

### АЛРОСА: уникальная пред-IPO возможность

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ



**Покупать**  
**72%**  
Потенциал  
роста  
14 сентября 2010 г.

Аналитик: Андрей Лобазов lobazov\_a@metropol.ru  
Клиентские операции Москва: +7 (495) 933 3303  
Аналитический отдел Москва: +7 (495) 933 3316  
Клиентские операции Лондон: +44 (207) 439 6881

#### ▲ Начало покрытия с рекомендации «Покупать»; потенциал роста 72%

Мы начинаем покрытие компании АЛРОСА, второго крупнейшего в мире производителя алмазов, с рекомендации «Покупать». Наша справедливая стоимость на конец 2011 г. составляет 16 345 долл. США за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 72%. Даже при консервативном прогнозе роста цен на алмазы (3% в год в период 2010-2016 гг.), акции компании выглядят недооцененными. По причине плохой ликвидности и низкого уровня прозрачности по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA АЛРОСА торгуется с 40%-ным дисконтом как к диверсифицированным компаниям, так и к небольшим производителям.

#### ▲ IPO должно стать катализатором роста котировок

В мае 2010 г. Президент АЛРОСы Федор Андреев заявил, что считает выход на IPO идеальным сценарием развития компании. На первом этапе планируется сделать АЛРОСу публичной компанией к концу 2010 г. без дополнительного размещения. На втором – провести размещение акций в объеме 20-25% от капитала компании, которое может состояться в 2012 г.

#### ▲ Уникальная возможность для входа в сектор алмазной промышленности

АЛРОСА является вторым по величине (после De Beers) производителем алмазов, на долю которого приходится порядка 25% от общего объема мирового производства. В 2001 г. компания De Beers провела делистинг своих акций, тогда как Rio Tinto и BHP Billiton являются диверсифицированными производителями. Мы считаем, что в ходе подготовки к IPO уровень прозрачности АЛРОСы должен улучшиться, и что акции компании предоставляют инвесторам уникальную возможность для входа в сектор алмазной промышленности.

#### ▲ Дисбаланс между предложением и спросом на алмазы окажет поддержку росту цен в долгосрочной перспективе

На наш взгляд, Китай, Индия и страны Ближнего Востока будут задавать темпы роста мирового спроса на бриллианты (который мы считаем отражением спроса на алмазы). Это связано с прогнозируемыми МВФ высокими темпами роста ВВП, а также тем фактом, что большая часть стоимости ювелирных украшений приходится на бриллианты. По нашим оценкам, постепенное сокращение мировых запасов, а также отсутствие новых крупных месторождений свидетельствует о том, что в дальнейшем объем производства будет оставаться относительно стабильным. В условиях растущего спроса, это может означать дефицит алмазов уже к 2012 г., в результате которого цены на алмазы начнут расти.

#### ▲ Поддержка государства уменьшает инвестиционные риски

На долю АЛРОСы приходится более 95% от общего объема добычи алмазов в России, а также 60% всего промышленного производства Якутии - что приносит больше половины от общего объема поступлений в бюджет региона. Мы считаем, что в случае осложнения экономической ситуации, Правительство окажет поддержку алмазной промышленности и компании АЛРОСА, в частности. Наша точка зрения подтверждается последними событиями: когда в 2009 г. мировой спрос упал, федеральное правительство приобрело алмазы на сумму 1 млрд. долл. США в Государственное хранилище ценностей (Гохран).

#### ▲ Долговая нагрузка все еще высока, однако, рефинансирование доли краткосрочных обязательств должно быть завершено до конца 2010 г., что снизит расходы по выплате процентов

Общий консолидированный долг АЛРОСы по состоянию на конец 2009 г. составлял 3,9 млрд. долл. США (из которых 80% приходилось на долю краткосрочных обязательств). Коэффициент чистый долг/EBITDA на уровне 6,3х, коэффициент покрытия процентов на уровне 0,5х и эффективная ставка на 17% свидетельствуют о том, что долг остается проблемой для компании, а расходы по выплате процентов продолжают быть обременительными. На момент публикации данного отчета, АЛРОСа реструктурировала свои долговые обязательства на сумму 700 млн. долл. США при помощи госбанков, а также разместила облигации объемом 26 млрд. руб. (около 830 млн. долл. США). Мы считаем, что запланированный на конец 2010 г. выпуск еврооблигаций объемом 1 млрд. долл. США пройдет успешно благодаря сильной поддержке со стороны государства.

ОСНОВНЫЕ ДАННЫЕ	
Bloomberg	ALRS
Справ. стоим., долл. США	16 345
Текущая цена, долл. США	9 500
Рын. кап., млн. долл. США	2 591
EV, млн. долл. США	6 309
Выпущенные обыкн. акции	272 726
В свободном обращении, %	9%



Источник: Harry Winston, IDEX Online

РЕЗУЛЬТАТЫ (млрд. долл. США)	2009	2010П	2011П
Выручка	2,5	4,1	3,8
EBITDA	0,6	1,4	1,2
EBIT	0,3	1,1	0,9
Чистая прибыль	0,1	0,6	0,5
EPS (тыс. долл. США)	0,4	2,2	2,0

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ, %	2009	2010П	2011П
Рентаб-ть EBITDA	23%	35%	33%
Рентаб-ть EBIT	12%	26%	23%
Рентаб-ть чист. прибыли	4%	15%	14%
ROA	1%	8%	7%
ROE	4%	18%	14%
ROCE	2%	9%	8%

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (x)	2009	2010П	2011П
P/E	22,9	4,4	5,0
EV/EBITDA	10,6	4,6	5,3
P/BV	1,0	0,8	0,7
EV/Выручка	2,4	1,6	1,7

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА	2009	2010П	2011П
Чистый долг, млрд. долл. США	3,8	3,3	2,9
Чистый долг/Капитал	1,4	1,0	0,7
Чистый долг/EBITDA	6,3	2,3	2,3
Покрытие процентов (x)	0,5	2,4	2,7

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## Инвестиционный сценарий

### Начало покрытия компании АЛРОСА с рекомендации «Покупать»

Мы начинаем покрытие компании АЛРОСА с рекомендации «Покупать». Наша справедливая стоимость, согласно оценке методом ДДП, на конец 2011 г. составляет 16 345 долл. США за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 72%. Даже при весьма консервативном прогнозе роста цен на алмазы (3% в год в период 2010-2016 гг.), акции компании выглядят недооцененными.

