



21 мая 2021 г.

АЛРОСА

Цель: 142,3 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Сучков
VSuchkov@veles-capital.ru

На пути к триллиону

В течение последних двух кварталов финансовые и операционные показатели АЛРОСА демонстрировали бурный рост. Благодаря распродаже запасов компания выплатит акционерам около 20 руб. на акцию внутри 2021 г. И хотя со 2-го квартала 2021 г. продажи алмазов вернутся к среднеисторическим значениям, АЛРОСА продолжит демонстрировать достойные результаты. Мы считаем, что благоприятная конъюнктура алмазного рынка и рекордная в секторе дивидендная доходность обуславливают потенциал для дальнейшей переоценки акций. Капитализация АЛРОСА, находящаяся на уровне 850 млрд руб., способна достичь 1 триллиона впервые в истории компании. Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» для акций АЛРОСА и повышаем целевую цену до 142,3 руб.

Финансовые показатели. В 1-м квартале 2021 г. выручка компании выросла на 45% г/г, EBITDA – на 12% г/г, свободный денежный поток – на 141% г/г вследствие рекордных продаж, ослабления рубля и сокращения запасов. Резкий рост FCFF связан с распродажей запасов, накопленных в период локдаунов. Однако этот источник роста уже исчерпан, поэтому со 2-го квартала 2021 г. операционные результаты АЛРОСА вернутся к среднеисторическим значениям. Предварительный производственный план на 2022 г. находится на уровне 33 млн карат. В то же время в случае сохранения высокого спроса на алмазы компания может нарастить производство на 15-20% до 37-38 млн карат. Мы ожидаем, что по итогам 2021 г. выручка АЛРОСА увеличится на 17%, EBITDA – на 19%, свободный денежный поток – на 11%.

Состояние отрасли. В условиях ограничений на потребление нематериальных благ (путешествия, театры, рестораны и т.д.) потребители начали смещать фокус в сторону покупки ювелирных украшений как новой формы самопоощрения. Мартовские продажи ювелирных украшений в США и Китае относительно 2020 г. выросли на 66% и 76%, а в сравнении с 2019 г. – на 30% и 19% соответственно. В результате в апреле 2021 г. чистый экспорт бриллиантов из Индии увеличился на 23% к апрелю 2019 г. Резкий всплеск потребления ювелирных украшений и восполнение запасов индийскими огранщиками привели к распродаже стоков алмазодобывающих компаний. Однако вследствие хронического недоинвестирования в разработку новых месторождений и банкротства ряда алмазных компаний мировое предложение алмазов сократится на 20% относительно допандемийных значений. В конце 2020 г. компания Rio Tinto остановила добычу на руднике Argyle (11 млн карат), а оставшийся алмазный актив компании Diavik (4 млн карат) также будет законсервирован к 2025 г. Резко нарастить добычу в ответ на высокий спрос отрасль не может, и цены на алмазы продолжают расти. Индекс цен реализации АЛРОСА с начала года вырос на 9%, и во 2-м полугодии менеджмент ожидает сохранения тенденции с ростом средних цен реализации до 130-140 долл. за карат против 109 долл. в 2020 г.

