



21 сентября 2023 г.

АЛРОСА

Цель: 101,0 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов
VDanilov@veles-capital.ru

Удачный момент

Бумаги АЛРОСА, за последний год сильно отставшие от ключевых российских индексов, к середине августа взлетели выше 93 руб. и практически нивелировали разрыв. Однако сейчас котировки скорректировались к 70 руб. на фоне слабого спроса на алмазы со стороны Индии. На наш взгляд, в среднесрочной перспективе бумаги компании могут находиться под давлением, что может сформировать удачный момент для покупки, принимая во внимание сильные фундаментальные позиции компании на длительном горизонте. Среди долгосрочных драйверов роста котировок мы выделяем объявленные дивиденды за 1-е полугодие 2023 г. (что в российском секторе металлов и добычи является редкостью), высокую форвардную доходность за 2024 г. и потенциальные доп. выплаты из избыточного кэша, скромную оценку по мультипликаторам (на наш взгляд, компания заслуживает премии к аналогам), а также ослабление рубля, которое полноценно отразится на показателях лишь во 2-м полугодии 2023 г. Мы устанавливаем целевую цену для бумаг АЛРОСА на уровне 101 руб. с потенциалом роста на 44% и рекомендацией «Покупать».

Финансовые показатели. Несмотря на включение АЛРОСА в SDN-лист OFAC в апреле 2022 г., компания смогла адаптироваться под новые условия и по итогам 2-го квартала 2023 г. нарастить выручку на 8,7% г/г, EBITDA – на 11,3% г/г. Судя по оперативной статистике GJEPC, Индия не планирует отказываться от российского алмазного сырья, что в совокупности с ослаблением рубля позволяет нам ожидать позитивную динамику финансовых результатов АЛРОСА в 2023-2024 гг. Согласно нашим расчетам, компания нарастит EBITDA на 12,2% и 30,7% в 2023-2024 гг. соответственно.

Состояние отрасли. Летом 2022 г. мировая алмазная отрасль прошла очередной циклический пик, на котором индийский импорт алмазов в годовом выражении достиг 18,4 млрд долл., а экспорт бриллиантов – 23,0 млрд долл. По состоянию на август 2023 г. охлаждение международной торговли алмазами продолжилось: их импорт в Индию снизился до 15,0 млрд долл., потеряв почти 20% от пикового значения. Причиной спада стало снижение спроса на ювелирные украшения со стороны двух основных стран-потребителей. Так, в июле 2023 г. расходы на ювелирные изделия в США сократились на 0,6% г/г, в Китае – на 11,5% г/г. В итоге под давлением оказались и цены на алмазы. В августе 2023 г. средняя цена импортированного в Индию камня составила 107 долл. за карат против 115 долл. в июле 2023 г. и 134 долл. в августе 2022 г. Оставшиеся месяцы текущего года также сулят еще большее ухудшение условий международной торговли алмазами. Так, АЛРОСА по запросу индийского GJEPC приостановит продажи алмазов в сентябре и октябре из-за слабого спроса.

Динамика акций АЛРОСА и ключевых индексов



Информация об акциях компании

ALRS	101,0
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
70,1	+44%
Текущая цена, руб.	Потенциал
58,2/92,0	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн. руб.	2К 2022	2К 2023	+/-
Выручка	86 446	93 959	8,7%
ЕБИТДА	39 777	44 254	11,3%
<i>Рентабельность EBITDA</i>	46,0%	47,1%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	36 118	27 071	-25,0%
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>	41,8%	28,8%	-13,0 п.п.

Импорт алмазов и экспорт бриллиантов Индии в годовом выражении (млн долл.)



Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



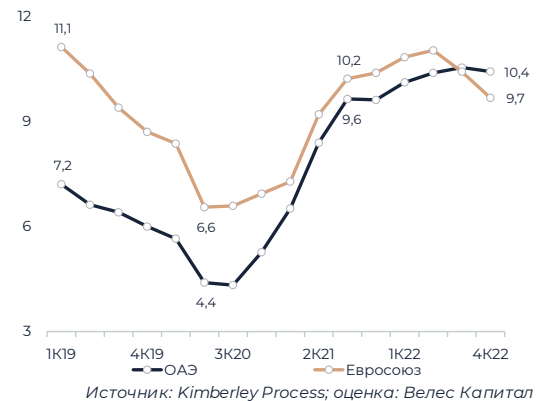
Санкции. В апреле 2022 г. АЛРОСА была включена в SDN-лист OFAC, что сделало невозможным расчеты в долларах и поставило клиентов компании под угрозу вторичных санкций. Также Евросоюз за последние 1,5 года неоднократно обсуждал запрет на импорт российских алмазов. Мы отмечаем, что потенциальное ограничение на ввоз российских камней в Бельгию (один из двух мировых центров торговли алмазами) не повлечет критических последствий для АЛРОСА, так как реальный спрос на алмазы предъявляет индийский ограночный сектор, в то время как бельгийская алмазная биржа является лишь посредником. Тем не менее, несмотря на явное нежелание Бельгии отказываться от алмазов из России, АЛРОСА начала добровольную переориентацию цепочек поставок на дружественные страны, о чем свидетельствует статистика Кимберлийского процесса. Так, в 3-м квартале 2023 г. импорт алмазов в ОАЭ (второй крупнейший центр алмазной торговли) впервые в истории сравнялся с Евросоюзом, а в 4-м квартале уверенно закрепился на первом месте, составив 10,4 млрд долл.

Мультипликаторы. По форвардным мультипликаторам АЛРОСА оценена на уровне сектора. Так, EV/EBITDA 2023П компании составляет 4,6x против отраслевой медианы 4,7x. В то же время мы отмечаем, что АЛРОСА на данный момент остается одним из двух крупных эмитентов в секторе металлов и добычи, объявившим промежуточные дивиденды за 2023 г. Также АЛРОСА, будучи почти 100%-м экспортером, является одним из главных бенефициаров ослабления рубля. На наш взгляд, с учетом отличного инвестиционного профиля бумаги АЛРОСА должны торговаться с определенной премией к аналогам, что является одним из ключевых драйверов роста котировок компании.

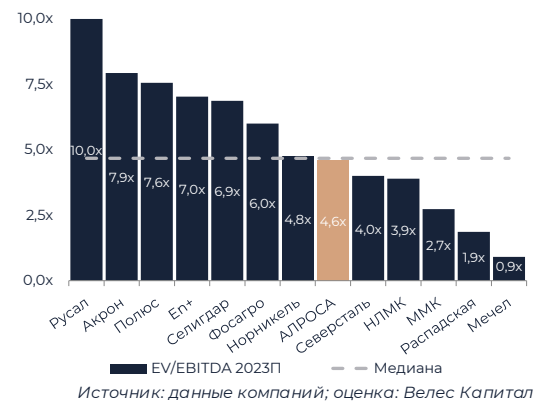
Долговая нагрузка. На конец июня 2023 г. чистый долг АЛРОСА ушел в отрицательную зону и составил -5,6 млрд руб. вследствие длительной дивидендной паузы и положительного FCF. Компания уже аккумулировала 133,4 млрд руб. кэша в виде денежных средств и банковских депозитов. На наш взгляд, подобная ситуация является аномальной, а часть избыточных средств рано или поздно будет потрачена. В марте 2023 г. АЛРОСА, учтя опыт пандемии COVID-19, повысила минимальный объем кэша на балансе с 25 до 50 млрд руб. Принимая во внимание возросшую за прошедший год неопределенность, мы допускаем, что руководство компании вполне могло повысить планку безопасности до 75 млрд руб. Тем не менее, на конец 2023 г. мы ожидаем рост кэша до 153,5 млрд руб., что позволяет говорить о его избыточном объеме на уровне не менее 78,5 млрд руб. (10,7 руб. на акцию). Одним из направлений его использования может стать инвестиционная программа, включающая в себя масштабные планы по восстановлению рудника «Мир» к 2030-2031 гг. Однако мы полагаем, что часть избыточных средств может быть направлена на дивиденды.

Дивиденды. По итогам 1-го полугодия 2023 г. Набсовет АЛРОСА рекомендовал дивиденды в размере 3,8 руб. на акцию (полугодовая доходность 5,4%), что соответствует 50% чистой прибыли по МСФО. Согласно нашим расчетам, во 2-м полугодии 2023 г. выплата компании составит 3,3 руб. на акцию (полугодовая доходность 4,7%), а в 2024 г. благодаря ослаблению рубля совокупный дивиденд увеличится до 12,7 руб. на акцию, что обеспечит весьма привлекательную доходность к текущей цене на уровне 18,1%. Также мы допускаем, что АЛРОСА может направить избыточный кэш на специальные выплаты акционерам, объем которых, по нашей оценке, может составить до 10,7 руб. на акцию (доходность 15,3%).

