

РУСАЛ:

**Большие ожидания
уже заложены в цену**

Обзор компании

РУСАЛ

Большие ожидания уже заложены в цену

РУСАЛ, одна из крупнейших российских и мировых металлургических компаний завершила размещение своих акций. Компания разместилась ровно по середине ценового диапазона, благодаря большому спросу со стороны крупных инвесторов, которые, несмотря на высокую долговую нагрузку, проявили интерес к акциям компании на фоне ожидания улучшения мировой экономической конъюнктуры и спроса на алюминий. Мы считаем, что в текущую цену акций РУСАЛа уже заложены довольно оптимистичные ожидания. Наша целевая цена - \$1 за акцию на 28% ниже цены размещения. Несмотря на переоцененность акций, мы не исключаем, что в краткосрочной перспективе котировки акций РУСАЛа могут показать рост на фоне высокого спроса со стороны инвесторов и ограниченности предложения из-за малого объема акций в свободном обращении.

Объединенная компания РУСАЛ (UC RUSAL) - крупнейший в мире производитель алюминия и глинозема. В 2008г. компания произвела 4.4 млн. тонн алюминия и 11.3 млн. тонн глинозема, что составило около 12% и 13% соответственно от общемирового производства.

Одним из основных конкурентных преимуществ компании является низкая себестоимость производства алюминия, на 10% ниже средних показателей по отрасли и на 18% ниже, чем у ближайшего аналога - китайской CHALCO. Более низкая себестоимость производства объясняется тем, что почти 80% алюминиевых заводов компании находятся в Сибири и используют дешевую гидроэнергию для производства алюминия.

Несмотря на высокую долговую нагрузку (около \$15 млрд. на конец 2009г.) риски дефолта значительно снизились, после того как компания смогла успешно рефинансировать свою задолженность. Срок погашения большинства кредитов был продлен до декабря 2013г.

Конъюнктура рынка алюминия крайне чувствительна к динамике мирового ВВП. Рост потребления алюминия по отношению к росту мирового ВВП выше, чем у других промышленных металлов, поэтому алюминиевая промышленность имеет большой потенциал роста при восстановлении мировой экономики.

Главным драйвером, как и риском для акций компании являются цены на алюминий. Цена размещения РУСАЛа в \$1.39 за акцию предполагает, что инвесторы ждут долгосрочных цен на алюминий выше \$3000 за тонну, при этом высоко оценивается и 25%-й пакет РУСАЛа в Норильском никеле. Поэтому в случае снижения цен на алюминий ниже \$2200 за тонну котировки акций компании могут значительно скорректироваться.

По мультипликаторам РУСАЛ оценен немного выше аналогов из развивающихся стран и с большой премией к мультипликаторам аналогов из развитых стран.

Ключевая информация

Цена за акцию (GDS), \$	1.39 (27.8)
Кол-во акций, млн.	15 136.4
Капитализация, \$млрд.	21.1
EV, \$млрд.	33.5
Справедливая цена, \$	1.0 (20)
Потенциал, %	-28%

Структура акционеров*

En+	47.59%
Онэксим	17.09%
СУАЛ Партнерс	15.86%
Amokenga hold. (Glencore)	8.65%
Внешэкономбанк	3.15%
Другие	7.66%

* после размещения

Важнейшие показатели

	2008	2009о	2010о	2011о
Отчетность (\$млн.)				
Выручка	15 685	8 625	11 698	13 333
ЕБИТДА	-198	332	1 869	2 606
Опер. прибыль	-1 228	-310	1 070	1 720
Чист. прибыль	-5 984	-615	563	1 188
Доход на акц., \$	-0.40	-0.04	0.04	0.08
Рентабельность				
по ЕБИТДА	-1%	4%	16%	20%
по опер.приб.	-8%	-4%	9%	13%
по чист.приб.	-38%	-7%	5%	9%
Мультипликаторы				
EV/S	2.13	3.88	2.86	2.51
EV/ЕБИТДА	-169	101	17.9	12.8
P/E	-3.53	-34.3	37.5	17.8
P/BV	4.70	3.70	3.14	2.17

Крупнейшие производители алюминия

	Доля рынка (2009г.), %
Русал	11.0%
Rio Tinto	10.4%
Alcoa	9.6%
Chalco	8.7%
Norsk Hydro	3.4%
BHP Billiton	3.4%
Hindalco	1.8%

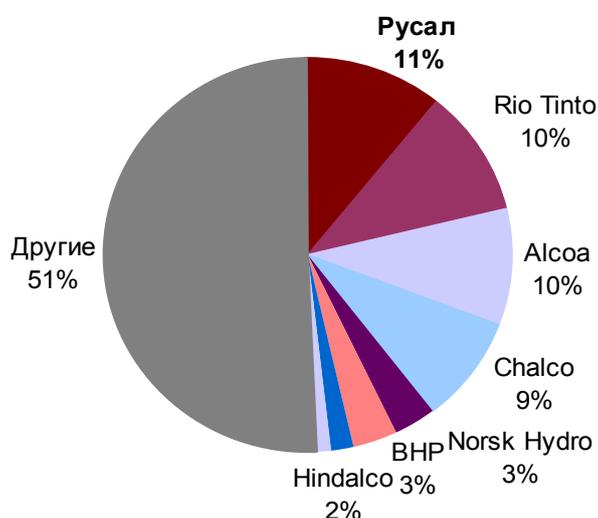
Содержание обзора

О компании	3
Алюминиевый дивизион.....	4
Глиноземный дивизион.....	7
Упаковочный дивизион.....	9
Долговая нагрузка.....	10
Налоговый режим.....	10
SWOT анализ.....	11
Мировой рынок алюминия	12
Оценка компании	15
Доходный подход.....	15
Сравнительный анализ.....	17

