

18 июня 2010

Содержание

- **Алроса: итоги встречи с менеджментом компании** **Стр 1**
- **Промышленное производство: пересмотр пошел на пользу** **Стр 3**

Алроса: итоги встречи с менеджментом компании

Вчера государственная монополия по добыче алмазов – АК Алроса (В+/Ва3/В+) провела встречу с аналитиками, в ходе которой менеджмент компании рассказал о событиях прошедшего года, описал текущее положение дел в компании, а также озвучил предварительные данные за 2009 год по МСФО. Наиболее сложный для компании период был преодолен благодаря господдержке и на сегодняшний день Алроса весьма позитивно оценивает перспективы 2010 года. Аудированная отчетность по МСФО за 2009 год пока по-прежнему не доступна, и инвесторам, желающим принять участие в размещаемых облигациях Алросы 21 и 23 серии, приходится в большей степени полагаться на господдержку компании, нежели на ее фундаментальные кредитные характеристики. Мы полагаем, что премия рублевых бумаг Алросы 21 и 23 серии к доходности облигаций Аэрофлота едва ли полностью компенсирует разницу в их кредитном качестве, в особенности учитывая уровень автономной кредитоспособности.

Алроса провела встречу с аналитиками – по словам менеджмента худшее позади, но отчетность по МСФО по-прежнему не доступна

Финансовые результаты Алросы по МСФО, руб млрд

Год	Выручка	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг/ EBITDA	Краткосрочный Долг / EBITDA	EBITDA / процентные расходы
1кв2010*	27 391	9 955	36.7%	106 153	2.7	2.1	4.0
2009**	77 949	19 159	24.6%	117 958	6.2	4.9	1.0
2008	91 082	23 858	26.2%	136 336	5.7	2.3	2.4
2007	90 734	25 376	28.0%	82 155	3.2	2.0	4.0

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

* Данные за 1кв2010 года в соответствии с РСБУ, в расчете приведен показатель EBIT

** Согласно предварительной отчетности по МСФО за 2009 год

Конец 2008 и начало 2009 года ознаменовались для мировой алмазной индустрии весьма негативными тенденциями: цены на алмазы упали на 30%–40% по сравнению с пиковыми значениями середины 2008 года, а объемы физического спроса на продукцию сократились приблизительно вдвое. В такой ситуации государственному монополисту была оказана беспрецедентная объем поддержки, и с декабря 2008 года по июль 2009-го весь объем добываемых компанией алмазов выкупался Гохраном России, что в денежном выражении составило порядка 32.5 млрд рублей или 42% от валовых продаж компании за 2009 год. Также в середине 2009 года произошли существенные перестановки в руководстве Алросы, после чего новый менеджмент сфокусировался на повышении эффективности и снижении долговой нагрузки компании (в т.ч. за счет продажи непрофильных активов).

С учетом тяжести ситуации, сложившейся в отрасли, представленные Алросой, предварительные данные по МСФО за 2009 год выглядят весьма приемлемо: EBITDA компании снизилась только на 19% и все еще покрывала процентные расходы, рентабельность сократилась незначительно, а объем валового долга уменьшился. Существенную поддержку компании в 2009 году оказали поступления от реализации непрофильных активов (18.6 млрд рублей), а также возврат 11 млрд рублей с депозита, размещенного в 2008 году в испытывающем трудности банке «КИТ Финанс». Благодаря этим поступлениям в 2009 году Алроса сократила валовый долг на 13% (–18 млрд рублей), осуществив при этом порядка 12.5 млрд капитальных вложений. С точки зрения рентабельности поддержку оказало сокращение операционных издержек на 8 млрд рублей: в т.ч. за счет снижения на 25% материальных, транспортных и топливно-энергетических затрат и на 14% расходов на персонал.

В крайне тяжелом для алмазодобытчиков 2009 году Алросе была оказана беспрецедентная господдержка и произведены перестановки в менеджменте

Благодаря принятым мерам результаты за 2009 год выглядят весьма приемлемо

В целом благодаря господдержке в 2009 году компании удалось избежать масштабного сокращения объемов продаж, что вкупе проведенной работой по оптимизации бизнеса позволило реализовать инвестиционную программу (хотя и не в полном объеме). Со 2п2009 года мировые цены и спрос на алмазное сырье начали постепенно восстанавливаться, и Алроса возобновила реализацию продукции на рынке. В 2010 году компания планирует увеличить продажи на 2/3, а за счет возросшей эффективности и высоких отпускных цен увеличить рентабельность по EBITDA до 40%. На сегодняшний день Алросой уже подписано 18 трехлетних контрактов объемом более 120 млрд рублей, доля которых в прогнозной выручке за 2010 год превысит 50%. Остальную часть продукции компания планирует реализовать по краткосрочным договорам, не прибегая к продажам в Гохран РФ. Судя по данным отчетности по РСБУ за 1кв2010 года, Алросе удастся следовать заявленным целям – объем выручки составил 27 млрд рублей и по словам менеджмента компании полностью приходился на рыночные продажи.

Среди приоритетных задач на ближайшие 3 года менеджмент компании выделяет сокращение размера валового долга, удлинение его дюрации, а также осуществление инвестиций в глубинную разработку существующих месторождений (по 10 млрд рублей в 2010, 2011 и 2012 годах). На сегодняшний день 59% валового долга Алросы приходится на кредиты ВТБ, причем основные выплаты приходятся на 2п2010 года. Рефинансировать данные обязательства Алроса рассчитывает за счет выпуска 26 млрд рублей рублевых облигаций 20–23 серии, а также нового выпуска еврооблигаций объемом US\$1 млрд, запланированного на декабрь текущего года. В случае успешного размещения данных инструментов и продолжающегося восстановления рынков сбыта компания сможет осуществить инвестиционную программу и расплачиваться по остальным обязательствам за счет операционного денежного потока.

Мы отмечаем, что представленные Алросой планы и прогнозы на 2010 год выглядят довольно оптимистично. Динамика цен и спрос на алмазное сырье могут подвергнуться существенным колебаниям, в том числе как по причине восстановления производства у основных конкурентов компании (De Beers, Rio Tinto, BHP Billiton), так и существенного объема запасов сырья в Гохране, которые при определенных обстоятельствах он вполне может начать реализовывать на рынке. Оптимизма также не добавляет продолжающийся спад на основных рынках сбыта конечной продукции (45% мировых продаж бриллиантов приходится на США и 12% на Европу). С другой стороны, государственный контроль обеспечивает Алросе достаточно высокий уровень потенциальной поддержки в случае развития негативных тенденций на рынке алмазного сырья, а также высокую степень лояльности со стороны госбанков.

В любом случае, не смотря на восстановление основных рынков сбыта, на сегодняшний день Алроса все еще является довольно уязвимой компанией с точки зрения ее автономной кредитоспособности: высокая долговая нагрузка, крайне слабая ликвидность и неопределенность в отношении будущего спроса на продукцию. Данный факт подтверждается мнением S&P и Fitch, которые оценивают автономное кредитное качество Алросы на уровне CCC+ и B– соответственно. Кроме того полный комплект отчетности Алросы по МСФО за 2009 год все еще отсутствует в публичном доступе. Таким образом, при принятии решений инвесторам приходится в большей степени рассчитывать на высокую вероятность господдержки Алросы, нежели на результаты фундаментального кредитного анализа.

Во вторник (22/06/2010) закрывается книга заявок на участие в рублевых выпусках Алросы 21 серии (YTP 8.51%–9.04%, дюрация 2.67 года, объем 8 млрд рублей) и 23 серии (YTM 9.04%–9.58%, дюрация 4.07 года, объем 7 млрд рублей). Инвесторам, уверенным в своевременном и полном объеме господдержки Алросы в будущем мы рекомендуем обратить внимание на более короткий выпуск 21 серии. Верхняя граница, диапазона его доходности, предлагает премию в 125 б.п. к сопоставимым по дюрации бумагам государственного монополиста – Аэрофлот – рейтинг которого по шкале Fitch все же находится на 3 ступени выше Алросы, а автономное кредитное качество выше на 4 ступени. Выпуск 23 серии нам видится менее интересным: ввиду более длинной дюрации его ликвидность на вторичном рынке скорее всего будет низкой. Инвесторам не стоит также забывать о том, что в течение этого года Алроса планирует разместить еще два рублевых выпуска объемом 3 и 8 млрд рублей, что может оказать давление на котировки уже обращающихся бумаг.

