

Выпуски облигаций

	Цена	УТМ	Объем в обращ., USD млн
USD ALCOA 6.125% 'май-28	108.7	4.8%	500
USD ALCOA 6.750% 'сен-24	105.6	5.4%	750
USD ALCOA 7.000% 'сен-26	109.2	5.3%	500

Рейтинги

	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB+	стабиль.	2018, май
Fitch	BB+	стабиль.	2019, май
Moody's	Ba1	стабиль.	2019, сен

Основные финансовые показатели

(USD млн)	2017	2018	9M2019
Денежные средства и экв.	1 358	1 113	841
Краткосрочные активы	4 238	4 328	3 643
Долгосрочные активы	13 209	11 804	11 027
Активы	17 447	16 132	14 670
Краткосрочные обязательства	3 252	2 919	2 455
Долгосрочные обязательства	7 397	5 625	5 805
Обязательства	10 649	8 544	8 260
Капитал	6 798	7 588	6 410

	2017	2018	9M2019
Выручка	11 652	13 403	7 997
Себестоимость	8 991	10 081	6 489
EBIT	1 599	2 310	739
EBITDA	2 349	3 043	1 269
Чистая прибыль	559	871	-498

Темпы роста

за период	2017	2018	9M2019
Денежные средства и экв.	59,2%	-18,0%	-24,4%
Краткосрочные активы	33,2%	2,1%	-15,8%
Долгосрочные активы	-2,6%	-10,6%	-6,6%
Активы	4,2%	-7,5%	-9,1%
Краткосрочные обязательства	15,3%	-10,2%	-15,9%
Долгосрочные обязательства	18,9%	-24,0%	3,2%
Обязательства	17,7%	-19,8%	-3,3%
Капитал	-11,7%	11,6%	-15,5%

г/г	2017	2018	9M2019
Выручка	25,0%	15,0%	-20,5%
Себестоимость	14,1%	12,1%	-13,9%
EBIT	378,7%	44,5%	-57,7%
EBITDA	123,3%	29,5%	-45,0%
Чистая прибыль	-261,6%	55,8%	н/п

Ключевые коэффициенты

	2017	2018	9M2019
Валовая маржа	77,2%	75,2%	81,1%
Маржа EBIT	13,7%	17,2%	9,2%
Маржа EBITDA	20,2%	22,7%	15,9%
Маржа чистой прибыли	4,8%	6,5%	-6,2%

	2017	2018	9M2019
Долг, USD млн	1 404	1 802	1 806
Чистый долг, USD млн	46	689	965
Чистый долг, включая пенс.обяз., USDмлн	3 854	1 986	1 648
Долг/Капитал	0,2	0,2	0,3
Долг/EBITDA	0,6	0,6	1,4
Чистый долг/EBITDA	0,0	0,2	0,8
EBITDA/Фин.расходы	22,6	24,9	14,1
RoA	3,2%	5,4%	н/д
RoE	8,2%	11,5%	н/д

Источники: данные Alcoa, Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Мы рекомендуем Покупать облигации Alcoa с доходностью около 5%:

компания, чья история насчитывает более столетия, является одним из лидеров мировой алюминиевой промышленности. Вследствие негативной динамики мировых цен на алюминий в последние годы Alcoa предпринимает активные шаги по реструктуризации своего бизнеса, а связанные с этим расходы отрицательно отражаются на финансовых показателях компании. Тем не менее, долговая нагрузка Alcoa находится на сравнительно низком уровне, что позволяет в полной мере обслуживать свои финансовые обязательства. Кроме того, усилия компании по увеличению эффективности в будущем должны положительно отразиться на финансовых метриках Alcoa.

