



13 апреля 2016 г.

Новый бонд РУСАЛа: щедрое предложение в цветной металлургии

Параметры выпуска РУСАЛ Братск, БО-01

Эмитент	ОАО «РУСАЛ Братск»
Рейтинг (S&P/M/F)	-/-/В+
Поручительство	РУСАЛ Красноярский Алюминиевый завод РУСАЛ Ачинский Глино- земный Комбинат
Дополнительное поручительство (внешний поручитель)	UC RUSAL PLC
Размещение	неделя с 18.04.2016 г.
Объем выпуска	10 млрд рублей
Номинал	1000 рублей
Срок обращения	10 лет
Оферта	3 года
Купонный период	6 месяцев
Ориентир ставки купона	12,75-13,00%
Ориентир доходности	13,16-13,42%
Ломбардный список ЦБ	соответствует требованиям включения

ОАО «РусАл Братск» (компания Группы UC RUSAL) 14 апреля с 11:00 МСК до 16:00 МСК проведет сбор заявок инвесторов на размещение 10-летних облигаций серии БО-01 объемом 10 млрд рублей. По выпуску предусмотрена оферта через 3 года. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 12,75%-13,00% годовых, что соответствует доходности 13,16%-13,42% годовых к оферте. Техническое размещение облигаций запланировано на неделе с 18 апреля. По выпуску предусмотрено дополнительное поручительство материнской компании - United Company RUSAL PLC.

Инвестиционные преимущества компании:

- мировое лидерство и сильные позиции на рынке;
- улучшение конъюнктуры на рынке алюминия;
- вертикальная интеграция производства;
- улучшение кредитного качества;
- сокращение долговой нагрузки.

Основные показатели РУСАЛа по МСФО (\$ млн)

Показатель	2015	2014
Выручка	8 680	9 357
ЕБИТДА, скорр.	2 015	1 514
Рентабельность, %	23,2	16,2
Чистая прибыль (убыток)	558	(-91)
Рентабельность, %	15,3	отр.
Общий долг, в т.ч. краткосрочный, %	8 880	9 407
ND/ЕБИТДА	15	5
	4,15x	5,84x

Облигации Русал Братск

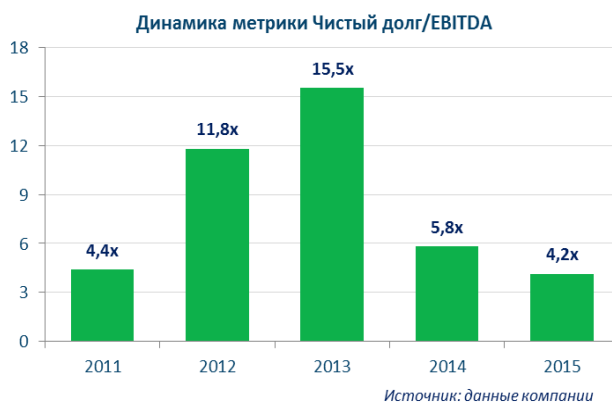
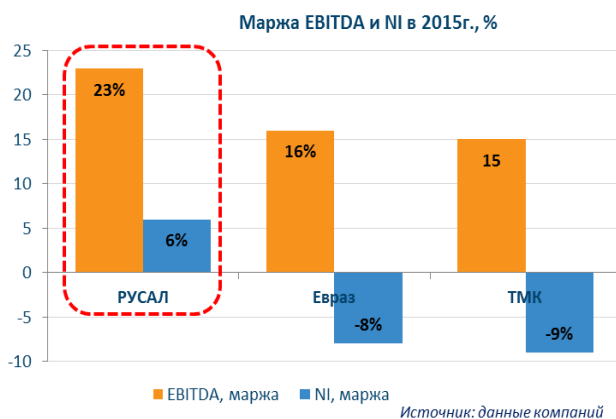
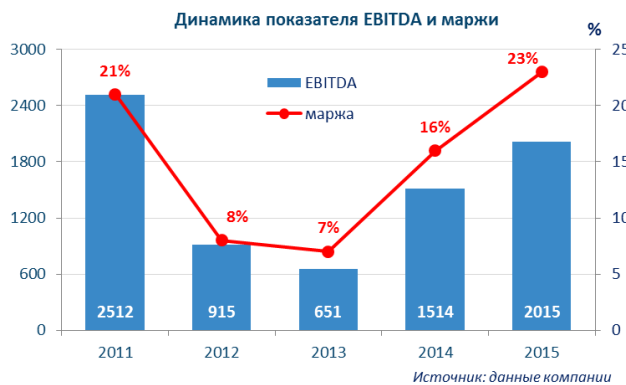
	Дюрация	Дох-ть
Русал Братск, 07	1,71 г.	11,8%
Русал Братск, 08	0,97 г.	11,9%

