

Алроса (BB-/Ba3/BB-): Бриллиантовая ставка на рублевом рынке

13 ноября 2010 г.

Выводы

Несмотря на то, что в настоящее время первичное предложение отвлекает на себя основное внимание инвесторов в рублевые облигации, вторичный рынок предлагает немало интересных торговых возможностей. На этот раз мы обращаем внимание на облигации Алросы – эмитента с квазисуверенным статусом.

В ИП10 Алроса значительно улучшила свое финансовое положение, что привело к повышению кредитных рейтингов эмитента. Мы позитивно смотрим на дальнейшие перспективы компании. Рублевые облигации Алросы по нашему мнению сейчас недооценены относительно рынка с учетом кредитных рейтингов эмитента. Это наглядно видно из диспропорции кредитных спредов выпусков компании на внутреннем и внешнем рынках. Еврооблигации Алросы сейчас торгуются с отрицательным спредом к бумагам Северстали (BB-/Ba3/B+), тогда как на рублевом рынке премия в доходности по выпускам Алросы составляет около 100 б.п. (см. Илл.2 на стр. 2). Мы ожидаем сужения данного спреда минимум на 50 б.п. в перспективе ближайших 2-3 месяцев.

Инвестиционный анализ

Значительное улучшение финансового положения в 2010 г. На фоне положительных тенденций на мировом алмазном рынке Алроса значительно улучшила свое финансовое положение по итогам ИП10. Объем выручки полученной компанией за данный период по МСФО (64,4 млрд руб) почти соответствовал результату всего 2009 г (77,9 млрд руб), а норма EBITDA (34,2%) превысила докризисный уровень 2007 г (28%).

Объем чистого долга Алросы в ИП10 сократился на 12%; улучшилась структура кредитного портфеля – доля краткосрочных займов снизилась вдвое (с 80% до 39%); отношение чистый долг/EBITDA опустилось с 5,8х до относительно умеренного уровня 2,5х. Сократить объем задолженности компании позволил высокий результат операционного денежного потока (26 млрд руб в ИП10). При этом, учитывая незначительный объем капитальных вложений, показатель свободного денежного потока эмитента выглядит впечатляющим (21 млрд руб).

Важным представляется факт снижения зависимости компании от уровня господдержки. В частности, в ИП10 Алроса не осуществляла продаж алмазов Гохрану, который годом ранее обеспечил ей около 40% совокупной выручки. Неудивительно, что достижения компании были отмечены рейтинговыми агентствами: S&P и Fitch в октябре повысили рейтинг Алросы на одну ступень, а Moody's в конце сентября изменило текущий прогноз рейтинга эмитента с «негативного» на «стабильный».

Перспективы Алросы выглядят благоприятно. Разместив 10-летние еврооблигации объемом \$1 млрд в конце октября, Алроса завершила рефинансирование своего краткосрочного долга, доля которого по оценкам менеджмента компании теперь сократится до менее чем 10% от общего размера кредитного портфеля. Исходя из этого, предложение нового публичного долга Алросы в обозримой перспективе ожидать вряд ли стоит.

Прогнозы менеджмента Алросы на полный 2010 г в плане выручки и EBITDA (около 129,7 млрд руб и 52 млрд руб соответственно) представляются нам реалистичными. По итогам 2010 г Алроса прогнозирует норму EBITDA порядка 40% и ожидает снижения долговой нагрузки до уровня ~2х в терминах долг/EBITDA. Достижение заявленных прогнозов, как мы считаем, может стать основанием для очередного повышения кредитных рейтингов эмитента.

В более долгосрочной перспективе, способствовать дальнейшему улучшению кредитоспособности алмазного гиганта может выход компании на IPO. Сейчас Алроса находится на пути преобразования из ЗАО в ОАО, а впоследствии (по словам президента компании Федора Андреева) рассматривает возможность размещения до 20% своих акций, за которые могла бы получить до \$2 млрд. При этом Ф.Андреев уточняет, что в случае выхода на биржу государство (в лице РФ и республики Якутия) сохранит за собой контроль над компаний.