Финансовые показатели под давлением низких цен на алюминий. С 2008 г. мировые цены на алюминий демонстрируют преимущественно понижающую динамику, сократившись примерно на 45% с максимальных значений, превышавших USD3300/тонну, до текущего уровня USD1825/тонну в ответ на существенное увеличение мощностей по производству алюминия. В целях снижения влияния негативной рыночной ситуации Alcoa предпринимает меры по повышению собственной эффективности посредством реструктуризации бизнеса. Это выливается в рост расходов по реструктуризации (USD1.8 млрд с начала 2016 г.), отрицательно сказывающиеся на размере чистой прибыли в текущем периоде, однако позволит компании увеличить прибыльность в последующие годы посредством сокращения роста себестоимости и прочих расходов. По результатам 9M2019 г. выручка компании сократилась на 20% г/г до USD8.0 млрд в ответ на снижение цен реализации алюминия и глинозема на 14% и 19% г/г, соответственно. Себестоимость снизилась лишь на 14% за тот же период до USD6.5 млрд. При этом расходы, связанные с реструктуризацией, выросли на 72% г/г до USD668 млн, а за 9M2019 г. Alcoa зафиксировала чистый убыток в размере USD498 млн по сравнению с USD666млн чистой прибыли за 9 месяцев годом ранее.

Реструктуризация позволит улучшить финансовые показатели. В 2016 г. Alcoa Corporation отделилась от своей материнской компании Alcoa Inc, сохранив активы, сконцентрированные на производстве алюминия (добыча бокситов, производство глинозема, производство алюминия и продукции из него, электростанции). В сентябре текущего года Alcoa объявила о переходе на использование новой операционной модели, заключающейся в отказе от отдельных бизнес-юнитов и в сокращении уровней подчинения с 12 до 7. Компания также планирует продажу непрофильных активов, в результате чего ожидает выручить до USD 1 млрд. Продажа активов также должна привести к сокращению EBITDA на USD50-100 млн от текущего уровня ежегодно. Такие усилия компании по улучшению собственной эффективности в будущем должны положительно отразиться на её финансовых метриках. Кроме того, в течение ближайших нескольких лет ожидается рост рыночных цен на алюминий с текущего уровня вблизи USD 1800 до почти USD 2000/тонну к 2023г.

Низкая долговая нагрузка при существенном объеме пенсионных обязательств. Общие долговые обязательства Alcoa по состоянию на 30.09.19 г. составили USD1.8 млрд (22% от всех обязательств), практически не изменившись с конца 2018 года. Показатель чистого долга при этом составил USD965 млн, долг/капитал 0.3х а чистый долг/EBITDA по нашим расчетам находится на довольно низком уровне 0.8х. Коэффициент покрытия чистых процентных расходов операционными доходами с 2016 г. находился в коридоре от 1.4х до 18.9х, со значительным отклонением в каждом году и остановился на отметке 8.2х по данным за 9M2019г.

При этом стоит отметить содержащийся на балансе компании значительный объем пенсионных и прочих обязательств перед сотрудниками Alcoa, которые по состоянию на 30.09.19 г. составили USD2.6 млрд (32% от всех обязательств). Тем не менее, обращает на себя внимание проводимая компанией работа по снижению данных обязательств, способствовавшая сокращению данной статьи более чем на 30% с пиковых значений USD3.9 млрд на конец 2017 г.

Кредитные рейтинги. В своем недавнем обзоре агентство Moody's сохранило кредитный рейтинг портфеля долговых ценных бумаг Alcoa на уровне Ba1 благодаря лидирующим позициям компании в производстве бокситов, алюминия и глинозема в мире. Рейтинговое агентство отмечает низкий уровень диверсификации продукции компании в условиях волатильности на рынках глинозема и алюминия. Тем не менее, более высокие уровни глобального экономического роста и дефицит предложения в США, где Alcoa получает

существенную часть своих доходов, обеспечивают основную поддержку деятельности.

Fitch Ratings сохранило рейтинг дефолта эмитента на уровне BB+, понизив прогноз с позитивного на стабильный в связи с ослаблением цен на рынке алюминия и заявлением компании о более долгом решении вопроса пенсионных обязательств. По мнению агентства, низкий уровень задолженности Alcoa выгодно позиционирует компанию по сравнению с конкурентами, имеющими сходные рейтинги. Несмотря на высокие пенсионные обязательства, взносы, как ожидается, будут управляемыми, а компания продолжит предпринимать дальнейшие действия по сокращению данных обязательств.

