

21 июня 2010 года

Акционерная компания АЛРОСА

Ильин Илья
ilin_io@nomos.ru

Введение

9 июня 2010 года АК АЛРОСА открыла книгу по сбору заявок на участие в размещении двух 5-летних выпусков облигаций: АЛРОСА-21 объемом 8 млрд руб. с офертой через 3 года и АЛРОСА-23 на 7 млрд руб. Закрытие книги предполагается осуществить 22 июня, а 24 июня провести размещение бумаг на бирже.

Выпуск долговых бумаг проводится в рамках анонсированной программы, состоящей из 5 зарегистрированных выпусков облигаций общим объемом 26 млрд руб. По сообщению менеджмента, при повышенном спросе на заявленные выпуски Компания может принять решение реализовать всю программу уже до конца месяца.

Предварительный ориентир по ставке купона более короткого выпуска – 8,25%–8,75% (УТР 8,50%–9,05%), длинного – 8,75%–9,25% (УТМ 9,05%–9,60%), то есть при премии к кривой ОФЗ в пределах 200–250 б.п. Среди выпусков горнодобывающего сектора наиболее близкими по дюрации будут, с одной стороны, выпуски НЛМК и ММК, спред к которым составит порядка 50–100 б.п., и бумаги Мечела и Евраз, с другой, торгующиеся с доходностью на 100–150 б.п. выше для короткого и 200 б.п. – для длинного выпусков АЛРОСА.

В целом, мы считаем такое расположение достаточно справедливым: ММК и НЛМК уже убедили рынок в своем высоком кредитном качестве, в то время как, Евраз и Мечел по аналогии с АЛРОСА все еще остаются во многом зависимыми от внешнего финансирования. Вместе с тем, учитывая более высокую вероятность господдержки при неблагоприятном развитии событий, выпуски АЛРОСА выглядят явно предпочтительнее.

Довольно высоко мы оцениваем и перспективы выпусков на вторичном рынке, поскольку предполагаем, что дальнейший подъем котировок будет происходить как вместе с рынком, так и по мере реализации заявленных планов по сохранению объемов и рентабельности продаж.

Общая информация об Эмитенте

Акционерная компания АЛРОСА – один из мировых лидеров в области разведки, добычи и реализации алмазов. АК АЛРОСА добывает 97% всех алмазов Российской Федерации. В 2009 году Компания вышла на первое место в мировом объеме добычи алмазов, увеличив долю занимаемого рынка с 22 до 29% (27% в денежном выражении). По собственным оценкам, АЛРОСА располагает около 1/3 общемировых запасов алмазов, причем разведанных хватает на поддержание стабильной добычи сырья в течение 25 лет.

Контрольный пакет акций АЛРОСА принадлежит государству. Акционеры: Росимущество – владеет 50,93% акций, правительство и улусы Якутии – 40%, иные юридические и физические лица – 9,07%. Отметим, что переход Компании под федеральный контроль обсуждался с 2005 года и окончательно завершен лишь в июле 2008 года.

Параметры облигационных займов		
Эмитент	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	АК "АЛРОСА" (ЗАО)
Выпуск	Серия 21	Серия 23
Объем выпуска	8 млрд руб.	7 млрд руб.
Купонный период	4 раза в год	4 раза в год
Ставка купона	8.25-8.75%	8.75-9.25%
Срок обращения	5 лет	5 лет
Дата размещения	24.06.2010	24.06.2010
Оферта	3 года	-

Источник: данные Организатора

Стратегический статус Компании подчеркивается вхождением высших госчиновников в ее наблюдательный совет, выкупом ее продукции в Гохран на фоне отсутствия рыночного спроса, а также финансированием, предоставляемым со стороны госбанков в период кризиса на кредитных рынках – в ноябре 2008 года на выполнение текущих обязательств ВТБ выделил около 44 млрд руб.

Отметим, несмотря на то, что АЛРОСА является ведущим производителем алмазов, с самого начала своего создания в начале 90-х годов осуществляла экспорт только через De Beers. Для монополизации рынка в 2006 году Еврокомиссия потребовала прекратить действие этого соглашения, и с 2007 года «АЛРОСА» стала постепенно снижать объемы поставок De Beers, полностью прекратив их с 2009 года.