Динамика акций АЛРОСА и ключевых индексов

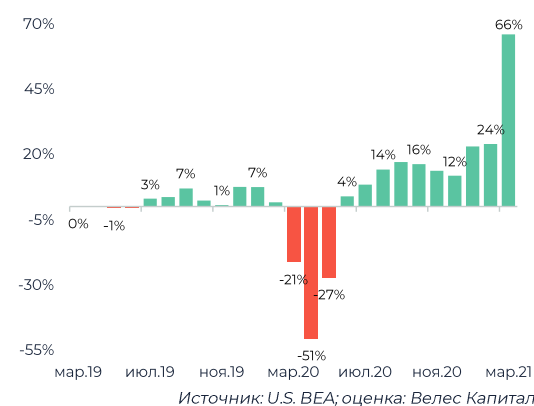


Информация об акциях компании

ALRS	142,3
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
113,7	+25%
Текущая цена, руб.	Потенциал
61,5/116,7	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн. руб.	1К 2020	1К 2021	+/-
Выручка	62 746	90 821	44,7%
ЕБИТДА	29 984	33 489	11,7%
Рентабельность ЕБИТДА	45,9%	36,5%	-9,4 п.п.
Чистая прибыль	3 058	24 019	685,4%
Рентабельность чистой прибыли	18,1%	21,3%	+3,2 п.п.
Свободный денежный поток	21 843	52 719	141,4%

Динамика продаж ювелирных украшений в США



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



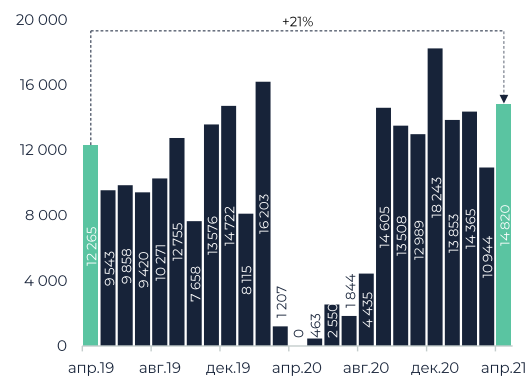
Продажи. Апрельские продажи компании выросли на 26%, до 401 млн долл., относительно уровня 2019 г. Спрос на алмазы со стороны индийских огранщиков по-прежнему остается высоким. В апреле чистый импорт алмазов в Индию увеличился на 21% по сравнению с 2019 г. Не исключено некоторое замедление продаж АЛРОСА в мае-июне в связи со всплеском пандемии COVID-19 в Индии и достижением умеренного уровня запасов в мидстриме. Продажи DeBeers в ходе 4-го цикла сократились на 9% к уровню 2019 г. Однако в ходе конференц-звонка менеджмент АЛРОСА подчеркнул, что не видит значимых затруднений в ограниченном секторе, стремящемся удовлетворить возросший спрос на ювелирные украшения с бриллиантами. На данный момент мощности в мидстриме загружены на 70-80% и полностью покрывают текущий объем предложения алмазов.

FCFF и запасы. Два рекордных по уровню продаж квартала привели к высвобождению оборотного капитала и росту свободного денежного потока до максимальных значений. По итогам 1-го квартала 2021 г. FCFF вырос в 1,4 раза, до 53 млрд руб., что оказалось выше даже самых оптимистичных прогнозов. Однако к концу марта уровень складских запасов алмазов снизился до многолетних минимумов в 12,8 млн карат, а, по заявлению менеджмента, в апреле запасы упали еще больше – до 10 млн карат. Комфортный объем стоков составляет 15-19 млн карат, поэтому в ближайшее время FCFF не будет получать extra-бонус в виде снижения оборотного капитала. В 2021-2022 гг. АЛРОСА планирует умеренный CAPEX на уровне 25-26 млрд руб., что при консервативном прогнозе продаж на уровне 35-37 млн карат обеспечит восстановление свободного денежного потока до 90 млрд руб.

Долговая нагрузка. На конец марта чистый долг АЛРОСА впервые в истории опустился ниже нуля. Мы полагаем, что до конца 2-го квартала 2021 г. долговая нагрузка останется отрицательной, что позволит компании распределить на дивиденды не менее 100% FCFF. Однако после осуществления двух рекордных дивидендных выплат чистый долг к концу года вырастет до 89 млрд руб. Менеджмент ожидает значение чистого долга/ЕВITDA в районе 0,7-0,9х, что согласуется с нашими расчетами. В ближайшие годы денежные средства АЛРОСА будут колебаться в пределах 70-80 млрд руб. в соответствии с новыми принципами финансовой политики, устанавливающими минимальную денежную «подушку» на уровне 50 млрд руб. Таким образом, долговая нагрузка в ближайшие годы не станет препятствием для соблюдения дивидендной формулы.

