

ШИРОКОИЗВЕСТНЫЙ ДЕБЮТАНТ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Компания размещает облигационный заем

Вслед за рынком акционерного капитала РУСАЛ выходит на долговой рынок. РУСАЛ, мировой лидер по производству алюминия, дебютирует на публичном долговом рынке. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Эмитентом выступает одна из ключевых производственных компаний группы, гарантом исполнения обязательств эмитента помимо указанных поручителей является материнская компания UC RUSAL Plc. Отметим, что отсутствие кредитного рейтинга не позволит выпуску быть включенным в список репо ЦБ. Привлеченные средства будут направлены на рефинансирование долгового портфеля в соответствии с условиями соглашения о реструктуризации долговых обязательств РУСАЛа.

Справедливая доходность находится выше ориентира. В ходе сбора заявок ориентир ставки купона понижался два раза, что может косвенно свидетельствовать о высоком спросе на бумаги РУСАЛа. Вместе с тем, мы полагаем, что несмотря на значительный объем бизнеса РУСАЛа и его лидирующую позицию на рынке, мы полагаем, что такие факторы как высокий уровень долговой нагрузки, отсутствие кредитного рейтинга, невысокий уровень информационной и финансовой прозрачности, а также значительная субординация новых кредиторов по отношению к существующим, отношения с которыми определены соглашением о реструктуризации долга РУСАЛа, обуславливают наличие премии к выпускам эмитентов с рейтингом B1/B+ не менее 50–70 б.п. Таким образом, справедливую доходность по займу мы оцениваем не ниже 9%, что выше уровня, на который ориентируют организаторы.

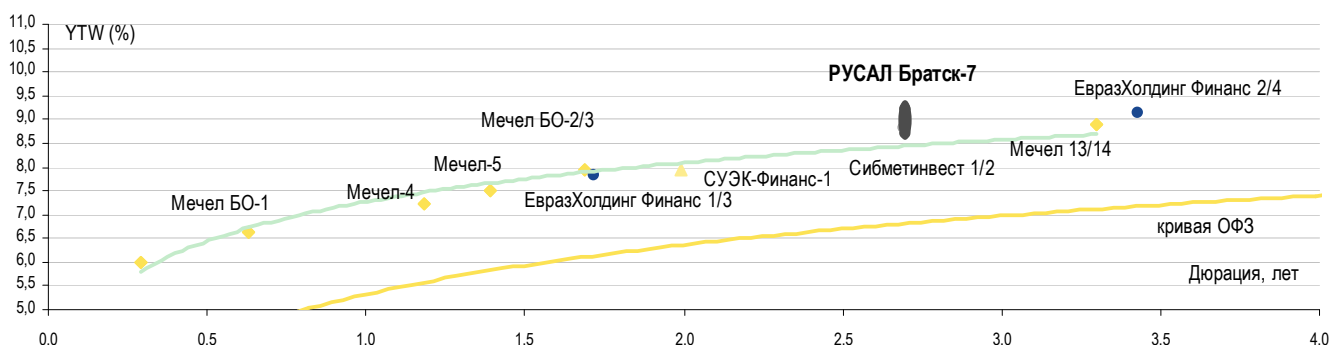
Информация о выпуске

РУСАЛ Братск - 7

Эмитент	ОАО "РУСАЛ Ачинск"
Поручители	ОАО "РУСАЛ Братск" ОАО "РУСАЛ Красноярск"
Дополнительное поручительство	UC RUSAL Plc.
Рейтинг	Отсутствует
Общий объем выпуска	15 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	7 лет
Оферта	через 3 года
Ориентир ставки купона	8,3- 8,5%
Ориентир по доходности	УТР 8,47-8,68%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	1 марта 2011 г.

Справедливая доходность находится выше ориентира

Диаграмма доходностей рублевых облигаций по состоянию на 28 февраля 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Мировой лидер по производству алюминия. РУСАЛ является крупнейшим в мире производителем алюминия с объемом производства порядка 4,1 млн т в 2010 г. Установленная производственная мощность компании составляет порядка 4,55 млн т в год. Также компания является одним из крупнейших производителей глинозема. Объем производства глинозема в 2010 г. составил 7,8 млн т. В состав группы РУСАЛ входят 16 алюминиевых и 13 глиноземных заводов, а также восемь предприятий по добыче бокситов и три завода по производству фольги. РУСАЛ владеет 20% в крупнейшем в мире производителе глинозема – австралийской компании Queensland Alumina, 50% (совместно с казахстанским государственным фондом «Самрук-Казына») предприятия «Богатырь Комир», осуществляющем добычу угля. Также РУСАЛУ принадлежит 25%+1 акция Норильского никеля. Основным акционером РУСАЛА с долей 47,41% является контролируемая Олегом Дерипаской компания En+, другие крупные акционеры – Onexim Holdings Ltd. (17,02%) и SUAL Partners Ltd. (15,8%). РУСАЛ является публичной компанией, доля акций в свободном обращении составляет 10,75%. Рыночная капитализация компании по состоянию на 1 марта 2011 г. оценивалась в 25,6 млрд долл.