**Компания прогнозирует
существенный рост продаж
в 2010 году...**

**... и планирует сокращать
объем долга и
инвестировать в
разработку месторождений**

**В оптимистичные планы
Алросы рынок может
внести серьезные
коррективы, но в случае
стрессовых сценариев
компания вновь обратится
за помощью к государству**

**Фундаментальные
кредитные характеристики
очень слабые, и при
принятии решений
инвесторам приходится
полагаться в основном на
господдержку**

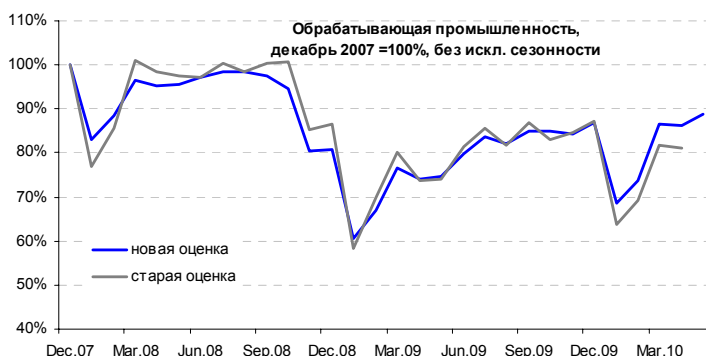
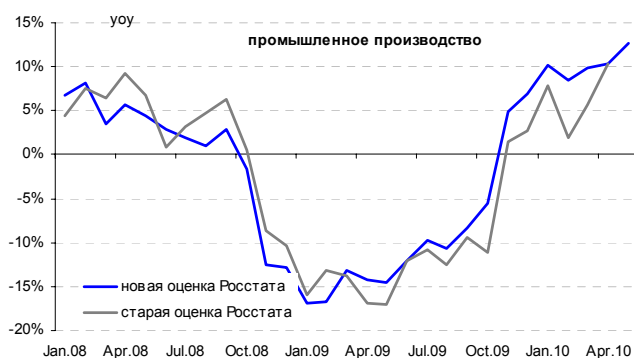
**Из размещаемых бумаг
Алросы, интерес могут
представлять облигации 21
серии при доходности по
верхней границе диапазона**

Промышленное производство: пересмотр пошел на пользу

Вчера Росстат опубликовал данные по промышленному производству за май. Кроме того, наконец-то были предоставлены данные по динамике выпуска в промышленности за 2008-2009 годы, рассчитанные по новым весам. В целом главное отличие динамики промышленности в новой и старой версии связано с 2008 годом. Согласно новым данным рост выпуска в 1^й кв 2008 года был значительно скромнее, а падение осенью значительно сильнее, чем считалось ранее (см. графики).

Однако, намного более серьезное статистическое расхождение возникло в связи с пересмотром динамики промышленности в начале 2010 года. Напомним, что с января Росстат начал публиковать темпы роста выпуска уже с новыми весами. Оказалось, что первоначальная оценка по новой методологии была неточной - рост промышленности в январе-апреле 2010 года был значительно сильнее, чем в предыдущей версии, и никакой стагнации зимой не наблюдалось. Наоборот, все это время выпуск рос высокими темпами (около 10-12% в годовом выражении) и фактически достиг предкризисных значений.

Мы обращаем внимание, что новая оценка Росстатом динамики промышленности в начале 2010 года несколько расходится с показателями, характеризующими спрос на ее продукцию: инвестициями, розничными продажами и экспортом. Поэтому можно предположить, что главным источником роста промышленного выпуска в этот период было увеличение запасов (Росстат пока не опубликовал оценку ВВП методом использования доходов). В связи с этим, мы ожидаем, что такие высокие темпы роста промышленности будут недолгими, и в ближайшие месяцы мы увидим их значительное снижение.



ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.