

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина n.tolstosheina@zenit.ru Дмитрий Чепрагин d.chepragin@zenit.ru

РУСАЛ (Fitch: В+/Стабильный): умеренно негативные финансовые результаты за 1К16

В конце прошлой недели РУСАЛ опубликовал финансовые результаты за 1К16, которые мы оцениваем как умеренно негативные. В 1К16 выручка и EBITDA компании незначительно изменились по сравнению с 4К15, в то время как долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM по состоянию на 31.03.2016 достигла 5.1x против 4.2x на начало 2016 г.

В 1К16 выручка РУСАЛа увеличилась на 3.1% кв/кв до 1 914 млн долл., EBITDA – на 2% кв/кв до 312 млн долл. Небольшой рост выручки и EBITDA в 1К16 кв/кв стал следствием увеличения объема реализации алюминия на 9.2% кв/кв до 957 тыс. тонн, что позволило в полной мере компенсировать негативный эффект от снижения средних цен реализации алюминия на 3.6% кв/кв до 1 666 долл./тонна. В 1К16 показатель EBITDA margin незначительно изменился к 4К15, составив 16.3%. Следует отметить, что в 1К16 по сравнению с 1К15 выручка сократилась на 22.7% г/г, EBITDA – на 56.7% г/г, EBITDA margin – на 12.8 пп, что отражает глубокое падение цен на алюминий. В частности, в 1К16 средние цены реализации алюминия РУСАЛа уменьшились на 27.5% г/г.

В 1К16 расходы компании на CAPEX остались весьма умеренными и составили 84 млн долл. (отношение CAPEX/EBITDA – 0.3x). Кроме того, в 1К16 за счет сокращения оборотного капитала РУСАЛ аккумулировал около 38 млн долл. В результате, отчетный период РУСАЛ завершил с положительным свободным денежным потоком в размере 139 млн долл. (-63.4% г/г). В 1К16 РУСАЛ также получил от Норильского никеля дивиденды на сумму 171 млн долл. Данные средства компания направила на пополнение подушки ликвидности: по состоянию на 31.03.2016 остаток денежных средств на счетах РУСАЛа вырос к началу 2016 г. на 53.9% до 782 млн долл. В результате, на конец 1К16 чистый долг РУСАЛа уменьшился к началу года на 2.5% до 8 162 млн долл. Тем не менее, существенное снижение EBITDA в 1К16 к 1К15 привело к увеличению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA до 5.1x против 4.2x на начало 2016 г.

По состоянию на 31.03.2016 краткосрочный долг РУСАЛа составил 1 687 млн долл., из которых 1.2 млрд долл. компании предстояло погасить или рефинансировать до конца 2016 г. Несмотря на высокий уровень долговой нагрузки и существенный размер краткосрочного долга, риски рефинансирования долга с погашением до конца 2016 г. РУСАЛа мы оцениваем как умеренные. В частности, в апреле 2016 г. компания подписала соглашение с участниками PXF-кредита о погашении 524 млн долл. за счет нового транша в размере 415 млн долл. и собственных средств на сумму около 109 млн долл. В результате, РУСАЛ полностью выполнил свои обязательства по PXF-кредиту до конца 2016 г. Кроме того, в целях рефинансирования краткосрочного долга компания договорилась с Газпромбанком и Сбербанком о предоставлении 178 млн долл. и 100 млн долл. соответственно. В результате, по состоянию на апрель 2016 г. объем долга с выплатой до конца 2016 г. составил около 0.7 млрд долл., существенную часть из которых, по нашим оценкам, компания может погасить за счет собственных средств.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты, отражающие рост долговой нагрузки, являются негативными для кредитных рейтингов компании от Fitch, поскольку в качестве негативных рейтинговых факторов агентство отмечает увеличение валового левериджа выше 4.0x и отсутствие перспектив его снижения.

Из представленных на рынке выпусков компании интерес, на наш взгляд, может вызвать только недавно размещенный РУСАЛ Братск, БО-01 (YTP – 13.06%, D – 2.5 г.), который предлагает наиболее высокую доходность среди компаний своей рейтинговой группы.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 1К16

млн долл.	1К16	1К15	%
Выручка	1 914	2 477	-22.7%
EBITDA	312	721	-56.7%
Операционная прибыль	170	583	-70.8%
Чистая прибыль/(убыток)	126	572	-78.0%
Рентабельность по EBITDA	16.3%	29.1%	-12.8 пп
Операционная рентабельность	8.9%	23.5%	-14,7 пп
Чистая рентабельность	6.6%	23.1%	-16,5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	303	661	-54.2%
Чистый операцион. ден. поток*	223	467	-52.2%
CAPEX	84	87	-3.4%
Свободный денежный поток	139	380	-63.4%