По мультипликаторам P/E и EV/EBITDA АЛРОСА торгуется с более чем 40%-ным дисконтом как к диверсифицированным компаниям, так и к небольшим производителям, что оправдано плохой ликвидностью и низким уровнем прозрачности. Сопоставимая по объемам бизнеса с АЛРОСой компания De Beers, занимающаяся исключительно производством алмазов, провела делистинг своих акций в 2001 г., чтобы избавиться от перекрестного холдинга с компанией Anglo American. Более подробная информация представлена в разделе «Оценка».

### В 2010 г. ожидаются рекордные результаты, обусловленные восстановлением рынка

Мировой экономический кризис привел к снижению спроса на алмазы, за которым последовали производственные каникулы крупных зарубежных производителей в 2009 г. Будучи одним из крупнейших работодателей и налогоплательщиков в Якутии АЛРОСА решила не остановить производство, что оказалось важным стратегическим шагом.

В 3К 2009 г., когда спрос на алмазы начал восстанавливаться, АЛРОСА располагала увеличенными запасами (рост на 60% в годовом сопоставлении по РСБУ). По нашим оценкам, компания покажет рекордные объемы продаж и выручки в 2010 г.

В настоящее время мы наблюдаем восстановление алмазной промышленности – цены на алмазы практически достигли докризисного уровня. Мы полагаем, что в 2010 г. объем мирового производства достигнет 142 млн. карат, что на 14% ниже уровня 2008 г., но на 23% выше уровня 2009 г.

### Дисбаланс между предложением и спросом на алмазы окажет поддержку росту цен в долгосрочной перспективе

Порядка 99% выручки АЛРОСы от добычи алмазов приходится на алмазы ювелирного качества. Как правило, спрос на ювелирные изделия увеличивается с ростом потребительского доверия и ростом личных доходов.

Мы полагаем, что экономический рост (который может быть измерен ростом ВВП) будет основным фактором роста спроса на бриллианты. На наш взгляд, Китай, Индия и страны Ближнего Востока будут задавать темпы роста мирового спроса на бриллианты. Это связано с прогнозируемыми МВФ высокими темпами роста ВВП, а также тем фактом, что большая часть стоимости ювелирных украшений приходится на бриллианты. На наш взгляд, спрос на бриллианты отражает спрос на алмазы.

Несмотря на рост разведочных работ во всем мире, крупных месторождений алмазов не было найдено со времен открытия рудников Ekati и Diavik в Канаде в начале 1990-х. Необходимо отметить, что с момента открытия алмазоносных кимберлитовых месторождений и началом добычи, как правило, проходит более семи лет.

По нашим оценкам, постепенное сокращение запасов алмазов, а также отсутствие новых крупных месторождений свидетельствует о том, что в дальнейшем объем производства будет оставаться относительно стабильным. В условиях растущего спроса, это может означать дефицит алмазов уже к 2012 г., в результате которого цены на алмазы начнут расти.

## Поддержка государства уменьшает инвестиционные риски АЛРОСы

На долю АЛРОСы приходится более 95% от общего объема добычи алмазов в России и 60% всего промышленного производится Якутии (Дальневосточный регион России), что приносит почти половину от общего объема поступлений в бюджет региона. В компании работает более 30 000 сотрудников, что говорит о серьезной социальной ответственности. Кроме того, АЛРОСА является по сути государственным предприятием – более 80% ее акций контролируется федеральными и региональными властями.

Мы считаем, что если наступят трудные времена, Правительство окажет поддержку алмазной промышленности и компании АЛРОСА в частности. Нашу точку зрения поддерживают последние события: когда в 2009 г. мировой спрос упал, федеральное правительство приобрело алмазы на сумму 1 млрд. долл. США в Государственное хранилище ценностей (Гохран).

В июле 2010 г. генеральный директор АЛРОСы Федор Андреев обратился к Правительству с предложением о продаже алмазов из Государственного хранилища ценностей для сокращения дефицита и уменьшения риска «пузыря». Ответа пока не поступало, однако, мы полагаем, что данное предложение может быть воспринято положительно.

**Рисунок 1:**

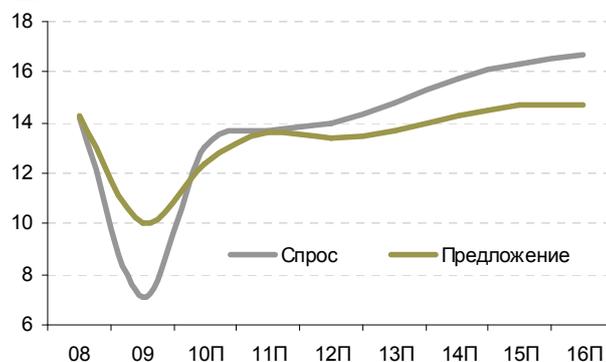
Прогноз мирового производства алмазов, млн. карат



Источник: АЛРОСА, Rough & Polished, расчеты ИФК Метрополь

**Рисунок 2:**

Прогноз мирового спроса и предложения, млрд. долл. США



Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

**Долговая нагрузка все еще высока, однако, рефинансирование доли краткосрочных обязательств должно быть завершено до конца 2010 г., что снизит расходы по выплате процентов**

Общий консолидированный долг АЛРОСы по состоянию на конец 2009 г. составлял 3,9 млрд. долл. США (из которых 80% приходилось на долю краткосрочных обязательств). Коэффициент чистый долг/ЕБИТДА (скорректированный) на уровне 6,3х, коэффициент покрытия процентов на уровне 0,5х и эффективная ставка в 17% свидетельствуют о том, что долг остается проблемой для компании, а расходы по выплате процентов продолжают быть обременительным.

На момент публикации данного отчета, АЛРОСА реструктурировала свои долговые обязательства на сумму 700 млн. долл. США при помощи госбанков, а также разместила облигации объемом 26 млрд. руб. (около 830 млн. долл. США). Мы считаем, что запланированный начало ноября 2010 г. выпуск еврооблигаций объемом 1 млрд. долл. США пройдет успешно благодаря сильной поддержке со стороны государства.

В результате, мы полагаем, что к концу 2010 г. АЛРОСА сможет успешно рефинансировать 92% своего краткосрочного долга. Более того, компании удастся снизить расходы по выплате процентов: в 2009 г. ставка купона по рублевым облигациям компании составляла порядка 8,5% против ставки 14-15% по привлеченным у банков кредитам.

## Факторы роста котировок

### АЛРОСА планирует выйти на IPO

В мае 2010 г. президент АЛРОСы Федор Андреев начал переговоры с одним из основных акционеров компании, Республикой Саха, об открытии компании для инвесторов путем проведения IPO.

Андреев сказал, что считает выход на IPO идеальным сценарием развития компании. На первом этапе планируется сделать АЛРОСу публичной компанией к концу 2010 г. без дополнительного размещения. Это позволит сделать компанию более прозрачной для потенциальных инвесторов.

