

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com
Специальный комментарий к отчетности ОАО «Алроса» по МСФО за 1 кв. 2012 года

На днях Алроса опубликовала противоречивую финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 года. Среди позитивных моментов мы выделяем:

- ✓ рост объема продаж, выручки, EBITDA и чистой прибыли;
- ✓ умеренная инвестиционная программа на 2012 год.

В то же время возникло несколько негативных моментов:

- ✓ рост долговой нагрузки, ухудшение показателей покрытия долга;
- ✓ снижение свободного денежного потока из-за сильного роста дебиторской задолженности;
- ✓ значительный объем краткосрочного долга к погашению;
- ✓ неопределенность относительно продажи газовых активов.

Финансовые результаты

Благодаря сохранению позитивной конъюнктуры на рынке алмазов, в 1 квартале 2012 года Алроса продемонстрировала сильные финансовые результаты. Объем продаж увеличился на 4,0% по сравнению с 1 кварталом 2011 года и составил 9,5 млн. карат.

Выручка в 1 квартале текущего года выросла на 26,0% относительно 1 квартала прошлого года, и на 22,0% относительно 4 квартала, достигнув 37,2 млрд. рублей. Это было связано как с увеличением объемов продаж, так и с ростом средних цен реализации. Так, по информации эмитента, средняя цена реализации ювелирных алмазов увеличилась в 1 квартале 2012 года на 5,0% по сравнению с 4 кварталом 2011 года.

Показатель EBITDA за отчетный период увеличился на 15,0% относительно 1 квартала 2011 года. При этом рентабельность по EBITDA сократилась с 47,4% по итогам 2011 года до 44,0%, что по-прежнему остается очень высоким показателем. Чистая прибыль по итогам 1 кв. выросла на 8,0% относительно аналогичного периода предыдущего года и составила 12,8 млрд. рублей.

Несмотря на существенный рост чистой прибыли, денежный поток от основной деятельности упал на 40,0% (!) относительно 1 квартала 2011 года до 7,85 млрд. рублей в

Финансовые результаты, млн. руб.

| | 1К 2011 | 1К 2012 |
|-----------------|---------|---------|
| Выручка | 29 600 | 37 200 |
| EBITDA | 14 035 | 16 191 |
| Финансовый долг | 95 684 | 126 941 |
| Чистый долг | 86 665 | 110 907 |

Основные коэффициенты

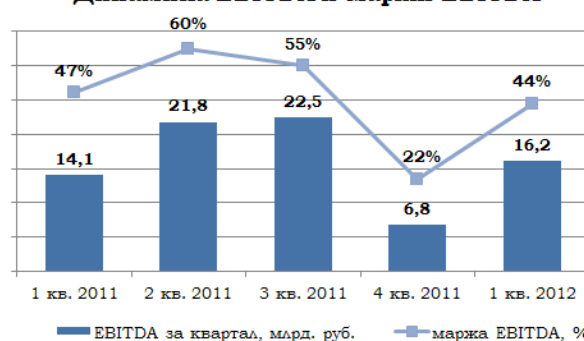
| | 1К 2011 | 1К 2012 |
|--------------------------------------|---------|---------|
| Краткосрочный долг / совокупный долг | 0,1 | 0,4 |
| Чистый долг / EBITDA | 1,5 | 1,7 |
| Рентабельность по EBITDA, % | 47,4% | 43,5% |

Кредитный рейтинг

| Standard and Poor's | Moody's | Fitch |
|---------------------|---------|-------|
| BB- | Ba3 | BB- |

Еврооблигации

| Выпуск | Цена, % | Доходность, % |
|-----------|---------|---------------|
| Алроса-14 | 110,3 | 4,5 |
| Алроса-20 | 105,1 | 7,1 |

Динамика EBITDA и маржи EBITDA


Источник: данные компании



связи с увеличением оборотного капитала (особенно в части дебиторской задолженности) и роста налога на прибыль.

Капитальные затраты увеличились на 27,0% до 7,0 млрд. рублей. Таким образом, свободный денежный поток компании составил 0,85 млрд. рублей, тогда как в 1 кв. прошлого года он составлял 7,66 млрд. рублей. Тот факт, что компания в состоянии финансировать капитальные затраты за счет собственных средств, выглядит положительно.