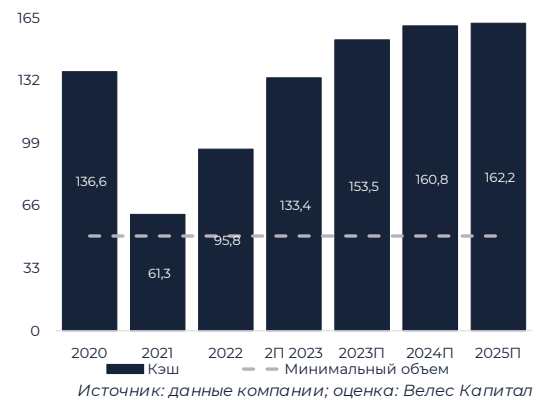
Импорт алмазов в ОАЭ и Евросоюз в годовом выражении (млрд долл.)



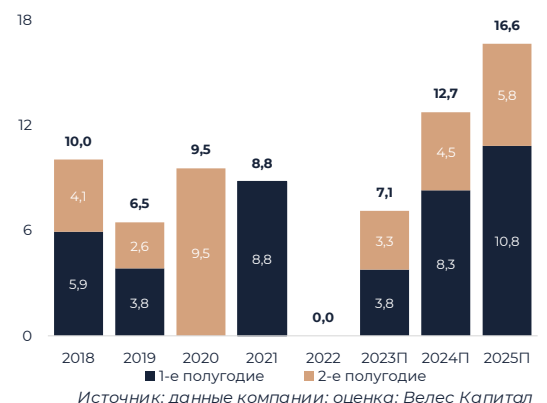
Мультипликатор EV/EBITDA 2023П российских компаний сектора металлов и добычи



Денежные средства и банковские депозиты (млрд руб.)



Дивидендные выплаты на акцию (руб.)





Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Выручка, в т.ч.:	295 715	338 879	426 464	458 121
Реализация алмазов	271 949	311 644	392 190	421 303
Прочая выручка	23 766	27 235	34 274	36 818
Операционные расходы	(195 312)	(226 785)	(277 954)	(292 712)
EBITDA	120 821	135 612	177 286	195 807
Амортизация и корректировки	(20 417)	(23 519)	(28 776)	(30 398)
EBIT	100 404	112 094	148 510	165 409
Прочие доходы/расходы	12 240	(5 589)	(3 824)	(3 533)
Прибыль до налогообложения	112 644	106 505	144 686	161 876
Налог на прибыль	(22 351)	(21 374)	(28 937)	(32 375)
Чистая прибыль	90 293	85 131	115 749	129 501
EPS, руб.	12,5	11,7	15,7	17,6

Баланс, млн руб.	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Долгосрочные активы	265 101	286 512	290 736	293 338
Основные средства	244 994	264 998	269 222	271 824
Прочие внеоборотные активы	20 107	21 514	21 514	21 514
Краткосрочные активы	255 532	297 937	329 615	339 995
Оборотные активы	159 185	143 227	167 577	176 528
Денежные средства и депозиты	95 797	153 488	160 814	162 243
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	550	1 223	1 223	1 223
Итого активы	520 633	584 449	620 351	633 333
Средства акционеров	322 293	380 692	410 780	427 801
Акционерный капитал	322 172	380 744	410 832	427 853
Доля миноритариев	121	(52)	(52)	(52)
Долгосрочные обязательства	136 198	118 193	132 805	160 069
Долгосрочные кредиты и займы	99 541	81 607	96 219	123 483
Прочие долгосрочные обязательства	36 657	36 586	36 586	36 586
Краткосрочные обязательства	62 142	85 564	76 766	45 463
Краткосрочные кредиты и займы	5 810	43 956	32 343	0
Оборотные обязательства	53 920	39 785	42 600	43 640
Прочие краткосрочные обязательства	2 412	1 823	1 823	1 823
Итого обязательства и средства акционеров	520 633	584 449	620 351	633 333