Источник: данные компании, Bloomberg

опережающего роста спроса после массовой «заморозки» производственных мощностей. ALCOA ожидает рост глобального спроса в 2016 г. по сравнению с 2015 г. на уровне 5%, в том числе в ЮВА – 7,0%, в Китае – 6,5%, в Северной Америке – 4,0%, Европе – 1,5%, регионе MENA – 4,0%.

Мировое лидерство на рынке. ОАО «РУСАЛ» – один из крупнейших в мире производителей алюминия с активами, расположенными в 13 странах и включающими полный цикл производства – от горнодобывающих комбинатов до алюминиевых и фольгопрокатных заводов. На долю компании приходится порядка 7% мирового производства алюминия и 7% производства глинозема.

2016 год – начало восстановления рынка алюминия. В течение последних лет рынок находился под давлением избыточных запасов в отрасли и сокращения спроса на металл. Однако, по оценкам ALCOA, озвученным в рамках публикации финансовых результатов за I кв. 2016 года, конъюнктура рынка алюминия начинается постепенно улучшаться. Главными признаками нормализации ситуации являются сокращение складских запасов и стабилизация ценовой премии. Ожидается, что в 2016 году дефицит алюминия составит порядка 2 млн тонн в результате



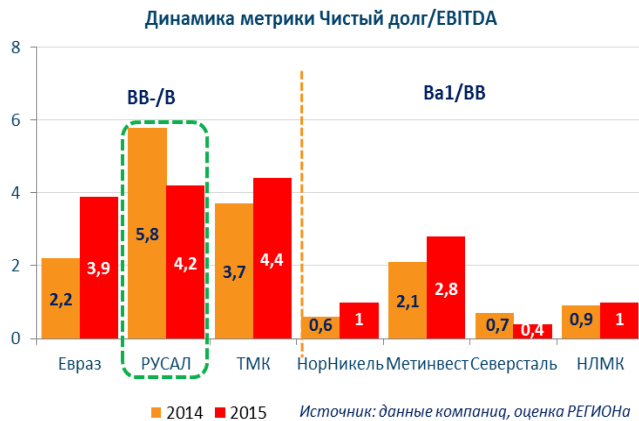
Акционерная структура. Акционерами РУСАЛа являются En+ (48,13%), Группа ОНЭКСИМ (17,02%), акционеры группы СУАЛ (15,80%), принадлежащая Glencore компания Amokenga Holdings (8,75%) и менеджмент компании (0,26%). Около 10% акций находятся в свободном обращении

Публичность. РУСАЛ является одной из крупнейших по рыночной капитализации отечественной компанией горно-металлургического сектора. Акции РУСАЛа торгуются на Гонконгской фондовой бирже и Московской бирже, на Московской бирже также торгуются российские депозитарные расписки на акции РУСАЛа. Акции компании, допущенные к торгам на Московской бирже, включены в индекс ММВБ и в отраслевой индекс «Металлы и добыча». Рыночная капитализация РУСАЛа на 12.04.2016г. достигла \$5,2 млрд.