Второй шаг – провести размещение акций в объеме 20-25% от капитала компании, которое может состояться в 2012 г. Мы считаем, что в случае удачного размещения АЛРОСе удастся привлечь средства, столь необходимые для перехода на подземный способ добычи алмазов.

### Рост цен на алмазы может привести к увеличению выручки и стоимости компании АЛРОСА

Мировая минерально-сырьевая база демонстрирует постоянное сокращение, так как в последнее время не было обнаружено никаких значительных месторождений. Мы считаем, что рост спроса может привести к дефициту алмазов уже в 2012 г., что, в свою очередь, приведет к росту цен.

Мы ожидаем, что в 2011 г. общий объем продаж компании останется без существенных изменений, на уровне 36 млн. карат, а к 2016 г. данный показатель незначительно вырастет до 36,5 млн. карат, что будет обусловлено запланированным компанией увеличением подземной добычи алмазов. Мы считаем, что основным фактором роста выручки и прибыли компании АЛРОСА станет рост цен на алмазы.

### Мы ожидаем существенного улучшения прозрачности

Проведение IPO компании до сих пор остается под вопросом в связи с ограничениями в законодательстве и «особым статусом» компании для государства и местных властей. Согласно ряду источников, проведение IPO компании можно ожидать не ранее 2012 г., однако уже сейчас АЛРОСА предпринимает меры по выходу на открытый рынок.

АЛРОСА продолжает повышать уровень прозрачности; отметим, что компания публикует информацию для инвесторов и акционеров по прогнозируемым финансовым результатам, мировым запасам алмазов и дисбалансу спроса, а также другую информацию.

Тем не менее, компания может предпринимать дальнейшие шаги по повышению уровня прозрачности. К примеру, АЛРОСА может начать публиковать промежуточные финансовые результаты (в настоящее время публикуются только годовые отчеты по МСФО). До сих пор недоступны данные по запасам компании (включая информацию по исходному содержанию алмазов в руде), по объемам добычи, себестоимости производства и некоторые другие важные данные. Компания заявила о том, что не исключает возможности публикации данной информации после проведения IPO.

Мы считаем, что повышение уровня прозрачности – всегда являвшееся проблемой для компании – сделало бы ее более привлекательной для инвесторов.

### Размещение еврооблигаций в конце 2010 г.: успешное рефинансирование краткосрочных долговых обязательств может повысить заинтересованность инвесторов в компании

В конце 2009 г. 80% долговых обязательств компании объемом 3,9 млрд. долл. США классифицировались как краткосрочные. К июлю 2010 г. АЛРОСА реструктурировала приблизительно 50% краткосрочных долговых обязательств в долгосрочные: долги объемом 700 млн. долл. США были реструктурированы с помощью государственных банков, а обязательства на сумму 26 млрд. руб. (порядка 830 млн. долл. США) – посредством облигационных выпусков.

Следующий шаг компании – запланированное на конец 2010 г. размещение еврооблигаций на сумму 1 млрд. долл. США. Мы считаем, что размещение имеет все шансы быть успешным, учитывая поддержку со стороны Правительства и благоприятные рыночные условия.

В случае успешного размещения еврооблигаций более 80% долговых обязательств компании будут реструктурированы, и условия по ним станут более выгодными для компании. Средняя эффективная налоговая ставка по долгам компании в конце 2009 г. достигла 14,5% для обязательств, деноминированных в долларах США, и 15,3% для обязательств, деноминированных в рублях, что примерно на 5 п.п. превышает ставку купона рублевых облигаций компании АЛРОСА, размещенных по номинальной стоимости в июне 2010 г.

Успешное рефинансирование долговых обязательств, в результате которого, процентные ставки станут более привлекательными, приведет к сокращению расходов на выплату процентов и сможет повысить заинтересованность инвесторов в акциях компании, что, по нашему мнению, приведет к росту котировок.

## Стратегический инвестор для проблемного актива Севералмаз

АЛРОСА отказалась от своих планов по проведению IPO трех дочерних компаний (АЛРОСА-Нюрба, Севералмаз и АЛРОСА-Африка) в апреле 2009 г. Тогда компания наняла Morgan Stanley для осуществления сделки по продаже «проблемного» актива Севералмаз стратегическому инвестору. Доля акций (25-49%) может быть продана либо диверсифицированной горнодобывающей компании (например, Rio Tinto), либо инвестиционной компании.

Высокие производственные расходы (согласно расчетам, они составляют 70 долл. США/карат, тогда как цена продажи равна 50 долл. США/карат) являются основной проблемой Севералмаза, в результате которой компания несет ежегодный чистый убыток примерно в 32 млн. долл. США, который затем оказывает влияние на консолидированную финансовую отчетность компании АЛРОСА.

АЛРОСА надеется на то, что Севералмаз сможет выйти на уровень безубыточности путем повышения объемов производства. Для реализации этой задачи Севералмазу необходимы инвестиции объемом 400-500 млн. долл. США, чтобы профинансировать строительство нового завода с ежегодной мощностью переработки в 4-5 млн. тонн (сейчас данный показатель составляет 1 млн. тонн).

Мы считаем, что возможная новость о продаже доли акций Севералмаза может привести к росту котировок акций компании АЛРОСА. Благодаря продаже акций Севералмаза, компания получит средства для финансирования строительства завода и дальнейшего развития, при этом продажа акций продемонстрирует уверенность основных игроков в успешной реализации долгосрочных планов АЛРОСА в отношении ее дочерней компании.

## В чем отличительные особенности АЛРОСА?

Положение компании АЛРОСА на рынке близко к монополии, при этом она обладает уникальными запасами алмазов

АЛРОСА – крупнейшая российская компания, осуществляющая добычу алмазов, на долю которой приходится более 95% совокупного объема добычи. В 2009 г. на долю АЛРОСА пришлось 25% мировой добычи алмазов в денежном выражении и 30% добычи в каратах (второе место заняла компания De Beers с показателем 23%).

Несмотря на то, что данные по запасам алмазов не раскрываются, компания считает, что ее запасы составляют примерно треть общих мировых запасов.

### АЛРОСА пользуется государственной поддержкой

АЛРОСА находится под контролем государства – более 80% ее акций принадлежит федеральным и местным властям. Значимость АЛРОСА для властей очевидна – компания играет важную социальную роль, так как предоставляет

рабочие места более чем 30 000 сотрудников, а также на ее долю приходится приблизительно 60% государственного бюджета Якутии.

