



## РУСАЛ (NR): ДОЛГОЖДАННОЕ ВОЗВРАЩЕНИЕ

После почти шестилетнего перерыва РУСАЛ вновь выходит на рынок рублевого долга. Готовящийся трехлетний займ от дочернего "РУСАЛ Братск" объемом в 15 млрд руб. при озвученном купонном диапазоне в 9-9.5% выглядит привлекательно. Книга заявок на участие в размещении закрывается 1 марта в 17:00, а техническое размещение пройдет 3 марта. Учитывая огромный спрос на первичном рынке в феврале (особенно актуально сравнение с трехлетним выпуском «Мечел», по которому купон по итогам размещения составил 8.25%, оказавшись ниже минимальной границы изначального диапазона на 50 б.п.), мы ожидаем повторения ситуации и с текущим размещением РУСАЛа. Вероятно, по итогам закрытия книги ставка купона будет снижена в диапазон 8.25-8.5%. Однако повышение ставок ЦБ РФ может несколько скорректировать ситуацию, и ставка купона окажется на уровне 8.5-8.75%. Мы считаем, что кредитное качество эмитента сродни «Евразу» или «Мечелу». Более высокие показатели сравнительных долговых коэффициентов нивелируются за счет лоббистского ресурса акционеров РУСАЛа, а также жесткого контроля операционной деятельности компании со стороны кредиторов в рамках соглашения о реструктуризации задолженности, ведущего к повышению уровня дисциплины. Мы считаем, что облигации спекулятивно привлекательны при размещении по ставке купона не ниже 8.5%, в противном случае инвесторы рискуют столкнуться с отрицательной переоценкой бумаги в случае дальнейшего роста ставок ЦБ.

### Краткий профиль компании

РУСАЛ - крупнейший в мире (с рыночной капитализацией 25.7 млрд долл.) вертикально-интегрированный производитель алюминия. Компания представлена в 19 странах, имеет в качестве активов 16 алюминиевых заводов, 13 глиноземных заводов, 8 бокситовых рудников и 3 фольгопрокатных завода. В 2010 г. компания произвела 4.1 млн тонн алюминия (10% мировой добычи), 7.9 млн тонн глинозема, а уровень добычи бокситов составил 11.8 млн тонн. Производственные мощности компании подразумевают возможность производства 4.6 млн тонн алюминия, 11.5 млн тонн глинозема и 20 млн тонн бокситов в год. До 39% продаж РУСАЛа приходится на Европу, 32% - на Россию, 18% - на Азию. Основным акционером компании с долей в 47.41% является EN+ (компания, подконтрольная О. Дерипаске).

### Финансовые показатели

По итогам 9М2010 г. выручка РУСАЛа составила 8.03 млрд долл., что на 36.6% выше значения, показанного годом ранее. За этот же период показатель EBITDA вырос почти в 6 раз, составив 1.89 млрд долл. За 3 кв. 2010 г. РУСАЛ продемонстрировал чистую прибыль в размере 1.42 млрд долл., по сравнению с чистым убытком в 826 млн долл. за аналогичный период годом ранее. Чистый долг компании с конца 2009 г. снизился на 13.8% до 11.75 млрд долл., а доля краткосрочной - с 20% на конец 2009 г. до 10.8% на сентябрь 2010 г. Коэффициент Чистый долг/EBITDA по итогам 3 кв. 2010 г. снизился до 6.22x с 22.9x на конец 2009 г., а Чистый долг/Covenant EBITDA (показатель EBITDA, определенный ковенантами и включающий чистую прибыль «Норильского Никеля») составил 4.5x при максимально допустимом значении на конец сентября 2010 г. 15x.

