

Русал является одним из крупнейших в мире производителей первичного алюминия и глинозема. Кредитный рейтинг находится на уровне В+ от Fitch и Вa3 от Moody`s.

Вслед за понижением Moody`s кредитного рейтинга России были пересмотрены и рейтинги корпоративных эмитентов. Однако, долговая нагрузка и рентабельность многих отечественных компаний не соответствует заявленному рейтингу, тем самым, их еврооблигации торгуются со значительной премией по доходности к конкурентам.

Одним из таких эмитентов является Русал. На протяжении длительного времени долговая нагрузка компании остается высокой. Однако, если учесть долю компании в Норникеле, которая учитывается в балансе в виде долгосрочных активов размером 4,7 млрд долл., и репрофилировать ее в квазиденежные средства и эквиваленты, то леверидж Русала заметно снизится. Согласно отчетности за 1 квартал 2017 года соотношение чистого долга к EBITDA составляет 5,0х, тогда как, производя

вышеупомянутую обработку данных, коэффициент снижается до 2,2х. Данное значение соответствует показателям конкурентов с рейтингом ВВ. Но и без таких манипуляций согласно консенсус прогнозу Блумберг чистый долг/ЕВІТDА на конец 2017 года ожидается на уровне 4,3х, а к 2021 году – на уровне 2,0х.

В течение последних 5 лет, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на товарных рынках, Русал оставался с положительным свободным денежным потоком. По итогам 2017-2020 гг. его будет достаточно на полное покрытие чистого долга. Доходность свободного денежного потока в 2017 году составит 11%, а к 2021 году удвоится.

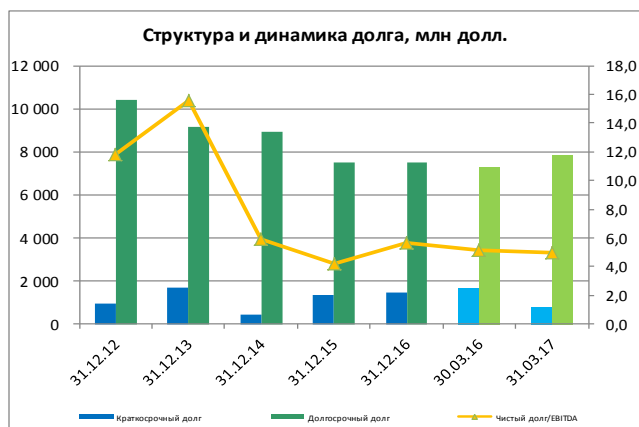
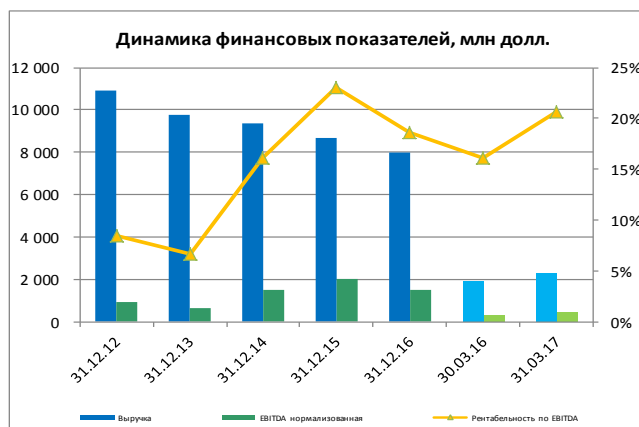
Рентабельность Русала выше средней среди эмитентов с рейтингом ВВВ. Как ожидается EBITDA маржа в ближайшие 4 года составит 20-21%, что соответствует показателям конкурентов с рейтингом А.

Сравнив Русал с компаниями горнодобывающего сектора по 3 ожидаемым на конец 2017 года показателям чистый долг/ЕВІТDА, доходность EBITDA и свободного денежного потока, считаем, что справедливый рейтинг эмитента находится на уровне ВВВ. На внешний долговой рынок компания вышла лишь в 2017 году, разместив 2 выпуска с погашением в 2022 и 2023 гг. Оба займа предлагают премию к кривой как с рейтингом ВВ, так и со справедливым инвестиционным. Рекомендуется включить более длинный еврозайм RUALRU 5.3 05/03/23 с целью роста котировок на 7-10%.

