.26 г
ГТЛК, БО-07	B+ / - / -	да	4 000	н/д / 100%	15.31-15.76	15.59	29.12.2015	нет / 1.76 г
Открытие Холдинг, БО-04 (допвыпуск N2)	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.07-13.79	13.24	29.12.2015	нет / 0.29 г
УОМЗ, БО-03	B- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	14.49-14.76	14.76	29.12.2015	нет / 2.54 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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

bondsales@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Кредитный анализ
Кредитный анализ

Владимир Евстифеев
Наталья Толстошеина
Дмитрий Чепрагин

v.evstifeev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Фарида Ахметова
Марина Никишова
Алексей Басов

f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
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.