

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ УЛУЧШАЕТСЯ

Результаты за 2010 г. по МСФО

EBITDA увеличилась более чем вчетверо. РУСАЛ, крупнейший в мире производитель алюминия, опубликовал отчетность за 2010 г. по МСФО. Выручка компании возросла на 34% по сравнению с 2009 г. до 11 млрд долл. Этому способствовал 30-процентный рост цен на алюминий; кроме того, в прошлом году РУСАЛ продавал свою продукцию с более высокой премией к ценам на LME, чем в предыдущем. В то же время, благодаря высокой степени вертикальной интеграции и наличию дешевых источников энергии, в 2010 г. денежные операционные издержки на производство тонны алюминия выросли лишь на 17%, а операционные издержки на производство тонны глинозема – на 8%, что позволило РУСАЛу существенно повысить рентабельность. По итогам 2010 г. EBITDA компании выросла более чем в четыре раза до 2,6 млрд долл., а рентабельность по EBITDA достигла 23,7%, превысив уровень докризисного 2008 года (22,5%).

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.	2008	2009	9 мес. 2010	2010	Изм.2010/2009, %
Выручка	15 685	8 165	8 029	10 979	34,5
Валовая прибыль	4 612	1 455	2 573	3 484	139,5
EBITDA	3 526	596	1 889	2 597	335,7
					Изм. 2010/ 9 мес.2010, %
Совокупный долг	13 971	13 869	12 270	11 963	(2,5)
Чистый долг	13 263	13 633	11 750	11 472	(2,4)
Собственный капитал	4 888	6 332	9 975	11 456	14,8
Активы	24 005	23 886	25 019	26 525	6,0
Коэффициенты					
Валовая рентабельность (%)	29,4	17,8	32,0	31,7	
Рентабельность EBITDA (%)	22,5	7,3	23,5	23,7	
Долг/EBITDA*	4,0	23,3	4,9	4,6	
Чистый долг/EBITDA*	3,8	22,9	4,7	4,4	
Долг/Собств. капитал	2,9	2,2	1,2	1,0	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*EBITDA в годовом выражении

Кредитные метрики немного улучшились. В соответствии с соглашением с кредиторами компания жестко ограничена в использовании денежных средств и объеме инвестиционных затрат. На фоне этих ограничений РУСАЛу по итогам 2010 г. удалось получить положительный значение свободного денежного потока. Долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/EBITDA по итогам 2010 г. практически не изменилась с конца III квартала, составив 4,4. В то же время по сравнению со значением коэффициента на начало прошлого года (выше 23) прогресс РУСАЛа в отношении снижения долгового бремени очевиден. Напомним, что в январе прошлого года компания провела IPO, в ходе которого ей удалось привлечь 2,24 млрд долл. Из них 1,46 млрд долл. было направлено на погашение долга.

РУСАЛ ожидает, что в текущем году рыночная конъюнктура останется благоприятной. Мировой спрос на алюминий, по прогнозу компании, вырастет в 2011 г. на 8%, а цены останутся на высоких уровнях, достигнутых в конце прошлого года (2 500–2 600 долл./т). Компания планирует увеличить выпуск алюминия в 2011 г. на 2%, а производство глинозема – на 8%. При этом РУСАЛ возлагает большие надежды на внутренний рынок в связи с активизацией инфраструктурного строительства и рассчитывает заметно увеличить объем внутрисекторных продаж. Что касается размещения еврооблигаций в юанях, о котором компания говорила ранее, в ближайшее время его вряд ли стоит ожидать.

Долг и соглашение о реструктуризации с кредиторами. На наш взгляд, при принятии решения об инвестировании в долговые обязательства РУСАЛа прежде всего следует иметь в виду условия соглашения о реструктуризации задолженности с текущими кредиторами. При этом необходимо учитывать, что данные условия реструктуризации – см. ниже – на новых кредиторов не распространяются.

- Все средства, получаемые компанией от размещения акций, привлечения новых кредитных ресурсов либо от продажи активов, направляются на погашение существующей задолженности.
- Компания должна строго соблюдать график выплаты долга, в соответствии с которым до конца сентября текущего года ей следует выплатить 700 млн долл. Также график предполагает погашение 4 млрд долл. до 30 сентября 2012 г. и 5 млрд долл. до 31 декабря 2013 г.
- В случае продажи принадлежащих РУСАЛу акций Норильского никеля, компания обязана направить полученные средства на погашение кредита Сбербанка и синдицированного кредита в объеме около 10,5 млрд долл.
- До декабря 2013 г. РУСАЛ обязан получить не менее 2,4 млрд долл. за счет продажи активов, размещения акций либо привлечения субординированного долга.

Облигации РУСАЛа выглядят дорого. Не умаляя заслуг РУСАЛа в части улучшения кредитного профиля в 2010 г. и соблюдения условий реструктуризации, мы считаем, что инвесторам в облигации РУСАЛа не стоит забывать о значительной субординации по отношению к существующим кредиторам. В связи с этим текущие котировки выпуска РУСАЛ-Братск-7 (YtP8,2% к ofercie в марте 2014 г.) мы считаем завышенными и отдаем предпочтение выпускам Евраза (B+/B1/B+), торгующимся на таком же уровне. Несмотря на меньший объем бизнеса, Евраз отличается заметно более высоким кредитным качеством, а его облигации включены в список репо ЦБ.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011