

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

АЛРОСА (BB-/Ba3/BV): нейтральный отчет по итогам 2014 г., евробонд не выглядит привлекательно

Вчера АЛРОСА, крупнейшая российская алмазодобывающая компания, опубликовала финансовую отчетность за 2014 г., которую мы оцениваем как нейтральную. В 2014 г. ключевое влияние на финансовые результаты компании исходило от фактора девальвации рубля. С одной стороны, дешевающий рубль позволил Алросе заметно увеличить выручку и EBITDA, а также улучшить рентабельность, с другой же стороны, данный фактор негативно отразился на объеме долга и процентных платежах, что в итоге оказало давление на итоговый результат компании.

Так выручка Алросы выросла в прошлом году на 22.9% г/г (до 207.2 млрд руб.), при этом локомотивом роста выступил алмазный сегмент +23% г/г (на 34.8 млрд руб.). В свою очередь, хорошая динамика алмазного сегмента была преимущественно обеспечена девальвацией рубля, в меньшей - увеличением реализация ювелирных алмазов на 3.9% г/г (до 27.7 млн карат) и технических алмазов - на 4.7% г/г (до 11.8 млн карат) на фоне довольно стабильной ценовой конъюнктуры (средняя цена реализации алмазов ювелирного качества в 2014 году составила 171 долл./карат против 175.9 долл./карат в 2013 году). Опережающие темпы роста выручки при сдержанных SG&A в итоге позволили нарастить EBITDA на 35.8% г/г (до 93.9 млрд руб.) и, как следствие, обусловили рост показателя рентабельности по EBITDA на 4.3 п.п. г/г (до 45.3%).

В результате дешевающий рубль положительно отразился и на чистом операционном денежном потоке компании, который по итогам 2014 г. вырос на 40.4% (до 78.1 млрд руб.), что при сокращении капрасходов на 12.8% (до 33.3 млрд руб.) вылилось почти в двукратный рост свободного денежного потока (до 44.8 млрд руб.). Отметим, что сокращение CAPEX пришлось в большей степени на недобывающий сегмент, а именно, на проблемный, стабильно убыточный ОАО «Севрелмаз». Хотя, по словам руководства, в 2015 г. предприятие должно выйти наконец-то в плюс по прибыли.

Обратной же стороной падающего курса национальной валюты стал возросший уровень долга на 42.3% (до 197.1 млрд руб.). Напомним, что Алроса сохраняет высокую зависимость к курсовым перепадам, так как 90% долга номинировано в долл. США, а оставшиеся 10% - в рублях. В связи с чем, по итогам 2014 г. долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA подросла до 2.1х, при этом благодаря внушительной подушки ликвидности в размере 21.7 млрд руб. в терминах Ч.Долг/EBITDA показатель оказался неизменным по сравнению с 2013 г. на уровне 1.9х. В итоге переоценка долговых обязательств и процентных платежей дали негативную проекцию на финальный результат компании в 2014 г. (убыток от курсовых разниц превысил 73.8 млрд руб.), который оказался в минусе и составил убыток в размере 16.8 млрд руб. В качестве позитивного момента отчетности можно выделить улучшение графика погашения долга и сокращение доли краткосрочных обязательств с 40.1% в 2013 г. до 10.1%, что произошло за счет рефинансирования банковских кредитов на 600 млн долл. США.

Представленные данные, на наш взгляд, нейтральны с точки зрения влияния на рейтинг компании. Ключевые кредитные метрики Алросы в целом соответствуют уровням, обозначенным для позитивных рейтинговых действий в отношении компании, основным препятствиями к которым сегодня являются риски со стороны геополитики и снижения «странового потолка».

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА по МСФО за 2014 г.

млн. руб.	2014	2013	%
Выручка	207 159	168 505	22.9%
EBITDA	93 857	69 100	35.8%
Операционная прибыль	74 376	56 871	30.8%
Чистая прибыль	-16 832	31 837	-152.9%
Рентабельность по EBITDA	45.3%	41.0%	4.3 пп
Операционная рентабельность	35.9%	33.8%	2.2 пп
Чистая рентабельность	-8.1%	18.9%	-27 пп
Операц. ден.поток до изм. обор. кап.	94 840	69 745	36.0%
Чистый операцион. денеж. поток*	78 115	55 639	40.4%
CAPEX	33 291	38 165	-12.8%
Свободный денежный поток	44 824	17 474	156.5%
млн. руб.	2014	2013	%
Активы	388 249	354 871	9.4%
в т.ч. денежные средства	21 693	9 270	134.0%
Долг	197 160	138 591	42.3%
доля краткосрочного долга	10.5%	40.6%	-30.1 пп
Чистый долг	175 467	129 321	35.7%
Капитал	137 174	159 461	-14.0%
CAPEX+M&A	33 291	41 826	-20.4%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	0.6x	-
Долг/EBITDA	2.1x	2.0x	-
Чистый долг/EBITDA	1.9x	1.9x	-
EBITDA/Процентные платежи	10.2x	7.3x	-
Долг/Капитал	1.4x	0.9x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов АЛРОСА в 2014 г.

млн карат	2014	2013	%
Добыча алмазов	36.2	36.9	-1.8%
Реализация алмазов	39.6	38.0	4.1%
т.ч. ювелирных	27.7	26.7	3.9%
технических	11.8	11.3	4.7%
Ср. цена реализ. алмазов, \$/карат	123.5	126.1	-2.1%
ср. цена реализ. ювел. алмаз., \$/карат	171.0	175.9	-2.8%
ср. цена реализ. техн. алмаз., \$/карат	12.0	9.0	33.3%

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Опубликованная отчетность, на наш взгляд, вряд ли может оказать хоть какую-то поддержку выпускам Алросы. На рынке евробондов у компании остался один выпуск, который по динамике спредов смотрелся не очень сильно и был хуже выпусков Норникеля и НЛМК. Так, например, с начала марта премия по выпуску ALRRU'20 к GMKNRM'20 и NLMKRU'19 выросла на 40 и 30 бп. соответственно. На локальном рынке бумаги АЛРОСА малоликвидны в сложившихся условиях, индикативно выпуски торгуются со средним спрэдом к кривой ОФЗ около 170 бп.

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.