Движение денежных средств, млн руб.	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционная деятельность	66 469	114 661	126 812	155 521
Прибыль до налогообложения	112 644	106 505	144 686	161 876
Налоги и проценты	(19 263)	(21 145)	(25 113)	(28 842)
Корректировки	20 616	27 824	28 776	30 398
Изменение оборотного капитала	(47 528)	1 477	(21 536)	(7 911)
Инвестиционная деятельность	(46 483)	(57 674)	(30 806)	(30 753)
Приобретение внеоборотных активов	(33 000)	(33 000)	(33 000)	(33 000)
Прочее	(13 483)	(24 674)	2 194	2 247
Финансовая деятельность	(18 346)	(32 077)	(88 679)	(123 339)
Изменение долга	(15 651)	474	2 999	(5 079)
Выплата дивидендов	0	(27 766)	(85 660)	(112 480)
Прочее	(2 695)	(4 785)	(6 018)	(5 780)
Эффект курсовых разниц	(5 233)	(33)	0	0
Изменение денежных средств	(3 593)	24 877	7 327	1 429

Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
17%	114,6	116,9	119,4	122,1	124,9
18%	107,1	109,1	111,3	113,5	115,9
19,5%	97,7	99,3	101,0	102,8	104,7
20%	94,6	96,1	97,7	99,4	101,2
21%	89,4	90,7	92,1	93,5	95,0

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	12,0%
Премия рынка за риск	11,8%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
Стоимость СК	22,4%
Beta	0,88
Стоимость долга	5,7%
Доля СК	82%
Доля долга	18%

WACC	
	19,5%

Свободный денежный поток, млн руб.	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционный ден. поток	66 469	114 661	126 812	155 521
Кап. затраты	(33 000)	(33 000)	(33 000)	(33 000)
Проценты уплаченные	(2 331)	(4 454)	(6 018)	(5 780)
Свободный денежный поток (FCFF)	29 570	70 504	93 812	122 521

Оценка стоимости акций, млн руб.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	1,5%
Сумма ДДП (+)	330 443
Терминальная стоимость (+)	395 776
Справедливая стоимость бизнеса	726 219
Чистый долг (-)	(5 552)
Доля миноритарных акционеров (-)	(52)
Доля в зависимых компаниях (+)	12 040
Справедливая стоимость акц. капитала	743 863
Справедливая стоимость акции, руб.	101,0

Рыночные мультипликаторы, x	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EV/Sales	2,0	1,7	1,4	1,3
EV/EBITDA	4,8	4,3	3,3	3,0
EV/EBIT	5,8	5,2	3,9	3,5
EV/FCF	19,7	8,3	6,2	4,8
P/E	6,6	7,0	5,2	4,6
P/B	1,9	1,6	1,5	1,4
FCFF Yield	4,9%	11,7%	15,6%	20,4%

Кoeffициенты	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Рентабельность валовой прибыли	42,9%	44,3%	49,5%	50,8%
Рентабельность EBIT	34,0%	33,1%	34,8%	36,1%
Рентабельность чистой прибыли	30,5%	25,1%	27,1%	28,3%
Рентабельность EBITDA	40,9%	40,0%	41,6%	42,7%
ROE	28,0%	22,4%	28,2%	30,3%
ROA	17,3%	14,6%	18,7%	20,4%
ROIC	18,8%	17,7%	22,0%	24,0%
EBIT/Interest expenses, x	27,7	21,4	24,7	28,6
Net Debt/EBITDA, x	0,1	-0,2	-0,2	-0,2

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно- банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2022 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Екатерина Писаренко

Зам. генерального директора - директор департамента
EPisarenko@veles-capital.ru

Юлия Дубинина

Заместитель начальника управления
YDubinina@veles-capital.ru

Артур Навроцкий

Начальник управления доверительных операций
ANavrotsky@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук

Заместитель начальника отдела по работе с еврооблигациями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Владимир Наумов

Старший трейдер Управление операций на рынке акций
VNaumov@veles-capital.ru

Илья Фомичев

Специалист Отдела диллерских операций
IFomichev@veles-capital.ru

Сергей Юньков

Старший специалист Управления по работе с долговыми
обязательствами
SYunkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова

Заместитель начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Игорь Суптеля

Ведущий трейдер
ISuptelya@veles-capital.ru

Олег Вязовецков

Ведущий специалист
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Наталья Котлова

Ведущий специалист
VKotkova@veles-capital.ru

Екатерина Кокина

Ведущий специалист
EKokina@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации, IT, Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов

Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова

Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев

Металлы и добыча, Глобальные рынки
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова

Металлы и добыча, Глобальные рынки
EGazizova@veles-capital.ru