

РЕЗКИЙ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОБУСЛОВЛЕН СЛАБОЙ КОНЪЮНКТУРОЙ РЫНКА СБЫТА

Ожидаемо слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г.

Основные показатели снизились на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры рынка алюминия. Вчера РУСАЛ опубликовал ожидаемо слабые финансовые результаты 3 кв. 2012 г. по МСФО. Выручка компании по итогам квартала снизилась на 10% (здесь и далее – к показателю 2 кв. 2012 г., если не указано иное) до 2,6 млрд долл. Консолидированный показатель EBITDA составил 130 млн долл., опустившись на 60%, что предполагает рентабельность по EBITDA на уровне 5,1% против 11,6% во 2 кв. 2012 г. На результаты оказала давление прежде всего цена на алюминий на LME, оставшаяся ниже 2 000 долл./т большую часть отчетного периода, а также рост цен на электроэнергию. При этом негативный эффект отчасти был сглажен расширением ценовой премии компании к ценам на LME (на 18% до 226 долл.). По итогам квартала РУСАЛ зафиксировал чистый убыток в размере 154 млн долл., который существенно увеличился по сравнению со 2 кв. (37 млн долл.).

Положительный свободный денежный поток. Чистый операционный денежный поток компании по итогам квартала составил 211 млн долл. (-39%), при этом существенный вклад в показатель внес роспуск оборотного капитала, в частности сокращение запасов. Так, показатель денежного потока до изменений в оборотном капитале составил лишь 70 млн долл., снизившись на 79% под влиянием негативной ценовой конъюнктуры. На сопоставимую величину сократились и капзатраты (-40% до 87 млн долл.). Таким образом, свободный денежный поток остался положительным (124 млн долл.), однако снизился на те же 40%. Дополнительно компания получила около 267 млн долл. в виде дивидендов от Норильского никеля.

Резкое увеличение долговой нагрузки. Общий долг за июль-сентябрь увеличился на 1% до 11,6 млрд долл., а чистый долг, наоборот, сократился на 1% и составил 10,7 млрд долл. Принимая во внимание 60-процентное падение EBITDA, показатель долговой нагрузки Чистый долг/EBITDA вырос с 6,6 на конец июня 2012 г. до 10,0 на конец сентября. По-прежнему низкая доля краткосрочной задолженности (6,7%, или 780 млн долл.) по большей части подлежит погашению в 2013 г. В течение 3 кв. 2012 г. объем денежных средств на балансе увеличился на 44% до 894 млн долл. В октябре-ноябре компания планирует направить 406 млн долл. (300 млн долл. из собственных средств, остальное – из доступных кредитных линий) на досрочную выплату задолженности, приходящейся к погашению в 1 п/г 2013 г. В будущем году компании в общей сложности предстоит рефинансировать 1,3 млрд долл. Сейчас РУСАЛ рассматривает способы рефинансирования 900 млн долл., которые компания должна погасить во 2 п/г 2013 г. Отметим, что график в целом график погашений компании в целом выглядит относительно комфортно – около 56% долга предстоит погасить только в 2016 г., а средне-годовые погашения до 2016 г. не превышают 1,5 млрд долл.

Обращающиеся выпуски

RUALRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РУСАЛ Братск-7	15 000 R	8,30	3 мар 14	14,84
РУСАЛ Братск-8	15 000 R	8,50	15 апр 15	14,85