Мы ожидаем небольшое замедление продаж алмазов и снижение денежных потоков в ближайшие кварталы в связи с рецессией в Европе и падением экономического роста в США и Китае. Однако мы не ждем, что среднегодовая рентабельность по EBITDA опустится ниже 40,0%. Инвестиционная программа компании на 2012 год предполагает сохранение CAPEX на уровне прошлого года (CAPEX в 2011 году – 21,4 млрд. рублей). Наш прогнозный коэффициент EBITDA/CAPEX на 2012 год составляет около 3,0. Мы уверены, что компания сможет самостоятельно профинансировать свои инвестиционные затраты, не прибегая к росу долговой нагрузки.

Кредитный профиль

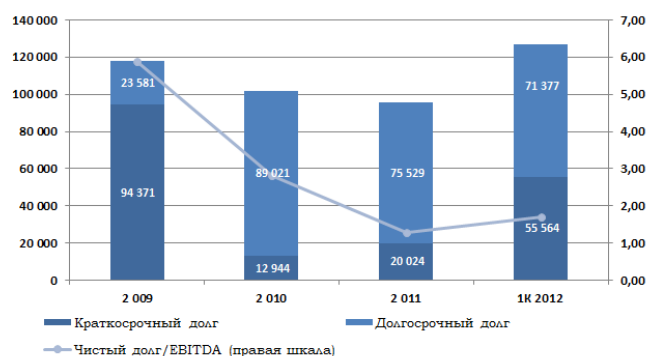
Ситуация с долговой нагрузкой в 1 квартале 2012 года ухудшилась. Финансовый долг вырос на 32,8% до 126,9 млрд. рублей после размещения в марте текущего года ЕСП объемом \$1,3 млрд. Размещение столь значительной суммы «короткого» долга привело к увеличению доли краткосрочного долга в общей сумме задолженности до 44,0%. Напомним, что эти средства привлекались эмитентом для завершения сделки по обратному выкупу газовых активов у группы ВТБ.

Разумеется, ухудшились и показатели покрытия долга: коэффициент Долг/ЕБИТДА вырос с 1,5 до 1,9, а коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА увеличился с 1,3 до 1,7.

Менеджмент компании планирует сократить объем долга на \$1,2-1,3 млрд. до конца года. Источниками погашения частично станут как собственные средства, так и средства, полученные от продажи газовых активов. Тем не менее, ситуация вокруг них остается крайне неясной. Известно, что Алроса оценивает стоимость активов в \$1,0 млрд., до сих пор ведутся переговоры с основными покупателями, однако существует высокая вероятность, что компания не сможет закрыть сделку до конца года.

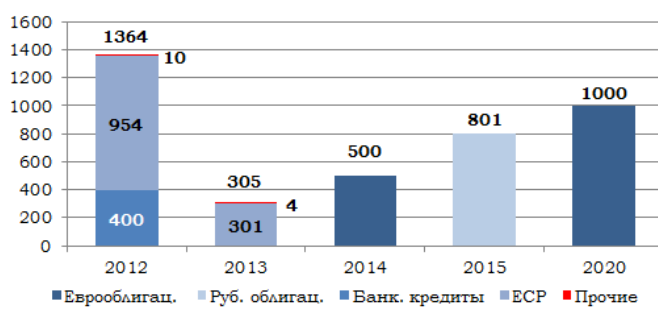
Объем погашений в 2012 году составляет \$1,36 млрд. и почти на 100,0% представлен ЕСП, размещенными в марте этого года. На начало 2 квартала 2012 года на балансе компании находилось 16 млрд. рублей денежных средств. Учитывая факт резкого снижения денежного потока компании в 1

Динамика и структура долга (млн. руб.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS

График погашения долга, млн. долл. США по состоянию на июнь 2012 г.



Источник: данные компании



квартале, очевидно, что в случае, если сделка по продаже газовых активов не будет закрыта, Алроса будет вынуждена рефинансировать долг.