Кулаков Андрей, CFA, FRM  
kulakov@mdmbank.com

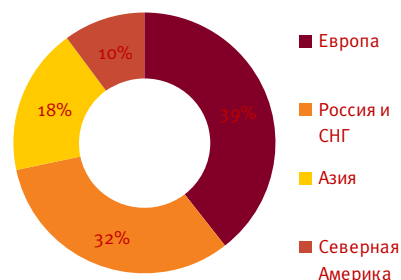
### Ключевые финансовые показатели

	2009	9М2009	9М2010
Выручка	8 165	5 876	8 029
EBITDA	596	328	1 889
EBITDA mar	7,3%	6,0%	24,0%
Чистая приб	821	- 826	1 420

	2009	1П2010
Долг	13 869	12 270
Чистый долг	13 633	11 750
ЧД/EBITDA	22,9	5,5
% Кр. Долга	20%	10,8%

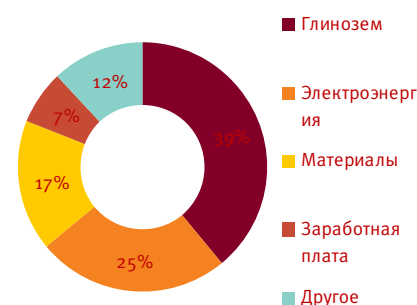
Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

### Структура продаж



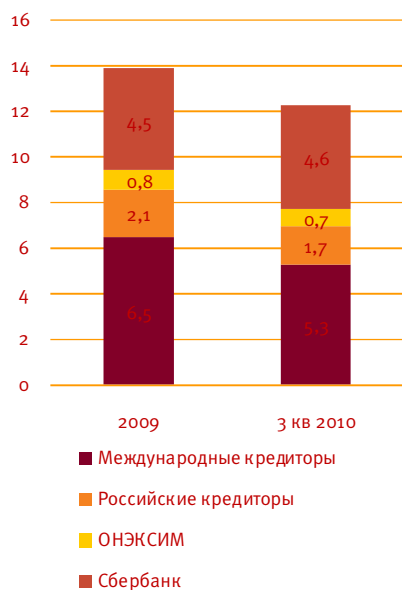
Источник: данные компании

### Структура затрат



Источник: данные компании

Структура долга



Источник: данные компании

График обязательного погашения

Срок	Целевая величина накопленных выплат, млн долл.
30 сентября 2011	3 000
30 сентября 2010	4 000
конец 2013	5 000

Источник: данные компании

Общая структура задолженности приведена на соответствующей диаграмме. Стоит отметить ряд жестких ковенант, наложенных на РУСАЛ в рамках договоренности с кредиторами. Так, компания должна в соответствии с установленным графиком (см. таблицу) на ежегодной базе погашать часть долга, не имея возможности увеличивать долговую нагрузку и выплачивать дивиденды (до тех пор, пока Чистый долг/Covenant EBITDA не опустится ниже 3х, и компания суммарно не выплатит 5 млрд долл. по долгу). В случае продажи активов или размещения акций компания обязана полученные денежные средства направить на снижение долговой нагрузки. В случае превышения величины денежных средств над отметкой в 400 млн долл., РУСАЛ обязан направлять их на досрочные выплаты по долгу. На 30 сентября 2010 г. за счет IPO, а также за счет операционной деятельности, РУСАЛ смог сократить величину чистого долга на 2.4 млрд долл., тем самым выполнив план текущего года по выплатам по долгу более чем на 80%. Последнюю часть долга с погашением в 2010 г. РУСАЛ благополучно продлил, рефинансировав кредит ВЭБа со сроком погашения 29 октября 2010 г. кредитом от Сбербанка (LIBOR 1Yr + 5%) с погашением в декабре 2013 г. объемом 4.6 млрд долл. Гарантию на величину, равную половине кредита, выдал ВЭБ ("стоимость" гарантии - 1.5%). Кредитный профиль компании не идеален и всерьез подвержен цикличности развития мировой экономики и, как следствие, ценовым тенденциям на рынке алюминия.