Рекомендуем увеличивать позиции в рублевых облигациях Алросы. С учетом позитивных перспектив лидера мирового алмазного рынка, рублевые облигации Алросы представляются нам сейчас недооцененными на карте рублевого долгового рынка. Выпуски Алросы смотрятся дешево как с точки зрения уровня ее кредитных рейтингов, так и с точки зрения наличия у компании квазисуверенного статуса (см.Илл.3). Мы обращаем внимание на диспропорции в кредитных спредах облигаций Алросы на внутреннем и внешнем рынках относительно выпусков Северстали (BB-/Ba3/B+) – эмитента с близкой комбинацией кредитных рейтингов и также оперирующего в циклической отрасли. Еврооблигации Алросы сейчас торгуются с отрицательным спредом к бумагам Северстали, тогда как на рублевом рынке выпуски Алросы предлагают к ним около 100 б.п. премии в доходности. Мы ожидаем сужения данного спреда минимум на 50 б.п. в перспективе ближайших 2-3 месяцев.

Илл. 1: Финансовые показатели Алросы и Северстали по МСФО, млрд руб

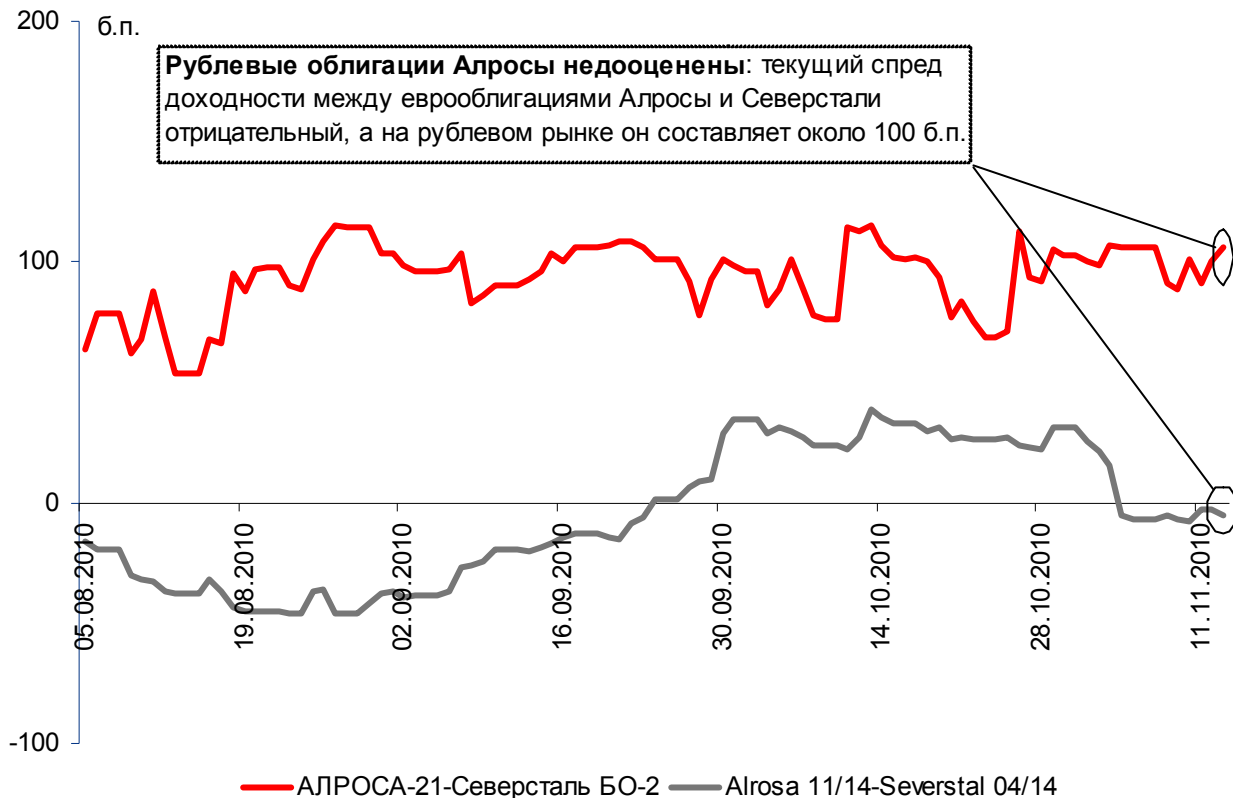
	Алроса (BB-/Ba3/BB-)				Северсталь (BB-/Ba3/B+)	
	2007	2008	2009	ИП2010	2009	ИП2010
Выручка	90,7	91,1	77,9	64,4	414,3	222,1
EBITDA	25,4	23,9	19,3	22,0	26,8	43,5
Процентные расходы	(6,6)	(9,8)	(20,1)	(5,9)	(19,1)	(9,7)
Операционный денежный поток	25,3	5,1	13,9	26,0	51,1	4,0
Свободный денежный поток	1,1	(22,2)	1,5	21,1	21,1	(10,3)
Общий долг	81,7	134,4	117,9	112,5	218,5	196,3
Краткосрочный долг	49,5	54,1	94,4	43,7	44,7	30,9
Денежные средства	21,9	7,6	5,1	12,9	86,3	57,4
Чистый долг	59,8	126,8	112,8	99,6	132,3	138,9
Собственный капитал	122,3	78,0	80,7	86,6	253,3	226,3
Активы	227,8	265,1	236,2	232,3	594,0	585,6
Коэффициенты						
Норма EBITDA,%	28,0	26,2	24,8	34,2	6,5	19,6
Чистый долг/EBITDA (x)	2,4	5,3	5,8	2,5	5,2	1,9
EBITDA/Проц.расходы (x)	3,8	2,4	0,9	1,1	1,4	4,5

