

АК АЛРОСА

Результаты за 2007 г.

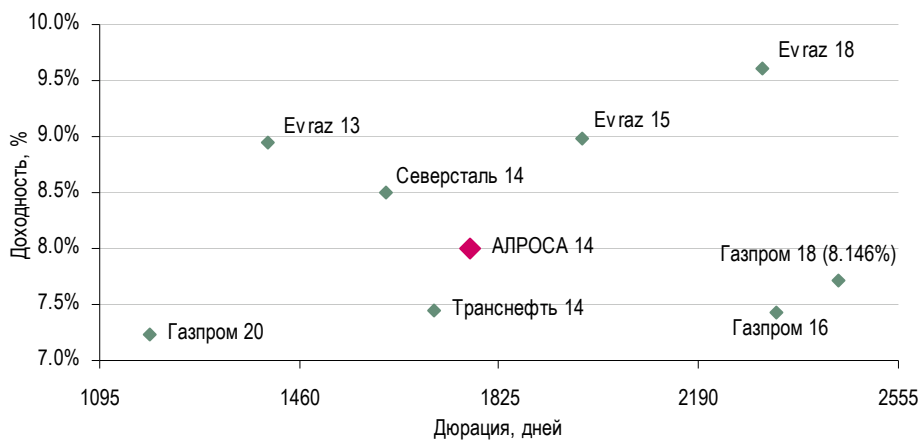
- **АК АЛРОСА (ВВ/Ва2) опубликовала финансовые результаты за 2007 г. по МСФО.** В целом, представленные показатели не принесли сюрпризов, вновь подтвердив, что денежные потоки компании не покрывают ее потребности в капиталовложениях, а значит, ее долговая нагрузка в среднесрочной перспективе будет увеличиваться.
- **Сокращение производства.** Выручка по итогам года оказалась на 3.8% ниже, чем в 2006 г. Компания не предоставляет официальной статистики по реализации алмазов в каратах, поскольку по российскому законодательству эта информация является государственной тайной. Тем не менее, учитывая повышательную тенденцию цен на рынке алмазов, мы приходим к выводу, что объемы выпуска и реализации продукции в натуральном выражении в 2007 г. уменьшились. Это является неблагоприятным знаком – мы считаем, что сокращение производства приведет к росту удельных затрат в дальнейшем.
- **Рост валовой рентабельности обусловлен уменьшением роялти.** Показатель валовой рентабельности за отчетный период увеличился на 3.1 п. п. до 38%, главным образом, вследствие сокращения платежей по роялти в бюджет Республики Саха (Якутия). Валовая рентабельность, рассчитанная до роялти, уменьшилась на 1.5% до 44.8%. Бизнес по продаже ангольских алмазов (5% выручки по данным отчетности) в 2007 г. стал прибыльным при валовой рентабельности 15%.
- **Улучшения операционных результатов не наблюдается.** Операционная рентабельность в соответствии с отчетностью возросла на 0.9 п. п. до 26.9%. Мы скорректировали операционную прибыль на разовые неоперационные доходы: негативный гудвилл (2.1 млрд руб.) и доход от продажи дочерних компаний и инвестиций (0.84 млрд руб.). По нашим оценкам, операционная рентабельность увеличилась на 4.2% до 24.6%, что в целом соответствует уменьшению платежей по роялти. Следует также отметить, что операционная прибыль АК АЛРОСА включает переоценку валютных форвардов в размере 5.1 млрд руб. (контракты сроком до 2011 г. по цене 26.56-26.84 RUB/USD). Таким образом, компания заехдировала свои операции от падения курса доллара и в текущих условиях получает за счет этого преимущество. Без учета этого дохода в результатах от операционной деятельности операционная рентабельность алмазной монополии была бы на 5.6 п. п. ниже (19%) и меньше, чем в 2006 г. (19.5%).
- **Операционные денежные потоки не достаточны для финансирования капвложений.** Чистый операционный денежный поток АК АЛРОСА согласно отчетности составил 25.3 млрд руб. по сравнению с 9.9 млрд руб. в 2006 г. Мы также скорректировали данный показатель, включив в денежные потоки выплаченные и полученные процентные платежи (компания отражает их в составе денежного потока от финансовой и инвестиционной деятельности), и скорректировали его на сумму погашения краткосрочных векселей ВТБ объемом 8.6 млрд руб. По нашим расчетам, чистый операционный денежный поток в 2007 г. составил 11.8 млрд руб., чего не достаточно для финансирования капиталовложений в размере 24.2 млрд руб.
- **Ожидается дальнейший рост долговой нагрузки.** В связи с масштабными капвложениями чистый долг увеличился на 10 млрд руб. в 2007 г. Коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА вырос до 2.3 против 1.9 в 2006 г. Капитальные затраты компании будут оставаться высокими в 2008-2010 гг.; по нашим оценкам, инвестиции в добычу алмазов будут составлять порядка 20 млрд руб. в год. Поскольку будущих денежных потоков от операционной деятельности, по нашим прогнозам, не будет достаточно для финансирования инвестиционной программы АК АЛРОСА, ее долговая нагрузка будет возрастать. Компании будет необходимо изыскать средства для капвложений в основной сегмент бизнеса; кроме того, она имеет амбициозные планы по развитию других направлений деятельности (добыча железной руды, приобретение миноритарного пакета компании Полюс Золото), что несет риск значительного увеличения долговой нагрузки. Документация к еврооблигациям АЛРОСА 14 содержит ковенант, согласно которому соотношение операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале к процентным расходам (после ряда корректировок) не должно быть ниже 3.5. Мы не располагаем информацией для выполнения соответствующих корректировок для расчета этого коэффициента; без корректировок это соотношение находится на уровне 3.46, и мы считаем, что АК АЛРОСА вскоре столкнется с ограничениями в привлечении нового долга либо будет вынуждена обратиться к держателям облигаций с просьбой об отказе от требований в связи с нарушением ковенанта.
- **Еврооблигации переоценены.** По нашему мнению, представленные результаты АК АЛРОСА не дают оснований для повышения рейтинга. Принимая во внимание фундаментальные характеристики компании, ее еврооблигации должны торговаться на одном уровне с бумагами производителей стали с аналогичными рейтингами (Evraz Group, Северсталь), а не с инструментами государственных компаний с инвестиционными рейтингами (Газпром, Транснефть). Мы считаем выпуск АЛРОСА 14 переоцененным и ожидаем сужения спреда Evraz – АЛРОСА. Если АК АЛРОСА выйдет на рынок с объявленным выпуском еврооблигаций в объеме USD1 млрд, это также будет способствовать расширению спредов ее обязательств.

Таблица 1. АК АЛРОСА: основные финансовые показатели по МСФО

Млрд руб., если не указано иное	2007	2006
Выручка	90.7	94.3
Валовая прибыль	34.5	32.9
Валовая рентабельность	38.0%	34.9%
Операционная прибыль	22.4	19.3
Операционная рентабельность	24.6%	20.4%
Чистая прибыль	16.2	17.2
ЕБИТДА	25.8	26.6
Рентабельность ЕБИТДА	28.5%	28.2%
Чистый операционный денежный поток (после налоговых и процентных платежей)	11.8	13.2
Капиталовложения	-24.2	-18.0
Чистый долг	59.9	49.5
Чистый долг/ЕБИТДА	2.3	1.9

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Доходности корпоративных еврооблигаций на 18.07.2008 г.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсиана

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляч

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100