

ЕЩЕ ОДИН НЕПРОСТОЙ ГОД, КРАТКОСРОЧНЫЕ РИСКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ НЕЗНАЧИТЕЛЬНЫ

Финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и весь 2012 г.

Ожидаемое ухудшение финансовых результатов по итогам года и некоторое улучшение показателей в 4 кв. РУСАЛ, крупнейший в мире производитель алюминия, опубликовал вчера финансовые результаты за 4 кв. и весь 2012 г. по МСФО. Из-за слабой конъюнктуры на рынках сбыта годовые результаты компании в очередной раз оказались не слишком впечатляющими. Так, выручка РУСАЛа по итогам 2012 г. сократилась на 11% до 10,9 млрд долл., а показатель EBITDA составил 915 млн долл. против 2,5 млрд долл. годом ранее, что соответствует операционной рентабельности на уровне 8%. Впрочем, результаты 4 кв. 2012 г. выглядят заметно лучше – выручка увеличилась относительно предыдущего квартала на 2% до 2,6 млрд долл., а EBITDA за счет усиления контроля над издержками возросла вдвое и составила 221 млн долл. На финансовых показателях РУСАЛа негативно отражаются неблагоприятные макроэкономические условия, а также высокая волатильность цен на алюминий (средняя цена на LME за прошедший год составляет около 2000 долл./т.). Обратное, то есть положительное, влияние оказывает увеличение премии к ценам на LME (в 4 кв. 2012 г. она достигла 12,5%, или 249 долл., по сравнению с 9,6%, или 191 долл., во 2 кв.), а также снижение стоимости электроэнергии, составившее за прошедший год 9%. По итогам 2012 г. РУСАЛ зафиксировал чистый убыток в размере 55 млн долл. против чистой прибыли на сумму 237 млн долл. годом ранее.

Прогноз на 2013 г. стал менее оптимистическим. Минувший год выдался непростым для производителей алюминия. По итогам 2012 г. объем производства первичного алюминия в мире, согласно данным Международного института алюминия (IAI), составил 43,4 млн т, что на 1,3% ниже уровня 2011 г. (43,9 млн т). Производство РУСАЛа за 2012 г. фактически не изменилось и составило 4,2 млн т против 4,1 млн т в 2011 г. По прогнозу РУСАЛа, мировой спрос на алюминий в 2013 г. вырастет на 5–6%, потребление в России увеличится на 4%, главным фактором роста в очередной раз станет Китай (+9,5%). Цены, согласно ожиданиям менеджмента РУСАЛа, не опустятся ниже 2 000 долл./т и к концу года достигнут 2 300 долл./т (1 961 долл./т на конец февраля на LME), а их восстановление до уровня 2 500–2 600 долл./т ожидается не ранее 2014 г. В то же время компания планирует сократить выпуск алюминия на 7% в текущем году до 3,9 млн т. Наша оценка более консервативная: мы полагаем, что восстановление спроса на продукцию компании будет определяться не только траекторией роста экономики КНР (26% совокупной выручки в 2012 г.), но и во многом динамикой улучшения ситуации в Европе (35% совокупной выручки в 2012 г.), а цены в течение года останутся вблизи текущих уровней ввиду сохраняющихся у РУСАЛа существенных запасов, практически соответствующих объему годового производства.

Обращающиеся выпуски

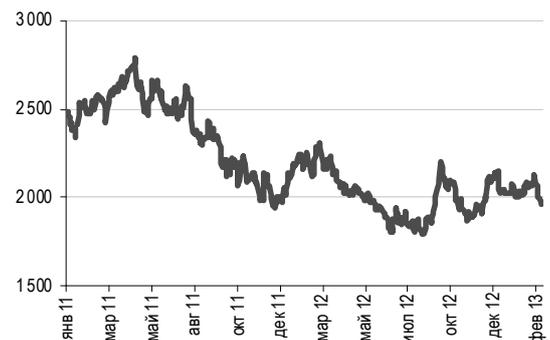
RUALRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РУСАЛ Братск-7	15 000 R	8,30	3 мар 14	12,64
РУСАЛ Братск-8	15 000 R	8,50	15 апр 15	12,11

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

В 1 кв. 2013 г. цены на алюминий остаются под давлением

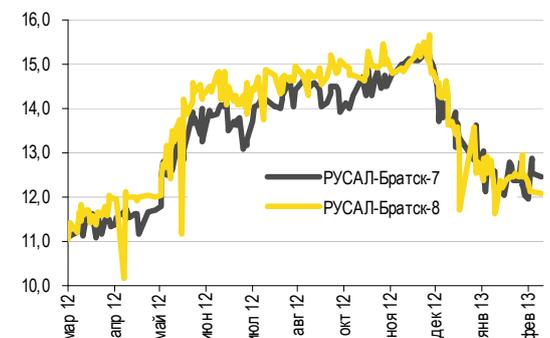
Динамика цен на алюминий на LME, долл./т



