

НА СМЕНУ КОРПОРАТИВНЫМ РИСКАМ ПРИХОДЯТ ОТРАСЛЕВЫЕ

Русал представил неплохие финансовые результаты за 3 кв. 2011 г.

Русал представил хорошие финансовые результаты за 3 кв. 2011 г. Выручка компании возросла на 17% по сравнению с тем же периодом прошлого года и составила 3,16 млрд долл. Росту выручки способствовал повышение цен на реализуемую продукцию. EBITDA увеличилась на 25% год к году до 705 млн долл., а рентабельность – на 1,5 п.п. до 22,3%, отчасти за счет мероприятий по оптимизации затрат. Скорректированная чистая прибыль по итогам 3 кв. 2011 г. составила 290 млн долл., что более чем вдвое превышает показатель того же периода прошлого года.

Снижение цен на алюминий все же нашло отражение в отчетности. Динамика результатов относительно 2 кв. нынешнего года выглядит чуть хуже. Так, выручка и EBITDA снизились на 5%, что стало результатом падения рыночной цены алюминия на LME (средняя за 3 кв. цена снизилась на 8%). Падение рыночной цены было отчасти компенсировано увеличением премии до рекордного уровня – 164 долл./т. После отчетной даты рыночная цена на алюминий опускалась ниже той, которая сложилась на конец 3 кв., и, учитывая нестабильность в мировой экономике, это дает основания ожидать, что результаты 4 кв. 2011 г. окажутся ниже, чем в 3 кв. 2011 г. Мы оцениваем выручку компании по итогам года в 12 млрд долл., EBITDA – в 2,7 млрд долл., исходя из чего предполагаем, что EBITDA по итогам 4 кв. снизится на 16% относительно показателя 3 кв.

Рефинансирование позволило оптимизировать структуру долга... Величина чистого долга Русала за последние 3 месяца несущественно снизилась – на 2,5% до 11,46 млрд долл. Основная часть долга компании представлена банковскими кредитами, а на два выпуска рублевых облигаций приходится лишь 941 млн долл. из общей суммы. Чистый долг Русала за тот же период сократился на 4,4% до 10,92 млрд долл. При этом коэффициент Чистый долг/EBITDA снизился до 3,8 с 4,2 на конец 1 п/г 2011 г. Снижению уровня долга способствовал положительный чистый денежный поток, который за 9 месяцев 2011 г. составил 861 млн долл., что на 12% выше показателя того же периода 2010 г. Следует отметить значительное улучшение структуры долга после рефинансирования большей части задолженности перед Сбербанком, международными кредиторами и Группой ОНЭКСИМ в конце сентября – начале октября – теперь пик выплат Русала по долгу приходится на 2016 г., когда компании предстоит погасить более 6,1 млрд долл. (ранее максимальный объем выплат – 8,8 млрд долл. приходился на 2013 г.), а среднегодовая величина выплат до 2016 г. не превышает 1,5 млрд долл. Помимо этого, за счет рефинансирования задолженности компания смогла снизить среднюю стоимость обслуживания долга с 5,7% до 4,6%. В опубликованной отчетности представлена дополнительная информация о выданном 29 сентября консорциумом в составе 13 международных и российских банков кредита на сумму 4,75 млрд долл. В частности, стало известно, что по кредиту Русал заложил 25%+1 акцию в Братском, Красноярском, Саяногорском и Новокузнецком алюминиевых заводах, а также 25%+1 акцию СУАЛа.

...и увеличить операционную гибкость. С завершением рефинансирования старой задолженности перестали действовать жесткие ковенанты, в частности по выплате дивидендов и предельному уровню инвестрасходов. Ранее мы высказывали опасения, что устранение ковенантов может привести к нарушению финансовой дисциплины Русала и прекращению снижению долга. Между тем в своем вчерашнем выступлении первый заместитель гендиректора Русала Владимир Соловьев, сообщил, что компания намерена направлять свободный денежный поток на погашение долга, несмотря на то

Ключевые показатели Русала

МСФО, млн долл.				
	2010	9 мес. 11	3 кв. 11	2011П
Выручка	10 979	9 485	3 162	12 000
Валовая прибыль	3 484	2 926	880	
ЕБИТДА	2 597	2 130	705	2 723
Чистая прибыль	2 867	1 211	126	
Краткосрочн. долг	1 361	1 607		
Долгосрочн. долг	10 602	9 852		
Общий долг	11 963	11 459		10 400
Чистый долг	11 472	10 919		
Капитал	11 456	11 619		
Активы	26 525	26 135		
Валовая рентаб.	31,7	30,8	27,8	
Рентаб. ЕБИТДА, %	23,7	22,5	22,3	22,7
Коэф. тек. ликвид.	1,3	1,4		
Долг/ЕБИТДА	4,6	4,0		
ЧД/ЕБИТДА	4,4	3,8		3,8
Капитал/Активы	0,4	0,4		
Капитал/Долг	1,0	1,0		
Кр. долг, %	11,4	14,0		
Опер. ден. поток	1 909	1 269	347	
Ден. пот. от инвест.	(442)	(104)	114	
Ден. пот. от финанс.	(1 024)	(1 130)	(251)	
Капзатраты	(361)	(408)	(174)	

