


ГАЗПРОМБАНК

Алроса: итоги встречи с менеджментом в рамках размещения новых рублевых облигаций

Алроса
S&P/Moody's/Fitch V+/Ba3/B+

Параметры выпуска	Алроса-21
Эмитент	АК Алроса
Объем, млрд руб.	8,0
Погашение	24.06.2015 г.
Следующая оферта	24.06.2013 г.
Ставка купона	8,25–8,75%
Доходность, УТР	8,51–9,04%
Закрытие книги	22.06.2010 г., 15:00 мск

Параметры выпуска	Алроса-23
Эмитент	АК Алроса
Объем, млрд руб.	7,0
Погашение	24.06.2015 г.
Следующая оферта	—
Ставка купона	8,75–9,25%
Доходность, УТМ	9,04–9,58%
Закрытие книги	22.06.2010 г., 15:00 мск

Сегодня российская алмазодобывающая компания Алроса провела презентацию новых выпусков рублевых облигаций.

Исходя из представленной информации и заявлений руководства компании, улучшения, наблюдаемые в кредитном профиле Алросы на протяжении последнего года: избавление от непрофильных активов, рост доходов от основной деятельности, оптимизация долгового портфеля и т. д. - должны продолжиться в обозримом будущем.

В ближайшие дни компания должна представить консолидированную отчетность за 2009 год по МСФО, которая прольет еще больше света на ее деятельность в трудный кризисный период.

Фокус на основную деятельность – добычу и реализацию алмазов – сохранится

В течение 1–2 лет Алроса планирует избавиться от всех непрофильных активов, активным аккумулярованием которых занималась до финансового кризиса. Так, в ближайшее время компания рассчитывает закрыть сделку по продаже за сумму около 100,0 млн долл. Иреляхнефти – последнего нефтегазового актива, которым она владеет после проведенной в прошлом году сделки с ВТБ.

К тому же компания продолжает искать стратегического партнера, которому могла бы продать от 49,0% до 100,0% проекта по разработке 4 железорудных месторождений в Якутии, правами на которую она сейчас также владеет. В настоящее время, насколько мы понимаем, нет конкретной информации ни о том, кто мог бы стать данным стратегическим инвестором, ни о том, какой могла быть цена возможной сделки.

Применительно к заключенной в прошлом году сделке с ВТБ (пакеты акций Геотрансгаза и Уренгойской газовой компании были проданы за 620,0 млн долл.) руководство компании уточнило, что в настоящее время ее схема предусматривает наличие двустороннего колл/пут опциона на реализацию/выкуп актива. В то же время Алроса ведет работу по исключению данного опциона из условий соглашения и выкупать активы у банка не планирует. Тем не менее, полностью исключать ситуацию, при которой ВТБ заставит компанию выкупить обратно данные активы, пока нельзя.

Конъюнктура мирового алмазного рынка останется благоприятной для компании

Наблюдаемый в настоящее время дисбаланс между спросом и предложением на алмазном рынке (в сторону превышения первого), по ожиданиям компании, до 2018 года будет расширяться: рост добычи на новых месторождениях не будет поспевать за увеличением спроса (главным образом, со стороны Индии и Китая). Как следствие, в условиях дефицита компания ожидает увидеть до 2018 года рост цен на алмазное сырье в пределах 30% к нынешним уровням без учета инфляции и на 55% – при добавлении накопленной инфляционной составляющей.

Итоги 2009 года по МСФО ожидаемо слабые...

Согласно представленным Алросой предварительным данным (полный текст прошедшей аудит отчетности должен быть опубликован в ближайшие дни), в 2009 году объем ее консолидированной выручки составил 77,9 млрд руб. (-14,4% г/г), скорректированной EBITDA – 19,2 млрд руб. (-19,7%). При этом долговая нагрузка в терминах Чистый долг/Скорректированная EBITDA на конец года составила внушительные 5,9х, а покрытие чистых процентных расходов – всего 1,0х.

...однако уже в 2010 году показатели должны существенно улучшиться

Так, в текущем году Алроса планирует довести объемы выручки до 129,7 млрд руб. (+66,4% г/г), что с учетом результатов 1-го кварта-



ла (реализовано алмазного сырья на 1,0 млрд долл.) выглядит реалистичным прогнозом. При этом долговая нагрузка как за счет сокращения долгового бремени, так и роста операционных доходов должна упасть до 1,7х «Чистый долг/Скорректированная EBITDA» на конец 2010 г.

Более того, даже по итогам трудного 2009 года компании удалось добиться положительного свободного денежного потока (на уровне +1,6 млрд руб.); в 2010 году менеджмент ожидает увидеть значения показателя на отметке в 38,8 млрд руб.

Отметим, что компания выглядит нам весьма агрессивной в части прогнозной рентабельности по скорректированной EBITDA – 39,7% по итогам 2010 года (в последние годы показатель не превышал 30,0%).