В настоящее время основными странами-потребителями продукции Компании являются Бельгия, Индия, КНР и Израиль, с которыми для снижения зависимости от рыночной конъюнктуры АЛРОСА постепенно переходит на долгосрочные контракты – в 2010 году предполагает повысить их долю с 21 до 56%.

Помимо основного бизнеса, АЛРОСА владеет непрофильными активами – нефтяная «Иреляхнефть» и железнорудный проект в Якутии (4,9 млрд тонн.), и в настоящее время ищет возможности для их продажи.

Существенные события 2008–2010 годов, повлиявшие на профиль Компании:

– **2007–1п2009 года** Компания финансировала программу строительства 3 подземных рудников (стоимостью 1 млрд долл. каждый), а также проводила скупку непрофильных активов (нефтегазовых и железно-рудных). В результате, чистый долг АЛРОСА на начало 2009 года составлял 105,5 млрд руб., а к середине 2009 года вырос до 155,2 млрд руб. Основными кредиторами на тот момент выступали ВТБ, Банк Москвы Альфа-Банк и Межпромбанк. При этом, как следует из пресс-релиза агентства S&P, линия от банка ВТБ вплотную приблизилась к порогу, установленному нормативом ЦБ по максимальному кредиту на одного заемщика (около 85 млрд руб.).

– **4кв2008–2009 год.** С развитием кризиса, чтобы удержать цены реализации алмазного сырья на текущих уровнях, АЛРОСА (по аналогии с De Beers), остановила продажи на рынок, передавая все сырье Гохрану, который в 2008 году выкупил продукции на 300 млн долл. В 1 квартале 2009 года по сравнению с аналогичным периодом 2008 года продажи в натуральном выражении упали в 49 раз до 135,7 тыс. каратов., а в денежном в 570 раз – до 726 тыс. долл. Невыразительная динамика наблюдалась и во 2 квартале, по итогам которого поставки составили 2,713 млн каратов на сумму 29,87 млн долл. Продажи на рынок АЛРОСА смогла возобновить только с июля 2009 года, заключив контракты с Бельгией и Израилем, и в 3 квартале было реализовано составили 5,334 млн каратов на 540,9 млн долл. По итогам всего 2009 года Компания реализовала сырья на 2,187 млрд долл., из которых 923 млн долл. (32,5 млрд руб.) пришлось на покупки Гохрана.

– **Июнь 2009 года.** АЛРОСА меняет руководящую команду. Вместо Сергея Выборнова новым президентом становится Федор Андреев, перешедший с поста вице-президента РЖД. Отметим, что, согласно сообщениям в СМИ, отставка предшественника была вызвана результатами проверки Счетной

палаты. Так или иначе, со сменой руководства Компания становится более прозрачной для инвесторов, в том числе за счет регулярной публикации характеризующих текущую деятельность пресс-релизов. Также новый менеджмент поменял стратегию реализации продукции, выбрав гибкий подход к ценообразованию, и обозначил приоритетной целью сокращение долговой нагрузки.

– **Август 2009 года.** Компания договорилась с ВТБ о продаже своих газовых активов на 620 млн долл. (сделка была закрыта в октябре). Средства были направлены на погашение текущей задолженности. Сделка включала опционы, учитывающие возможность каждой из сторон провести обратную сделку (call и put-option). Со слов руководства следует, что на текущий момент ни одна из сторон не заинтересована в реализации такой возможности. Заметим, что в настоящее время, АПРОСА планирует твердо придерживаться стратегии концентрации на основном направлении бизнеса, продолжая избавляться от «нагрузки» в виде непрофильных активов. В ближайшее время Компания рассчитывает закрыть сделку по продаже Иреляхнефти на сумму около 100–120 млн долл.

– **Август 2009 года.** Премьер-министр В. Путин выступил в поддержку АПРОСЫ, заявив об увеличении поддержки алмазной отрасли. По-видимому, вследствие этой инициативы в сентябре Гохран выкупил алмазы дополнительно на 20,4 млрд руб. Также в тот момент активно обсуждалась возможность предоставления госгарантий, в том числе по выпускам облигаций на 70 млрд руб., однако реализации этого механизма на практике не последовало.