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.	2 кв. 12				3 кв. 12				9 мес. 12				2012П			
	2 кв. 12	3 кв. 12	9 мес. 12	2012П	2 кв. 12	3 кв. 12	9 мес. 12	2012П	2 кв. 12	3 кв. 12	9 мес. 12	2012П	2 кв. 12	3 кв. 12	9 мес. 12	2012П
Выручка	2 882	2 830	2 555	11 689	2 882	2 830	2 555	11 689	2 882	2 830	2 555	11 689	2 882	2 830	2 555	11 689
Валовая прибыль	422	515	289	1 262	422	515	289	1 262	422	515	289	1 262	422	515	289	1 262
ЕБИТДА	237	327	130	1 262	237	327	130	1 262	237	327	130	1 262	237	327	130	1 262
Чистая прибыль	74	(37)	(154)		74	(37)	(154)		74	(37)	(154)		74	(37)	(154)	
Долг	11 684	11 477	11 604		11 684	11 477	11 604		11 684	11 477	11 604		11 684	11 477	11 604	
Чистый долг	11 126	10 855	10 710	10 302	11 126	10 855	10 710	10 302	11 126	10 855	10 710	10 302	11 126	10 855	10 710	10 302
Капитал	12 089	10 068	10 756		12 089	10 068	10 756		12 089	10 068	10 756		12 089	10 068	10 756	
Активы	26 860	24 679	25 624		26 860	24 679	25 624		26 860	24 679	25 624		26 860	24 679	25 624	
Валовая рентабельность, %	14,6	16,4	11,3		14,6	16,4	11,3		14,6	16,4	11,3		14,6	16,4	11,3	
Рентабельность по EBITDA, %	8,2	9,9	5,1	10,8	8,2	9,9	5,1	10,8	8,2	9,9	5,1	10,8	8,2	9,9	5,1	10,8
Долг / EBITDA	5,7	7,0	10,8		5,7	7,0	10,8		5,7	7,0	10,8		5,7	7,0	10,8	
Чистый долг / EBITDA	5,4	6,6	10,0	8,2	5,4	6,6	10,0	8,2	5,4	6,6	10,0	8,2	5,4	6,6	10,0	8,2
Акционерный капитал / Активы	0,5	0,4	0,4		0,5	0,4	0,4		0,5	0,4	0,4		0,5	0,4	0,4	
Акционерный капитал / Долг	1,0	0,9	0,9		1,0	0,9	0,9		1,0	0,9	0,9		1,0	0,9	0,9	
Коэфф. текущей ликвидности	2,2	2,1	1,7		2,2	2,1	1,7		2,2	2,1	1,7		2,2	2,1	1,7	
Доля краткосрочного долга, %	2,0	4,1	6,7		2,0	4,1	6,7		2,0	4,1	6,7		2,0	4,1	6,7	
Операционный денежный поток	350	348	211	1 526	350	348	211	1 526	350	348	211	1 526	350	348	211	1 526
Денежный поток от инвест. деят.	(121)	(108)	205		(121)	(108)	205		(121)	(108)	205		(121)	(108)	205	
Денежный поток от фин. деят.	(329)	(159)	(139)		(329)	(159)	(139)		(329)	(159)	(139)		(329)	(159)	(139)	
Капзатраты	(124)	(142)	(87)	(779)	(124)	(142)	(87)	(779)	(124)	(142)	(87)	(779)	(124)	(142)	(87)	(779)
Свободный денежный поток	226	206	124	747	226	206	124	747	226	206	124	747	226	206	124	747
ОДП / Капзатраты	2,8	2,5	2,4	2,0	2,8	2,5	2,4	2,0	2,8	2,5	2,4	2,0	2,8	2,5	2,4	2,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Каникулы по ковенантам продлены до конца 2013 г. В конце октября РУСАЛ объявил о достижении договоренности с кредиторами относительно продления до конца 2013 г. отсрочек по ковенантам. Напомним, в 1 кв. 2012 г. компания попросила кредиторов на один год приостановить действие ковенантов по синдицированному кредиту на 4,75 млрд долл., привлеченному в октябре 2011 г. (пределный уровень коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА на 2012 г. составлял 3,5). Таким образом, в соответствии с новыми договоренностями до конца 2013 г. РУСАЛ освобожден от необходимости соблюдать ограничения по ряду финансовых показателей, однако рост долговой нагрузки приведет к удорожанию маржи по кредиту. Ранее мы предположили, что с учетом текущей ценовой конъюнктуры на рынке алюминия к концу 1 кв. 2013 г. компания едва ли сможет соответствовать изначальным требованиям (к примеру, наш прогноз отношения Чистый долг/ЕБИТДА РУСАЛа на конец 2012 г. равен 8,2), и в этой связи получение новой отсрочки выглядит вполне разумным. По всей видимости, это могло обойтись компании примерно в 30–50 б.п. дополнительной комиссии по кредиту, а также привести к дальнейшему повышению маржи, однако официально компания эту информацию не раскрывает.