Так или иначе, мы ожидаем падение объема задолженности как минимум на \$400-500 млн. до конца года. Следовательно, мы ждем улучшение финансового состояния Алросы в терминах Долг/ЕБИТДА до 1,75-1,8. Разумеется, если сделка по продаже газовых активов все же будет закрыта, кредитный профиль Алросы приблизится к наилучшим значениям конца прошлого года.

В целом мы по-прежнему высоко оцениваем кредитный профиль компании. Помимо принадлежности государству, позитивными моментами являются стабильный и высокий уровень денежных потоков и умеренная инвестиционная программа.

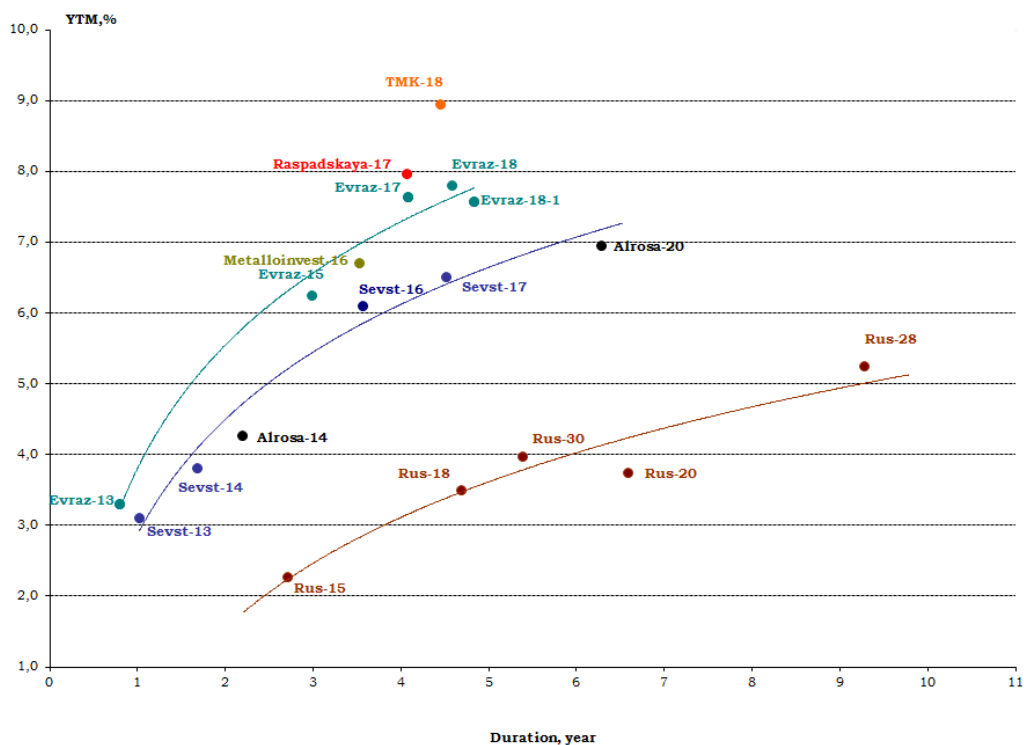
Еврооблигации

На наш взгляд, евробонды компании, с учетом текущих кредитных метрик, немного переоценены рынком. Так, выпуск Алроса-14 торгуется примерно на том же уровне по доходности (с поправкой на дюрацию) что и Северсталь-14. А выпуск Алроса-20 торгуется с дисконтом относительно кривой доходности Северстали в районе 20 б.п.

В то же время Северсталь, выглядит лучше, чем Алроса, поскольку имеет лучшие показатели Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА. Кроме этого, Северсталь имеет рейтинг на две ступени выше, чем Алроса от Standard & Poor's и Moody's.

Тем не менее, бумаги Алросы обладают гораздо меньшей исторической волатильностью, чем евробонды Северстали или других металлургических компаний. Поэтому, в текущих условиях, выпуск Алроса-14 (YTM – 4,5% годовых), может быть интересен для покупки в рамках стратегии «buy&hold».

Еврооблигации металлургического сектора на 25 июня 2012 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

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 ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», 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. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», 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. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» 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 ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