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

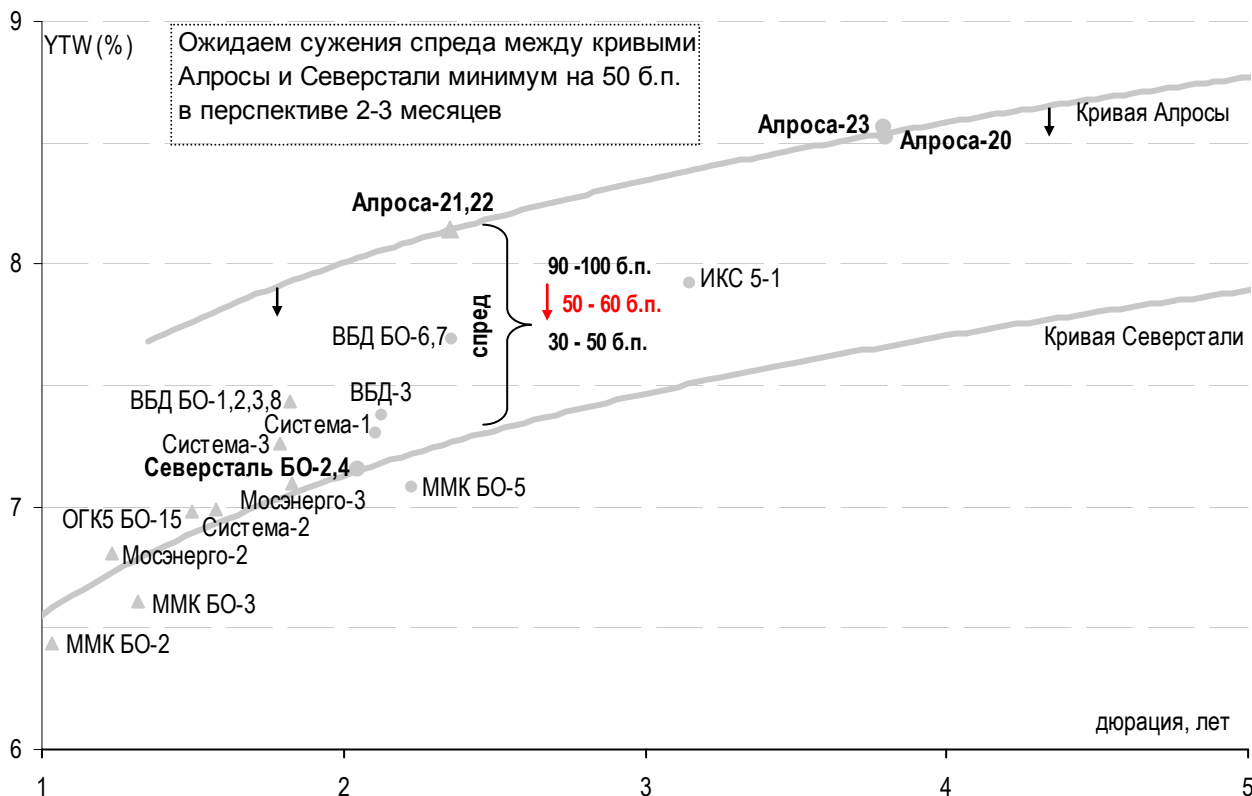
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл.2: Спреды доходностей облигаций Алросы и Северстали



Источники: Bloomberg, ММВБ, оценки Альфа-Банка

Илл.3: Диаграмма доходностей рублевых облигаций эмитентов с рейтингами уровня Ва3/ВВ-



* - котировки по состоянию на 12 ноября 2010 г.
Источники: ММВБ, оценки Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Станислав Боженко, Ph.D старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121)
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.