В октябре состоялся пуск первых трех гидроагрегатов на Богучанской ГЭС. В середине октября стало известно о запуске первых трех гидроагрегатов новой станции Ангарского гидроэнергетического каскада – Богучанской ГЭС (БоГЭС). БоГЭС входит в Богучанский энергометаллургический комплекс (БЭМО) – один из двух проектов, финансирование которых допускалось ковенантами подписанного в 2009 г. соглашения о реструктуризации долга. Реализуемый на паритетных началах с РусГидро, БЭМО представляет собой комплекс, в который помимо БоГЭС (мощностью 3 000 МВт) войдет алюминиевый завод мощностью 600 тыс. т в год (БоАЗ). Согласно более ранним оценкам, совокупные инвестиции в строительство БоГЭС должны были составить 1,77 млрд долл., при этом, по последним данным, оставшиеся капвложения оцениваются на уровне 187 млн долл. Как ожидается, на полную мощность, после запуска всех девяти агрегатов, станция выйдет уже в 2013 г. Инвестиции в строительство БоАЗ оцениваются в 826 млн долл., из которых осталось освоить 226 млн долл. Предполагается, что первый пусковой комплекс БоАЗ мощностью 147 тыс. т в год будет введен в эксплуатацию в 2013 г., производство первого металла запланировано на август. Учитывая, что находящийся в центральной части России (где компания вынуждена закупать электроэнергию по рыночным ценам) алюминиевый завод будет обеспечиваться собственной электроэнергией, мы считаем проект перспективным. Более того, невыбранную БоАЗом мощность БоГЭС сможет поставлять сторонним контрагентам – в частности, интерес уже проявило Полюс Золото.

