

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ЗАО «Алроса»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты

✓ ЗАО «Алроса» - крупнейшая компания в мире по добыче алмазов; по итогам 2009 г. доля компании на рынке впервые превысила 30% от общего количества добываемых в мире алмазов;

✓ компания является квазисуверенным заемщиком; доля Российской Федерации в капитале компании – 50,9%; еще около 32% принадлежит Правительству Республики Саха (Якутия); 8% акций находится в собственности административных районов (улусов), на территории которых компания осуществляет свою деятельность;

✓ в 2010 г. эмитент значительно улучшил финансовые результаты и снизил показатели долговой нагрузки;

✓ по итогам 2010 г. компания планирует увеличить выручку на 18,4%, показатель EBITDA – почти на 100%; также планируется снижение долговой нагрузки на 6,6% и изменение структуры долга;

✓ в ближайшее время компания может провести IPO; подготовка на законодательном уровне уже началась;

✓ в настоящий момент месторождения, на которых ведется активная добыча, сильно истощены.

Финансовые результаты

За 1 пол. 2010 г. ЗАО «Алроса» продемонстрировала самые сильные результаты деятельности среди всех горнодобывающих компаний России. Выручка за год выросла на 268%, достигнув 64,4 млрд. руб. Отметим, что по итогам всего 2009 г. выручка компании составляла 78 млрд. руб. EBITDA компании увеличилась более чем в 12 раз и составила 20,6 млрд. руб. По итогам года менеджмент компании планирует увеличение EBITDA до 39 млрд. руб., что является достижимой целью для компании, с учетом текущих результатов.

Операционная прибыль составила 15 876 млрд. руб. против 2 921 млрд. руб. годом ранее. Чистая прибыль увеличилась в 1,7 раз и составила 5 млрд. руб. против 2,9 млрд. руб. годом ранее.

Параметр выпуска:

Серия	Алроса-20
Объем размещения	до \$1 000 млн.
Срок обращения	10 лет
Купонный период	182 дня
Ориентировочная доходность к погашению	7,5-7,75%
<i>(по информации организатора)</i>	
Кредитный рейтинг	BB-/Ba3/BB-

Финансовые результаты ЗАО «Алроса», млрд. руб. (МСФО)

	1 пол. 2009	1 пол. 2010	Изм.,%
Выручка	17,5	64,4	268%
EBITDA	1,6	20,6	1188%
Чистая прибыль	2,9	5	72%

Основные финансовые показатели ЗАО «Алроса», млрд. руб. (МСФО)

	2009	Доля, %	1 пол. 2010	Доля, %	Изм.,%
Капитал	80,7	34,2%	86,6	37,3%	7%
Финансовый долг	118	50,0%	112,5	48,4%	-5%
краткосрочный	94,4	40,0%	43,7	18,8%	-54%
долгосрочный	23,6	10,0%	68,8	29,6%	192%
Чистый долг	112,9	47,8%	99,6	42,9%	-12%
Активы	236,2	100,0%	232,3	100,0%	-2%

В результате по итогам 1 пол. 2010 г. значительно улучшились показатели эффективности. ROE (%) составило 5,8%, в то время как по итогам всего 2009 г. этот показатель составил 4,48%. Рентабельность по EBITDA составила 32,0% против 40,9% по итогам 2009 г.

Значительное улучшение финансовых результатов было вызвано, в основном, улучшением ситуации на рынке алмазов. Отметим, что 70% выручки в 2010 г. было получено за счет экспорта алмазов за рубеж, в то время как в прошлом году 88% продукции было реализовано на внутреннем рынке, в частности Гохрану.

Кредитный профиль

В связи с улучшением финансовых результатов и увеличением денежных потоков от основной деятельности, компания смогла существенно улучшить свой кредитный профиль. Так, за 1 полугодие 2010 г. АО «Алроса» удалось погасить кредитов на 5,5 млрд. руб. При этом значительно изменилась структура долга. Если на начало 2010 г. 80% долга было краткосрочным, то на 01.07.2010 г. только 39% долга приходилось на краткосрочные кредиты и займы.

В связи с погашением долга доля капитала в активах выросла с 34,2% до 37,7%.

Предстоящее размещение еврооблигаций на \$1 млрд. поможет компании снизить долю краткосрочного долга до минимальных значений.

Значительно улучшились коэффициенты покрытия долга. Так, Чистый долг/EBITDA по итогам 1 пол. 2010 г. составил 2,6 против 6,0 на начало года.

Столь значительное улучшение кредитных метрик нашло отражение в повышении рейтингов компании. Агентства S&P и Fitch повысили рейтинг эмитента с B+ до BB- со стабильным прогнозом, что соответствует рейтингу ОАО «Северсталь».

Факторы неопределенности

Положительным фактором, который может повлиять на стоимость облигаций компании в дальнейшем, является возможное IPO Алросы в ближайшем будущем.

Напомним, что в настоящее время, единственным препятствием для проведения IPO является закон Якутии, по которому в интересах Республики является сохранение Алросы в форме ЗАО.

Финансовые коэффициенты ЗАО «Алроса» (по МСФО)

	2008	2009	1 пол. 2010
Рентабельность капитала,%	отриц.	4,48%	5,80%
Рентабельность EBITDA, %	26,37%	40,90%	32,00%
Капитал/Активы	0,29	0,34	0,37
Чистый долг/EBITDA	5,3	3,54	2,42
EBITDA/проценты	2,2	1,36	2,1

6 октября парламент Якутии принял в первом чтении поправку в закон, который снимает это ограничение. Также было предложено установить минимальный размер пакета акций, остающийся в собственности Якутии на уровне 25% + 1 акция.