Мы рекомендуем Покупать облигации Alcoa основываясь на сравнительно высокой доходности и приемлемом уровне риска. В сравнении с некоторыми другими рассматриваемыми нами компаниями (НК КМГ), а также сходными по операционному профилю и масштабу деятельности производителями алюминия (Norsk Hydro), облигации Alcoa предлагают практически в два раза более высокую доходность.

Мы также отмечаем низкий уровень долговой нагрузки и существенный размер капитала, превышающий долговые обязательства более чем в 3 раза и способный обеспечить резерв безопасности для кредиторов (соотношение капитала к активам составляет 44%). Помимо этого, с учетом достаточного размера генерируемых компанией операционных денежных потоков и имеющихся денежных средств, мы не ожидаем каких-либо затруднений, связанных с обслуживанием своих обязательств. Более того, долгосрочный характер данных обязательств, предполагающий первое погашение лишь в 2024 г., а также усилия по увеличению эффективности позволяют рассчитывать на положительную динамику операционных денежных потоков в ожидании более благоприятных цен на алюминий согласно приведенному выше прогнозу.

Рис. 1. Наиболее актуальные финансовые результаты

USD млн	2017	2018	г/г	9М2018	9М2019	г/г
Выручка	11 652	13 403	15%	10 059	7 997	-20%
Себестоимость, искл.:	8 991	10 081	12%	7 540	6 489	-14%
Расходы по реализации, ОАР	280	248	-11%	189	218	15%
Расходы на НИОКР	32	31	-3%	24	21	-13%
Износ, амортизация	750	733	-2%	559	530	-5%
Расходы по реструктуризации	309	527	71%	389	668	72%
Финансовые расходы	104	122	17%	91	90	-1%
Прочие расходы	27	64	137%	32	118	269%
Прибыль до налогообложения	1 159	1 597	38%	1 235	-137	н/п
Расходы по подоходному налогу	600	726	21%	569	361	-37%
Чистая прибыль	559	871	56%	666	-498	н/п

