

29 ноября 2024 г.

АЛРОСА

Цель: 66,3 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов
VDanilov@veles-capital.ru

Нижняя точка цикла

С мая 2024 г. бумаги АЛРОСА продемонстрировали падение на 35% на уровне ключевых российских индексов, отражая в том числе затяжной тренд на снижение мирового алмазного рынка. Несмотря на значительное сокращение импорта алмазов Индией, поддержку котировкам АЛРОСА оказывают потенциальные закупки камней Гохраном и низкая долговая нагрузка, обеспечивающая финансовую устойчивость в непростые времена. Мы полагаем, что акции компании, равно как циклический спад на мировом рынке алмазов, подошли к нижней точке. В 2025-2026 гг. мы ожидаем оживление импорта алмазов со стороны ограниченного сектора Индии благодаря исчерпанию избыточных запасов и сильному спросу на ювелирные изделия в мире и в частности в США. Возврат мирового потребления алмазов к нормальным уровням, дополненный сильно сократившимся предложением, неизбежно вызовет новый виток роста алмазных цен. Мы считаем, что восстановление рынка алмазов и распродажа накопленных компаний запасов в совокупности со слабым рублем приведут к развороту в акциях АЛРОСА на горизонте 2-3 лет. Мы устанавливаем целевую цену для бумаг компании на уровне 66,3 руб. с рекомендацией «Покупать».

Финансовые показатели. По итогам 1-го полугодия 2024 г. выручка АЛРОСА снизилась на 4,6% г/г на фоне падения продаж алмазов. По нашим расчетам, EBITDA сократилась на 23,8% г/г с рентабельностью 35,5% против 44,4% годом ранее. Чистая прибыль упала на 34,1% г/г. В то же время свободный денежный поток, согласно нашей оценке, увеличился практически в 2 раза на фоне высвобождения оборотного капитала. Чистый долг перешел в положительную зону, однако остался близок к нулевой отметке со значением чистый долг/EBITDA 0,1х. По итогам 2024 г. мы ожидаем снижения выручки АЛРОСА на 3,4%, EBITDA – на 41,9%. Также компания обладает опцией на господдержку через продажу алмазов Гохрану. В 2025 г. Минфин планирует продолжить поддержку АЛРОСА. В федеральном бюджете на 2025-2027 гг. на закупку драгоценных камней предусмотрено 1,5 млрд долл., что соответствует 40-45% годовой алмазной выручки АЛРОСА.

Состояние отрасли. На мировом рынке алмазов сложилась нестандартная ситуация. С одной стороны, потребление ювелирных изделий в США показывает устойчивый рост весь текущий год: в январе-сентябре 2024 г. потребительские расходы по данной категории выросли на 5,0% г/г. С другой стороны, индийские огранщики, в 2020-2022 гг. накопившие значительный объем избыточного алмазного сырья, активно задействуют накопленные запасы, сокращая импорт камней. В результате при среднеисторическом объеме в 120-125 млн карат чистый импорт алмазов в Индию по состоянию на октябрь 2024 г. едва превышал 90 млн карат в годовом выражении. В свою очередь, алмазные компании, придерживающиеся стратегии «price-over-volume», сокращают предложение камней в целях поддержания уровня цен. Так, De Beers уменьшила производственный прогноз на 2024 г. с 26-29 млн (ранее 29-32 млн) до 23-26 млн карат, в то время как АЛРОСА объявила о приостановке добычи на наименее рентабельных месторождениях с 2025 г. Таким образом, мировой алмазный рынок уже в 2025 г. может оказаться в состоянии дефицита: при возврате спроса к нормальным объемам в 120-125 млн карат предложение окажется значительно ниже данного уровня на фоне сокращения объемов добычи алмазов, что вызовет новый виток роста цен.

Динамика акций АЛРОСА и ключевых индексов



Информация об акциях компании

ALRS

Тикер на МосБирже

49,2

Текущая цена, руб.

46,0 / 81,5

Мин./макс. цена, 12 мес.