События 1П 2009 г. указали на то, что в сложные времена государство будет оказывать помощь российской алмазодобывающей отрасли. В то время, когда мировой спрос на алмазы упал, государство приобрело алмазы на сумму 1 млрд. долл. США для Государственного хранилища ценностей (Гохран).

В июле 2010 г. Президент компании Федор Андреев заявил о том, что Правительству необходимо рассмотреть возможность продажи алмазов из Гохрана для решения вопроса дефицита на рынке и минимизации риска возникновения «пузыря».

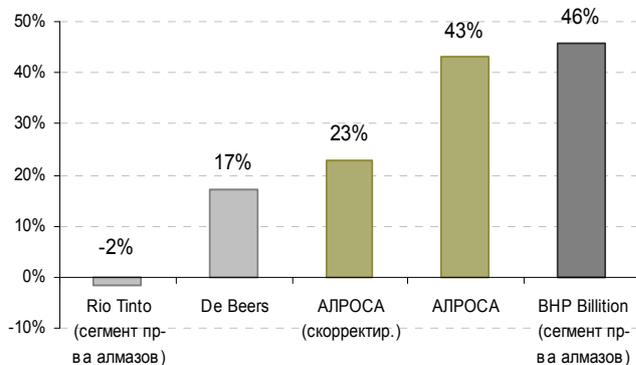
### Высокие показатели рентабельности по сравнению с иностранными аналогами

В течение мирового экономического кризиса рентабельность валовой прибыли АЛРОСы оставалась без существенных изменений на уровне, превышающем 35%. Валовая рентабельность компании не подвергается влиянию прибылей/убытков от курсовых разниц (благодаря использованию форвардных контрактов) и поэтому является менее волатильной по сравнению с показателями чистой прибыли и рентабельности EBITDA. Как показано на рисунке, расположенном ниже, рентабельность компании АЛРОСА была выше показателей De Beers как до, так и после экономического кризиса.

Также необходимо отметить, что нескорректированная рентабельность EBITDA компании в 2009 г. составила 43%, что лишь на 3 п.п. ниже рентабельности EBITDA алмазодобывающего сегмента диверсифицированной горнодобывающей компании BHP Billiton, и более чем в два раза превышает показатель De Beers, составивший 17%.

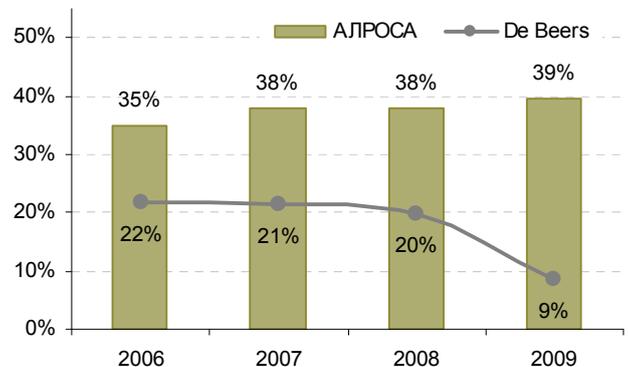
Рентабельность EBITDA АЛРОСы, скорректированная с учетом прибыли от курсовых разниц, выбытия дочерних компаний и доли в прибыли ассоциированных компаний, составившая 23%, все равно превышает показатель De Beers. Рентабельность EBITDA алмазодобывающего сегмента компании Rio Tinto вышел в отрицательную зону и составил -2% в указанный период времени.

**Рисунок 3:**  
Рентабельность EBITDA, 2009 г., %



Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

**Рисунок 4:**  
Рентабельность валовой прибыли, %



Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

## Риски

### Дефицит алмазов может привести к возникновению еще одного «пузыря»

Цены на алмазы начали расти в 4К 2009 г. и в настоящее время практически достигли докризисных уровней. Рынок полированных алмазов начал оживать во 2К 2010 г. и сейчас демонстрирует умеренный рост, который, по нашим прогнозам, достигнет 5% в 2010 г.

В июле 2010 г. Президент компании Федор Андреев заявил о схожести текущей обстановки на рынке с ситуацией в 2008-2009 гг., когда цены на неотшлифованные алмазы были выше цен на полированные алмазы. Цены на алмазы растут в связи

с дефицитом на рынке. В 2009 г. все крупнейшие алмазодобывающие компании (за исключением АПРОСы) объявили о производственных каникулах и приостановили добычу алмазов на некоторых объектах. В результате, мировой объем добычи алмазов в 2009 г. снизился приблизительно до 115 млн. карат, т.е. на 30% по сравнению с 2008 г.

Ситуация в алмазодобывающей отрасли остается нестабильной, и, до тех пор, пока меры по стимулированию мировой экономики не будут прекращены, будет невозможно говорить о полном восстановлении в отрасли. Хотя мы считаем возможным формирование нового «пузыря» в алмазодобывающей отрасли, рост цен может также отчасти быть обусловлен сезоном летних отпусков, обычно сопровождающимся ростом спроса.

Помимо этого, мы считаем, что такие крупные экспортеры алмазов, как Намибия, могут увеличить объем добычи для удовлетворения растущего спроса на мировом рынке. Таким образом, мы придерживаемся консервативного подхода при прогнозировании средней цены алмазов в расчете на карат и ожидаем лишь 3%-ного роста данного показателя в 2011 г.

### Доля выручки горнодобывающих компаний может уйти в сегмент производства синтетических алмазов

Свойства синтетических алмазов зависят от технологии производства. По качеству синтетические алмазы могут быть как хуже, так и лучше натуральных алмазов. К примеру, в некоторых случаях синтетические алмазы могут превосходить натуральные по таким характеристикам, как твердость и теплопроводность.

Синтетические бриллианты ювелирного качества могут быть идентичными натуральным по химическим, физическим и оптическим свойствам, однако их можно отличить с помощью инфракрасного, ультрафиолетового и рентгеновского излучений.

В настоящее время потребители приобретают ювелирные изделия исключительно с натуральными бриллиантами, однако предпочтения могут измениться в случае улучшения технологии производства синтетических бриллиантов. Сейчас расходы на производство синтетических бриллиантов ювелирного качества сопоставимы с расходами на добычу натуральных алмазов, однако когда технология производства будет удешевлена, тогда часть покупателей будет отдавать предпочтение искусственным бриллиантам.

В случае изменения ситуации на рынке, если хорошо продуманная рекламная кампания в поддержку натуральных бриллиантов утратит свою привлекательность, или же если De Beers осуществит более широкомасштабную кампанию по выходу на рынок синтетических бриллиантов через входящую в Группу компанию Element Six (способную производить большие объемы синтетических бриллиантов ювелирного качества), то доля выручки горнодобывающих компаний может уйти в сегмент производства синтетических алмазов.

