

ВПЕЧАТЛЯЮЩЕЕ УЛУЧШЕНИЕ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Опубликована отчетность за I полугодие 2010 г. по МСФО

Впечатляющие положительные изменения с начала года. В отчетном периоде выручка алмазодобывающего монополиста составила 64,4 млрд руб., что не только более чем втрое превышает результат за I полугодие 2009 г., но и почти соответствует объему продаж за весь прошлый год. EBITDA продемонстрировала еще более впечатляющую динамику, достигнув 20,6 млрд руб., что превышает значение этого показателя за 2009 г. Рентабельность EBITDA за I полугодие текущего года увеличилась до 32%, превысив уровень «докризисного» 2007 года. На фоне результатов за I полугодие текущего года прогнозы компании на весь 2010 г. (выручка на уровне 130 млрд руб. и EBITDA порядка 52 млрд руб.) выглядят вполне достижимыми. Такому значительному улучшению операционных показателей Алросы способствовало прежде всего быстрое восстановление рынка алмазов в текущем году. Если в прошлом году продажи в Гохран обеспечили почти 40% выручки Алросы, а доля экспортных продаж в I полугодии 2009 г. была немногим больше 5%, то в I полугодии текущего года компания не осуществляла продажи Гохрану, а на экспортные продажи пришлось 64% выручки. Объем добычи алмазов компанией в отчетном периоде составил 16,6 млн карат, что позволило ей сохранить первое место в мире по добыче алмазов, опередив De Beers по объему добычи почти на 8%. Всего в текущем году Алроса намерена добыть 33,54 млн карат алмазов – на 2,3% больше, чем в 2009 году, при этом компания рассчитывает увеличить выручку более чем на 60% за счет реализации накопленных запасов сырья, которые по состоянию на конец 2009 г. компания оценивала на уровне 1,3 млрд долл.

Кредитные метрики теперь выглядят очень достойно. Чистый долг Алросы с начала года сократился почти на 12% до 100 млрд руб., а благодаря существенному росту операционной прибыли отношение Чистый долг/LTM EBITDA снизилось до комфортного уровня 2,6 с рискованных 6,0 на начало года. Значительно улучшилась и денежная позиция компании – благодаря размещению облигаций в объеме 26 млрд руб. доля краткосрочного долга сократилась до 39% с 80% на начало года, а коэффициент текущей ликвидности достиг приемлемого уровня 0,93. Также мы хотели бы обратить внимание на чистый денежный поток от операционной деятельности, который составил 26 млрд руб. против убытка в размере 10 млрд руб. в I полугодии 2009 г., что позволило обеспечить не просто положительный, а весьма высокий показатель свободного денежного потока (FCF) при инвестиционных затратах в этот период на уровне 4,9 млрд руб. Мы полагаем, что столь значительное улучшение кредитного профиля не останется незамеченным и рейтинговыми агентствами, так что есть все основания ожидать повышения рейтингов компании.

Ключевые финансовые показатели АК "АЛРОСА" по МСФО

	2007	2008	2009	ИП 2010	ИП 2009	ИП 2010/ИП 2009, %	2010П
Выручка	91	91	78	64,4	17,5	268,0	130
EBITDA	25	24	19	20,6	1,6	1 187,5	52
Чистая прибыль	16	(33)	4	5,0	2,9	72,4	26
					Изм. ИП 2010 / 2009, %		
Совокупный долг	82	134	118	112,5		(4,6)	101
Чистый долг	60	127	113	99,6		(11,7)	88
Капитал	122	78	81	86,6		7,3	106
Активы	228	265	236	232,3		(1,7)	237
Коэффициенты							
Рентабельность EBITDA (%)	28,0	26,1	24,1	32,0			39,7
Долг/EBITDA	3,2	5,6	6,3	3,0			2,0
Чистый долг/EBITDA	2,4	5,3	6,0	2,6			1,7
Долг/Капитал	0,7	1,7	1,5	1,3			1,0
Доля краткосрочного долга (%)	60	40	80	38,8			6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Появились дополнительные факторы, улучшающие кредитный профиль. 6 октября парламент Якутии принял в первом чтении законопроект, разрешающий преобразование АК «АЛРОСА» из ЗАО в ОАО. Согласно принятой поправке из текста закона будет исключено положение о том, что интересам республики отвечает такая организационно-правовая форма собственности алмазной компании, как ЗАО. По сути, это первый шаг к IPO, которое компания может провести, если примет решение о диверсификации бизнеса и разработке своего железорудного проекта «Тимир» (инвестиции оцениваются на уровне 88 млрд руб.). В то же время даже в случае проведения IPO, как сообщил глава Алросы Федор Андреев, Россия и Якутия сохранят за собой 70% капитала компании, что должно быть положительно воспринято кредиторами Алросы, ведь стратегический характер компании и существенная помощь со стороны государства являются очень весомым фактором поддержки ее кредитного профиля. Также отметим, что преобразование компании в ОАО будет не только способствовать улучшению информационной прозрачности компании, но и поможет «упорядочить» обращение ее акций, поскольку наличие «неконтролируемого рынка акций» (10% акций компании обращаются на сером рынке) создает определенный репутационный риск.

Рекомендуем облигации к покупке. В настоящее время рублевые облигации Алросы торгуются близко к номиналу с доходностью порядка 8,3–8,9% в зависимости от срочности, предлагая премию к ОФЗ на уровне 230–240 б.п. На фоне опубликованных высоких результатов мы ожидаем роста котировок облигаций компании и сокращения спреда к ОФЗ не менее чем на 50 б.п. Кстати, выпуски сопоставимой по уровню кредитных рейтингов Северстали (BB-/ВАЗ/В+) предлагают премию к кривой ОФЗ порядка 150 б.п., так что выпуски Алросы имеют хороший потенциал снижения доходности. Выпуск еврооблигаций Alrosa'14 (YTM 5,66% @ ноябрь 2014 г.) торгуется с премией к свопам порядка 459 б.п., что соответствует котировкам еврооблигаций Евраза. Принимая во внимание более сильную ликвидную позицию Алросы, а также фактор господдержки, мы считаем, что ее еврооблигации должны торговаться с дисконтом по доходности к выпускам Евраза. Что касается нового 10-летнего выпуска еврооблигаций Алросы объемом 1 млрд долл., маркетинг которого стартует на следующей неделе, то по аналогии с размещаемым в настоящее время выпуском Северстали, мы не ждем, что инвесторам будет предложена значительная премия «за дюрацию». Тем не менее мы рекомендуем участвовать в размещении «квазигосударственной» компании, кредитное качество которой стремительно улучшается.

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, taveggiac@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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