

ПРЕВОСХОДНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ. РОСТ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА НЕ СКАЖЕТСЯ НА УСТОЙЧИВОСТИ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Финансовая отчетность за 2011 г. по МСФО

Год рекордов. Сегодня Алроса, крупнейший в мире производитель алмазов и бриллиантов, опубликовала высокие результаты за 2011 г. по МСФО. Благоприятные рыночные условия (рост средней мировой цены на алмазы составил 53% за год) способствовали увеличению общей выручки компании в 2011 г. на 21% до 137 млрд руб. (выручка от продаж основной продукции составила 125 млрд руб., увеличившись на 24% за год), а также росту EBITDA на 87% до 65 млрд руб. В результате рентабельность Алроса по итогам года оказалась на уровне 47% против 31% годом ранее. Кроме того, компания продемонстрировала хорошую финансовую дисциплину – коэффициент долговой нагрузки Долг/EBITDA снизился с 2,9 в 2010 г. до 1,5 в 2011 г. Из ключевых событий после отчетной даты стоит отметить долгожданное закрытие сделки по обратному выкупу газовых активов и привлечение нового краткосрочного долга (во 2 кв. 2012 г. компания разместила ЕСР объемом 1,26 млрд долл.), который, согласно нашей оценке, не окажет негативного влияния на устойчивость кредитного профиля эмитента.

Снижение спроса в 4 кв. 2011 г., прогнозы на 2012 г. достаточно сдержанные. Высокие годовые результаты были обусловлены главным образом существенным ростом цен на алмазное сырье, показатели же за 4 кв., как и ожидалось, были довольно слабыми. По итогам октября–ноября компания смогла реализовать лишь 4,8 млн карат (против 9,1 в 3 кв. 2011 г.), что объясняется снижением объема продаж через аукционы и увеличением доли долгосрочных контрактов в выручке (66% по итогам 9 мес. 2011 г. и 72% в 4 кв. 2011 г.). Перераспределение в системе сбыта способствовало росту средних цен (177 долл./карат против 142 долл./карат в 3 кв. 2011 г.). Тем не менее выручка сократилась на 26% с уровня предыдущего квартала до 30,4 млрд руб., показатель EBITDA упал на 70% до 6,8 млрд руб., а рентабельность по EBITDA составила 22% против 55% в 3 кв. 2011 г. Руководство АЛРОСА умеренно позитивно оценивает перспективы следующего года и ожидает некоторого улучшения ситуации на рынке, несмотря на столь слабую конъюнктуру в последние месяцы года. Напомним, что согласно ранее представленным прогнозам компании добыча в 2012 г. ожидается на уровне 2011 г. (34,6 млн карат), а рост средней цены на алмазное сырье не превысит 5%.

Обращающиеся выпуски

ALRSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Airosa '14	500 \$	8,88	17 ноя 14	4,53
Airosa '20	1 000 \$	7,75	3 ноя 20	7,08
Алроса-21	8 000 R	8,25	25 июн 13	8,05
Алроса-22	8 000 R	8,25	28 июн 13	8,11
Алроса-23	7 000 R	8,95	18 июн 15	8,78
Алроса-20	3 000 R	8,95	23 июн 15	8,70

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

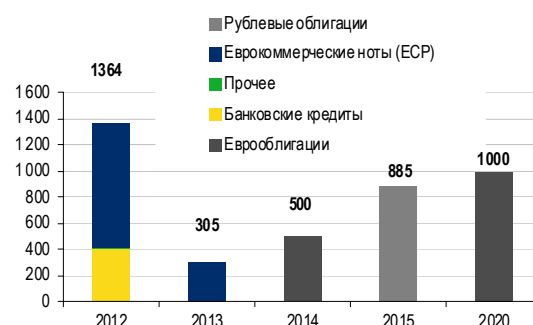
МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	2011	2012П
Выручка	91	78	113	138	147
EBITDA	24	19	35	65	62
Чистая прибыль	(33)	3	12	27	34
Совокупный долг	134	118	102	96	102
Собственный капитал	78	81	93	113	-
Активы	265	236	222	241	-
Опер. ден. поток	5	14	38	49	36
Кап. инвестиции	(27)	(13)	(12)	(21)	(22)
EBITDA, %	26,3	24,6	30,7	47,4	42,0
Долг / EBITDA	5,6	6,1	2,9	1,5	1,7
Чистый долг / EBITDA	5,1	5,9	2,8	1,3	
Кратк. займы / Долг, %	40,2	80,0	12,7	21,0	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Размещение ЕСР в 2012 г. значительно увеличило размер краткосрочного долга

График погашения обязательств АЛРОСА, млн долл., май 2012 г.