### Высокая чувствительность к экономическим циклам и низкий уровень гибкости к изменениям объемов капложений

Финансовые результаты компании чрезвычайно чувствительны к рыночным условиям. Основная часть выручки АПРОСы приходится на реализацию бриллиантов ювелирного качества. Так как полированные бриллианты ювелирного качества относятся к предметам роскоши, то во время экономических спадов спрос на них снижается.

Результаты 2009 г. указали на то, что у алмазов нет своего экономического цикла, как, например, у золота, и спрос на бриллианты ювелирного качества ослабевает по мере снижения уровня доверия потребителей.

В связи с необходимостью увеличения объемов подземной добычи алмазов, АПРОСА нуждается в масштабных капложениях, объем которых в 2010-2012 гг., согласно прогнозам, составит 1,6 млрд. долл. США. Приблизительно 50% данной суммы (800 млн. долл. США) будет затрачено на переход к подземной добыче алмазов, необходимой для поддержания объемов добычи на нужном уровне. В связи с этим, можно сделать вывод о том, что АПРОСА обладает низким уровнем гибкости к изменениям объемов капложений.

## Оценка

### Оценка ДДП

Рекомендация «Покупать»; потенциал роста 72%

Мы оценили компанию АПРОСА с помощью модели ДДП. Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость обыкновенных акций компании составляет 16 345 долл. США акцию, что предполагает потенциал роста на 72% к концу 2011 г.

Компания публикует свою отчетность по МСФО в рублях, поэтому наша финансовая модель компании также представлена в рублях. Однако при расчете справедливой стоимости акций компании мы конвертировали показатели, представленные в рублях, в доллары США, используя при этом наши прогнозы в отношении среднего обменного курса руб./долл. США.

**Таблица 1:**  
Оценка по модели ДДП, млн. долл. США

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
ЕВИТ	1 078	888	950	1 081	1 029	1 044	1 021
ЕВИТ, скорр. с учетом налогов	862	711	760	864	823	835	817
(+) Амортизация	331	357	383	401	424	430	444
(-) Капвложения	-448	-575	-692	-565	-488	-488	-429
(+/-) Изм-я в оборот. капитале	-34	96	-56	-26	-45	-12	-10
Свободный денежный поток	712	588	394	674	714	766	822
Дисконтированный свободный денежный поток	712	588	350	530	498	473	450
Итого дисконтир. свободный денежный поток	5 145						
Постпрогнозная стоимость	9 078						
Дисконт. постпрогн. стоимость	3 070						
Стоимость компании	8 215						
Чистый долг и доля миноритариев	3 758						
Совокуп. стоим-ть обыкн. акций	4 458						
Кол-во обыкн. акций	272 726						
Справедливая стоимость обыкн. акции, долл. США	16 345						

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

### Анализ чувствительности

#### Высокая чувствительность к изменению фактических цен на алмазы

Мы провели анализ чувствительности для того, чтобы определить чувствительность справедливой стоимости акций компании АПРОСА к изменению фактических цен на алмазы (в расчете на карат), а также к изменению основных статей расходов компании, включая затраты на рабочую силу. АПРОСА переходит к технологии подземной добычи алмазов (30% добычи будет вестись под землей к 2012 г.), поэтому сохраняется неопределенность в отношении будущих затрат компании на проведение горнодобывающих работ.

Чувствительность к изменению фактических цен на алмазы была рассчитана с пошаговым изменением в 2,5% в период 2011-2020 г. Чувствительность к изменению основных статей расходов компании (включая расходы на топливо и электроэнергию, материалы и транспорт) рассчитывалась, начиная с 2012 г., когда основная часть добычи будет вестись под землей, до 2020 г.

Таблица 2:

Чувствительность справ. стоимости к изменению цен на алмазы и основных статей расходов, долл. США

		Цены на алмазы						
		-7,5%	-5,0%	-2,5%	0%	+2,5%	+5,0%	+7,5%
Осн. статьи расходов	-7,5%	11 879	13 935	15 992	18 048	20 105	22 161	24 217
	-5,0%	11 311	13 367	15 424	17 480	19 537	21 593	23 650
	-2,5%	10 743	12 800	14 856	16 913	18 969	21 025	23 082
	0%	10 175	12 232	14 288	16 345	18 401	20 458	22 514
	+2,5%	9 608	11 664	13 720	15 777	17 833	19 890	21 946
	+5,0%	9 040	11 096	13 153	15 209	17 266	19 322	21 378
	+7,5%	8 472	10 528	12 585	14 641	16 698	18 754	20 811

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## WACC и постпрогнозный темп роста

Мы провели анализ чувствительности нашей справедливой стоимости к колебаниям ставки WACC и постпрогнозного темпа роста. Необходимо отметить, что справедливая стоимость акций компании АЛРОСА характеризуется относительно низкой чувствительностью к изменениям постпрогнозного темпа роста, что дает нам еще больше уверенности в наших оценках.

Таблица 3:

Чувствительность справ. стоимости к изменению ставки WACC и постпрогнозного темпа роста, долл. США

		WACC						
		11,5%	11,9%	12,4%	12,8%	13,4%	13,9%	14,3%
Постпрогн. темп роста	0,0%	18 703	17 420	16 240	15 363	14 144	13 210	12 341
	0,5%	19 352	17 998	16 755	15 834	14 558	13 582	12 677
	1,0%	20 064	18 627	17 315	16 345	15 005	13 984	13 038
	1,5%	20 846	19 318	17 927	16 901	15 490	14 417	13 428
	2,0%	21 712	20 077	18 596	17 508	16 017	14 888	13 849
	2,5%	22 673	20 917	19 334	18 175	16 593	15 400	14 305
	3,0%	23 749	21 851	20 150	18 910	17 224	15 959	14 802

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## Расчет WACC

Стоимость капитала компании АЛРОСА основана на совокупности безрисковой ставки, премии за риск по акциям и премии за специфические риски компании. Мы основываем нашу безрисковую ставку на среднемесячной доходности 10-летних государственных облигаций США, равной 2,8%. Затем для учета странового риска мы добавляем среднемесячный спрэд между доходностями 10-летних государственных облигаций США и наиболее ликвидных российских облигаций, а именно 30-летних еврооблигаций, составляющий 1,8%.

Чтобы получить стандартную премию за риск по акциям компании, мы использовали историческую разницу в доходности акций и облигаций, равную 5%. Для учета низкой прозрачности, низкой ликвидности и высокой долговой нагрузки мы использовали премию за специфические риски компании, равную 6%. Реальный постпрогнозный рост, согласно нашему базовому сценарию и консервативному подходу, составляет 1%, что связано с исчерпаемостью алмазных запасов и отсутствием ввода в эксплуатацию новых месторождений после 2015 г.