Положительные факторы кредитного профиля РУСАЛа:

- **Благоприятная рыночная конъюнктура.** Текущая конъюнктура сырьевых рынков, поддерживаемая общим оживлением в мировой экономике и ростом спроса на сырьевые товары со стороны Китая (потребляет 40% мирового производства алюминия), является крайне благоприятной. В настоящий момент стоимость тонны алюминия на LME превышает 2,5 тыс. долл., заметно восстановившись с уровня 1,3–1,5 тыс долл./т в I половине 2009 г. По данным Brook Hunt, потребление алюминия в мире в 2010 г. увеличилось на 14% до 40,6 млн т. Согласно ожиданиям менеджмента РУСАЛа, в текущем году потребление продолжит расти и может составить около 8% по итогам года.
- **Лидирующие позиции на рынке.** РУСАЛ является крупнейшим в мире производителем алюминия с долей рынка порядка 10% по итогам 9 мес. 2010 г.
- **Высокий уровень вертикальной интеграции и доступ к дешевым источникам энергии.** РУСАЛ на 100% обеспечен собственным глиноземом и на 70% бокситами. Кроме того, важным конкурентным преимуществом компании является доступ к дешевым источникам энергии. В 2010 г. порядка 85% алюминия было произведено на сибирских заводах группы, где имеется доступ к дешевой гидроэнергии. Затраты на энергию являются одной из ключевых составляющих затрат при производстве алюминия, формируя порядка 37% себестоимости в среднем по отрасли, в то время как у РУСАЛа доля затрат на электроэнергию не превышает 25%.
- **Значительное улучшение финансового положения в 2010 г. благодаря восстановлению рыночной конъюнктуры и удачному IPO.** Благодаря улучшению рыночных условий в 9 мес. 2010 г. РУСАЛУ удалось увеличить выручку на 37% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и восстановить рентабельность по EBITA до докризисного уровня (выше 20%). Значительный рост операционной прибыли также позволил компании существенно сократить долговую нагрузку. В январе прошлого года компания провела IPO и привлекла 2,24 млрд долл., из которых 1,46 млрд долл. были направлены на погашение долга.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.					
	2008	2009	9 мес. 2010	9 мес. 2009	% изм. 9 мес.2010/ 9 мес.2009
Выручка	15 685	8 165	8 029	5 876	37
Валовая прибыль	4 612	1 455	2 573	951	171
EBITDA	3 526	596	1 889	328	476
					% изм. 9 мес. 2010/ 2009
Совокупный долг	13 971	13 869	12 270		(12)
Чистый долг	13 263	13 633	11 750		(14)
Собственный капитал	4 888	6 332	9 975		58
Активы	24 005	23 886	25 019		5
Коэффициенты					
Валовая рентабельность (%)	29,4	17,8	32,0	16,2	
Рентабельность EBITDA (%)	22,5	7,3	23,5	5,6	
Долг/EBITDA*	4,0	23,3	4,9		
Чистый долг/EBITDA*	3,8	22,9	4,7		
Долг/Собств. капитал	2,9	2,2	1,2		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*EBITDA в годовом выражении

Долг и соглашение о реструктуризации с кредиторами

На наш взгляд, при принятии решения об инвестировании в долговые обязательства РУСАЛа прежде всего следует обратить внимание на условия соглашения о реструктуризации задолженности РУСАЛа с текущими кредиторами. Ниже приведены наиболее важные с нашей точки зрения его пункты, которые необходимо учесть потенциальным кредиторам, т.к. условия реструктуризации на них не распространяются:

- Все средства, получаемые компанией от размещения акций, привлечения новых кредитных ресурсов или продажи активов, направляются на погашение текущей задолженности.
- Компания должна строго соблюдать график выплаты долга, в соответствии с которым до конца сентября текущего года компании необходимо 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 акций Норильского никеля, принадлежащих РУСАЛу, последний обязан 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 или привлечения субординированного долга.

Не умаляя заслуг РУСАЛа в части соблюдения условий реструктуризации (компания даже опережает график погашения задолженности), новым кредиторам, по нашему мнению, стоит иметь в виду значительную субординацию по отношению к существующим кредиторам. Также мы обращаем внимание, что текущие долговые обязательства РУСАЛа обеспечены залогами.

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, taveggiac@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

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

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

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

Стратегия/Политика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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