Дивиденды. По итогам 2-го полугодия 2020 г. АЛРОСА объявила дивиденд в размере **9,5 руб.** на акцию. Закрытие реестра назначено на 4 июля 2021 г. В ходе конференц-звонка менеджмент заявил, что не видит оснований для отступления от дивидендной политики, поэтому с высокой вероятностью за 1-е полугодие 2021 г. компания выплатит 9,9 руб. на акцию (100% FCFF) с отсечкой в середине октября 2021 г. Таким образом, внутри года АЛРОСА перечислит акционерам почти 20 руб. на акцию. Доходность к текущим котировкам превышает 17%, что, на наш взгляд, станет основным драйвером роста акций в ближайшие месяцы. Однако в будущем повторение ситуации с двумя рекордными полугодовыми выплатами подряд маловероятно. С 2022 г. дивиденды внутри года будут распределяться более равномерно, обеспечивая доходность на уровне 9-10%. В условиях роста цен на алмазы и стабильных продаж АЛРОСА в 2022-2023 гг. может выплатить 12-13 руб. на акцию.

Чистый импорт алмазов в Индию (млн карат)



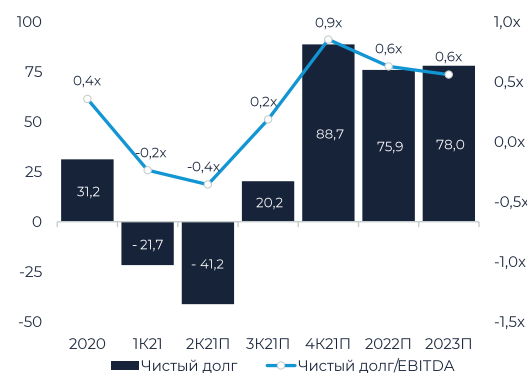
Источник: GJEPC; оценка: Велес Капитал

Запасы алмазов (млн карат)



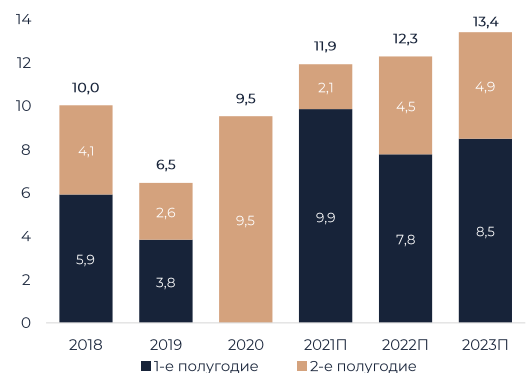
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Чистый долг (млрд руб.) и чистый долг/ЕВITDA



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Дивидендные выплаты на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Финансовые показатели (млн долл. LTM) и мультипликаторы алмазных и горнодобывающих компаний