Название	United Co RUSAL PLC
Сектор	Materials
Индустрия	Mining
Погашение/пут опцион	03.05.2023
Колл-опцион	
Доходность	5,1
Композитный рейтинг выпуска	В+
Дюрация	4,9
Купон	5,30
Размер выпуска	500MM USD
ISIN	XS1577964965
Страна	RUSSIA

Основные финансовые показатели

USD, млн	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	30.03.16	31.03.17
Выручка	10 891	9 760	9 357	8 680	7 983	1 914	2 297
ЕВITDA нормализованная	919	651	1 507	1 998	1 489	309	475
Чистая прибыль	-528	-3 322	-91	558	1 179	126	187
Активы	25 210	20 480	14 857	12 809	14 452	13 173	14 851
Капитал	10 732	6 550	2 237	1 391	3 299	1 843	3 839
Денежные средства и эквиваленты	490	701	557	494	531	782	397
Долг	11 334	10 825	9 407	8 880	8 965	8 944	8 618
Краткосрочный долг	931	1 676	447	1 355	1 433	1 687	746
Чистый долг	10 844	10 124	8 850	8 386	8 434	8 162	8 221
Операционный денежный поток	836	658	1 675	1 828	1 145	401	400
Капзатраты	-486	-538	-465	-510	-558	-82	-124
Свободный денежный поток	350	120	1 210	1 318	587	319	276
Рентабельность по ЕВITDA	8%	7%	16%	23%	19%	16%	21%
Чистая рентабельность	отр	отр	отр	6%	15%	7%	8%
Долг/ЕВITDA	12,3	16,6	6,2	4,4	6,0	5,6	5,2
Чистый долг/ЕВITDA	11,8	15,6	5,9	4,2	5,7	5,1	5,0
ЕВITDA/процентные расходы	1,3	0,9	1,8	3,2	2,4	2,1	2,7
Капитал/Активы	43%	32%	15%	11%	23%	14%	26%
% краткосрочного долга	4%	8%	3%	11%	10%	13%	5%
Коэффициент текущей ликвидности	1,7	1,1	1,5	1,2	1,4	1,1	1,6
ОДП/Капзатраты	1,7	1,2	3,6	3,6	2,1	4,9	3,2



Сравнение Русал с рейтингами корпоративных эмитентов

Median Fundamentals						Company
Leverage & Coverage	AAA/AA	A	BBB	BB	B	486 hk
Total Debt / EBITDA		1,7	2,3	3,1	3,8	5,2
Net Debt / EBITDA		1,1	1,7	2,4	2,8	5,0
Total Debt to Total Capital		32,7%	36,8%	48,2%	50,4%	73,1%
Total Debt to Total Equity		48,6%	58,2%	85,7%	83,5%	271,7%
T12M EBITDA / Interest		18,6	10,6	6,3	4,1	2,4
Profitability	AAA/AA	A	BBB	BB	B	486 hk
Sales 5Yr Avg. Growth		-0,5%	1,6%	1,1%	1,2%	-2,8%
T12M Gross Margin		31,4%	26,0%	23,5%	19,4%	25,7%
T12M Operating Margin		14,2%	11,4%	11,9%	8,9%	14,4%
T12M EBITDA Margin		23,7%	18,8%	18,2%	16,0%	19,8%
Return on Equity		12,7%	12,8%	13,5%	1,8%	54,9%
Liquidity & Cash Flow	AAA/AA	A	BBB	BB	B	486 hk
T12M FCF Margin		8,3%	6,7%	5,9%	1,9%	6,5%
Free Cash Flow to Total Debt		21%	15%	11%	4%	6%
Current Ratio		1,7	1,7	1,8	1,9	1,4
Cash Ratio		0,6	0,3	0,4	0,5	0,2
Cash Conversion Cycle		80,8	74,4	71,1	70,2	99,4
Efficiency & Other	AAA/AA	A	BBB	BB	B	486 hk
Working Capital to Sales		0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Asset Turnover		0,5	0,7	0,7	0,8	0,6
Capital Expenditure to Sales		7,9	5,4	5,2	4,7	7,0
Altman's Z-Score		2,6	2,8	2,4	1,6	0,9
Health Grade		7,0	6,0	5,0	3,0	1,0

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

<http://www.russ-invest.com>