Источники: данные компании

Переход на подземный способ добычи требует значительных инвестиций, но для их финансирования хватает собственных средств.

По итогам 2011 г. операционный денежный поток АЛРОСА составил 49 млрд руб. (+30% к 2010 г.). Значительный рост денежных потоков позволил компании компенсировать нехватку инвестиций в период после кризиса (2009–2010 гг.) и увеличить капитальные затраты практически в двое до 21,4 млрд руб. против 12,5 млрд руб. годом ранее. Основная часть инвестиций (12,4 млрд руб., или 58% общих расходов) приходится на техническое перевооружение и обслуживание существующих производственных мощностей, в то время как на новые проекты (разработку подземных рудников) было направлено порядка 9 млрд руб. В настоящее время добыча подземным способом в полном объеме ведется лишь на руднике «Интернациональный», при этом компания продолжает инвестировать в разработку этого месторождения, что связано с необходимостью вскрытия лежащих ниже пластов. Завершаются подготовительные работы на подземных рудниках «Айхал» и «Мир», которые смогут выйти на полную мощность в 2012 и 2013 гг. соответственно. В свою очередь, ввод в эксплуатацию первого комплекса на самом крупном подземном руднике «Удачный», строительство которого началось в 2004 г., запланировано на 2014 г, а выход на полную мощность – на 2017 г. В 2012–2018 гг. компании предстоит инвестировать в строительство подземных рудников порядка 44 млрд руб., а объем капитальных затрат на текущий год мы оцениваем в 22 млрд руб., которые, согласно нашей оценке, будут покрываться за счет собственного операционного денежного потока в размере 36 млрд руб.

Привлечения нового долга и роста доли краткосрочных обязательств в текущем году избежать не удалось. В течение прошедшего года АЛРОСА старательно придерживалась финансовой дисциплины и курса на снижение долговой нагрузки. В результате на конец декабря коэффициенты Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA снизились с 2,9 и 2,8 до 1,5 и 1,3 соответственно. Однако с начала нынешнего года ситуация несколько изменилась. Чтобы профинансировать сделку по выкупу газовых активов, АЛРОСА в середине марта текущего года с успехом разместила еврокоммерческие краткосрочные бумаги (ЕСР) на общую сумму 1,26 млрд долл. (размещение происходило тремя траншами: 260 млн долл. на 7 мес. под 3,75%, 700 млн долл. сроком на 9 мес. под 4,25%, а также 300 млн долл. на 12 мес. под 4,25), в то время как ранее предполагалось частично профинансировать покупку за счет собственных средств и привлечь на рынках 500–600 млн долл. Новые заимствования увеличили размер краткосрочной задолженности до 1,4 млрд долл. (из которых 954 млн долл. приходится на ЕСР), что, согласно нашей оценке, может привести к росту долговой нагрузки по коэффициенту Долг/EBITDA до 1,6–1,7 на конец 2012 г. Разумеется, планируемое закрытие сделки с Зарубежнефтью позволит дополнительно обеспечить 250–260 млн долл. (исходя из оценки актива в 1 млрд долл.), однако это лишь отчасти позволит сгладить рост долга. При этом АЛРОСА, на наш взгляд, не будет испытывать трудностей с рефинансированием краткосрочного долга или аккумулированием дополнительной ликвидности, если в этом возникнет необходимость. По состоянию на конец 2011 г. компания располагала такими источниками ликвидности как собственные средства на балансе (12 млрд руб. на конец сентября 2011 г.) и кредитной линией ВТБ лимитом в 2 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели Алроса

МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	9 мес. 2011	4 кв. 2011	2 011
Выручка	90 734	91 082	77 949	113 394	107 315	30 417	137 732
Валовая прибыль	34 477	34 537	30 751	46 216	66 629	11 589	78 218
EBITDA	25 376	23 943	19 180	34 814	58 390	6 827	65 217
Чистая прибыль	16 184	(32 767)	3 463	11 788	35 528	(8 870)	26 658
Чистый долг	59 861	123 083	112 858	97 829	84 734		83 539
Долг	81 748	134 399	117 952	101 965	107 483		95 553
Капитал	122 280	78 018	80 721	92 610	122 641		113 097
Активы	227 829	265 075	236 239	222 427	256 785		240 964
Валовая рентаб., %	38,0	37,9	39,5	40,8	62,1		56,8
Рентаб. по EBITDA, %	28,0	26,3	24,6	30,7	54,4		47,4
Долг / EBITDA	3,2	5,6	6,1	2,9	1,8		1,5
Чистый долг / EBITDA	2,4	5,1	5,9	2,8	1,5		1,3
Акц. капитал / Активы	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5		0,5
Акц. капитал / Долг	1,5	0,6	0,7	0,9	1,1		1,2
Кэфф. текущей ликвидности	0,8	0,7	0,6	0,8	1,0		1,5
Доля краткоср. долга, %	60,5	40,2	80,0	12,7	30,8		21,0
ОДП	25 271	5 127	13 986	37 800	40 022	9 160	49 182
Ден. поток от инв. деятельности	(31 051)	(36 261)	19 651	(9 767)	(13 313)	(4 581)	(17 894)
Ден. поток от фин. деятельности	23 458	15 954	(36 540)	(29 134)	(7 702)	(15 300)	(23 002)
Капзатраты	(24 153)	(27 333)	(12 536)	(11 968)	(13 989)	(7 431)	(21 420)
Свободный денеж.поток	1 118	(22 206)	1 450	25 832	26 033	1 729	27 762
ОПД/Капзатраты	1,0	0,2	1,1	3,2	2,9	1,2	2,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Потенциал роста бумаг эмитента ограничен. . Высокие результаты 2011 г. в целом уже отражены в котировках бумаг эмитента, поскольку были ожидаемыми, учитывая, что руководство компании неоднократно объявляло прогнозы ключевых показателей годовой отчетности. Еврооблигации компании ALROSA'14 (YTM 4,53%) и ALROSA'20 (YTM 7,08%), на наш взгляд, оценены справедливо, тогда как рублевые выпуски, торгующиеся со средним спредом к кривой ОФЗ в размере 130–140 б.п., несколько перекуплены. В среднесрочной перспективе мы не видим каких либо торговых идей в бумагах эмитента, особенно принимая во внимание нынешние негативные настроения на рынках.

Предыдущие публикации по теме:

Март 21, 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FI_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru

Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

		Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый долг / EBITDA	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы	
Рейтинг (S&P/M/F)												
2009	Химическая промышленность											
	ЕвроХим	2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6	
	Акрон	1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5	
	Металлургия и горное дело											
	Евраз	9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3	
	Северсталь	9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4	
	ММК	5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7	
	НЛМК	6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7	
	РУСАЛ	8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3	
	Мечел	5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3	
	ТМК	3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2	
	Распадская	497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7	
	Металлоинвест	4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2	
	Кокс	850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4	
	СУЭК	4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3	
	АЛРОСА	2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3	
	Развитые страны											
	Arcelor Mittal		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
	Nippon Steel		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
	Alcoa		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
China Steel		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7	
2010	Химическая промышленность											
	ЕвроХим	3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6	
	Акрон	1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5	
	Металлургия и горное дело											
	Евраз	13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3	
	Северсталь	13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4	
	ММК	7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6	
	НЛМК	8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7	
	РУСАЛ	10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4	
	Мечел	9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3	
	ТМК	5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2	
	Распадская	706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7	
	Металлоинвест	7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3	
	Кокс	1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4	
	СУЭК	5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3	
	АЛРОСА	3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4	
	Развитые страны											
	Arcelor Mittal	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel	BBB+/A2/NR	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
	Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
China Steel	NR	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7	
2 011	Химическая промышленность											
	ЕвроХим	BB-/BB	4 467	1 645	36,8	810	1,5	3 003	1,8	1,3	2,6	0,4
	Акрон	/B1/B+	2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
	Металлургия и горное дело											
	Евраз	B+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
	ММК	WR/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	РУСАЛ	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	B+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	B/B2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5	
2012П	Химическая промышленность											
	ЕвроХим		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
	Акрон		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
	Металлургия и горное дело											
	Евраз		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
	Северсталь		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
	ММК		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
	НЛМК		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
	РУСАЛ		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
	Мечел		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
	ТМК		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
	Распадская		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
	Металлоинвест		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
	Кокс		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
	СУЭК		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
АЛРОСА		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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, grischenkovane@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Стратегия

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, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрug, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 2012