Источники: LME, оценка УРАЛСИБа

Инвестиция для склонных к риску инвесторов

Динамика доходности рублевых выпусков РУСАЛа, %



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

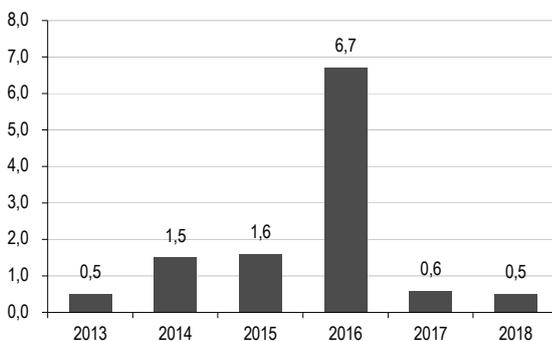
Свободный денежный поток остается положительным, но его размера недостаточно для обслуживания долга и финансирования расходов. Чистый операционный денежный поток компании по итогам 4 кв. составил 183 млн долл. против 211 млн долл. в 3 кв. Если кварталом ранее существенный вклад в формирование итогового показателя внес выпуск оборотного капитала, в частности сокращение запасов, то в октябре–декабре заметную роль сыграли капзатраты, увеличившиеся на 53% до 133 млн долл. против 87 млн долл. за июль–сентябрь. Таким образом, свободный денежный поток в последнем квартале приблизился к нулевому значению и составил 50 млн долл. Инвестпрограмма в 2012 г. была равна 490 млн долл. (608 млн долл. в 2011 г.), а в текущем году ее величина вновь будет определяться финансовым положением компании. Однако эффект, который приносит реализуемая менеджментом РУСАЛа политика по высвобождению оборотного капитала и сокращению инвестиционных расходов, не позволяет полностью обслуживать долг и финансировать все необходимые расходы. Так, во 2 п/г 2012 г. квартальные выплаты по обслуживанию долга превысили объем генерируемых средств (ЕБИТДА).

Долговая нагрузка продолжает расти... В пассивной части баланса РУСАЛа существенных изменений не произошло. Общий долг по итогам 2012 г. практически не изменился и на конец декабря составил 11,3 млрд долл., чистый долг составил 10,8 млрд долл. Принимая во внимание существенное падение операционных доходов (особенно во 2 п/г 2012 г.) коэффициент долговой нагрузки Чистый долг/ЕБИТДА вырос до 11,8 с 6,6 на конец июня. Напомним, в соответствии с новыми договоренностями с кредиторами (достигнуты в начале 2012 г.) РУСАЛ до конца 2013 г. освобожден от необходимости соблюдать ограничения по ряду финансовых показателей, однако рост долговой нагрузки привел к удорожанию маржи по кредитам и повышению стоимости их обслуживания. С другой стороны, график погашений компании остается весьма комфортным: ближайший пик выплат приходится на 2016 г., в котором РУСАЛу предстоит погасить обязательства на сумму 6,7 млрд долл., главным образом кредит Сбербанка на 4,59 млрд долл., привлеченный под залог акций Норникеля. По последним данным СМИ, в настоящее время компания ведет переговоры с западными банками о рефинансировании данного кредита с целью снижения стоимости заимствования и удлинения срока портфеля. В 2013 г. РУСАЛу предстоит погасить лишь 500 млн долл., основная сумма выплат приходится на 2 п/г 2013 г. и полностью покрывается подтвержденными кредитными линиями, при этом в январе–феврале эмитент из собственных средств погасил задолженность в объеме 473 млн долл.

...однако дивидендные выплаты Норникеля позволяют частично снизить риски рефинансирования. Несмотря на высокие кредитные риски, существенную поддержку профилю РУСАЛа в среднесрочной перспективе окажет увеличение дивидендного потока от Норильского никеля. Напомним, в конце декабря основные акционеры Норникеля (Интеррос Владимира Потанина и РУСАЛ Олега Дерипаски) согласовали дивидендную политику компании, предусматривающую выплату в виде дивидендов 8–9 млрд долл. в период 2012–2014 гг. и около 50% ЕБИТДА с 2015 г. Таким образом, РУСАЛ (владеет 27,8% Норникеля после погашения всех казначейских акций) рассчитывает получить в виде дивидендов Норникеля порядка 560 млн долл. в 2013 г. (287 млн долл. в 2012 г.) и по 835 млн долл. в 2014 и 2015 гг. Эти средства, согласно заявлению представителей РУСАЛа, будут направлены исключительно на обслуживание текущих обязательств, что в среднесрочной перспективе, как ожидается, позволит сократить объем задолженности и улучшить кредитные метрики эмитента.

