

ХОРОШАЯ СТАВКА НА ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ

Привлекательное предложение квазисуверенного заемщика

Ориентиры доходности выглядят довольно привлекательно.

Алмазодобывающая компания АЛРОСА, крупнейший производитель алмазов в мире, продолжает сбор заявок в рамках размещения двух выпусков облигаций общим объемом 15 млрд руб. Параметры выпусков приведены в таблице справа. Организаторы размещения ориентируют на ставку купона в диапазоне 8,25–8,75% для трехлетних и 8,75–9,25% для пятилетних бумаг, что соответствует уровню доходности порядка 8,51–9,04% и 9,04–9,58% соответственно. В случае, если размещение бумаг с трехлетней офертой пройдет по нижней границе заявленного диапазона, это будет соответствовать премии к кривой ОФЗ порядка 200 б.п., что для пятилетних бумаг соответствует доходности 9,1%. В целом мы находим ориентиры размещений достаточно привлекательными, учитывая, что наиболее длинные выпуски эмитентов, сопоставимых с АК «АЛРОСА» по уровню кредитных рейтингов, в частности Северстали (BB-/Ba3/B+) и ММК (NR/Ba3/BB), предлагают премию к кривой ОФЗ порядка 170–180 б.п. При этом вышеназванные компании являются частными, в то время как основной акционер АК «АЛРОСА» – государство, и компания пользуется его масштабной поддержкой как в виде кредитов госбанков, так и в форме покупки алмазов Гохраном при резком падении спроса на алмазы в периоды кризиса. Мы полагаем, что государство продолжит оказывать компании поддержку, при этом промежуточные операционные и финансовые результаты деятельности АЛРОСА в нынешнем году позволяют ожидать улучшения кредитных метрик эмитента. Мы рекомендуем участвовать в размещении облигаций АЛРОСА. Отметим, что облигации АК «АЛРОСА» удовлетворяют критериям включения в ломбардный список и список РЕПО ЦБ.

Информация о выпуске облигаций серии 21

Эмитент	ЗАО АК "АЛРОСА"
Рейтинги эмитента	В+/Ba3/B+
Общий объем	8 млрд руб.
Купон	Ежеквартальный
Срок обращения	5 лет
Оферта	через 3 года
Ориентир ставки купона	8,25 - 8,75%
Ориентир по доходности	УТР 8,51 - 9,04%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	22 июня 2010 г.

Информация о выпуске облигаций серии 23

Эмитент	ЗАО АК "АЛРОСА"
Рейтинги эмитента	В+/Ba3/B+
Общий объем	7 млрд руб.
Купон	Ежеквартальный
Срок обращения	5 лет
Ориентир ставки купона	8,75 - 9,25%
Ориентир по доходности	УТМ 9,04 - 9,58%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	22 июня 2010 г.

Долгов много, но ситуация постепенно улучшается

Ключевые показатели АК "АЛРОСА", млн руб.

МСФО	2007	2008	2009*	2010П	% изм. 2009/2008
Выручка	91	91	78	130	(14,3)
EBITDA	25	24	24	40	0
Чистая прибыль	16	(33)	11	26	(133,3)
Совокупный долг	82	134	118	101	(11,9)
Чистый долг	60	127	113	88	(11,0)
Капитал	122	78	89	106	14,1
Активы	228	265	241	237	(9,1)
Коэффициенты					
Рентабельность EBITDA (%)	28,0	26,1	30,3	30,5	
Долг/EBITDA	3,2	5,6	5,0	2,5	
Чистый долг/EBITDA	2,4	5,3	4,8	2,2	
Долг/Капитал	0,7	1,7	1,3	1,0	
Доля краткосрочного долга (%)	60	40	81	6	

* Предварительные данные отчетности за 2009 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В связи с резким снижением спроса на алмазы в 2008–2009 гг. финансовые результаты АЛРОСЫ снизились...

В 2008 г. АЛРОСА заметно увеличила долг в связи с необходимостью финансировать капитальные затраты, объем которых в 2008–2009 гг. составил около 41 млрд руб. При этом резкое снижение спроса на алмазы в указанный период обусловило значительное ухудшение операционных показателей компании, что привело к заметному росту долговой нагрузки АЛРОСА – с 2008 г. отношение Долг/EBITDA у компании превышает 5.