66,3

Справедливая цена

+34,8%

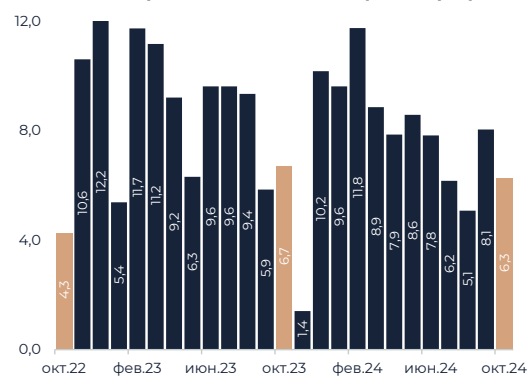
Потенциал

Покупать

Рекомендация

Финансовые показатели, млн. руб.	1П 2023	1П 2024	+/-
Выручка	188 164	179 468	-4,6%
EBITDA	83 516	63 633	-23,8%
<i>Рентабельность EBITDA</i>	44,4%	35,5%	-14,5 п.п.
Чистая прибыль	55 569	36 626	-34,1%
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>	29,5%	20,4%	-17,3 п.п.
Свободный денежный поток	19 572	38 036	94,3%
Чистый долг	(5 552)	6 344	-
<i>Чистый долг/EBITDA</i>	-	0,1х	-

Чистый импорт алмазов в Индию (млн карат)



Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации. [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. В январе 2024 г. страны G7 ввели запрет на ввоз российских алмазов весом более 1 карата. Мы отмечаем, что среди развитых стран лишь Бельгия выступает значимым игроком на мировом рынке алмазов, однако роль страны является посреднической. И хотя Бельгия напрямую не присоединилась к эмбарго, российские камни в 2024 г. практически перестали поступать на Антверпенскую биржу. Стоит отметить, что еще в 2022 г. Россия начала переориентацию алмазного экспорта на дружественные юрисдикции. Также следует учитывать, что более 90% мировой огранки алмазов осуществляет Индия, которая не присоединилась к ограничительной политике против России. Таким образом, санкции не оказали критического влияния на АЛРОСА, хоть и повлекли транзакционные издержки.

Продажи. Мы полагаем, что главной причиной падения продаж АЛРОСА в 2022-2024 гг. стало не санкционное давление, а общее снижение мирового рынка алмазов, от которого в равной степени пострадали все алмазодобытчики. Согласно нашим расчетам, реализация алмазов компании в 2022 г. составила 33,4 млн карат, в 2023 г. – 29,4 млн карат. В 2024 г. объем продаж, по нашей оценке, опустится до рекордно низких 26,2 млн карат. При этом уровень добычи в 2022-2024 гг. оставался на пределах 34-35 млн карат, что привело к формированию избыточных запасов алмазов. По нашей оценке, на конец 2024 г. АЛРОСА аккумулирует на складах 15,3 млн карат «лишних» камней. На этом фоне компания в 2025 г. планирует приостановить добычу на наименее рентабельных месторождениях. Мы полагаем, что в 2025 г. производство снизится ближе к 30 млн карат, что замедлит темпы накопления запасов. В то же время мы отмечаем, что 15,3 млн карат соответствуют 40-45% среднеисторического объема реализации АЛРОСА, и распродажа данных стоков даст мощный импульс финансовым показателям, как это имело место в постпандемийном 2021 г., когда объем продаж поставил абсолютный рекорд в 45,5 млн карат.

Мультипликаторы. С форвардным мультипликатором EV/EBITDA 2024П 4,5х АЛРОСА оценена чуть дороже сектора металлов, добычи и химической промышленности, медианное значение для которого составляет 3,9х. В текущих условиях, на фоне затяжного спада на мировом алмазном рынке, мы считаем данную оценку справедливой. Факторами поддержки для компании выступают слабый рубль, опция на помощь государства через закупки алмазов Гохраном и околонулевая долговая нагрузка. В то же время мы отмечаем, что на пике алмазного цикла в 2021 г. АЛРОСА торговалась со средним мультипликатором 8,5х. Принимая во внимание санкционное и налоговое давление на сектор металлов и добычи, мы ожидаем, что на горизонте 2-3 лет мультипликативная оценка компании имеет неплохие шансы вырасти, как минимум, до 7,0х. Ключевым драйвером переоценки мы считаем высвобождение избыточных запасов алмазов в 2025-2026 гг. и, как следствие, резкий рост свободного денежного потока, выступающего дивидендной базой.

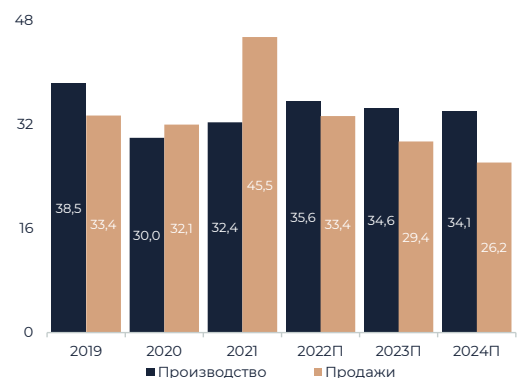
Дивиденды. На фоне значительного падения продаж АЛРОСА перешла к распределению акционерам 50% чистой прибыли по МСФО вместо традиционного свободного денежного потока. По итогам 1-го полугодия 2024 г. дивиденд составил 2,5 руб. на акцию с доходностью 5,1% к текущим котировкам. Мы допускаем, что во 2-м полугодии текущего года чистая прибыль АЛРОСА уйдет в отрицательную зону вследствие падения продаж алмазов и валютной переоценки долга, в связи с чем финальной выплаты за 2024 г. может не быть. В нашей модели мы закладываем оживление мирового рынка алмазов в 2025 г., что приведет к росту дивиденда до 5,9 руб. на акцию. В 2026 г. АЛРОСА войдет в фазу активной распродажи накопленных в 2022-2024 гг. запасов, что в совокупности с возвратом к распределению свободного денежного потока и слабым рублем обеспечит выплату в размере 12,7 руб. на акцию.

Импорт алмазов в ОАЭ и Евросоюз в годовом выражении (млн карат)



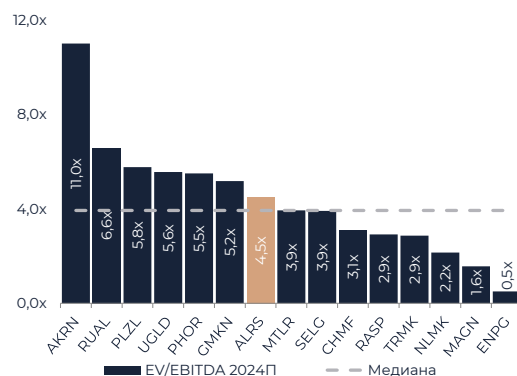
Источник: Kimberley Process; оценка: ИК «Велес Капитал»

Производство и продажи алмазов (млн карат)



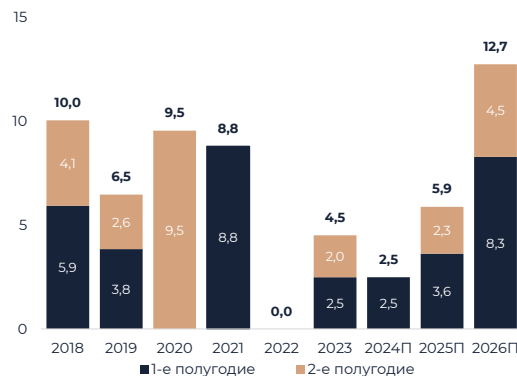
Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»

Мультипликатор EV/EBITDA 2024П российских компаний сектора металлов, добычи и химической промышленности



Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»

Дивидендные выплаты на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»



Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Выручка, в т.ч.:	326 521	315 294	448 204	481 352
Реализация алмазов и бриллиантов	300 279	289 955	412 183	442 667
Прочая выручка	26 242	25 339	36 021	38 685
Операционные расходы	(220 203)	(276 642)	(325 147)	(318 899)
EBITDA	134 724	78 271	152 871	195 039
Амортизация и корректировки	(28 406)	(39 618)	(29 814)	(32 586)
EBIT	106 318	38 653	123 056	162 453
Прочие доходы/расходы	1 877	4 778	(7 634)	(7 276)
Прибыль до налогообложения	108 195	43 431	115 422	155 177
Налог на прибыль	(23 013)	(8 578)	(28 856)	(38 794)
Чистая прибыль	85 182	34 853	86 567	116 383
EPS, руб.	11,8	4,8	11,8	15,8

Баланс, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Долгосрочные активы	299 232	328 893	359 079	386 493
Основные средства	282 887	311 471	341 657	369 071
Прочие внеоборотные активы	16 345	17 422	17 422	17 422
Краткосрочные активы	297 385	306 064	338 697	348 104
Оборотные активы	196 302	225 405	261 906	264 853
Денежные средства и депозиты	99 268	80 310	76 443	82 903
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	1 815	348	348	348
Итого активы	596 617	634 957	697 776	734 596
Средства акционеров	381 859	384 059	443 918	482 721
Акционерный капитал	381 854	383 900	443 759	482 562
Доля миноритариев	5	159	159	159
Долгосрочные обязательства	110 386	160 638	159 938	132 438
Долгосрочные кредиты и займы	79 597	135 731	135 031	107 531
Прочие долгосрочные обязательства	30 789	24 907	24 907	24 907
Краткосрочные обязательства	104 372	90 259	93 920	119 437
Краткосрочные кредиты и займы	55 809	27 000	25 000	50 000
Оборотные обязательства	47 899	52 015	57 676	58 193
Прочие краткосрочные обязательства	664	11 244	11 244	11 244
Итого обязательства и средства акционеров	596 617	634 957	697 776	734 596

Движение денежных средств, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Операционная деятельность	65 850	40 526	93 175	153 815
Прибыль до налогообложения	108 195	43 431	115 422	155 177
Налоги и проценты	(26 886)	(4 083)	(21 222)	(31 518)
Корректировки	31 876	21 970	29 814	32 586
Изменение оборотного капитала	(47 335)	(20 792)	(30 840)	(2 429)
Инвестиционная деятельность	(30 329)	(77 431)	(60 143)	(59 902)
Приобретение внеоборотных активов	(63 663)	(60 000)	(60 000)	(60 000)
Прочее	33 334	(17 431)	(143)	98
Финансовая деятельность	(25 616)	327	(36 899)	(87 454)
Изменение долга	5 712	28 300	(2 700)	(2 500)
Выплата дивидендов	(27 183)	(23 086)	(26 708)	(77 580)
Прочее	(4 145)	(4 888)	(7 491)	(7 374)
Эффект курсовых разниц	(86)	173	0	0
Изменение денежных средств	9 905	(36 406)	(3 867)	6 459

Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
18%	78,5	80,6	82,8	85,1	87,6
19%	72,2	73,9	75,8	77,8	79,9
20,6%	63,4	64,8	66,3	67,9	69,6
21%	61,5	62,8	64,2	65,7	67,3
22%	57,0	58,2	59,4	60,7	62,0

Источник: оценка: ИК «Велес Капитал»

WACC	
Безрисковая ставка	15,1%
Премия рынка за риск	7,8%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
Стоимость СК	22,1%
Beta	0,89
Стоимость долга	15,4%
Доля СК	78%
Доля долга	22%

WACC	20,6%
-------------	--------------

Свободный денежный поток, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Операционный ден. поток	65 850	40 526	93 175	153 815
Кап. затраты	(63 663)	(60 000)	(60 000)	(60 000)
Проценты уплаченные	(3 368)	(5 620)	(7 491)	(7 374)
Свободный денежный поток (FCFF)	1 513	(17 641)	33 175	93 815

Оценка стоимости акций, млн руб.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	133 812
Терминальная стоимость (+)	354 369
Справедливая стоимость бизнеса	488 181
Чистый долг (-)	6 344
Доля миноритарных акционеров (-)	159
Доля в зависимых компаниях (+)	6 824
Справедливая стоимость акц. капитала	488 502
Справедливая стоимость акции, руб.	66,3

Рыночные мультипликаторы, x	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
EV/Sales	1,2	1,3	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,0	5,1	2,6	2,0
EV/EBIT	3,8	10,3	3,2	2,5
EV/FCF	263,6	-22,6	12,0	4,3
P/E	4,7	11,5	4,6	3,4
P/B	1,0	1,0	0,9	0,8
FCFF Yield	0,4%	-4,4%	8,3%	23,5%

Коэффициенты	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Рентабельность валовой прибыли	45,8%	28,0%	42,1%	48,4%
Рентабельность EBIT	32,6%	12,3%	27,5%	33,7%
Рентабельность чистой прибыли	26,1%	11,1%	19,3%	24,2%
Рентабельность EBITDA	41,3%	24,8%	34,1%	40,5%
ROE	22,3%	9,1%	19,5%	24,1%
ROA	14,3%	5,5%	12,4%	15,8%
ROIC	16,4%	5,7%	16,3%	20,3%
EBIT/Interest expenses, x	20,8	6,1	16,4	22,0
Net Debt/EBITDA, x	0,3	1,1	0,5	0,4

Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

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 oferta 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 обзоре.

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 обзоре, 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 обзоре, 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 2024 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

Владимир Наумов

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

Илья Фомичев

Специалист Отдела диллерских операций
IFomichev@veles-capital.ru

Игорь Суптеля

Ведущий трейдер
ISuptelya@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

Финансовый сектор
SZhitelev@veles-capital.ru