**Таблица 4:**  
Расчет WACC

Безрисковая ставка: доходность 10-летних гособлигаций США, среднемесячное значение	2,8%
Среднемесячный спрэд между доходностями российских 30-летних еврооблигаций и 10-летних гособлигаций США, скорректированный	1,8%
<b>Совокупная безрисковая ставка (скорректированная с учетом премии за риск страны)</b>	<b>4,6%</b>
Стандартная премия за риск по акциям	5,0%
Премия за специфический риск компании	6,0%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>15,6%</b>
<b>Стоимость долга (после налогообложения)</b>	<b>7,7%</b>
Структура капитала	
% капитала	65%
% долга	35%
<b>WACC</b>	<b>12,8%</b>

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## Сравнительный анализ по мультипликаторам

**АПРОСА не может напрямую сопоставляться с другими игроками рынка**

De Beers, крупнейшая алмазодобывающая компания и наиболее близкий аналог АПРОСы, провела делистинг своих акций в 2001 г., чтобы избавиться от перекрестного холдинга с компанией Anglo American. Мы провели сравнительный анализ мультипликаторов АПРОСы с третьим и четвертым по величине производителями алмазов, а именно, с Rio Tinto и BHP Billiton, являющимися хорошо диверсифицированными горнодобывающими компаниями, чья основная выручка приходится на другие сегменты деятельности.

Мы также сравнили АПРОСу с российскими горнодобывающими компаниями Норильский Никель, Полюс Золото и Полиметалл, а также с небольшими зарубежными производителями алмазов.

**Акции компании выглядят недооцененными по мультипликаторам P/E, EV/EBITDA и P/BV**

АПРОСА торгуется со значительным дисконтом как к небольшим зарубежным производителям алмазов, так и к крупным российским и зарубежным горнодобывающим компаниям. Это неудивительно, так как АПРОСА представляет собой частную компанию, акции которой не торгуются на бирже, характеризующуюся низкой ликвидностью, а также низким уровнем прозрачности и корпоративного управления.

Однако данное обстоятельство свидетельствует о том, что акции компании обладают потенциалом роста, так как компания готовится к выходу на IPO. В связи с этим было бы разумно ожидать повышения уровня прозрачности и улучшения стандартов корпоративного управления, что должно сузить текущий дисконт к аналогам.

**Таблица 5:**  
Сравнительный анализ

	P/E			EV/EBITDA			P/BV		
	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П
<b>АЛРОСА</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
Норильский Никель	7,3	7,2	8,1	5,1	5,0	5,4	1,8	1,6	1,4
Полюс Золото	21,6	16,0	21,0	9,9	9,1	13,8	2,8	2,4	2,0
Полиметалл	24,0	15,3	23,8	14,1	10,2	12,9	6,2	4,5	2,5
<b>СЗ росс. горнодобыв. комп.</b>	<b>17,7</b>	<b>12,8</b>	<b>17,6</b>	<b>9,7</b>	<b>8,1</b>	<b>10,7</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>
Rio Tinto	7,7	6,8	7,1	5,5	5,0	5,1	1,9	1,5	1,3
ВНР Billiton	9,7	8,9	9,2	5,3	5,0	5,0	3,1	2,4	2,0
<b>СЗ иностр. диверсифицир. горнодобыв. компаний</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
Etruscan Resources	н/а	45,8	22,9	21,9	14,4	10,7	н/а	н/а	н/а
Gem Diamonds Limited	32,2	18,6	13,6	6,8	5,2	4,3	н/а	н/а	н/а
Petra Diamonds	8,5	14,0	8,9	6,3	4,5	4,0	н/а	н/а	н/а
<b>СЗ алмазодоб. компаний</b>	<b>20,3</b>	<b>26,1</b>	<b>15,1</b>	<b>11,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>н/а</b>	<b>н/а</b>	<b>н/а</b>

Источник: Bloomberg, расчеты ИФК Метрополь

# Приложение

## Финансовые коэффициенты и рентабельность

Таблица 6:

Финансовые коэффициенты и рентабельность

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Прибыль на акцию (EPS), карат/руб.	12,7	65,6	57,9	63,1	73,3	71,6
<b>Рентабельность</b>						
Рентабельность валовой прибыли	39%	42%	40%	41%	43%	41%
Рентабельность операционной прибыли	30%	29%	25%	25%	26%	24%
Рентабельность EBITDA	23%	35%	33%	34%	35%	34%
Рентабельность EBIT	12%	26%	23%	24%	26%	24%
Рентабельность EBT	9%	19%	18%	19%	21%	20%
Рентабельность чистой прибыли	4%	15%	14%	15%	17%	16%
<b>Коэффициенты ликвидности</b>						
Коэффициент текущей ликвидности	0,5	1,8	1,3	1,2	1,1	1,2
Коэффициент быстрой ликвидности	0,1	0,7	0,5	0,4	0,4	0,5
Коэффициент наличности	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
Коэффициент срочной ликвидности	0,1	0,7	0,5	0,4	0,4	0,5
Коэффициент чистого оборотного капитала	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Коэфф. рентабельности</b>						
Рентабельность активов (ROA)	1%	8%	7%	7%	8%	7%
Рентабельность капитала (ROE)	4%	18%	14%	13%	14%	12%
Рентабельность задейств. капит. (ROCE)	2%	9%	8%	8%	9%	9%
<b>Коэфф. операционной деятельности</b>						
Коэфф. оборота основного капитала	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Коэфф. оборота капитала	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Цикл конверсии наличности	275	189	189	189	189	189
<b>Коэффициенты финанс. леввереджа</b>						
Долговые обязательства / активы	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Чистый долг / капитал	1,4	1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
Чистый долг / EBITDA	6,3	2,3	2,3	2,0	1,5	1,2
Покрытие процентных ставок	0,5	2,4	2,7	3,2	4,2	4,8
<b>Структура ROE</b>						
Рентабельность чистой прибыли	4%	15%	14%	15%	17%	16%
Коэффициент оборота активов	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Коэффициент собств. капитала	2,9	2,4	2,1	2,0	1,8	1,6
Рентабельность собств. капитала (ROE)	4%	18%	14%	13%	14%	12%

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## Финансовая отчетность

Таблица 7:

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
<b>Выручка</b>	<b>77 949</b>	<b>119 997</b>	<b>109 195</b>	<b>113 255</b>	<b>119 630</b>	<b>120 922</b>
Себестоимость	-43 689	-65 789	-62 267	-66 152	-67 502	-70 199
Роялти	-3 509	-3 509	-3 509	-1 209	-1 209	-1 209
<b>Валовая прибыль</b>	<b>30 751</b>	<b>50 699</b>	<b>43 418</b>	<b>45 895</b>	<b>50 919</b>	<b>49 515</b>
Общие и административные расходы	-8 316	-7 200	-7 123	-7 691	-8 374	-8 861
Расходы на сбыт и реализацию	-1 173	-1 806	-1 643	-1 704	-1 800	-1 820
Административно-хозяйственные расходы	-9 489	-9 006	-8 766	-9 396	-10 174	-10 681
Чистый (убыток) / прибыль от курсовых разниц	10 686	2 674	1 976	1 285	0	0
Доход от продажи дочерних компаний	2 438	0	0	0	0	0
Прочий операционный доход	1 130	1 740	1 583	1 642	1 734	1 753
Прочие операционные расходы	-12 135	-11 676	-10 625	-11 020	-11 640	-11 766
<b>Операционный (убыток) / прибыль</b>	<b>23 381</b>	<b>34 431</b>	<b>27 586</b>	<b>28 406</b>	<b>30 840</b>	<b>28 821</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>18 003</b>	<b>41 507</b>	<b>35 893</b>	<b>38 039</b>	<b>42 276</b>	<b>40 696</b>
<b>ЕВИТ</b>	<b>9 468</b>	<b>31 757</b>	<b>25 610</b>	<b>27 121</b>	<b>30 840</b>	<b>28 821</b>
Финансовый доход	6 138	1 011	1 021	1 032	1 042	1 052
Финансовые расходы	-23 417	-13 490	-9 415	-8 481	-7 431	-6 032
Чистые финансовые расходы	-17 279	-12 479	-8 394	-7 449	-6 389	-4 980
Доля в чистой прибыли ассоциир. компаний	559	688	783	812	858	867
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>6 661</b>	<b>22 641</b>	<b>19 976</b>	<b>21 769</b>	<b>25 309</b>	<b>24 708</b>
Прибыль/(убыток) от налога на прибыль	-3 198	-4 755	-4 195	-4 572	-5 315	-5 189
<b>Чистая прибыль / (убыток)</b>	<b>3 463</b>	<b>17 886</b>	<b>15 781</b>	<b>17 198</b>	<b>19 994</b>	<b>19 520</b>

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

**Таблица 8:**  
Баланс, млн. руб.

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
<b>АКТИВЫ</b>						
Гудвил	1 439	1 439	1 439	1 439	1 439	1 439
Основные средства	167 932	170 457	175 604	183 073	186 645	187 488
Инвестиции в ассоциир. компании	1 530	1 530	1 530	1 530	1 530	1 530
Инвестиции, доступные для продажи	420	420	420	420	420	420
Долгосрочная дебиторская задолженность	2 231	3 655	3 326	3 450	3 644	3 683
Связанные средства	107	107	107	107	107	107
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>173 659</b>	<b>177 608</b>	<b>182 426</b>	<b>190 019</b>	<b>193 785</b>	<b>194 668</b>
ТМЗ	44 873	38 699	36 628	38 913	39 707	41 293
Налог на прибыль будущих периодов	196	291	257	280	326	318
Дебиторская задолженность	12 417	20 344	18 513	19 201	20 282	20 501
Денежные средства и их эквиваленты	5 094	1 515	2 500	2 565	3 030	3 798
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>62 580</b>	<b>60 849</b>	<b>57 898</b>	<b>60 959</b>	<b>63 345</b>	<b>65 911</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>236 239</b>	<b>238 457</b>	<b>240 324</b>	<b>250 978</b>	<b>257 130</b>	<b>260 578</b>
<b>КАПИТАЛ</b>						
Акционерный капитал	12 473	12 473	12 473	12 473	12 473	12 473
Эмиссионный доход	10 431	10 431	10 431	10 431	10 431	10 431
Собственные выкупленные акции	-26	-26	-26	-26	-26	-26
Нераспределенная прибыль и другие резервы	59 020	76 656	90 859	106 337	123 331	139 923
Доля миноритариев	-1 177	-1 177	-1 177	-1 177	-1 177	-1 177
<b>ИТОГО КАПИТАЛ</b>	<b>80 721</b>	<b>98 357</b>	<b>112 560</b>	<b>128 038</b>	<b>145 032</b>	<b>161 624</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Долгосрочный долг	23 581	92 020	69 374	55 700	39 682	28 675
Финансовые деривативы	6 502	6 697	6 898	7 105	7 318	7 538
Отчисления в пенсионный фонд	3 096	3 813	4 337	4 498	4 751	4 803
Прочие отчисления	326	326	326	326	326	326
Отложенные налоговые обязательства	2 774	4 124	3 639	3 965	4 610	4 501
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>36 279</b>	<b>106 980</b>	<b>84 574</b>	<b>71 594</b>	<b>56 688</b>	<b>45 843</b>
Краткосрочный долг	94 371	5 874	17 344	23 871	26 455	23 462
Финансовые деривативы	3 643	3 752	3 865	3 981	4 100	4 223
Торговая и прочая кредиторская задолженность	17 238	17 781	16 829	17 879	18 244	18 973
Налог на прибыль к выплате	318	473	417	455	528	516
Прочие налоги к выплате	3 511	5 220	4 605	5 019	5 835	5 697
Дивиденды к выплате	158	21	130	142	247	241
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>119 239</b>	<b>33 120</b>	<b>43 190</b>	<b>51 346</b>	<b>55 410</b>	<b>53 111</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>155 518</b>	<b>140 100</b>	<b>127 764</b>	<b>122 941</b>	<b>112 097</b>	<b>98 954</b>
<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>	<b>236 239</b>	<b>238 457</b>	<b>240 324</b>	<b>250 978</b>	<b>257 130</b>	<b>260 578</b>

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 9:

Отчет о движении денежных средств, млн. руб.