РУСАЛ - крупнейший производитель алюминия

Объединенная компания РУСАЛ (UC RUSAL) - крупнейший в мире производитель алюминия и глинозема и одна из крупнейших в России металлургических компаний. В 2008г. компания произвела 4.4 млн. тонн алюминия и 11.3 млн. тонн глинозема, что составило около 12% и 13% соответственно от общемирового производства. Компания была создана в марте 2007 года в результате объединения РУСАЛа, СУАЛа и глиноземных активов Glencore. В апреле 2008г. компания приобрела 25% Норильского никеля у группы Онэксим. В декабре 2008г. РУСАЛ создал СП (50/50) совместно с Самрук-Казына по освоению одного из крупнейших в мире угольных карьеров «Богатырь» в Казахстане. Объем добычи угля составил 46 млн. тонн в 2008г., что составило около 42% от общего объема добычи угля в Казахстане.

График. Крупнейшие производители алюминия (2009г.)



Источник: Brook Hunt, расчеты Прайм Марк

РУСАЛ произвел около 4 млн. тонн алюминия в 2009г., сохранив за собой статус лидера мировой алюминиевой промышленности.

Активы компании расположены в 19 странах мира на пяти континентах. В состав компании входят предприятия по добыче бокситов и нефелиновой руды, производству глинозема, алюминия, сплавов, фольги и упаковочных материалов на ее основе, а также энергоактивы. В компанию входят 16 алюминиевых заводов, из которых 13 находятся в России, 12 предприятий по производству глинозема, 8 предприятий по добыче бокситов, 3 предприятия по производству порошковой продукции, 3 предприятия по производству кремния, 3 завода по производству вторичного алюминия, 3 фольгопрокатных завода, 2 криолитовых завода, 1 катодный завод. На предприятиях компании работают более 75 000 человек.

Активы компании разбросаны по всему миру, что вызвано удаленностью источников сырья от основных производственных площадок по их переработке

Бизнес структура компании выглядит следующим образом. Она состоит из четырех дивизионов: алюминиевый, глиноземный, упаковочный и инжинирингово-строительный. Важнейшим из которых, безусловно, является алюминиевый дивизион.

Важнейшим для компании является алюминиевый дивизион

Алюминиевый дивизион

Традиционно более 80% выручки и львиная доля прибыли у РУСАЛа приходится на алюминиевый дивизион, поэтому он является важнейшим для компании. В 2008г. около 46% всего производимого компанией алюминия было выработано на двух алюминиевых заводах – Братском и Красноярском, которые являются крупнейшими в мире. Около 80% всего алюминия компании производится на сибирских заводах. Доля нероссийских заводов составляет около 5%. Основным источником энергии для заводов компании является гидроэнергия. Ее доля в энергетическом балансе составляет 83%. Средняя себестоимость производства алюминия в 1П 2009г. составила \$1402 на тонну.

Таблица.1. Алюминиевые заводы РУСАЛа

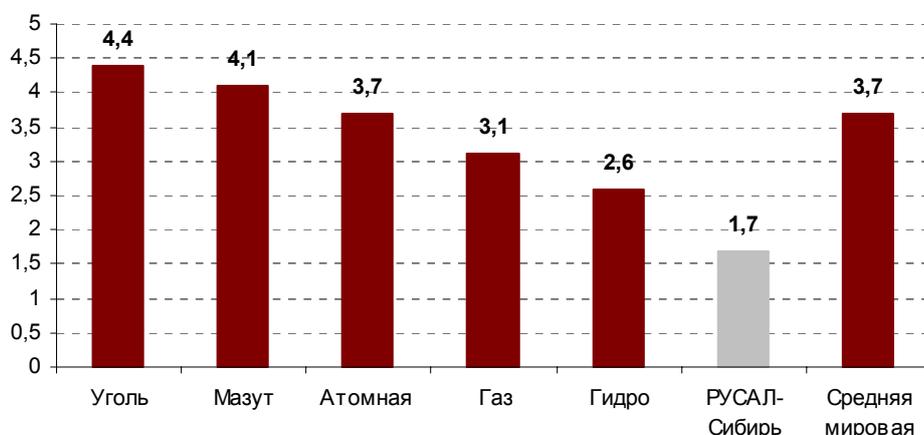
	Страна	Дата ввода в эксплуатацию	Объем производства (2008), тыс. тонн	Доля, %	Источник энергии	Себестоимость производства, \$/тонну (1П 2009)
Братский (БрАЗ)	Россия	1 966	1 002	23%	Гидро	1 282
Красноярский (КраАЗ)	Россия	1 964	1 000	23%	Гидро	1 338
Саяногорский (САЗ)	Россия	1 985	537	12%	Гидро	1 375
Иркутский (ИркаАЗ)	Россия	1 962	358	8%	Гидро	1 468
Новокузнецкий (НкАЗ)	Россия	1943/66	320	7%	Тепловая	1 433
Хакасский (ХАЗ)	Россия	2 007	297	7%	Гидро	1 231
Богословский (БАЗ)	Россия	1 945	186	4%	Тепловая	1 597
Волгоградский (ВгАЗ)	Россия	1 959	166	4%	Гидро	1 547
Уральский (УАЗ)	Россия	1 939	134	3%	Тепловая	1 713
Запорожский (ЗаЛК)	Украина	1 949	113	3%	Тепловая/Атомная	2 240
KUBAL	Швеция	1 943	112	3%	Гидро/Атомная	2 115
Надвоицкий (НАЗ)	Россия	1 954	81	2%	Гидро	1 524
Кандалакшский (КАЗ)	Россия	1 951	75	2%	Гидро/Атомная	1 523
Волховский (ВАЗ)	Россия	1 932	24	1%	Гидро	1 770
Алюком-Тайшет	Россия	2 003	10	0%	Гидро	1 404
ALSCON	Нигерия	1 997	9	0%	Тепловая	3 916
Итого		1 963	4 424	100%		1 402

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Низкая стоимость электроэнергии в Сибири является ключевым преимуществом РУСАЛа. Около 80% алюминиевых заводов Русала находятся в Сибири, из них более 90% используют гидроэнергию в качестве источника энергии. Производство алюминия является очень энергоемким процессом (для производства 1 тонны алюминия требуется от 13 500 до 17 500 кВтч), поэтому электроэнергия является одной из основных статей издержек, на нее приходится около 30% от совокупных затрат. Благодаря дешевой электроэнергии себестоимость производства алюминия для РУСАЛа является одной из самых низких в мире (\$1402 за тонну в 1П 2009г.).

Низкая стоимость электроэнергии в Сибири является ключевым преимуществом РУСАЛа.

График.1. Средняя стоимость электроэнергии для алюминиевых заводов в зависимости от источника энергии, 2009г. (центов за кВтч)



Источник: Brook Hunt, расчеты Прайм Марк

Несмотря на дальнейшую либерализацию рынка электроэнергии в России и рост внутренних цен на энергоносители, стоимость электроэнергии для РУСАЛа, скорее всего, останется на низком уровне в обозримом будущем. Братский, Красноярский и Иркутский алюминиевые заводы, которые производят более 50% алюминия РУСАЛа, закупают электроэнергию по долгосрочным контрактам с Иркутскэнерго и Красноярской ГЭС, которые контролируются En+, основным акционером РУСАЛа. Цены в контрактах значительно ниже рыночных. В 2009г. средняя цена поставки электроэнергии по контракту составила 1.8 цента за кВтч против средней рыночной цены в Сибирском регионе в 4.3 цента за кВтч.

Средний возраст алюминиевого завода компании составляет 47 лет. 73% алюминиевых заводов РУСАЛа использует устаревшую на сегодняшний день технологию по производству алюминия (электролизеры Содерберга), которая характеризуется более высоким удельным потреблением энергии, в среднем на 14% выше, чем при электролизерах на обожженных анодах. У компании есть потенциал дальнейшего снижения затрат на электроэнергию. Согласно программе РУСАЛа по сокращению издержек среднее потребление электроэнергии на одну тонну алюминия должно сократиться с 16 824 кВтч в октябре 2009г. до 15 300 кВтч в 2010г. или на 9%.

РУСАЛ снизил производство алюминия на 10% до 4 млн. тонн в 2009г. Средняя цена реализации алюминия снизилась примерно на 37% до \$1700 за тонну. Мы ожидаем, что в 2010г. компания увеличит объем производства на 7.5% до 4.3 млн. тонн при этом средняя цена реализации возрастет до \$2 205 за тонну.

Аффилированность основных поставщиков электроэнергии обуславливает льготное ценообразование для РУСАЛа

Компания намерена значительно увеличить эффективность производства алюминия благодаря более эффективному энергопотреблению

График.2. Объем производства алюминия и цены реализации - РУСАЛ



В 2010г. цена и объемы производства начнут восстанавливаться

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Крупнейшими рынками сбыта для РУСАЛа являются Европа и Азия. На эти два рынка пришлось 68% и 75% общих продаж в 2008г. и 1П 2009г. соответственно. В 2009г. заметно снизилась доля внутреннего рынка, в то время как доля китайского рынка в общих продажах компании выросла до 5% (в 2008г. менее 1%). Одной из приоритетных задач компании является увеличение поставок в Китай до 10% от совокупных продаж к 2015г. Китай является крупнейшим потребителем алюминия, однако традиционно Китай был экспортером этого металла, в крупного импортера Китай превратился лишь в 2009г. За 9М 2009 Китай импортировал 1.35 млн. тонн алюминия.

Таблица.2. Географическое распределение выручки РУСАЛа

	Продажи в 2008, (млн.\$)	Доля, %	Продажи в 1П 2009, (млн.\$)	Доля, %
Европа	5 498	44%	1 704	52%
СНГ	2 729	22%	333	10%
Америка	1 250	10%	472	14%
Азия	2 928	24%	781	24%
Итого	12 421		3 298	

В 2009г. заметно снизилась доля рынка СНГ в продажах группы

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Глиноземный бизнес

Вторым по важности бизнес дивизионом для РУСАЛа является глиноземный дивизион. Его доля в выручке в 2007 и 2008гг. составляла 11% и 12% соответственно. РУСАЛ является одним из крупнейших производителей глинозема в мире. 11 предприятий по производству глинозема расположены в шести странах: России, Украине, Ямайке, Ирландии, Италии и Гвинее. К тому же, компания владеет 20% долей во втором крупнейшем в мире глиноземном предприятии Queensland Alumina Ltd. (Австралия). Пикалевский завод был продан БАЗЭЛ Цементу в 2008г.

Таблица.3. Глиноземные предприятия РУСАЛа

	Страна	Объем производства (2008), тыс. тонн	Доля в производстве, %	Доля РУСАЛа в УК, %	Себестоимость производства, \$/тонну (1П 2009)
Aughinish Alumina	Ирландия	1 890	17%	100%	267
Николаевский (НГЗ)	Украина	1 446	13%	100%	261
Windalco	Ямайка	1 159	10%	93%	261
Богословский (БАЗ)	Россия	1 084	10%	100%	254
Alpart	Ямайка	1 074	9%	65%	268
Ачинский (АГК)	Россия	1 069	9%	100%	177
Eurallumina	Италия	1 045	9%	100%	378
Queensland Alumina	Австралия	769	7%	20%	249
Уральский (УАЗ)	Россия	730	6%	100%	261
Friguia Alumina	Гвинея	593	5%	100%	237
Запорожский (ЗАЛК)	Украина	227	2%	100%	363
Бокситогорский (БГЗ)	Россия	156	1%	100%	489
Пикалевский (ПГК)	Россия	73	1%	0%	
Итого		11 315	100%		249

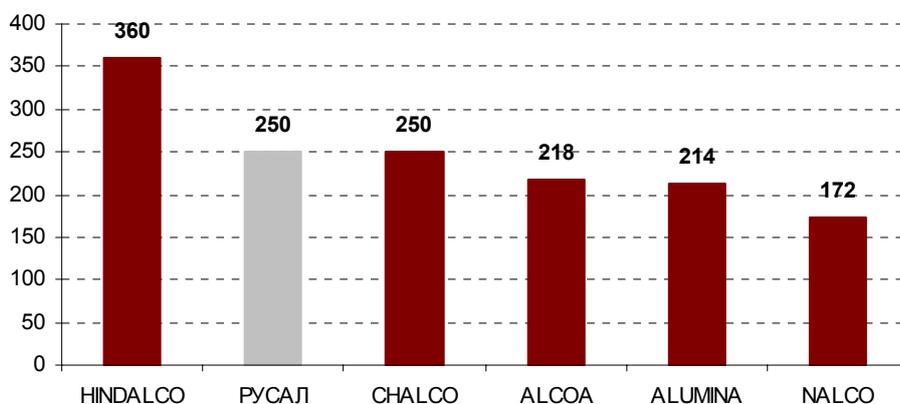
Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

В 2008г. компания произвела 11.3 млн. тонн глинозема, из которых 5.9 млн. тонн или 52% были поставлены на алюминиевые заводы РУСАЛа, а остальные 5.4 млн. тонн были проданы внешним контрагентам. В 1П 2009г. в связи с резким сокращением производства глинозема (более чем на 33%), особенно на самых высокочрезвычайных заводах группы (ЗАЛК и Eurallumina) продажи внешним контрагентам составили всего 0.75 млн. тонн (20% от общего объема производства). Вероятно, в 2009г. доля глиноземного дивизиона в общей выручке компании не превысит 6%.

В 2009г. производство и продажи глинозема резко сократились.

Глинозем является важным компонентом затрат РУСАЛа, на его долю приходится около 10% всех издержек. Средняя себестоимость производства глинозема для РУСАЛа составила около \$250/тонну в 2009г., что несколько выше, чем у мировых аналогов. К тому же, более высокие транспортные издержки у РУСАЛа значительно снижают его конкурентное преимущество.

График.3. Себестоимость производства глинозема 2009г. – РУСАЛ по сравнению с аналогами, \$/тонна.

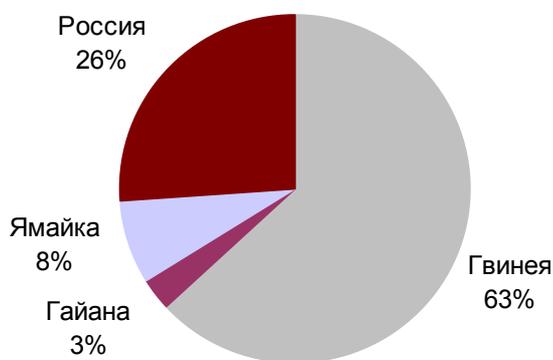


РУСАЛ уступает многим международным аналогам по себестоимости производства глинозема.

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Боксит является основным сырьем для производства глинозема. Около четырех тонн боксита требуется для производства двух тонн глинозема и около двух тонн глинозема требуется затем для производства одной тонны алюминия. Резервы бокситовой руды у компании составляют 384 млн. тонн. Уровень самообеспеченности составляет 71%. Однако почти 66% бокситовых резервов находятся в таких политически нестабильных регионах как Гвинея и Гайана.

График.4. Распределение бокситовых ресурсов по странам (РУСАЛ)



Почти 66% бокситовых резервов компании находятся в политически нестабильных странах

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Глинозем продается в основном по контрактам. Его стоимость составляет примерно 15% от биржевой цены алюминия. В 2009г. в связи со снижением цен на алюминий средняя цена реализации одной тонны глинозема на мировом рынке упала примерно на треть до \$230. РУСАЛ традиционно продает глинозем с небольшой премией к средним мировым ценам. В 1П 2009г. средняя цена реализации глинозема составила \$227 за тонну, по сравнению с \$197 за тонну на мировом рынке.

Цена на глинозем привязана к биржевой цене на алюминий, что обусловило ее падение в 2009г. почти на треть.

График.5. Продажи и производство глинозема (РУСАЛ)


Более половины глинозема потребляется внутри группы.

РУСАЛу удается продавать глинозем выше средних мировых цен.

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Упаковочный дивизион

Помимо первичных продуктов (алюминия и глинозема), компания производит конечную продукцию (фольга и упаковочных материалы), однако ее доля в выручке не превышает 3%. В собственности РУСАЛа находятся 3 фольгопрокатных завода: два в России (Саянал и Уральская фольга) и один в Армении (Арменал). В 2008г. общий объем производства фольги и упаковочных материалов составил 68.5 тыс. тонн. Доля РУСАЛа на российском рынке составляет 49%, в Европе – 6.7%, в мире – 1.7%.

Таблица.4. Предприятия по производству фольги и упаковочных материалов

	Страна	Объем производства (2008), тыс. тонн	Доля в производстве, %	Объем производства (1П 2009), тыс. тонн	Доля в производстве, %
САЯНАЛ	Россия	41	59%	14	49%
Уральская фольга	Россия	15	22%	5	17%
АРМЕНАЛ	Армения	13	19%	10	33%
Итого		69		29	

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Долговая нагрузка

Общий объем долга РУСАЛа на конец 2009г. составлял \$14.9 млрд., из которых \$7.4 млрд. задолженность перед консорциумом международных банков, \$4.5 млрд. составляет долг перед Внешэкономбанком, \$2.1 млрд. приходится на российские банки (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк) и \$895 млн. компания должна Онэксиму.

Срок погашения долговых обязательств у компании, в основном наступает в конце 2013г., за исключением кредита перед Внешэкономбанком срок истечения которого наступает в конце октября 2010г. Недавно было объявлено, что Сбербанк на паритетных началах с ВЭБом, готов рефинансировать этот кредит.

Ставки по кредитам зависят от условия выполнения РУСАЛом ковенантов (главным образом, соотношения чистого долга к EBITDA на конец отчетного периода), чем ниже соотношение чистого долга EBITDA, тем ниже ставки по кредитам. Ставки варьируются от Libor + 3.5% до Libor + 7%. Ставка по кредитам российских банков в диапазоне от 8.5% до 11.75%. Из-за высокой долговой нагрузки компания не сможет в ближайшие годы выплачивать дивиденды.

На конец 2009г. общий долг РУСАЛа составлял почти \$15 млрд.

Срок погашения большинства кредитов наступает в декабре 2013г.

Из-за высокой долговой нагрузки компания не сможет в ближайшие годы выплачивать дивиденды.

Таблица.5. Структура долга РУСАЛа и основные условия

	Международные банки	ВЭБ	Российские банки	Онэксим
Объем долга, млн. \$	7 400	4 500	2 100	895
Доля, %	50%	30%	14%	6%
Срок погашения	Декабрь 2013	Октябрь 2010	Декабрь 2013	Декабрь 2013
Ставка, %	от Libor + 3.5% до 7%	Libor + 5%	от 8.5% до 11.75%	от Libor + 3.5% до 7%

Источник: Данные компании

В ходе IPO компания привлекла \$2.24 млрд. Почти все деньги пойдут на погашение кредитов. В результате размещения акций общий долг компании снизится до \$12.66 млрд., чистый долг составит около \$12.3 млрд. По нашим подсчетам комфортное соотношение чистого долга к EBITDA (менее 3-х) при благоприятной конъюнктуре рынка алюминия будет достигнуто к 2012г.

После IPO общий долг компании снизится до \$12.7 млрд.

Налоговый режим

Благодаря тому, что большинство торговых операций компании осуществляются через оффшорные юрисдикции, эффективная ставка налога на прибыль составила всего 13% в 2006, 10% в 2007 и 13% в 1П 2008г. по сравнению с 24%-м налогом на прибыль в России (20% после декабря 2008г.). Это намного меньше, чем у зарубежных аналогов, в чем также одно из конкурентных преимуществ РУСАЛа. Скорее всего, благоприятный налоговый режим для компании сохранится в среднесрочной перспективе.

У компании чрезвычайно благоприятный налоговый режим благодаря успешной налоговой оптимизации.

Таблица.6. РУСАЛ - SWOT анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
Глобальный масштаб - географически диверсифицированная структура активов и продаж	Высокая долговая нагрузка
Высокая степень вертикальной интеграции и самообеспеченности сырьем	Нахождение значительной доли ресурсов боксита в политически нестабильных странах
Близость основных активов к границе с Китаем	Более высокие транспортные издержки, чем у аналогов
Благоприятный налоговый режим	Значительные издержки на обслуживание долга
Низкая стоимость электроэнергии	Отсутствие возможности выплачивать дивиденды в ближайшие годы
Возможности	Угрозы
Новые проекты (БЭМО, Тайшетский ал.завод)	Снижение цен на алюминий
Восстановление мировой экономики, рост цен и спроса на алюминий	Значительный рост цен на электроэнергию в России
Увеличение эффективности производства	Рост стоимости фрахта
Рост капитализации Норильского никеля	Изменение налогового режима
	Нарушение ковенант по долгу

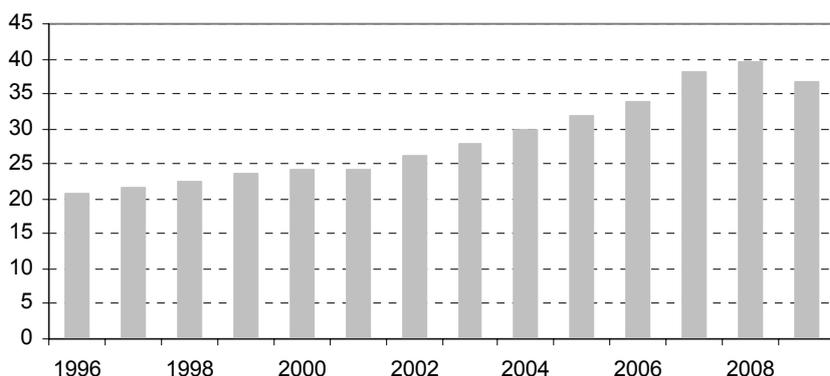
Источник: расчеты Прайм Марк

Мировой рынок алюминия

Рынок алюминия является вторым крупнейшим рынком среди металлов, после стали. С 1995г. по 2008г. производство алюминия в мире выросло в два раза. В 2008г. в мире было произведено 39.7 млн. тонн алюминия, потребление составило 37.4 млн. тонн. Лидерами производства являлись: Китай (13.5 млн. тонн), Россия (4.2 млн. тонн), Канада (3.1 млн. тонн), США (2.64 млн. тонн) и Австралия (1.96 млн. тонн). По нашим прогнозам в 2009г. мировое производство алюминия снизилось примерно на 7% до 36.8 млн. тонн. Уровень загрузки мощностей упал до 75%, по сравнению с 89% в 2008г.

Рынок алюминия второй крупнейший среди металлов после стали

График.6. Мировое производство алюминия, млн. тонн



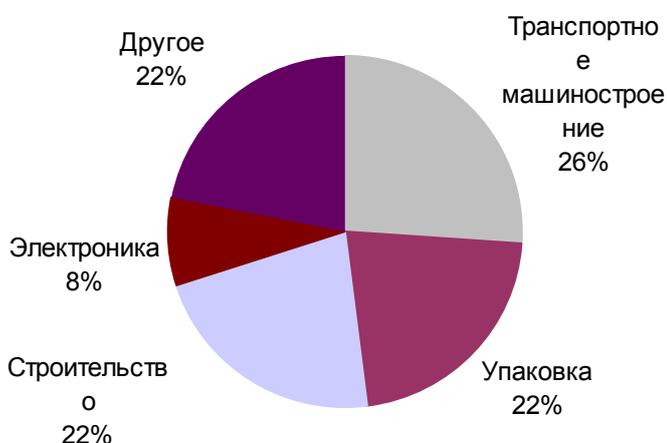
В 2009г. производство алюминия упало на 7%, а уровень загрузки мощностей до 75%

Источник: U.S. Geological Survey, расчеты Прайм Марк

Алюминий применяется в транспортном машиностроении (автомобили, самолеты, морские суда и ж/д вагоны), упаковке (банки, фольга), строительстве (окна, двери, наружная обшивка зданий), электронике (кабели, провода) и бытовой технике. Важнейшими потребительскими свойствами алюминия является легкий вес, высокая удельная электрическая проводимость и обрабатываемость.

Алюминий имеет очень широкую сферу применения.

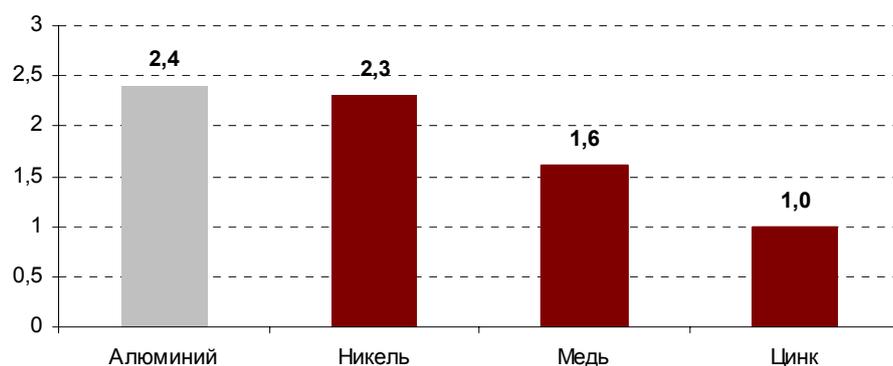
График.7. Область применения алюминия



Источник: CRU, расчеты Прайм Марк

Металлургическая отрасль, в общем, и алюминиевая промышленность в частности являются высоко-циклическими секторами, конъюнктура рынка которых в очень сильной степени зависит от состояния мировой экономики. Согласно исследованию ведущего независимого аналитического бюро и консультанта в области металлургии и минеральных удобрений CRU, с 1984 по 2008г. рост потребления алюминия более чем в два раза превышал темпы роста мировой экономики. Рост потребления алюминия по отношению к росту мирового ВВП выше, чем у других промышленных металлов, поэтому алюминиевая промышленность имеет наибольший потенциал роста при восстановлении мировой экономики.

График.8. Потребления промышленных металлов по отношению к росту мирового ВВП.



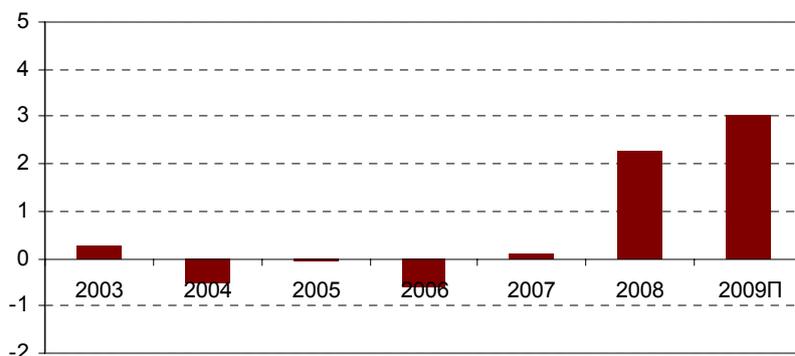
Источник: CRU

Алюминия - самый высокоциклический среди основных промышленных металлов

Начиная с 2008г. на рынке алюминия наблюдается превышение производства над потреблением, что вызвано замедлением мировой экономики. На складах бирж скопились значительные запасы, которые на сегодняшний день составляют около 6 млн. тонн (около 16% от общего объема производства алюминия в 2009г.). Тем не менее, производители начали стремительно сокращать свои запасы в 2009г.

Запасы алюминия значительно увеличились в последние два года

График.9. Нетто баланс алюминия, млн. тонн



Источник: CRU

Начиная с 2008г. на рынке алюминия наблюдается значительное превышение предложения над спросом

За последние пять лет мировые цены на алюминий колеблются в диапазоне от \$1500 до \$3000 за тонну. Они достигли своего дна в начале 2009г. составив \$1300 за тонну. Затем цена начала постепенно идти вверх. На сегодняшний день цена алюминия составляет около \$2250 за тонну. Цены растут, несмотря на рост запасов, что вызвано всплеском мировой ликвидности. Запасы алюминия начали стремительно расти с конца 2008г. и уже с июля 2009г. держатся на исторически рекордных уровнях более 4.5 млн. тонн на LME. Таким образом, в текущих ценах заложена довольно высокая спекулятивная составляющая. Тем не менее, мы не ожидаем значительного снижения котировок с текущих уровней в случае постепенного сжатия мировой ликвидности, так как по мере восстановления мировой экономики растущий спрос на алюминий со стороны промышленности поддержит котировки. CRU ожидает, что спрос на алюминий в 2010г. увеличится на 9% после падения на 9.7% в 2009г. В своей модели оценки РУСАЛа мы исходим из ожиданий, что долгосрочная цена на алюминий составит около \$2500 за тонну.

Постепенный рост реального спроса не даст котировкам алюминия слишком сильно просесть в случае сжатия мировой ликвидности.

График.10. Динамика цены и запасов алюминия на LME



Источник: LME

Цены растут, несмотря на рекордный объем запасов.

Оценка компании

Мы провели оценку компании методом DCF (дисконтированных денежных потоков) и используя рыночные мультипликаторы.

Наша модель DCF основана на следующих ожиданиях:

Таблица.7. Прогнозы цен, объемов производства и продаж

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Цена на алюминий на LME, \$/тонну	1 630	2 100	2 300	2 400	2 500	2 500
Цена на глинозем, \$/тонну	228	284	311	324	338	338
Объем производства, млн. тонн:						
алюминий	4.00	4.30	4.40	4.50	4.55	4.60
глинозем	7.80	8.40	9.00	10.0	10.0	10.0
Объем продаж, млн. тонн:						
алюминий	4.20	4.30	4.40	4.50	4.55	4.60
глинозем	2.00	3.00	3.60	4.00	4.00	4.00

Источник: расчеты Прайм Марк

Мы не ожидаем, что средняя цена за год на алюминий будет выше \$2500 тонну в обозримом будущем на фоне высоких запасов и большого объема резервных мощностей в мире. Однако, существенное снижения цен на алюминий с текущих уровней также маловероятно, так как они лишь немногим выше кривой издержек мировой алюминиевой промышленности.

В своих ожиданиях мы исходим из того, что цены на алюминий будут находиться вблизи текущих значений.

Таблица.8. Прогноз дисконтированных денежных потоков

	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционная прибыль, \$ млн.	-310	1 133	1 846	2 084	2 320	2 407
- налог на прибыль, \$ млн.	-31	113	185	208	232	241
+ амортизация, \$ млн.	642	735	758	781	805	829
- капитальные расходы, \$ млн.	334	531	415	414	436	450
- инвестиции в оборот. капитал	-611	266	67	181	134	35
Свободный денежный поток, \$млн.	640	959	1 937	2 061	2 323	2 510
ставка дисконтирования		1.00	0.80	0.72	0.64	0.57
Дисконт. денежный поток, \$ млн.		959	1 550	1 475	1 488	1 438

Источник: расчеты Прайм Марк

Расчеты WACC

Бэта (взвешенная)	3.57
Безрисковая ставка, %	6.0%
Премия за риск инвестирования в акции, %	5.0%
Прочие премии за риск, %	0%
Стоимость собственного капитала, %	23.8%
Стоимость заемного капитала (после налога), %	7.2%
Доля собств. капитала, %	28%
Доля заемного капитала, %	72%
WACC, %	11.8%

Источник: расчеты Прайм Марк

Результаты оценки DCF

Терминальный темп роста, %	3%
Опер. маржа в терминальном периоде, %	13%
Денежный поток в 2015, \$млн	1 801
Терминальная стоимость, \$млн.	20 521
Сумма дисконт. денежных потоков 2010-2014, \$млн	6 911
Приведенная терминальная стоимость, \$млн	10 521
EV, \$млн	17 432
Чистый долг, \$млн	12 379
Доля в Нор.никеле (25%), \$млн	9 000
Капитализация, \$млн	14 053
Кол-во акций, \$млн	156 136.36
Справедливая цена акции (ГДР) (конец 2010), \$	0.93 (18.6)

Источник: расчеты Прайм Марк

Ниже мы приводим основные параметры чувствительности модели:

Матрица чувствительности.1.

		Оценка 25% акций Норникеля (млн. \$)				
		7 000	8 000	9 000	10 000	12 000
Долгосрочная цена на алюминий, \$/тонна	2 000	0.60	0.67	0.73	0.80	0.93
	2 250	0.70	0.76	0.83	0.90	1.03
	2 500	0.80	0.86	0.93	0.99	1.13
	2 750	0.89	0.96	1.03	1.09	1.22
	3 000	0.99	1.06	1.12	1.19	1.32

Источник: расчеты Прайм Марк

Матрица чувствительности.2.

		Терминальный темп роста, %				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC, %	9.8%	1.12	1.19	1.26	1.35	1.45
	10.8%	0.97	1.02	1.07	1.13	1.21
	11.8%	0.85	0.89	0.93	0.97	1.03
	12.8%	0.75	0.78	0.81	0.85	0.89
	13.8%	0.67	0.69	0.72	0.75	0.78

Источник: расчеты Прайм Марк

Матрица чувствительности.3.