Рис. 2. Объемы производства алюминия сокращаются

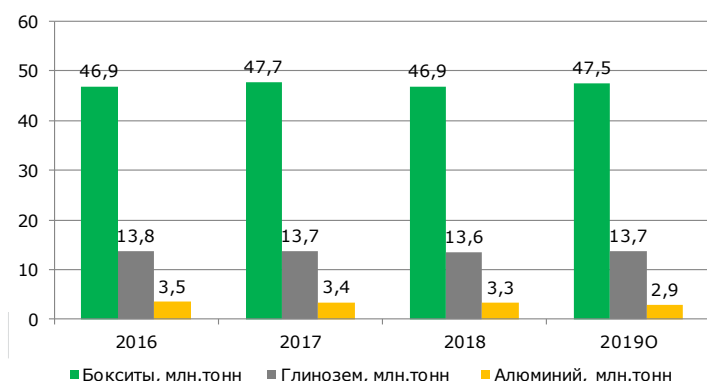


Рис. 3. Динамика доходов Alcoa следует за динамикой цен на алюминий

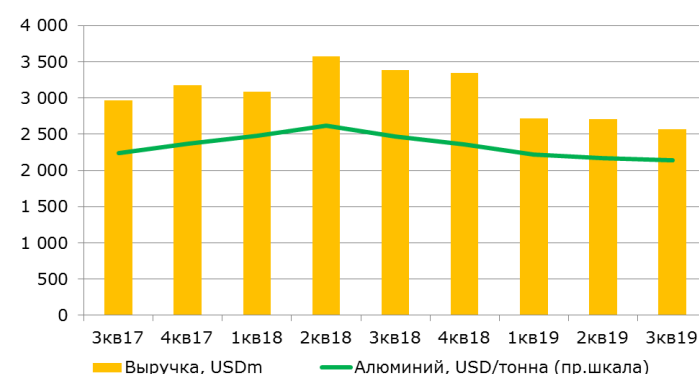


Рис 4. Расходы по реструктуризации оказывают давление на чистую прибыль

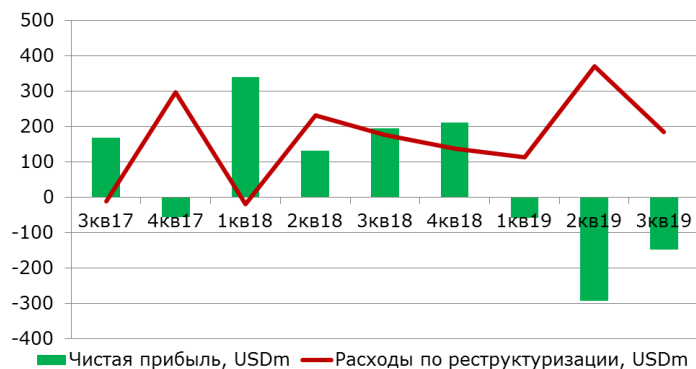


Рис 5. Сравнение доходности долларовых облигаций Alcoa с аналогами

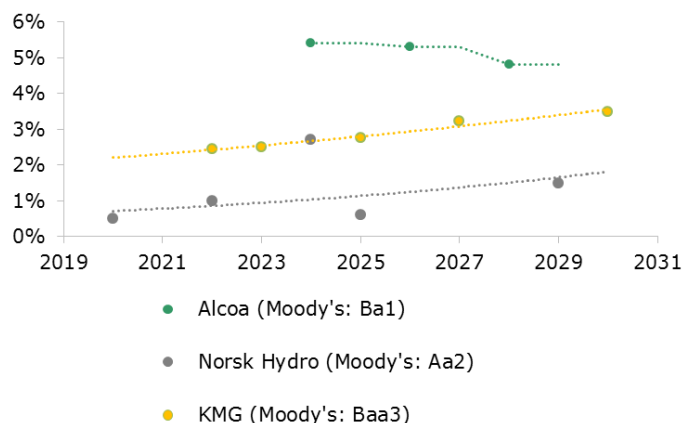
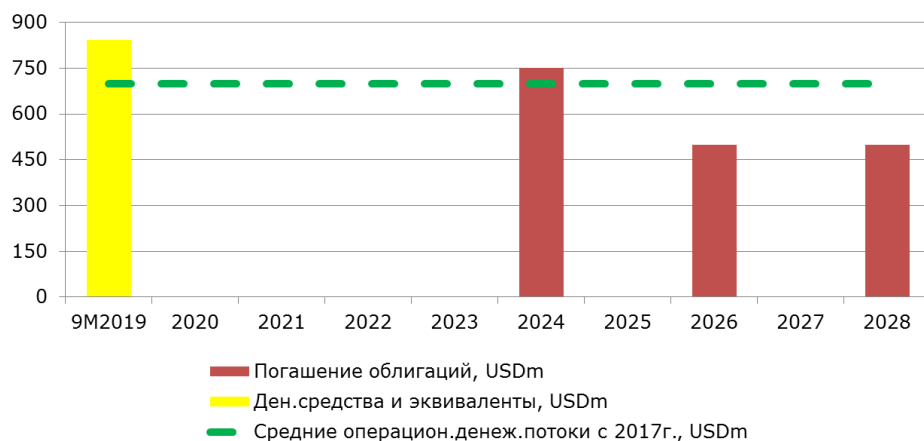


Рис 6. Учитывая средний размер генерируемых CFO, объем имеющихся денежных средств и долгосрочный характер долговых обязательств, предполагающих погашение в 2024г. и позднее, затруднений с обслуживанием долга не ожидается



Источник: Данные компании, Bloomberg

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающийся в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2019, все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Жансая Кантаева	Долговые инструменты
Таир Байгунов	Долевые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Владислав Бенберин	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
zh.kantayeva@halykfinance.kz
t.baigunov@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Айжана Молдахметова	Институциональные инвесторы
Асель Байжанова	Институциональные инвесторы
Жанна Нуралина	Розничные инвесторы
Шынар Жаканова	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы
Алия Мухаметжанова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
a.baizhanova@halykfinance.kz
zh.nuralina@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
a.abdumazhitova@halykfinance.kz
a.mukhametzhanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
 пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
 А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
 Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance