

ОЖИДАВШИЙСЯ РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ И ПОДТВЕРЖДЕНИЕ ПЛАНОВ ПО ВЫХОДУ НА ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО

Неоднозначные результаты. Вчера АЛРОСА опубликовала финансовый отчет за 1 кв. 2012 г. по МСФО, который произвел на нас двойственное впечатление. С одной стороны, рыночная конъюнктура способствовала достижению высоких результатов не только по отношению к 4 кв. 2011 г., но и в сравнении с соответствующим периодом прошлого года. Так, общая выручка за квартал увеличилась на 22% до 37 млрд руб., а рост показателя EBITDA более чем в два раза по сравнению с 4 кв. 2011 г. (до 16 млрд руб.) позволил восстановить рентабельность бизнеса с 22% до 44%. С другой стороны, как мы и ожидали, кредитные метрики эмитента с начала года ухудшились – коэффициент долговой нагрузки Долг/ЕБИТДА возрос до 1,9 (1,5 на конец 2011 г.), а доля краткосрочных обязательств в структуре портфеля увеличилась с 21% до 44%. В ходе телефонной конференции руководство АЛРОСА сообщило о продолжении переговоров с потенциальными покупателями газовых активов. В случае, если сделка не будет реализована в срок, компании придется выйти на рынок капитала для рефинансирования текущих обязательств. Вопрос относительно проведения публичного размещения также остается открытым. Однако вчера представители Минэкономразвития подтвердили, что небольшой пакет (14% – 7% из федерального бюджета и 7% из доли Якутии) может быть размещен уже до конца 2012 г.

Сокращение производства носило плановый характер.

В 1 кв. 2012 г. добыча алмазов фактически осталась на уровне 4 кв. 2011 г. (8,1 млн карат против 8,3 млн карат), но при этом оказалась на 19% ниже уровня годичной давности. Более слабые результаты объясняются проводимыми профилактическими работами на обогатительной фабрике, обслуживающей рудник «Ай-хал» и трубку «Комсомольская», а также плановым снижением объема добычи на трубке «Удачная» в связи со строительством подземного рудника. Благоприятная рыночная конъюнктура способствовала квартальному росту средних цен на ювелирные алмазы (доля продаж в физическом выражении составляет 64%) и технические на 5% и 66% соответственно, а также позволила увеличить объем продаж в два раза с 4,8 млн карат до 9,5 млн карат. По словам руководства компании, текущая ситуация на рынке должна обеспечить добычу по итогам текущего года в рамках ожиданий, то есть на уровне 35 млн карат.

Снижение долговой нагрузки до конца года маловероятно, возможность размещения новых заимствований во 2 п/г 2012 г. не исключается.

Как мы и ожидали, в результате размещения ЕСР в марте нынешнего года на 1,3 млрд долл. совокупный долг компании по итогам 1 кв. 2012 г. возрос на 33% до 127 млрд руб., что, несмотря на улучшение операционных показателей, привело к росту долговой нагрузки в терминах Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА до 1,9 и 1,6 против 1,5 и 1,3 на конец года.

Обращающиеся выпуски

ALRSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Alosa '14	500 \$	8,88	17 ноя 14	4,40
Alosa '20	1 000 \$	7,75	3 ноя 20	6,97
Алрос-21	8 000 R	8,25	25 июн 13	6,24
Алрос-22	8 000 R	8,25	28 июн 13	8,40
Алрос-23	7 000 R	8,95	18 июн 15	8,21
Алрос-20	3 000 R	8,95	23 июн 15	9,10
Роснано-5	10 000 R	8,60	10 апр 19	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели

АЛРОСА

МСФО, млрд руб.

	1 кв. 11	4 кв. 11	1 кв. 12	2012П
Выручка	29,6	30,4	37,2	147,1
ЕБИТДА	14,0	6,8	16,2	61,7
Чистая прибыль	11,7	(8,9)	12,7	34,1
Совокупный долг	95,7	95,5	126,9	102,2
Собственный капитал	104,2	113,1	125,9	-
Активы	232,1	241,0	289,7	-
Опер. ден. поток	13,2	9,2	7,9	36,0
Кап. инвестиции	(5,5)	(7,4)	(7,0)	(21,8)
ЕБИТДА, %	47,4	22,4	43,5	42,0
Долг/ЕБИТДА	2,3	1,5	1,9	1,7
Чистый долг/ЕБИТДА	2,1	1,3	1,6	
Краткосрочные займы/Долг, %	12,6	21,0	43,8	

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ожидавшийся рост долговой нагрузки и подтверждение планов по выходу на долговой рынок

На сегодняшний день долг АЛРОСА составляет 4 млрд долл. (131 млрд руб.), а размер обязательств, подлежащих погашению до конца года, – 1,3 млрд долл. (43 млрд руб.). Эти обязательства представлены банковскими кредитами на 400 млн долл. и выпусками ЕСР на 954 млн долл. Согласно комментариям менеджмента, до конца года планируется сократить объем задолженности на 1,2–1,3 млрд долл. до 2,7–2,8 млрд долл. – за счет как средств, вырученных от продаж газовых активов (планирует продать до 51% акций за 500 млн долл., исходя из оценки актива в 1 млрд долл.), так и собственных финансовых источников. В случае, если в ближайший срок сделка не будет реализована, компании придется рефинансировать существенную часть краткосрочных обязательств. Мы достаточно скептически относимся к планам компании и предполагаем, что исходя из потребностей в рефинансировании и в капитальных инвестициях, соответствующих уровню 2011 г. (20–22 млрд руб.), ей все же придется выходить на рынок капитала. При этом мы полагаем, что долговая нагрузка сохранится на уровне 1,6–1,7 по Долг/ЕБИТДА.

Неясность в отношении продажи газовых активов сохраняется. В 1 кв. 2012 г. АЛРОСА успешно закрыла сделку по обратному выкупу своих газовых активов (90% акций ЗАО «Геотрансгаз» и 90% акций Уренгойской газовой компании) у структур группы ВТБ, однако планы по их дальнейшей реализации по-прежнему неясны. Основным претендентом на покупку блокирующих пакетов (25% плюс одна акция ЗАО «ГТГ» и 26% ООО «УГК») являлась государственная нефтяная компания «Зарубежнефть», имеющая эксклюзивное право на приобретения доли в газовых активах после проведения процедуры due diligence, намеченной на конец апреля. Однако до сих пор закрытие сделки под вопросом, а переговоры с потенциальными покупателями продолжаются, среди которых в прессе фигурировал и ЛУКОЙЛ. В ходе телефонной конференции представители АЛРОСА оценили шансы успешного закрытия сделки по продаже активов до конца года как 50/50.

Стратегия развития предполагает сохранение лидерства на рынке. АЛРОСА согласовала план развития до 2021 г., согласно которому выручка компании должна возрасти в 2,8 раза до 11,9 млрд долл., а добыча – на 17,8% до 38–40 млн карат по сравнению с 2011 г. Опережающая динамика выручки связана как с повышением спроса (+38% к 2021 г.), так и с улучшением ассортимента продукции после выхода подземных рудников на проектную мощность. Совокупные инвестиции в развитие на ближайшие десять лет планируются в объеме 234 млрд руб., основная часть которых (156 млрд руб., или 66%) должна быть направлена на разработку подземных рудников.

Ключевые финансовые показатели Алросы

МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	1 кв. 11	9 мес. 11	2011	1 кв. 12
Выручка	90 734	91 082	77 949	113 394	29 600	107 315	137 732	37 200
Валовая прибыль	34 477	34 537	30 751	46 216	16 026	66 629	78 218	19 833
ЕБИТДА	25 376	23 943	19 180	34 814	14 035	58 390	65 217	16 191
Чистая прибыль	16 184	(32 767)	3 463	11 788	11 710	35 528	26 658	12 688
Чистый долг	59 861	123 083	112 858	97 829	86 665	84 734	83 539	110 907
Долг	81 748	134 399	117 952	101 965	95 684	107 483	95 553	126 941
Капитал	122 280	78 018	80 721	92 610	104 176	122 641	113 097	125 884
Активы	227 829	265 075	236 239	222 427	232 113	256 785	240 964	289 669
Валовая рентабельность, %	38,0	37,9	39,5	40,8	54,1	62,1	56,8	53,3
Рентабельность по ЕБИТДА, %	28,0	26,3	24,6	30,7	47,4	54,4	47,4	43,5
Долг/ЕБИТДА	3,2	5,6	6,1	2,9	2,3	1,8	1,5	1,9
Чистый долг/ЕБИТДА	2,4	5,1	5,9	2,8	2,1	1,5	1,3	1,6
Акц. капитал/Активы	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
Акц. капитал/Долг	1,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,2	1,0
Кэфф. текущей ликвидности	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	1,0	1,5	1,5
Доля краткоср. долга, %	60,5	40,2	80,0	12,7	12,6	30,8	21,0	43,8
Опер. денежный поток	25 271	5 127	13 986	37 800	13 165	40 022	49 182	7 850
Ден. поток от инв. деятельности	(31 051)	(36 261)	19 651	(9 767)	(5 382)	(13 313)	(17 894)	(38 947)
Ден. поток от фин. деятельности	23 458	15 954	(36 540)	(29 134)	(2 763)	(7 702)	(23 002)	35 444
Капзатраты	(24 153)	(27 333)	(12 536)	(11 968)	(5 506)	(13 989)	(21 420)	(6 979)
Свободный денеж.поток	1 118	(22 206)	1 450	25 832	7 659	26 033	27 762	871
ОДП/Капзатраты	1,0	0,2	1,1	3,2	2,4	2,9	2,3	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ожидавшийся рост долговой нагрузки и подтверждение планов по выходу на долговой рынок

Выпуски эмитента несколько перекуплены. Несмотря на ряд негативных моментов, АЛРОСА сохраняет финансовую стабильность – в основном благодаря устойчивым денежным потокам, сильному уровню капитальных затрат и наличию дополнительных источников ликвидности в виде кредитных лимитов от ВТБ (на 2 млрд долл.), которые, насколько мы понимаем, могут быть использованы в крайнем случае для рефинансирования обязательств. Ухудшение кредитных метрик не стало неожиданностью для участников рынка, поэтому мы считаем, что публикация отчетности не окажет заметного влияния на котировки бумаг эмитента. На внешнем рынке еврооблигации компании ALROSA'14 (YTM 4,40%) и ALROSA'20 (YTM 6,97%), по нашей оценке, несколько перекуплены. В таком случае предпочтительнее после недавних распродаж выглядят более длинные выпуски Евраз (B+/Ba3/BB-), предлагающие, на наш взгляд, излишний спред, равный 140 б.п., к бумагам Северстали. Рублевые выпуски АЛРОСА торгуются практически на кривой ФСК (BBB/Baa2/NR), обеспечивая премию к кривой ОФЗ в размере 120–140 б.п., что также не вполне справедливо.

Последние публикации по теме:

17 мая 2012 г. АЛРОСА – Превосходные результаты. Рост краткосрочного долга не скажется на устойчивости кредитного профиля. Финансовая отчетность за 2011 г. по МСФО.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120517_FI_Alosa_2011%20Review.pdf?docid=12970&lang=ru

21 марта 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

См. таблицу на следующей странице.

Ожидавшийся рост долговой нагрузки и подтверждение планов по выходу на долговой рынок

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы
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
2010 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											
ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5
Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2
<hr/>											
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
2011 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
Развитые страны											
ArcelorMittal	BBB-/Baa3/BBB	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
Nippon Steel	BBB+/A3/BBB+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
Tata Steel	BB/Ba3/BB+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
Vale	A-/Baa2/BBB+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	BB/Ba3/NR	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2
<hr/>											
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
2012П 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		785	308	39,2	253	1,0	551	1,8	1,2	0,9	0,5
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, myrsikovav@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

Нефть и газ

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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

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

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,
Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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