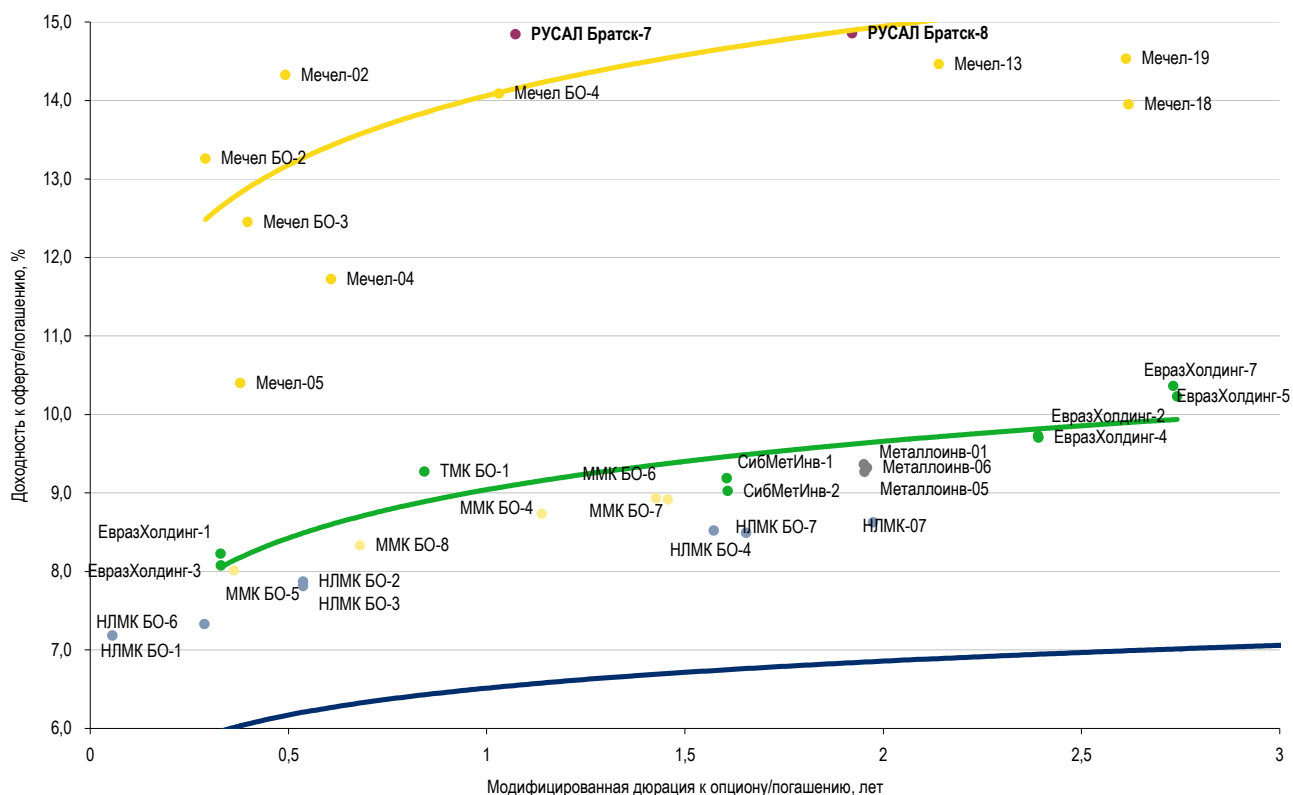
Мы не ожидаем сужения спреда в обозримой перспективе. Кредитный спред компании продолжил расширяться и достиг значения в 800–820 б.п., по сравнению с 750 б.п. на конец августа. При инвестировании в облигации РУСАЛа нельзя забывать о том, что они представляют собой спекулятивную ставку на восстановление рынка алюминия, а значит, на скорое восстановление темпов роста мировой экономики. Мы, в свою очередь, не ожидаем сокращения спреда компании в обозримой перспективе, однако стоит еще раз отметить относительно комфортную временную структуру долга компании, достаточно солидный запас денежных средств на балансе, и, как следствие, отсутствие существенных рисков рефинансирования до конца 2013 г. Также стоит помнить, что компания по-прежнему характеризуется низкими капзатратами, генерирует положительный свободный денежный поток и получает долю прибыли Норникеля. С нашей точки зрения, в этом отношении кредитный профиль РУСАЛа выгодно отличается от Мечела, кривая которого предлагает дисконт в размере всего 50 б.п., что, на наш взгляд, в значительной степени обусловлено отсутствием выпусков РУСАЛа в ломбардном списке ЦБ, нежели разницей в кредитном качестве. Учитывая достаточно комфортную дюрацию (1,1 года) для данного кредитного качества, мы считаем выпуск РУСАЛ Братск-7 интересным для инвесторов с повышенным аппетитом к риску.

См. карту доходностей и таблицу на следующих страницах.

Ожидаемо слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г.

Короткий выпуск РУСАЛа может быть интересен толерантным к риску инвесторам

Рублевые облигации ряда металлургических компаний, 12.11.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ожидаемо слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 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
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
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
2010 Кокс		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,4	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	B+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
Северсталь	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
ММК	-/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
РУСАЛ	-/-	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
Мечел	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
ТМК	B+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
Распадская	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
Металлоинвест	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
Кокс	B/B2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
СУЭК	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
Развитые страны											
ArcelorMittal	BBB-/Baa3/BBB	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
Nippon Steel	BBB+/A3/BBB+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
Tata Steel	BB/Ba3/BB+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
Vale	A-/Baa2/BBB+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	BB/Ba3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2
2012П Евраз		15 297	2 312	15,1	1 254	1,4	7 339	3,2	2,7	2,0	0,4
Северсталь		14 921	2 491	16,7	1 700	1,3	5 921	2,3	1,4	1,6	0,4
ММК		10 200	1 372	0,1	700	1,6	3 742	2,7	2,5	1,4	0,6
НЛМК		12 214	1 966	16,1	1 868	1,2	4 027	2,0	1,8	2,0	0,7
РУСАЛ		11 689	1 262	10,8	779	2,0	11 322	9,0	8,2	2,2	0,4
Мечел		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
ТМК		7 085	1 122	15,8	400	1,4	3 746	3,3	3,1	1,6	0,3
Распадская		600	230	38,3	253	1,0	551	2,4	2,0	0,9	0,5
Металлоинвест		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
Кокс		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
СУЭК		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
АЛРОСА		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	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

Алексей Чекушин, chekushinay@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

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@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

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 2012