Некоторые консолидированные показатели АК Алроса по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009*	2010П
Выручка	90,7	91,1	77,9	129,7
Скорректированная EBITDA	25,9	23,9	19,2	51,6
Чистая прибыль (убыток)	16,2	(32,8)	3,1	25,9
Операционный денежный поток	25,3	5,1	14,1	51,9
Капитальные вложения	(24,2)	(27,3)	(12,5)	(13,0)
Финансовый долг	81,7	134,4	118,0	100,7
Денежные средства	21,9	7,6	5,1	13,1
Собственный капитал	122,3	78,0	80,5	105,6
Всего активов	227,8	265,0	236,2	236,9
Ключевые показатели				
Рентабельность скорр. EBITDA (%)	28,5	26,2	24,6	39,7
Скорр. EBITDA/Чистые процентные расходы (x)	4,7	2,9	1,0	3,6
Чистый долг/Скорр. EBITDA (x)	2,3	5,3	5,9	1,7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0,7	1,7	1,5	1,0

* полный текст консолидированной отчетности за 2009 год будет представлен в ближайшие дни

Источник: данные компании

Проблемы с ковенантами остались в прошлом

Согласно заявлениям руководства, в начале 2010 года Алроса рефинансировала все кредиты, по которым имелись ограничения долгой нагрузки компании различными ковенантами (в том числе те, по которым в 2009 году допустила краткосрочные нарушения).

Ковенанты по евробонду **ALROSA 14**, требующие покрытие процентных выплат на уровне не менее 3,5х, компания по итогам 2009 года не нарушала (напомним, что условия выпуска предоставляют компании значительную свободу в части методики расчета показателя); в дальнейшем же – по мере стабилизации алмазного рынка и основных показателей доходов компании – запас прочности по данному коэффициенту будет только расти.

Отметим, что, по заявлениям представителей компании, в настоящее время все ее кредиты являются необеспеченными.

Предложение первичного публичного долга обещает быть умеренным

Алроса рассчитывает рефинансировать остаток выплат по долгам в течение 2010 года (свыше 2,5 млрд долл. приходится на июнь – декабрь т. г.) за счет выпуска рублевых облигаций до конца июня (в объеме до 26,0 млрд руб.), еврооблигаций – в 4-м квартале (объемом до 1,0 млрд долл.), а также используя ресурсы отечественных банков. При этом после данных размещений Алроса выходить на первичный рынок долгов больше пока не планирует.

Руководство компании также отметило тот факт, что объем эмиссии, а также пропорции между 3-летними и 5-летними рублевыми бумагами будут определяться по мере формирования книги.



Мы находим все вышеперечисленные тенденции весьма позитивными с точки зрения кредитного профиля Алросы и подстегивающими интерес к рублевым облигациям компании.

Из неоднозначных моментов презентации мы могли бы отметить разве что заявления руководства Алросы в части, касающейся возможного IPO. До конца 2010 года компания рассчитывает завершить преобразование организационной формы из ЗАО в ОАО, что откроет ей дорогу к допэмиссии акций в пользу неограниченного круга инвесторов.

Насколько мы поняли, один из рассматриваемых руководством вариантов IPO предусматривает сохранение контроля со стороны государства не напрямую, а опосредованно. Так, если сейчас Росимущество контролирует 50,9% акций компании (еще 32,0% принадлежат Якутии, а 8,0% – местным муниципалитетам), то после IPO возможна ситуация, при которой по 25,0% акций будут принадлежать государству и Якутии (в совокупности – 50,0% + 1 акция).

Принимая во внимание тот факт, что федеральный статус компании и ее прямая подконтрольность государству на протяжении последних лет представляли из себя, возможно, наиболее привлекательный момент ее кредитного профиля, данное развитие событий, по нашему мнению, было бы нежелательным. В то же время необходимо осознать, что это лишь один из возможных вариантов, о перспективах реализации которого пока судить довольно трудно; к тому же IPO, по ожиданиям руководства, может состояться не ранее 2012 года.

Позиционирование размещаемых в настоящее время рублевых бондов Алросы (YTP 8,5–9,0% на 3 года и YTM 9,0–9,6% на 5 лет) выглядит достаточно агрессивным по отношению к кривой бумаг отечественных металлургов и нефтяников. Так, по указанным ориентирам бумаги предлагают премию не более 150 бп к кривой рублевых выпусков Газпрома и дисконт до 150 бп к бумагам Евраз и Мечел.

Евробонд **ALROSA 14**, к примеру, в последние месяцы торгуется с премией около 200 б. п. к выпускам Газпрома и на одном уровне с бумагам крупнейших отечественных металлургов, что кажется нам более адекватной компенсацией за риски компании.

В то же время, учитывая такой фактор, как избыточная ликвидность банковского сектора, мы допускаем, что бумаги найдут спрос и в пределах вышеуказанного диапазона.

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksai.Astapov@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов****Анна Курбатова**
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA****Яков Яковлев**
Юрий Тулинов
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко****Юлия Мельникова**
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков
заемного капитала****Игорь Ешков**начальник управления
+7 (495) 913 74 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и про-
даж долговых инструментов****Андрей Миронов**начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового
рынка****Продажи****Константин Шалшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru**Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Максим Малетин**+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Елена Капица**+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.