млн долл.	1К16	2015	%
Активы	13 173	12 809	2.8%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	782	508	53.9%
Долг	8 944	8 880	0.7%
<i>доля краткосрочного долга</i>	18.9%	15.3%	3,6 пп
Чистый долг	8 162	8 372	-2.5%
Капитал	1 843	1 391	32.5%
CAPEX/EBITDA	0,3x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	5,6x	4,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	5,1x	4,2x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3,2x	3,9x	-
Долг/Капитал	4,9x	6,4x	-

*за вычетом уплаченных процентов

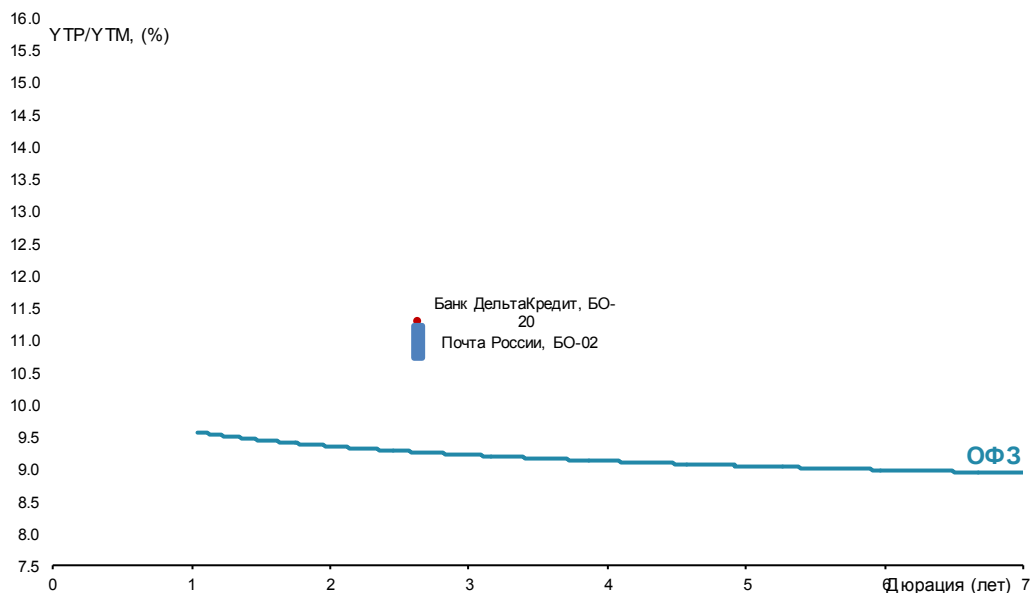
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Банк ДельтаКредит, БО-20	- / Ba2 / BBB-	да	5 000	11.30	12.05.2016	18.05.2016	нет / 2.64 г	3 г / 10 лет
Почта России, БО-02	- / - / BBB-	да	5 000	10.78-11.20	17.05.2016	19.05.2016	нет / 2.64 г	3 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
МегаФон, БО-001P-01	BB+ / Ba1 / BB+	да	10 000	3 / 100%	10.46-10.67	10.2	12.05.2016	нет / 2.66 г
Башнефть, БО-06	- / Ba1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Башнефть, БО-08	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Регион-Инвест, БО-06	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	14.22	10.05.2016	нет / 0.50 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-02	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	1.3 / 100%	11.46-11.73	11.35	06.05.2016	нет / 2.59 г
Икс 5 Финанс, БО-06	BB- / - / -	да	5 000	2.1 / 100%	10.78-10.99	10.78	05.05.2016	нет / 1.42 г
Синергия, БО-05	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.32	04.05.2016	да / 2.72 г
Трансфин-М, БО-43	B / - / -	да	1 600	н/д / 64%	н/д	13.42	04.05.2016	нет / 1 г
Мираторг Финанс, БО-06	- / - / B	да	5 000	2.5 / 100%	12.36-12.89	12.36	29.04.2016	нет / 2.60 г
Абсолют Банк, С01	- / B1 / B+	да	5 000	н/д / 100%	14.49-15.02	15.02	29.04.2016	нет / 3.96 г
Газпромбанк, 11 (вторичное)	BB+ / Ba2 / BB+	да	250	н/д / 100%	Цена 100.1%-100.2%	Цена 100.1%	28.04.2016	н/д
МОЭСК, БО-08	BB- / Ba2 / BB+	да	8 000	3.9 / 100%	10.78-11.04	10.57	28.04.2016	нет / 2.65 г
МРСК Северного Кавказа, БО-001P-01	NR	нет	1 350	н/д / 100%	н/д	13.42	28.04.2016	нет / 3.82 г
Концерн Россиум, БО-01 (допвыпуск N1)	B- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	Цена 100%	28.04.2016	н/д
МБА-Москва, БО-01	- / B3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.50	27.04.2016	нет / 0.50 г
Регион-Инвест, БО-05	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	13.75	26.04.2016	нет / 0.50 г
Регион-Инвест, БО-04	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	13.75	25.04.2016	нет / 0.50 г
Промсвязьбанк, БО-П01	BB- / Ba3 / -	да	14 000	н/д / 100%	н/д	11.30	25.04.2016	нет / 1 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	Максим Симагин	m.simagin@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.