

НЕГАТИВНАЯ РЫНОЧНАЯ КОНЪЮНКТУРА МОЖЕТ ВЫЗВАТЬ ДАЛЬНЕЙШИЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Слабые финансовые результаты 1 кв. 2012 г. по МСФО

Опережающий рост себестоимости привел к существенному снижению рентабельности. РУСАЛ опубликовал финансовые результаты 1 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем как слабые. Выручка компании увеличилась на 3% (здесь и далее – квартал к кварталу, если не указано иное) до 2,9 млрд долл. При этом опережающий рост себестоимости (на 49% выросли расходы на оплату труда, на 25% – на бокситы и глинозем и на 12% – на электроэнергию) привел к снижению валовой рентабельности на 6 п.п. до 14,6%. Показатель EBITDA в 1 кв. 2012 г. снизился на 38% до 237 млн долл., а рентабельность по EBITDA соответственно упала на 5,4 п.п. до 8,2%. Нормализованная чистая прибыль компании по итогам отчетного периода составила 112 млн долл. против 366 млн долл. в 4 кв. 2011 г.

Производство алюминия сократилось на 1%. Производство алюминия в 1 кв. 2012 г. составил 1,05 млн т., что на 1% ниже показателя предыдущего квартала. Объем реализации первичного алюминия и сплавов вырос на 9% и составил 1,1 млн т. Средняя цена алюминия на LME и средняя ценовая премия выросли на 4% до 2 177 долл./т и 165 долл./т соответственно. Производство глинозема сократилось на 2% до 2,03 млн т., а средняя цена упала на 4% до 316 долл./т. Объем производства бокситов увеличился на 10% до 3,6 млн т.

Снижение прибыли негативно сказалось на денежном потоке. Чистый денежный поток от операционной деятельности в 1 кв. 2012 г. сократился на 32% до 350 млн долл. Объем капзатрат оказался небольшим – он составил 124 млн долл., что на 38% ниже показателя предыдущего квартала и является следствием умеренной инвестиционной программы компании. Свободный денежный поток по итогам года составил 226 млн долл. В настоящее время у РУСАЛа два основных инвестиционных проекта – строительство Богучарского энергометаллургического комплекса (БЭМО) и Тайшетского алюминиевого завода (ТаАЗ).

За счет снижения EBITDA выросла долговая нагрузка. Общий и чистый долг РУСАЛа за отчетный квартал почти не претерпели изменений, составив 11,7 млрд долл. и 11,1 млрд долл. соответственно. При этом вследствие существенного падения EBITDA, коэффициент Чистый долг/EBITDA повысился с 4,4 на конец 2011 г. до 5,4 на конец 1 кв. 2012 г. Коэффициент Чистый долг/Ковенантная EBITDA составил, по данным компании, 3,8. В 1 кв. 2012 г. компания воспользовалась новой пятилетней кредитной линией Сбербанк для рефинансирования (500 млн долл.) первого транша синдицированного кредита объемом 4,75 млрд долл. Таким образом, РУСАЛ полностью рефинансировал долг, который должен был быть погашен в 2012 г.

Обращающиеся выпуски

RUALRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РУСАЛ Братск-7	15 000 R	8,30	3 мар 14	11,57
РУСАЛ Братск-8	15 000 R	8,50	15 апр 15	12,01

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.				
	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	2012П
Выручка	2 806	12 291	2 882	11 689
Валовая прибыль	579	3 505	422	
EBITDA	382	2 512	237	2 536
Чистая прибыль	(974)	237	74	1 235
Долг		11 695	11 684	
Чистый долг		11 049	11 126	10 083
Капитал		10 539	12 089	
Активы		25 345	26 860	
Валовая рентаб., %	20,6	28,5	14,6	
Рентабельность по EBITDA, %	13,6	20,4	8,2	21,7
Долг/EBITDA		4,7	5,7	
Чистый долг/EBITDA		4,4	5,4	4,0
Акционерный капитал/Активы		0,4	0,5	
Акционерный капитал/Долг		0,9	1,0	
Кэфф. тек. ликвидности		1,9	2,2	
Доля краткоср. долга, %		5,4	2,0	
ОДП	512	1 781	350	1 745
Ден. поток от инвест. деят.	(195)	(299)	(121)	
Ден. поток от фин. деят.	(216)	(1 346)	(329)	
Капзатраты	(200)	(608)	(124)	(779)
СДП	312	1 173	226	966
ОДП/Капзатраты	2,6	2,9	2,8	2,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Компания воспользовалась правом на «ковантные» каникулы. В конце марта РУСАЛ сообщил о начале 12-месячного периода, в течение которого ковенанты по кредитным соглашениям проверяться не будут. Напомним, что в декабре 2011 г. компания обратилась к синдикату банков, предоставившему ей синдицированный кредит на 4,75 млрд долл., с просьбой о годичных «ковантных каникулах», а также о корректировке алгоритма для расчета коэффициента покрытия процентных расходов (Interest Covering Ratio). К 18 января не менее двух третей участников синдиката (по объему предоставленных средств) дали положительный ответ. Судя по открытым источникам, максимально допустимые значения показателя Чистый долг/ЕБИТДА, предусмотренные ковенантами по упомянутому кредиту, составляют 4,0 на 2011 г. и 3,5 на 2012 г. РУСАЛ получил право в нынешнем году в любой момент запросить годичный мораторий на соответствие требованиям, однако, если он воспользуется этим правом, это приведет к увеличению кредитной маржи по двум траншам на сам период каникул и на последующие 12 месяцев. Так, если коэффициент долговой нагрузки превысит 4, маржа дополнительно увеличится на 55 б.п., при превышении уровня 4,5 – на 95 б.п., при превышении отметки 5 – на 140 б.п.