Рейтинги

В начале февраля 2010 года агентство S&P восстановило рейтинги АПРОСЫ на уровне «В+/В» (в связи с недостаточностью данных рейтинг был приостановлен в апреле 2009 года). Спустя 2 недели агентство Fitch, исключив рейтинг из списка Rating Watch, повысило рейтинг до «В+» с прогнозом «Стабильный». В обоих случаях, ключевым аспектом текущего уровня рейтинга аналитики агентств обозначили стратегический статус Компании и высокий уровень поддержки со стороны государства. Тогда же о восстановлении рейтингов «АПРОСА» объявило агентство Moody's. После длительного перерыва оно вернуло рейтинг долгосрочных долговых обязательств «АПРОСА» на прежнем уровне – «Вa3», прогноз – «Негативный».

Рейтинги АПРОСА		
Рейтинговое агентство	Рейтинг	Дата пересмотра
Standard&Poor's	В+/Позитивный	02.02.2010
Moody's	Вa3/Негативный	17.02.2010
Fitch	В+/Стабильный	17.02.2010

Источник: данные рейтинговых агентств

Финансовая характеристика Эмитента

В настоящий момент инвесторы располагают консолидированной отчетностью АПРОСЫ по МСФО за 2008 год, а также отчетностью по РСБУ за 2009 и 1 квартал 2010 года. Отчетность за 2009 по МСФО год будет опубликована в течение ближайшей недели, пока же Компания приводит предварительные данные.

Финансовые результаты АЛРОСЫ в 2008-2010 гг.									
млн руб.	МСФО				РСБУ ЗАО АК "АЛРОСА"				
Основные балансовые показатели	2007	2008	2009E*	2010F*	2008	2009	1кв2009	1кв2010	1п2010F*
Активы	227 829	265 075	236 237	236 936	285 126	285 212	-	290 375	-
Капитал	122 280	78 449	80 619	109 458	165 679	155 738	-	160 760	-
Денежные средства и их эквиваленты	21 887	7 569	5 091	13 087	1 405	2 266	-	8 143	-
Финансовый долг	81 748	134 399	117 958	100 653	105 087	106 305	-	106 153	-
<i>Долгосрочные займы</i>	32 296	80 331	23 581	94 972	71 033	15 262	-	22 750	-
<i>Краткосрочные займы</i>	49 452	54 068	94 377	5 682	34 054	91 043	-	83 403	-
Чистый долг	59 861	126 830	112 867	87 566	103 681	104 039	-	98 010	-
Основные показатели прибылей и убытков									
Выручка	90 734	91 082	77 949	129 698	73 986	63 849	4 871	27 391	53 000
Операционный денежный поток	25 272	5 122	14 086	51 872	-	-	-	-	-
ЕБИТДА**	27 892	20 917	17 903	51 550	31 000	23 900	-2 820	7 895	18 100
Чистая прибыль	16 184	-32 767	3 101	25 883	1 574	2 348	-13 434	5 022	5 400
Чистые процентные расходы	5 149	8 130	19 028	14 260	6 413	16 758	3 726	2 579	-
Основные финансовые коэффициенты									
Рентабельность ЕБИТДА	30.7%	23.0%	23.0%	39.7%	41.9%	37.4%	отр.	28.8%	34.2%
Рентабельность чистой прибыли	17.8%	отр.	4.0%	20.0%	2.1%	3.7%	отр.	18.3%	10.2%
Доля краткосрочного долга	60.5%	40.2%	80.0%	5.6%	32.4%	85.6%	-	78.6%	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.93	6.43	6.59	1.95	3.39	4.45	-	3.36	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2.15	6.06	6.30	1.70	3.34	4.35	-	12.41	-
ЕБИТДА/% к уплате	5.42	2.57	0.94	3.82	4.83	1.43	-	3.06	-

* оценки и прогнозы Компании.

** в виду значительных сумм, проходящих по счету «прочих доходов/расходов» по РСБУ за 2008 и 2009 года указан операционный денежный поток, за 1 квартал и полугодие 2010 года – прибыль от продаж.