...но перспективы 2010 г. позволяют ожидать улучшения кредитных метрик эмитента. В условиях восстановления мировой экономики и, как следствие, заметного улучшения конъюнктуры на рынке алмазов выручка АК «АЛРОСА» по итогам I полугодия 2010 г. может составить 53 млрд руб. (продажи компании в I квартале достигли приблизительно 29 млрд руб.), что соответствует 70% выручки эмитента за 2009 г. По итогам всего 2010 г. компания ожидает выручку на уровне 130 млрд руб. АЛРОСА рассчитывает увеличить выручку более чем на 15% за счет реализации накопленных запасов сырья, которые на конец 2009 г. оценивала в 1,3 млрд долл. (примерно 39 млрд руб.). В 2010 г. АЛРОСА предполагает добыть 33,54 млн каратов алмазов – на 2,3% больше, чем в 2009 г. Подчеркнем, что в нынешнем году АЛРОСА рассчитывает увеличить объем продаж по долгосрочным контрактам до 56% от совокупной выручки против 21% в 2009 г., а стратегическая цель эмитента – довести продажи по долгосрочным контактам до 70%. Согласно оценке АЛРОСЫ, EBITDA по итогам 2010 г. достигнет 40 млрд руб., причем компания рассчитывает сократить объем долга в текущем году на 17 млрд руб. до 101 млрд руб. за счет полученной операционной прибыли.

Компания довольно успешно реструктурирует долговой портфель. Если на 1 августа 2009 г. чистый долг АК «АЛРОСА» достигал 162,1 млрд руб., из которых на долю краткосрочного долга приходилось 70%, то на начало 2010 г. задолженность уже уменьшилась до 113,3 млрд руб. (значительный объем обязательств удалось погасить благодаря продаже непрофильных газовых активов ВТБ Капиталу за 620 млн долл.). По утверждению менеджмента, АЛРОСА намерена продолжить продажу непрофильных активов, что, как мы полагаем, позволит компании уменьшить текущую долговую нагрузку в абсолютном выражении. Ранее в прессе приводились слова руководства АЛРОСА о том, что основная цель кредитной политики компании в 2010 г. – увеличение доли долгосрочных кредитов и снижение стоимости заимствований. К началу 2011 г. АЛРОСА намерена довести долгосрочные заимствования приблизительно до 94% долгового портфеля. В случае, если компании удастся достичь запланированных на этот год финансовых показателей, к концу 2010 г. отношение Чистый Долг/EBITDA снизится с текущего уровня 4,8 до приемлемого показателя на уровне ниже 3. Недавно АЛРОСА привлекла в ВТБ кредит на сумму 500 млн долл., увеличив долю долгосрочных заимствований и сократив расходы на обслуживание долга. Намечившееся улучшение кредитного качества компании было позитивно отмечено рейтинговыми агентствами (в феврале агентство Fitch повысило на одну ступень рейтинг АЛРОСЫ – до «В+», S&P восстановило кредитный рейтинг также до уровня «В+»). Мы не исключаем и дальнейших положительных рейтинговых действий по мере улучшения кредитных метрик АК «АЛРОСА».

Монопольное положение и высокий статус в регионе... АЛРОСА без преувеличения можно назвать основой российского алмазно-бриллиантового комплекса. Компания является монопольным производителем алмазов в стране, обеспечивая около 97% общей добычи в России. Кроме того, АЛРОСА – лидер мирового алмазного рынка с долей в мировой добыче порядка 29% в 2009 г. Компания обеспечивает около 60% промышленного производства Якутии и почти половину бюджетных доходов республики, что хорошо объясняет всю важность деятельности компании как для Якутии, так и для федеральной власти. По оценкам АЛРОСЫ, ее запасы алмазов составляют около трети мировых, что при текущем уровне добычи обеспечивает компании операционную деятельность на период свыше 25 лет.

...обуславливают солидную господдержку. Фактор господдержки (по крайней мере по состоянию на текущий момент) является, как мы считаем, определяющим при анализе кредитного качества АЛРОСЫ. При значительной доле краткосрочных кредитов в долговом портфеле компании (порядка 80% на начало 2010 г.) около 75% кредитов представлено средствами госбанков, что, безусловно, снижает риски рефинансирования. Заметим также, что АЛРОСА относится к числу системообразующих организаций, что также снижает кредитный риск, сопряженный с инвестированием в облигации компании. Стабильность операционной деятельности АЛРОСА поддерживают закупки алмазов Гохраном (в 2009 г. продажи Гохрану обеспечили компании 40% выручки против 9% и 5% в 2008 и 2007 гг. соответственно). В текущем году в связи с заметным улучшением рыночной конъюнктуры компания рассчитывает обойтись без продаж алмазов государству, в то же время государство выразило готовность в 2010 г. купить через Гохран у АК «АЛРОСА» продукции на 600 млн долл.