		Операционная маржа в терминальном периоде, %				
		10%	11%	12.7%	14%	15%
Долгосрочный тариф на электроэнергию, \$/кВтч	0.0233	0.79	0.85	0.94	1.01	1.06
	0.0259	0.78	0.84	0.93	1.00	1.06
	0.0273	0.78	0.84	0.93	1.00	1.05
	0.0287	0.78	0.83	0.92	1.00	1.05
	0.0315	0.77	0.82	0.92	0.99	1.04

Источник: расчеты Прайм Марк

Как видно из вышеуказанных таблиц оценка компании крайне чувствительна к такому параметру как цена на алюминий. В своих предположениях мы исходим из того, что долгосрочная цена на алюминий будет в районе \$2500 за тонну. Цена размещения РУСАЛа в \$1.39 за акцию предполагает, что инвесторы ждут долгосрочных цен на алюминий выше \$3000/тонну, при этом высоко оценивается и 25%-й пакет РУСАЛа в Норильском никеле, не менее \$12 млрд. за 25% или \$48 млрд. за всю компанию (текущая капитализация Норильского никеля \$31 млрд.).

В текущую цену размещения заложены крайне высокие ожидания инвесторов.

Таблица.9. Фактические и прогнозные финансовые показатели РУСАЛа

	2006	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П
Краткий отчет о прибылях и убытках							
Выручка, \$ млн.	8 429	13 588	15 685	8 625	11 698	13 333	14 352
алюминиевый дивизион	7 484	10 747	12 057	7 188	9 482	10 626	11 340
глиноземный дивизион	396	1 503	1 948	513	992	1 304	1 512
упаковочные дивизион	155	270	271	190	230	270	280
прочая выручка	394	1 068	1 409	324	733	994	1 133
ЕБИТДА, \$ млн.	3 675	4 523	-198	332	1 868	2 603	2 864
маржа по ЕБИТДА, %	44%	33%	-1%	4%	16%	20%	20%
Операционная прибыль, \$ млн.	3 312	3 647	-1 228	-310	1 133	1 846	2 084
Чистая прибыль, \$ млн.	2 897	2 806	-5 984	-615	620	1 301	1 313
чистая маржа, %	34%	21%	-38%	-7%	5%	10%	9%

Источник: Данные компании, расчеты Прайм Марк

Сравнительный анализ

Таблица.10. Мультипликаторы аналогов на 2011г.

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	Производство млн. тонн (2009)	EV / S	EV / EBITDA	P / E	EV/производство	ЕБИТДА маржа, %	Чистая маржа, %
Развивающиеся рынки										
CHALCO	Китай	23 850	31 226	2.8	2.68	9.91	13.83	11.15	27%	15%
HINDALCO	Индия	6 775	11 990	0.6	0.86	9.91	14.89	19.98	9%	3%
NALCO	Индия	6 128	5 252	0.4	4.07	11.17	18.18	13.13	36%	26%
Среднее					2.54	10.33	15.63	14.76	24%	15%
Развитые рынки										
Century Aluminium	США	1 294	1 493	0.6	1.30	9.05	23.11	2.49	14%	5%
Alcoa	США	13 885	22 223	3.6	1.05	6.69	13.82	6.17	16%	5%
Norsk Hydro	Норвегия	9 473	9 064	1.3	0.63	7.73	15.92	6.97	8%	4%
Среднее					0.99	7.83	17.61	5.21	13%	5%
РУСАЛ	Россия	21 103	33 482	4.0	2.51	12.86	16.22	8.37	20%	10%

Премия/дисконт к аналогам:
Развивающиеся рынки
-1% **24%** **4%** **-43%**
Развитые рынки
153% **64%** **-8%** **61%**
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

По мультипликаторам РУСАЛ оценен немного выше аналогов из развивающихся стран и с большой премией к мультипликаторам аналогов из развитых стран, что может быть объяснено более высокой рентабельностью компании.

Для оценки РУСАЛа мы использовали мультипликаторы EV/ЕБИТДА и P/E. В качестве целевых значений мы использовали мультипликаторы аналогов из развивающихся и из развитых стран с соответствующими весами, 60% и 40% соответственно.

Таблица.11. Оценка по мультипликаторам

	EV / EBITDA	P/E
Целевое значение	9.33	16,43
Целевая капитализация, \$млн	9 671	29 136
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$млн	19 403	
Кол-во акций	15 136 363 646	
Справедливая цена акции (ГДР), \$	1.28 (25.6)	

Источник: расчеты Прайм Марк
Таблица.12. РУСАЛ – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию (ГДР), \$	0.93 (18.6)	1.28 (25.6)
Доля в целевой цене, %	75%	25%
Final fair price per common share, \$	1.00 (20.0)	

Источник: расчеты Прайм Марк

Прайм Марк

Россия, Москва, Пресненская наб., 10,
"Башня на Набережной", блок С, 4 этаж,
Тел: +7 (495) 651-66-61
Факс: +7 (495) 967-76-67

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.prime-mark.com

Команда управляющих:

Сахаров Андрей
a.sakharov@prime-mark.com

Мозговой Илья
i.mozgovoy@prime-mark.com

Кулаков Андрей
a.kulakov@prime-mark.com

Команда аналитиков:

Хафизов Ленар
l.hafizov@prime-mark.com

Винокуров Дмитрий
d.vinokurov@prime-mark.com

Погодин Руслан
r.pogodin@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.