По состоянию на начало текущего года, с точки зрения кредитных характеристик, профиль АЛРОСЫ выглядит не слишком устойчивым: отношение чистый долг/ЕБИТДА достигает 6,3х. При этом, несмотря на то, что операционная рентабельность в 2009 году находилась в районе 18%, поступивших денежных потоков от основной деятельности оказалось недостаточно для покрытия всех необходимых процентных выплат. К тому же, учитывая их объем и значительный размер капзатрат (12,5 млрд руб.) чистый денежный поток в 2009 году оказался отрицательным и, по нашим примерным оценкам, мог составить порядка «-10-12» млрд руб.

Как мы отметили выше, такое положение обусловлено тем, что Компания вслед за улучшением конъюнктуры и сменой сбытовой политики начала восстанавливать продажи лишь со второго полугодия прошлого года и только за 4 квартал показатели выручки и ЕБИТДА составили более 2/3 годовых значений.

В 1 квартале 2010 года АЛРОСА реализовала продукцию на 28 млрд руб. и до конца года планирует достигнуть показателя 130 млрд руб. (в начале года прогноз составлял 92 млрд руб.), при предполагаемой рентабельности по ЕБИТДА в районе 40%. В случае достижения поставленных целей кредитный профиль Компании примет более комфортный вид, учитывая что при этом «раскладе» показатель долг/ЕБИТДА снизится до 1,7х. Отметим, что доводы менеджмента Компании, настроенного на сохранение благоприятной конъюнктуры в течение года, нам показались достаточно убедительными и, по крайней мере, в части выручки мы считаем их вполне реалистичными.

Вместе с тем, АЛРОСА продолжает реализовывать весьма затратные проекты по разработке рудников, что вместе с процентными выплатами будет по-прежнему «съедать» значительную часть поступлений от операционной деятельности, ограничивая возможности по сокращению долга в абсолютном выражении.

В этом свете вполне закономерным выглядит желание АЛРОСЫ увеличить долю долгосрочных кредитов. Стоит обозначить, что в течение 2 полугодия 2010 года Компании

предстоит выполнить обязательства на 2,16 млрд долл. (57% совокупного долга), из которых порядка 86% приходится на кредиты ВТБ. Для привлечения необходимого финансирования АПРОСА планирует уже до конца текущего месяца реализовать программу рублевых облигаций на 26 млрд руб., в 4 квартале выпустить еврооблигации на 1 млрд долл., а также прибегнуть к синдицированному кредитованию. По итогам перечисленных мер, доля краткосрочного кредитования к концу года будет составлять не более 10%. Исходя из текущих тенденций внутреннего и внешнего долговых рынков, анонсированные планы Компании нам кажутся вполне реалистичными.

После выполнения указанных целей АПРОСА в обозримой перспективе не планирует вновь прибегать к заимствованиям на публичном долговом рынке, перейдя к этапу подготовки IPO, которое, впрочем, по предварительным срокам, предполагается провести не ранее 2012 года.

Заключение

Итак, собственный профиль АПРОСЫ в силу чрезмерно высокой долговой нагрузки и необходимости реализации достаточно затратной инвестиционной программы по разработке новых рудников в настоящее время не характеризуется высокой устойчивостью. Текущая конъюнктура на рынках сбыта, и достаточно решительные шаги менеджмента Компании по улучшению ее кредитного качества пока можно рассматривать лишь в качестве авансов, ориентирующих, что к концу года оно должно приобрести более комфортный вид для инвесторов.

В то же время, до сих пор руководство АПРОСЫ стабильно подтверждало озвученные планы фактическими результатами, а задачи, поставленные на текущий год, на наш взгляд, выглядят вполне реализуемыми. Помимо этого, благоприятным для кредиторов аспектом является также и потенциальная возможность оказания государственных мер поддержки, в действенности которых можно было убедиться в 2009 году, когда в условиях кризиса на кредитных рынках, Компании было предоставлено значительное финансирование от госбанков, а также существенно увеличены осуществляемые в Гохран покупки.

Резюмируя вышесказанное, мы полагаем, что долговые бумаги АПРОСЫ представляют собой привлекательный для инвестирования инструмент.

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ililn_io@nomos.ru
	Полютков Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.