Уроки из кризиса вынесены, взят курс на IPO. На встрече с инвесторами, предварявшей размещение облигационных займов, представители АК «АЛРОСА» поделились планами на будущее. Отрадно, что компания вынесла уроки из прошедшего кризиса и причиной попадания в тяжелую долговую ситуацию считает неоправданно агрессивную инвестиционную политику, включавшую приобретение непрофильных активов. По заявлениям менеджмента, в дальнейшем АЛРОСА будет заниматься исключительно алмазным бизнесом, а непрофильные активы постепенно распродаст. Эти шаги, как мы полагаем, направлены на «очистку» баланса и отчасти связаны с намерением компании в перспективе стать

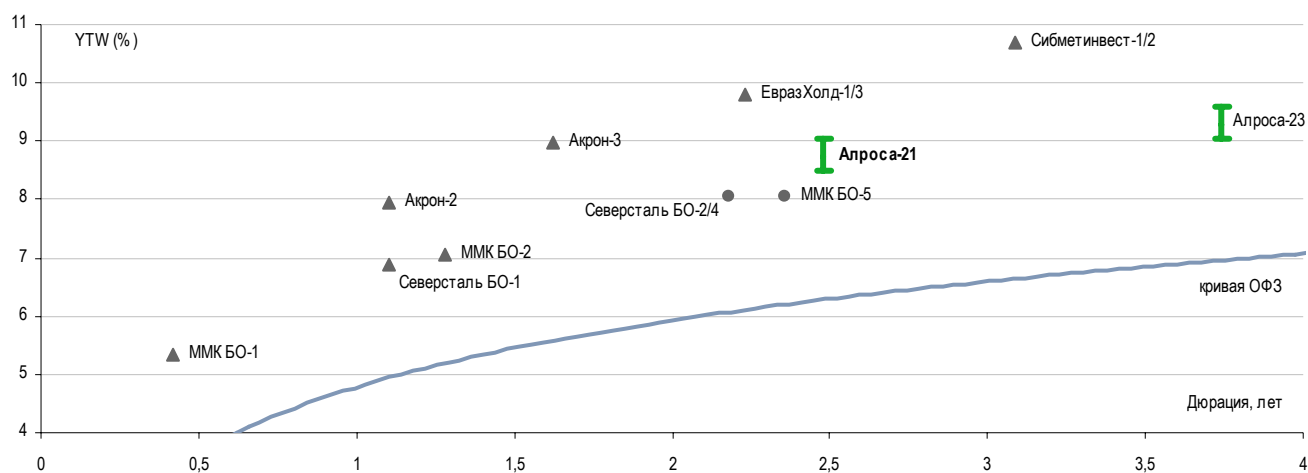
публичной. Сроки IPO пока точно неизвестны, компания сообщает, что выйдет на биржу не ранее 2012 г. По словам представителей АК «АЛРОСА», в случае первичного размещения акций контроль над компанией в любом случае останется у государства. Мы рассматриваем планы IPO как позитивный фактор для кредитного качества АК «АЛРОСА», позволяющий ожидать повышения ее информационной открытости, до сих пор остававшейся сравнительно низкой.

Основные риски вложений в долговые обязательства АЛРОСЫ, по-нашему мнению, следующие.

- **Высокая зависимость от рефинансирования.** На начало 2009 г. порядка 80% долга подлежало погашению в текущем году. Вместе с тем, тот факт, что основными кредиторами АЛРОСЫ являются госбанки, несколько смягчает этот риск.
- **Высокая чувствительность бизнеса к экономической ситуации.** Алмазы используются преимущественно для производства ювелирных изделий, то есть предметов роскоши, спрос на которые существенно снижается в периоды экономического спада, что и подтвердил кризисный прошлый год. Этот фактор, как мы считаем, повышает уязвимость кредитного профиля АЛРОСА.
- **Значительные капиталовложения на ближайшие годы.** План по инвестициям АК «АЛРОСА» на 2010–2012 гг. предполагает затраты на уровне 47 млрд руб., из которых 12 млрд руб. должны быть профинансированы в текущем году. Отметим ограниченные возможности компании по снижению инвестиционных затрат, что связано со спецификой производственного процесса.
- **Отсутствие определенности в отношении сроков IPO,** обусловленное «особым статусом» компании и законодательными ограничениями на пути ее преобразования из ЗАО в ОАО.
- **Низкий уровень прозрачности.** Отчетность за 2009 г. по МСФО компания до сих пор не опубликовала (по заявлению руководства отчетность будет представлена инвесторам в течение ближайшей недели).

Ориентиры выглядят довольно привлекательно

Диаграмма доходностей рублевых облигаций



* Котировки по состоянию на 16 июня

Источники: ММВБ, УРАЛСИБ

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

Коррадо Таведжиа, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсинова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 2010