Вертикальная интеграция и диверсификация продаж. Благодаря вертикальной интеграции РУСАЛ обеспечен на 80% бокситами (запасов бокситов достаточно для обеспечения более 100 лет непрерывного производства) и на 100% - глиноземом и является один из мировых лидеров по себестоимости производства алюминия. Компания исторически располагается в первом квартале на глобальной кривой затрат производства алюминия.

География продаж широкая и ориентирована на внешний рынок. Поставки на внутренний рынок и страны СНГ составляют в физическом объеме 18%, основной рынок сбыта – Европа (58%). На Азию и Америку приходится 17% и 7% соответственно.

Пакет акций НорНикеля - потенциальный источник ликвидности РУСАЛа. РУСАЛ владеет 27,82% акций ГК НорНикель – глобального лидера в производстве никеля и палладия и одновременно одного из крупнейших российских эмитентов (МСар – \$20,8 млрд). Во-первых, для ГК НорНикель характерны стабильные выплаты дивидендов и высокая дивидендная доходность. В 2013 – 2015 г.г. ГК НорНикель ежегодно выплачивал дивиденды в размере, близком к \$3 млрд, т.е. дивидендная доходность составляла 11,0-11,5% годовых – один из самых высоких показателей на российском рынке. Обсуждаемая сейчас новая дивидендная политика ГК НорНикель не



33% до \$2015 млрд. Рентабельность по ЕБИТДА достигла пятилетнего максимума в 23,2% (+7,2 п.п. к 2014 г.), что стало следствием оптимизации производства. На данный момент эта самый высокий уровень маржи среди публичных металлургических компаний схожей с РУСАЛом рейтинговой категории (Евразом и ТМК). В 2015 г. РУСАЛу удалось восстановить прибыльность и завершить год с чистой прибылью в \$558 млн против \$91 млн убытка.

Сокращение долговой нагрузки Общий долг РУСАЛа на 31.12.2015 г. составил \$8 880 млн, что на 5,6% ниже по сравнению с началом 2015 года. Временная структура долга комфортна: доля долгосрочных кредитов и займов составляет на 31.12.2015г. порядка 85% всего кредитного портфеля.

У компании наблюдается некоторый дефицит высоколиквидных средств для покрытия краткосрочных обязательств: при объеме денежных средств и эквивалентов на балансе в размере \$ 508 млн краткосрочный долг составляет \$1 300 млн. (представлен в основном амортизационными платежами в рамках предэкспортного финансирования, кредитами Газпромбанка и иными двусторонними соглашениями). На данный момент РУСАЛ обсуждает с кредиторами вопросы рефинансирования, которые покроют большую часть запланированных на 2016 год выплат. По оценкам менеджмента, одобрение по новому рефинансированию будет получено в апреле 2016 года. Более 50% долга компании приходится на 2019-2021 годы. В целом же, почти 70% чистого долга покрывается рыночной стоимостью пакета акций НорНикеля. Долговая нагрузка РУСАЛа снижается, что идет в противовес общерыночной тенденции. Метрика Чистый долг/ЕБИТДА на 31.12.2015г. составила 4,15x против 5,84x на 31.12.2014 г. и 15,53x на 31.12.2013г. В то же время большинство компаний сектора (Евраз, ТМК, НЛМК, Металлоинвест, НорНикель) в 2015 г. на фоне слабой рыночной конъюнктуры нарастили долги.

Публичная кредитная история На данный момент на долговом рынке РУСАЛ представлена двумя размещенными в 2011 г. выпусками локальных облигаций Русал Братск, 07 (дюрация – 1,7 г., УТМ – 11,8%) и 08 (дюрация – 0,97 г., УТР – 11,9%) с погашением в 2018г. и 2021 г. соответственно. Оба выпуска включены в Ломбардный список ЦБ с поправочным коэффициентом 0,8x.