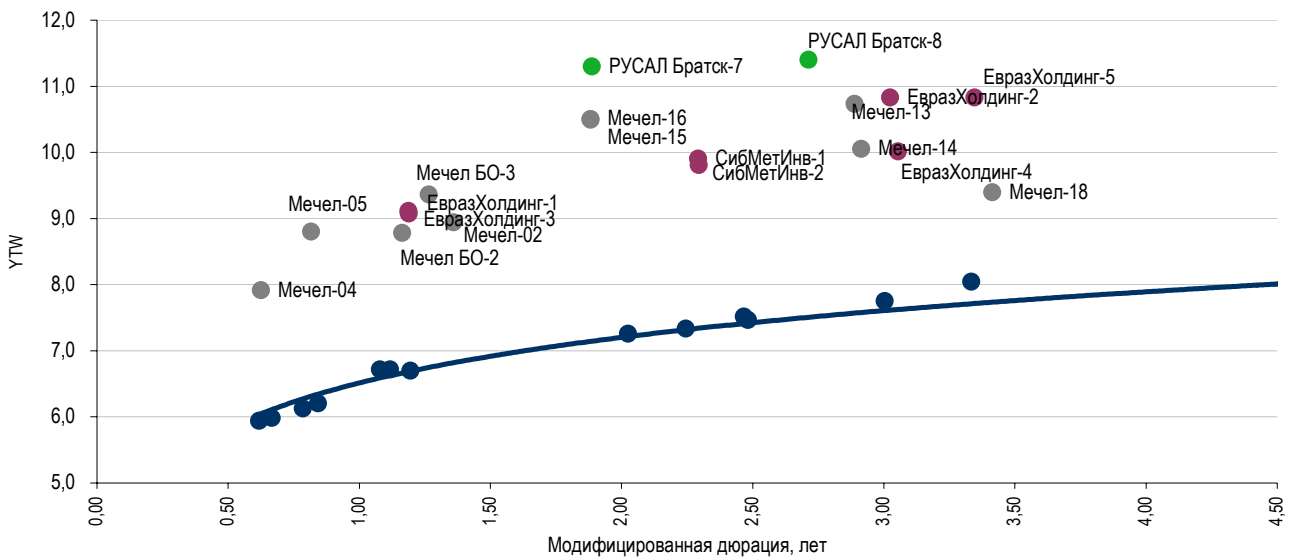
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

что «техническая» возможность выплачивать дивиденды у компании имеется. Согласно представленной информации, Русал вправе выплачивать в виде дивидендов до 25% чистой прибыли, в случае, если показатель Чистый долг/Ковенантная EBITDA (с учетом доли Русала в Норильском никеле) составляет менее 3,5, и до 50%, если указанный коэффициент ниже 3,0. Как отметил менеджмент во время телефонной конференции, компания не планирует выплачивать промежуточные дивиденды в 2011 г., но это не означает, что она не заплатит их по итогам нынешнего года. Мы полагаем, что готовность Русала выплатить дивиденды будет зависеть от положения дел на рынках сбыта. В настоящий же момент мы положительно оцениваем намерение компании сосредоточиться на снижении долговой нагрузки.

Облигации выглядят привлекательно. Русал представлен на рынке публичного долга двумя облигационными займами: РусалБратск-7 (дюрация 2,1 года, УТР 11,3%) и РусалБратск-8 (дюрация 3 года; УТР 11,4%). Выпуски Русала в настоящий момент являются одними из самых высокодоходных в металлургическом секторе. Средняя величина кредитного спреда Русала к кривой ОФЗ составляет около 370 б.п., а к бумагам Евраз – 100–150 б.п., что выглядит достаточно привлекательно. Кредитный профиль Русала не лишен рисков, однако в качестве компенсации облигации предлагают комфортную доходность. Мы рекомендовали бы данные облигации инвесторам, толерантным к повышенному риску. Более привлекательным нам представляется выпуск РусалБратск-7, так как РусалБратск-8 не предлагает премию за более длинную дюрацию.

Облигации Русала выглядят привлекательно

Рублевые облигации металлургических компаний, 15.11.2011



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

30 августа 2011 г. РУСАЛ – Грядут перемены. Результаты за 2 кв. 2011 г. по МСФО объявлены, однако интрига сохраняется.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110830_FI_RUSAL_2Q11%20Review.pdf?docid=11317&lang=ru

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

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

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovannv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Английский язык

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 2011