Президент компании Федор Андреев сообщил, что компания может получить до \$2 млрд., разместив 20% акций. Также президент отметил, что РФ и Республика Саха (Якутия) сохранят за собой 70% капитала компании, что должно быть положительно воспринято кредиторами компании.

Окончательное принятие закона планируется в начале декабря. По словам председателя Правительства Якутии, большинство депутатов поддерживают закон; вероятность его принятия – высокая.

Отметим, что вероятное IPO проводится с целью инвестиций в разработку новых месторождений.

Позиционирование займа

По своему кредитному профилю, Алроса сейчас ближе к ОАО «Северсталь». В частности, это было отражено в повышении рейтингов компании до уровней Северстали. К этому стоит добавить еще квазисуверенный статус заемщика, в отличие от ОАО «Северсталь» и ОАО «Евраз».

Сейчас выпуск еврооблигаций Алроса-14 лежит точно на кривой доходности Северстали и торгуется с дисконтом относительно кривой Евраза в размере 30-40 б.п.

Предполагаемый прайсинг по выпуску, на момент написания комментария, находится в диапазоне 7,5-7,75% годовых. Дюрация при этом составляет 7,21-7,14 лет соответственно.

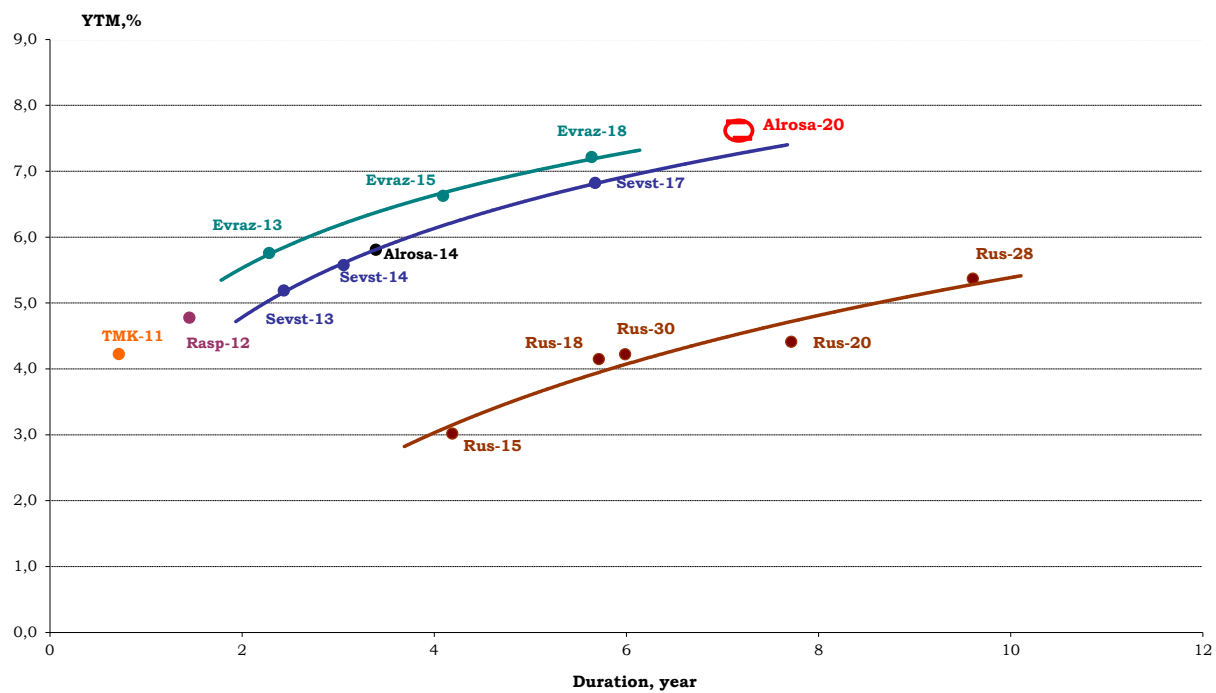
Исходя из ситуации на 28 октября relative value бумаги должна соответствовать доходности в районе 7,2-7,3%.

Таким образом, участие в размещении представляется нам интересным даже по нижней границе. В случае размещения по нижней границе, потенциал снижения доходности по бумаге к кривой Северстали может составить 20-30 б.п.

Финансовые показатели горнодобывающих компаний России на 01.07.2010 г. (по МСФО)

	Алроса	Северсталь	Евраз
	BB-/Ba3/BB-	BB-/Ba3/B+	B/E2/B+
Выручка	64,4	221,6	191,4
ЕБИТДА	20,6	43,4	34,6
Капитал	86,6	217,7	318,9
Активы	232,3	563,1	706,2
Рентабельность ЕБИТДА, %	32,0%	19,6%	18,1%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,42	1,7	3,8
ЕБИТДА/проценты	2,1	4,47	3,1
Капитал/Активы	0,37	0,4	0,45

Оценка справедливой доходности еврооблигаций Алроса-20, с учетом ситуации на долговом рынке на 28 октября 2010г.



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 737 93 03
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 737 93 71
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 737 93 44
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 737 93 81
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 956-26-78
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 737 93 70

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 956 15 47
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 737 93 71
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 956 12 52

www.ufs-federation.com

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.