В последние месяцы эмитенты металлургического сектора активно выходили на публичный рынок долга: начиная с начала года, размещения провели ГК НорНикель, ХК Металлоинвест, Евраз, ТМК. Евраз разместил новый бонд серии 001P-01 с пятилетней офертой в середине марта с купоном 12,6% годовых (УТР – 13,0%) и премией к ОФЗ в размере 370 б.п. На данный момент на вторичном рынке выпуск ЕвразХролдинг Финанс предлагает доходность, близкую к 13%. На наш взгляд, котировки облигаций компании сейчас находятся под давлением новости о возможном пересмотре Moody's рейтинга материнской структуры Evraz Group, который агентство поместило в список на пересмотр с вероятностью понижения. Ранее, в марте 2016г. Fitch также поместило рейтинг компании в список Rating Watch с «негативным» прогнозом.

Ориентиром новому бонду РУСАЛа, с поправкой на больший масштаб бизнеса РУСАЛа, более сильное кредитное качество и наличие внешнего поручительства от материнской компании может служить недавнее размещение ТМК, которое прошло по ставке купона 13% (доходность к оферте через 3 года – 13,42%).

приведет к серьезному сокращению потока дивидендов. Во-вторых, акции НорНикеля являются «голубой фишкой» и характеризуются высоким уровнем ликвидности, поэтому данный актив может считаться потенциальным источником ликвидности РУСАЛа. На 12.04.2016 г. рыночная стоимость принадлежащего РУСАЛу пакета акций в ГК НорНикель оценивается в \$ 5,8 млрд.

Повышение финансовой устойчивости В 2015 г. РУСАЛ продемонстрировал улучшение всех финансовых показателей. Показатель ЕБИТДА вырос по сравнению с предыдущим годом на

Показатели деятельности эмитентов за 2015 г. (МСФО, \$ тыс)

Показатели	РУСАЛ	Евраз Холдинг	Металлоинвест	ТМК
Рейтинги (S&P/Moody's/Fitch)	B+ / - / -	BB- / - / -	BB / Ba2 / BB	B+/B1/B-
Выручка	8 680 000	8 767 000	4 393 199	4 126 660
ЕБИТДА	2 015 000	1 438 000	1 400 000	636 000
ЕБИТДА маржа, %	23	16	32	15
Чистая прибыль	558 000	-719 000	217 712	-368 009
Чистая прибыль, маржа, %	6	отр.	5	отр.
Проценты к уплате	640 000	475 000	269 261	278 592
Активы	11 749 000	8 986 000	6 614 497	4 358 698
Финансовый долг, в т.ч.	8 880 000	6 347 000	4 207 185	2 801 188
краткосрочный	1 355 000	497 000	413 035	599 820
Доля краткосрочного долга, %	15	8	10	21
Чистый долг	8 372 000	6 345 625	3 674 681	2 495 983
Денежный поток от операций	1 015 000	-134 000	251 311	-161 538
Свободный денежный поток	3 699 000	2 333 000	-42 304	901 970
Коэффициенты				
Покрытие долга выручкой	1,0	1,4	1,0	1,5
Финансовый долг / ЕБИТДА	4,4	4,4	3,0	4,4
Чистый долг / ЕБИТДА*	4,2	4,4	2,6	3,9

Источник: данные компаний,
расчеты РЕГИОНа

В соответствии с действующими кредитными соглашениями ковенантный показатель Чистый долг / ЕБИТДА определяется с учетом корректировки ЕБИТДА на сумму фактически полученных дивидендов ГМК НорНикель за 12 месяцев, предшествующие дате расчета. Ковенантный Чистый долг / ЕБИТДА на конец 2015 года составил 2,7х.

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 7772964 доб. 234
www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Владислав Владимирский (доб. 268, vlad@region.ru)
Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)
Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ
Александр Гуня (доб. 389, gunya@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ
Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Группа компаний «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»
Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64 Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234
www.region.ru REUTERS: REGION BLOOMBERG: RGNM

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.