	Страна	Тикер	Рын. кап.	EV	Див. дох.	EV/Sales	EV/EBITDA	Net debt/EBITDA	P/E	P/FCF	Выручка	EBITDA	Margin	Чистая прибыль	FCFF	Чистый долг
Среднее по отрасли																
АЛРОСА	Россия	ALRS RX	11 555	11 279	2,3%	3,1x	8,4x	0,7x	17,0x	14,5x	3 368	1 371	37,4%	713	1 465	-288
Российские горнодобывающие компании																
Норникель	Россия	GMKN RX	58 322	63 672	4,3%	4,1x	8,7x	0,6x	17,2x	9,4x	15 545	7 343	47,2%	3 385	6 197	4 705
Полюс	Россия	PLZL RX	28 761	30 952	3,1%	6,1x	8,9x	0,6x	17,4x	13,9x	5 062	3 464	68,4%	1 656	2 064	2 100
Русал	Россия	RUAL RX	11 714	17 127	0,0%	2,0x	20,2x	6,4x	15,4x	12,4x	8 566	849	9,9%	759	945	5 413
Polymetal	Россия	POLY RX	11 182	12 566	5,5%	4,4x	7,5x	0,8x	10,3x	18,4x	2 865	1 666	58,2%	1 086	609	1 384
En+	Россия	ENPG RX	7 923	20 374	0,0%	2,0x	11,4x	5,3x	11,6x	6,4x	10 356	1 791	17,3%	684	1 233	9 542
Алмазодобывающие компании																
Lucara Diamond	Канада	LUCRF US	254	277	0,0%	1,9x	9,1x	0,8x	-12,9x	-8,4x	144	31	21,2%	-20	-30	23
Petra Diamonds	ЮАР	PDL LN	200	1 034	0,0%	3,7x	-240,4x	-195,3x	-1,6x	-1996,2x	280	-4,3	-1,5%	-127	-0,1	840
Gem Diamonds	Великобритания	GEMD LN	133	190	2,7%	1,0x	2,0x	-0,3x	9,7x	1,4x	190	96	50,6%	14	95	-27
Mountain Province	Канада	MPVDF US	90	374	0,0%	2,3x	-2,8x	-2,1x	-0,5x	-34,4x	163	-133	-81,1%	-163	-2,6	284
Lucara Diamond	Австралия	LOM AU	36	56	0,0%	12,1x	-46,6x	-16,9x	-3,6x	-4,7x	5	-1,2	-26,0%	-10	-7,6	20
BlueRock Diamonds	Великобритания	BRD LN	8,3	7,7	0,0%	1,5x	-5,3x	-1,2x	-2,5x	-4,1x	5,0	-1,4	-28,7%	-3,3	-2,0	1,7
Diamcor Mining	Канада	DMI CN	6,0	10	0,0%	20,2x	-7,1x	-5,1x	-2,5x	-2,0x	0,5	-1,5	-285,8%	-2,5	-3,0	7,5
Горнодобывающие компании с алмазным бизнесом																
Rio Tinto	Великобритания	RIO US	147 259	152 881	6,2%	3,4x	7,2x	0,0x	15,1x	15,2x	44 611	21 108	47,3%	9 769	9 686	773
Anglo American	Великобритания	NGLOY US	59 389	72 321	2,1%	2,3x	8,8x	0,7x	28,4x	37,5x	30 902	8 228	26,6%	2 089	1 584	5 990

Источник: Bloomberg; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка, в т.ч.:	221 484	258 845	278 054	307 536
Реализация алмазов	201 748	240 819	256 788	284 015
Прочая выручка	19 736	18 026	21 266	23 521
Операционные расходы	(152 021)	(175 756)	(181 750)	(193 688)
ЕВИТДА	87 644	104 125	120 851	139 577
Амортизация и корректировки	(18 181)	(21 036)	(24 547)	(25 728)
ЕВИТ	69 463	83 089	96 304	113 848
Прочие доходы/расходы	(25 376)	(2 622)	(5 101)	(5 162)
Прибыль до налогообложения	44 087	80 468	91 203	108 686
Налог на прибыль	(11 842)	(16 069)	(18 241)	(21 737)
Чистая прибыль	32 245	64 399	72 962	86 949
EPS, руб.	4,4	8,8	9,9	11,8

Баланс, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Долгосрочные активы	247 614	253 154	254 608	250 879
Основные средства	225 653	228 226	229 680	225 951
Прочие внеоборотные активы	21 961	24 928	24 928	24 928
Краткосрочные активы	271 272	192 528	194 680	195 993
Оборотные активы	128 752	110 420	102 969	106 554
Денежные средства и депозиты	136 614	76 250	85 854	83 582
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	5 906	5 857	5 857	5 857
Итого активы	518 886	445 682	449 287	446 872
Средства акционеров	265 074	186 751	187 076	178 225
Акционерный капитал	264 223	185 834	186 159	177 308
Доля миноритариев	851	917	917	917
Долгосрочные обязательства	157 141	180 573	192 663	155 463
Долгосрочные кредиты и займы	125 180	148 907	160 997	123 797
Прочие долгосрочные обязательства	31 961	31 666	31 666	31 666
Краткосрочные обязательства	96 671	78 358	69 549	113 185
Краткосрочные кредиты и займы	42 665	16 050	750	37 800
Оборотные обязательства	48 544	55 620	62 111	68 697
Прочие краткосрочные обязательства	5 462	6 688	6 688	6 688
Итого обязательства и средства акционеров	518 886	445 682	449 287	446 872