Ковенанты

Дата начала периода	Чистый долг/ Cov EBITDA	Чистый долг/ Собственный капитал	Чистый денежный поток/финансовые расходы
Текущее (30 сентября 2010)	4,5	1,3	1,7
30 сентября 2010	15,0	2,5	1,0
31 декабря 2010	13,5	2,5	1,0
31 декабря 2011	11,0	1,7	1,0
31 декабря 2012	6,5	1,6	1,2
31 декабря 2013	4,0	1,0	2,0

Источник: данные компании

**Факторы положительного влияния на кредитный профиль:**

- Основным конкурентным преимуществом компании является низкая стоимость производства алюминия, обусловленная собственной обеспеченностью глиноземом (39% в структуре затрат) и доступом к дешевой электроэнергии (25% в структуре затрат) на своих заводах, расположенных в Сибири (крупнейшие - Братский, Иркутский и Красноярский), на долю которых приходится более 85% выпускаемого компанией алюминия. Согласно данным компании, она заключила долгосрочные контракты на поставку электроэнергии своим основным производствам до 2018-20 гг. При этом крупнейшие поставщики электроэнергии для заводов РУСАЛа - Иркутскэнерго и Красноярскэнерго - подконтрольны главному акционеру РУСАЛа En+, поэтому риск изменения условий поставок минимален. Таким образом, себестоимость производства алюминия для РУСАЛа составила немногим менее 1700 долл. за тонну по итогам 9М2010 г., при среднерыночной цене на LME в 2127 долл. за тонну. Рентабельность (по EBITDA) по итогам 9М2010 г. вернулась к докризисным уровням, составив 24%.

---

- Компания имеет небольшой объем инвестиционной программы, который полностью покрывается денежным потоком от операционной деятельности. От расширения инвестиционной программы компания ограничена соглашениями с кредиторами. Так, до конца 2013 г. РУСАЛ вправе расходовать средства лишь на содержание текущих мощностей и участие в строительстве «Богучанского энергометаллургического объединения» (БЭМО). Объем инвест программы в 2010 г. – 481 млн долл., в последующем он едва превышает 300 млн долл. При этом только за 9М2010 г. поток денежных средств от операционной деятельности составил 555 млн долл., а по итогам 2010 г., скорее всего, окажется на уровне 740-770 млн долл. По заверению компании, вся его часть за вычетом инвестиционных расходов будет направлена на сокращение долга.

- Компания имеет на своем балансе 25% + 1 акция ГМК «Норильский никель». По состоянию на 30 сентября 2010 г. на балансе стоимость компании оценивалась в 11.6 млрд долл. (на закрытие торгов 25.02.2011 г. рыночная переоценка пакета составила 11.2 млрд долл.), что на 94% покрывает величину чистого долга компании, и в случае продажи позволяет рассчитаться с кредиторами. В феврале Норникель предложил РУСАЛу выкупить 20% собственных акций за 12.8 млрд долл. Более того, пакет «Норильского никеля» – актив, генерирующий для компании дополнительный денежный поток за счет дивидендных выплат. Так, в 2010 г. РУСАЛ получил 330 млн долл. дивидендов от ГМК.

#### Факторы риска:

---

- Заводы по производству алюминия, расположенные в европейской части России и на Урале, подвержены рыночному риску роста стоимости электроэнергии. Так, если в Сибири (гидроэнергия) стоимость 1 кВт•ч для РУСАЛа составила порядка 2.2 центов, то в центральной России и на Урале (в большинстве - тепловая энергия) цена электроэнергии находится в диапазоне от 4.2-4.5 центов за 1 кВт•ч. Либерализация отрасли и необходимость покупки электроэнергии у независимых поставщиков ставит производство алюминия в этих регионах под угрозу окупаемости. Тем не менее, вряд ли это окажет существенное воздействие на общую финансовую ситуацию РУСАЛа - на долю заводов в центральной части России и на Урале приходится лишь порядка 12% выпускаемой продукции.

- Средний возраст алюминиевых заводов РУСАЛа составляет 48 лет. При этом, по сообщению менеджмента компании, производственные мощности регулярно обновляются. Тем не менее, 73% алюминиевых заводов компании работают по устаревшей технологии Содерберга, подразумевающей более высокое удельное потребление энергии и менее экологическое производство. Так, согласно ряду исследований, заводы, оперирующие по технологии электролизера Содерберга, потребляют энергию на 14-15% больше, нежели более современные производства, построенные на базе электролизеров на обожженных анодах.