Краткосрочные риски рефинансирования незначительны

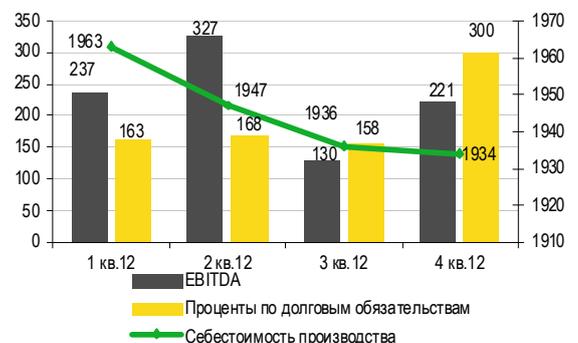
График погашений обязательств РУСАЛа, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Генерируемых средств недостаточно для покрытия процентных расходов

Квартальная динамика финансовых показателей РУСАЛа, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Инвестиция, сопряженная с высоким риском. В течение последних нескольких месяцев доходность рублевых облигаций РУСАЛа существенно снизилась, что было вызвано достижением мирового соглашения между основными акционерами Норильского никеля (ими являются Интеррос Владимира Потанина и РУСАЛ Олега Дерипаски) и увеличением Норильским никелем дивидендных выплат (РУСАЛ в настоящий момент владеет 25,1% акций компании). В результате кре-

Финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и весь 2012 г.

дитный спред облигаций РУСАЛа к кривой ОФЗ сузился с 760 б.п. на середину ноября до 610–670 б.п. на начало марта, а доходность выпусков РУСАЛ-Братск-7 и -8 упала с 15% до 12,2–12,6% за тот же период. Увеличение Норникелем дивидендных выплат, безусловно, усилит кредитный профиль РУСАЛа в среднесрочной перспективе и позволит ему проводить политику, направленную на снижение задолженности, однако следует отметить, что вложения в облигации эмитента по-прежнему сопряжены с высоким риском и представляют собой спекулятивную ставку на восстановление рынка алюминия, а значит, на восстановление темпов роста мировой экономики. Исходя из соотношения степени риска и качества актива, текущую доходность бумаг РУСАЛа на уровне 12% при комфортной дюрации 0,9–1,0 мы считаем привлекательной и подходящей для склонных к риску инвесторов.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.	2009	2010	2011	9 мес.12	2012
Выручка	8 165	10 979	12 291	8 267	10 891
ЕБИТДА	596	2 597	2 512	694	915
Чистая прибыль	821	2 867	237	(117)	(55)
Денежные средства	236	491	646	894	505
Собственный капитал	6 332	11 456	10 539	10 756	11 108
Долг, в т.ч.:	13 869	11 963	11 695	11 604	11 334
краткосрочные займы	2 752	1 361	629	780	931
Чистый долг	13 633	11 472	11 049	10 710	10 829
Активы	18 918	23 557	25 345	25 624	25 586
Операционный денежный поток	1 286	1 738	1 781	909	1 092
Денежный поток от инв. деятельности	(301)	(442)	(299)	(24)	(93)
Денежный поток от фин. деятельности	(1 451)	(1 024)	(1 346)	(627)	(1 131)
Капзатраты	(239)	(361)	(608)	(353)	(486)
Свободный денежный поток	1 047	1 377	1 173	556	606
ОДП / Капзатраты	5	5	3	3	2
Рентабельность по ЕБИТДА, %	7	24	20	8	8
Долг / ЕБИТДА	23	5	5	11	12
Чистый долг / ЕБИТДА	23	4	4	10	12
Собственный капитал / Активы	0	0	0	0	0
Собственный капитал / Долг	0	1	1	1	1
Доля краткосрочного долга, %	20	11	5	7	8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и весь 2012 г.

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы	
2010	Евраз	13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3	
	Северсталь	13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4	
	ММК	7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6	
	НЛМК	8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7	
	Норильский Никель	12 775	7 174	56,2	1 728	3,2	2 797	0,4	(0,4)	4,0	1,0	
	Норникель	12 775	7 174	56,2	1 728	3,2	2 797	0,4	(0,4)		1,0	
	РУСАЛ	10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4	
	Мечел	9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3	
	ТМК	5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2	
	Распадская	706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7	
	Металлоинвест	7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3	
	Кокс	1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4	
	СУЭК	5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3	
	АЛРОСА	3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4	
	Развитые страны											
	ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
	Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5	
Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2	
2011	Евраз	В+/Ва3/ВВ-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь	ВВ/Ва2/ВВ-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
	ММК	-/Ва3/ВВ+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	Норникель	ВВВ-/Ваа2/ВВ+	14 122	7 205	51,0	2 201	2,1	5 141	0,7	0,5	1,7	1,0
	РУСАЛ	-/-	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-/В1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	В+/В1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-/В1/В+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-/Ва3/ВВ-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	В/В2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК	-/Ва3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА	ВВ-/Ва3/ВВ-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны											
	ArcelorMittal	ВВВ-/Ваа3/ВВВ	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
	Nippon Steel	ВВВ+/А3/ВВВ+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
	Alcoa	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel	ВВ/Ва3/ВВ+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
	Vale	А-/Ваа2/ВВВ+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	ВВ/Ва3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2	
2012П	РУСАЛ	-/-	10 891	915	8,4	486	2,2	11 334	12,4	11,8	1,5	0,4

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013