Потенциал сужения кредитного спреда теперь будет реализован, видимо, позже. РУСАЛ представлен на рынке публичного долга двумя облигационными займами – это РусалБратск-7 (модиф. дюрация 1,6; УТР 11,39%) и РусалБратск-8 (модиф. дюрация 2,4; УТР 11,85%). Выпуски РУСАЛа в настоящий момент одни из самых высокодоходных в металлургическом секторе. Средняя величина кредитного спреда РУСАЛа к кривой ОФЗ составляет 480–490 б.п., а к бумагам наиболее близкого по кредитным метрикам Мечела – 80 б.п. Еще совсем недавно мы предпочитали облигации РУСАЛа облигациям Мечела (с поправкой на то, что первые не представлены в ломбардном списке ЦБ) и рекомендовали их покупать. Однако теперь, ввиду негативных финансовых результатов РУСАЛа за 1 кв. 2012 г. и отсутствия надежды на восстановление показателей во 2 кв. 2012 г. (цены на алюминий находятся на уровне первого квартала), мы вынуждены констатировать, что в краткосрочной перспективе сужения кредитного спреда компании к кривой ОФЗ, скорее всего, не произойдет. Также в ближайшие месяцы, видимо, не стоит ожидать сужения премии к кривой Мечела, особенно если последний продемонстрирует прогресс в реализации новой стратегии, принятой менеджментом на прошлой неделе, которая предусматривает отказ от дальнейшего наращивания долга и снижение долговой нагрузки. Между тем мы не видим существенных рисков для кредитного профиля РУСАЛа как минимум до конца 2012 г., считаем, что компания не столкнется с трудностями при обслуживании долга, а также не исключаем, что к концу года потенциал улучшения кредитных метрик и последующего сужения кредитного спреда восстановится.

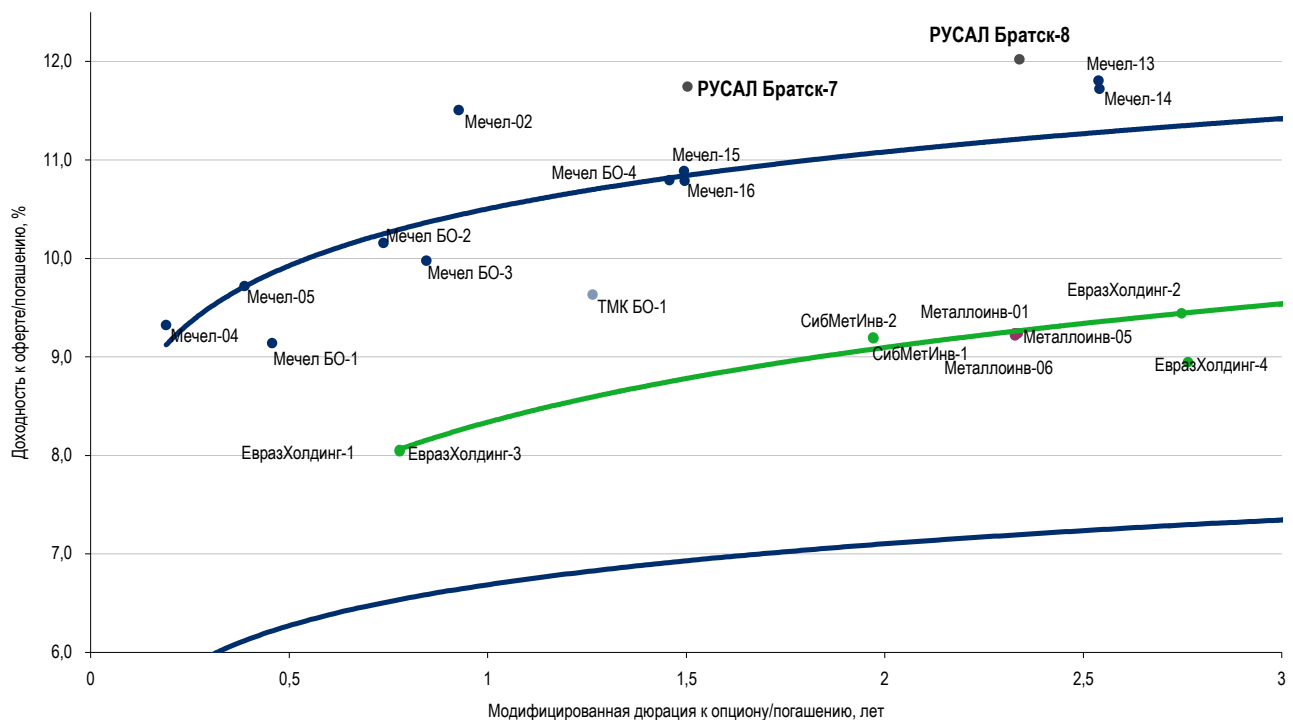
Предыдущие публикации по теме:

Март 21, 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FL_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru

Потенциал сужения кредитного спреда РУСАЛа теперь будет реализован, видимо, позже

Высокодоходные рублевые облигации российских металлургических компаний, 12.05.2012 г.



Слабые финансовые результаты 1 кв. 2012 г. по МСФО

Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов

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	Чист. долг / ЕБИТДА	Козфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Металлургия и горное дело											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Металлургия и горное дело											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,8	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
		38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
		7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		4 467	1 645	36,8	810	1,7	3 003	1,8	1,8	2,6	0,4
		2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
		15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2011П		9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
		11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
		12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
		12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
		6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
		726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
		9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
		1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
		5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
		4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

* Фактические данные

Источники: данные компании, 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
Дарья Васильева, vasilievada@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
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

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, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятков, 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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyant@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@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 Гринкруг, grinkruges@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 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012