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Прибыль до налогов и доли миноритариев (ЕБИТ)	9 468	31 757	25 610	27 121	30 840	28 821
Износ и амортизация	8 535	8 920	9 240	9 675	10 422	11 016
Прочие корректировки	-6 045	4 713	2 274	2 424	1 503	758
<b>Чистые операц. ден. ср-ва до изменений в обор. капит.</b>	<b>11 958</b>	<b>45 390</b>	<b>37 124</b>	<b>39 221</b>	<b>42 765</b>	<b>40 595</b>
Изменение ТМЗ	-12 663	6 174	2 072	-2 285	-794	-1 587
Изменение дебит. задолженности и авансов	17 696	-9 351	2 160	-812	-1 275	-258
Изменение кредит. задолженности и отчислений	-1 909	560	-898	1 099	544	711
Изменение налогов к выплате	-790	1 613	-580	390	770	-131
<b>Денежные средства от операций</b>	<b>14 292</b>	<b>44 386</b>	<b>39 878</b>	<b>37 613</b>	<b>42 010</b>	<b>39 330</b>
Налог на прибыль уплаченный	-306	-4 755	-4 195	-4 572	-5 315	-5 189
<b>ЧИСТЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СР-ВА ОТ ОПЕРАЦ. ДЕЯТ-ТИ</b>	<b>13 986</b>	<b>39 632</b>	<b>35 683</b>	<b>33 041</b>	<b>36 696</b>	<b>34 141</b>
Приобретение осн. ср-в (капвложения)	-12 536	-13 187	-16 577	-19 754	-16 123	-13 664
Поступления от продажи осн. средств	1 509	1 742	2 190	2 609	2 130	1 805
Дивиденды от ассоциир. компаний	615	0	0	0	0	0
Процентный доход	29 969	1 011	1 021	1 032	1 042	1 052
<b>ЧИСТЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СР-ВА ОТ ИНВЕСТ. ДЕЯТ-ТИ</b>	<b>19 557</b>	<b>-10 434</b>	<b>-13 366</b>	<b>-16 113</b>	<b>-12 952</b>	<b>-10 807</b>
Чистое изменение заимствований	-14 018	-20 058	-11 176	-7 147	-13 434	-14 000
Расходы по выплате процентов	-20 408	-13 490	-9 415	-8 481	-7 431	-6 032
Дивиденды уплаченные	-1 916	-250	-1 578	-1 720	-2 999	-2 928
Прочие денежные потоки	-104	1 021	838	484	586	394
<b>ЧИСТЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СР-ВА ОТ ФИНАНС. ДЕЯТ-ТИ</b>	<b>-36 446</b>	<b>-32 777</b>	<b>-21 332</b>	<b>-16 863</b>	<b>-23 278</b>	<b>-22 566</b>
Прибыль/убыток от курсовых разниц	428	0	0	0	0	0
<b>Денежные средства на начало года</b>	<b>7 569</b>	<b>5 094</b>	<b>1 515</b>	<b>2 500</b>	<b>2 565</b>	<b>3 030</b>
Чистое изменение ден. ср-в и их эквивалентов	-2 903	-3 579	985	65	466	768
<b>ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА НА КОНЕЦ ГОДА</b>	<b>5 094</b>	<b>1 515</b>	<b>2 500</b>	<b>2 565</b>	<b>3 030</b>	<b>3 798</b>

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь



## ОФИС В МОСКВЕ

ИФК Метрополь  
Москва, 119049 Донская ул 13, стр 1

## ОФИС В ЛОНДОНЕ

Metropol UK Limited  
Princes House, 38 Jermyn Street, London, SW1Y 6DN

## БИРЖЕВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 38 83  
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

## КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 33 03  
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

### Марк Рубинштейн

Руководитель аналитического отдела

Телефон: +7(495) 223 08 86

E-mail: rubinstein@metropol.ru

## БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, ЭКОНОМИКА, СТРАТЕГИЯ

### Марк Рубинштейн

Старший аналитик

Телефон: +7(495) 223 08 86

E-mail: rubinstein@metropol.ru

### Иван Качковский

Младший аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1406

E-mail: kachkovski\_i@metropol.ru

### Надежда Крупеникова

Младший аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1430

E-mail: krupennikova@metropol.ru

## НЕФТЕГАЗОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Алексей Кокин

Старший аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1427

E-mail: kokin\_a@metropol.ru

### Александр Назаров

Старший аналитик

Телефон: +7(495) 223 08 89

E-mail: nazarov\_a@metropol.ru

## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

### Сергей Либин

Аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1374

E-mail: libin\_s@metropol.ru

## ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР И ИНФРАСТРУКТУРА

### Сергей Либин

Аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1374

E-mail: libin\_s@metropol.ru

### Андрей Рожков

Аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1420

E-mail: rozhkov\_a@metropol.ru

## ХИМ. ПРОМЫШЛЕННОСТЬ, МЕТАЛЛУРГИЯ

### Андрей Лобазов

Аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1422

E-mail: lobazov\_a@metropol.ru

## ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

### Сергей Бейден

Старший аналитик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1446

E-mail: beyden\_s@metropol.ru

## РЕДАКЦИОННЫЙ ОТДЕЛ

### Ричард Прайс

Редактор

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1428

E-mail: price\_r@metropol.ru

### Алла Чубаковская

Переводчик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1494

E-mail: chubakovskaya@metropol.ru

### Виктория Шишкина

Переводчик

Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1412

E-mail: shishkina\_v@metropol.ru

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ.

© 2009 ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ» (далее МЕТРОПОЛЬ). Все права защищены.

Предметом настоящего отчета является предоставление справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумагах. Данный отчет выполнен аналитиком(ами), имя (имена) которого(ых) указано(ы) на титульном листе настоящего отчета. Все взгляды и позиции, изложенные в данном отчете о какой-либо ценной бумаге или эмитенте, отражают личные взгляды данного аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Настоящий отчет является полностью независимым суждением на момент публикации, так как был подготовлен независимо от «Компании» и отражает исключительно точку зрения аналитика. В связи с этим «Компания», ее директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание данного отчета, а, соответственно, вся информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Данный отчет не может являться оценкой стоимости бизнеса и активов «Компании» в связи с тем, что представляет собой независимое суждение и не отвечает целям, предусмотренным законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за потери, возникшие в связи с использованием данного отчета. Информация, содержащаяся в данном отчете, не может использоваться для окончательного принятия инвестиционных решений в отношении ценных бумаг «Компании».

Информация и анализ, представленные в отчете, не могут быть прямо или косвенно связаны с частной рекомендацией(ями) или мнением(ями). Все данные отчета могут быть использованы аналитиками до его публикации. Аналитики получают вознаграждение в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами МЕТРОПОЛЬ, а также дочерних компаний (собираательно «Фирма»). В зависимости от рентабельности деятельности «Фирмы», аналитики получают вознаграждение, которое включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями «Фирмы».

МЕТРОПОЛЬ и компании, входящие в группу компаний «МЕТРОПОЛЬ», или их сотрудники могут совершать любые сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять различные услуги в отношении них, действовать в качестве директора или иного лица «Компании», упомянутой в настоящем отчете. МЕТРОПОЛЬ последовательно придерживается политики, направленной на предотвращение и устранение существующего или возможного конфликта интересов.