- РУСАЛ на 70% обеспечивает производство глинозема собственными запасами бокситов. При этом 44% добывающих бокситы производств приходится на добывающие мощности в Гвинее. Регион известен своей политической нестабильностью, что сказывается и на компаниях, работающих в нем. Так, власти страны в судебном порядке пытались оспорить право собственности РУСАЛа на мощности в Гвинее, но не одержали победы в этой тяжбе. Впоследствии компании были выдвинуты налоговые претензии в размере 5 млн евро, которые РУСАЛ оспаривает. Еще порядка 13% добычи бокситов приходится на Ямайку и Гайану - страны с неразвитой политической и экономической инфраструктурой. Так, бизнес по добыче бокситов в Гайане находится под влиянием рисков, связанных с территориальными претензиями соседней Венесуэлы на большую часть страны. Очевидно, что текущие претензии к РУСАЛу не существенны, однако потенциал рождения новых конфликтов вокруг добывающих ключевое сырье производств в результате ведет к повышению уровня риска эмитента.

- РУСАЛ является компанией, подверженной циклической модели развития. Считается, что рынок алюминия в большей степени подвержен колебаниям в зависимости от темпов роста мирового ВВП. Операционные показатели РУСАЛа максимально зависят от поведения цен на мировых рынках на алюминий. В случае резкого ухудшения конъюнктуры рынка (снижении цен на алюминий более чем на 20%), это ставит под угрозу возможность компании обслуживать свой долг. Прогноз Мирового Банка по росту мирового ВВП на 2011 и 2012 гг. составляет 3.6% и 3.3% соответственно. В текущем году мы ожидаем продолжения роста цен на алюминий. Среди ключевых рисков - возможность падения экономики Китая (на который приходится 41% мирового потребления алюминия) в результате потенциальной агрессивной политики борьбы с инфляционным напряжением. Вспыхнувшие революции в странах Ближнего Востока и Магриба и последовавший за этим скачок цен на нефть могут привести к более скорому росту ставок и в странах развитого мира, также ставя темпы роста мировой экономики под угрозу.



## БЛОК «КАЗНАЧЕЙСТВО»

### Вадим Кораблин

Управляющий директор, Руководитель блока  
Vadim.Korablin@mdmbank.com

## ДЕПАРТАМЕНТ ЦЕННЫХ БУМАГ

### Илья Виниченко

Начальник департамента  
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com  
доб. 52430

## ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

### Наталья Ермолицкая

+7 495 960 22 56

### Анна Казначеева

+7 495 787 94 52

### Людмила Рудых

+7 495 363 55 83

## ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ОПЕРАЦИИ РЕПО

### Андрей Ларин

Andrey.Larin@mdmbank.com

### Георгий Великодный

Georgiy.Velikodniy@mdmbank.com

### Александр Зубков

Alexander.Zubkov@mdmbank.com

### Денис Анохин

Denis.Anokhin@mdmbank.com

## БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

### Анна Ильина

Anna.Ilina@mdmbank.com

### Игорь Бердин

Igor.Berdin@mdmbank.com

## ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

### Альберт Хусаинов

Albert.Khusainov@mdmbank.com  
доб. 52536

### Артур Семенов

Artur.Semenov@mdmbank.com  
доб. 52599

### Анастасия Ворожейкина

Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com  
доб. 52533

### Даниил Затологин

Zatologin@mdmbank.com  
доб. 52408

## АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ доб. 52410

### Михаил Зак

Начальник аналитического  
управления  
Mikhail.Zak@mdmbank.com

### Николай Гудков

Рынок акций  
Gudkov@mdmbank.com

### Дмитрий Конторщиков

Рынок акций  
Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com

### Андрей Кулаков, CFA

Долговой рынок  
Kulakov@mdmbank.com

### Владимир Назин

Долговой рынок  
Nazin@mdmbank.com

## РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА

### Владимир Попов

PopovV@mdmbank.com

### Эндрю Маллиндер

Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.