Движение денежных средств, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционная деятельность	96 466	112 959	116 553	120 840
Прибыль до налогообложения	44 087	80 468	91 203	108 686
Налоги и проценты	(3 270)	(12 727)	(13 140)	(16 575)
Корректировки	38 533	20 438	24 547	25 728
Изменение оборотного капитала	17 116	24 781	13 943	3 000
Инвестиционная деятельность	(22 963)	30 548	(23 426)	(19 494)
Приобретение внеоборотных активов	(17 006)	(25 000)	(26 000)	(22 000)
Прочее	(5 957)	55 548	2 574	2 506
Финансовая деятельность	(4 096)	(156 331)	(83 523)	(103 618)
Изменение долга	24 885	(6 296)	(3 210)	(150)
Выплата дивидендов	(18 992)	(142 931)	(72 638)	(95 800)
Прочее	(9 989)	(7 104)	(7 675)	(7 668)
Эффект курсовых разниц	4 150	2 202	0	0
Изменение денежных средств	69 407	(10 622)	9 604	(2 272)

WACC	
Безрисковая ставка	7,1%
Премия рынка за риск	6,9%
Стоимость СК	13,8%
Beta	0,98
Стоимость долга	5,3%
Доля СК	83%
Доля долга	17%

WACC	12,4%
------	-------

Свободный денежный поток, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционный ден. поток	96 466	112 959	116 553	120 840
Кап. затраты	(17 006)	(25 000)	(26 000)	(22 000)
Свободный денежный поток (FCFF)	79 460	87 959	90 553	98 840

Оценка стоимости акций, млн руб.	
DCF-модель	
Рост в ПП период	1,5%
Сумма ДДП (+)	324 504
Терминальная стоимость (+)	692 298
Справедливая стоимость бизнеса	1 016 803
Чистый долг (-)	(21 654)
Доля миноритарных акционеров (-)	917
Доля в зависимых компаниях (+)	10 468
Справедливая стоимость акц. капитала	1 048 008
Справедливая стоимость акции, руб.	142,3

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	3,7	3,2	2,9	2,7
EV/EBITDA	9,3	7,8	6,8	5,8
EV/EBIT	11,7	9,8	8,5	7,2
EV/FCF	10,3	9,3	9,0	8,3
P/E	26,3	13,2	11,6	9,7
P/B	3,2	4,5	4,5	4,8
FCF Yield	9,4%	10,4%	10,7%	11,7%

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	46,6%	44,7%	49,5%	51,9%
Рентабельность EBIT	31,4%	32,1%	34,6%	37,0%
Рентабельность чистой прибыли	14,6%	24,9%	26,2%	28,3%
Рентабельность EBITDA	39,6%	40,2%	43,5%	45,4%
ROE	12,2%	34,5%	39,0%	48,8%
ROA	6,2%	14,4%	16,2%	19,5%
ROIC	12,8%	18,9%	22,1%	26,8%
EBIT/Interest expenses, x	7,4	11,1	12,5	14,8
Net Debt/EBITDA, x	0,2	0,9	0,6	0,6

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
10%	170,1	177,3	185,4	194,5	204,7
11%	152,7	158,4	164,6	171,6	179,4
12,4%	133,5	137,7	142,3	147,3	152,8
13%	126,4	130,1	134,1	138,5	143,3
14%	116,2	119,3	122,5	126,1	130,0

Источник: 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 2020 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

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

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

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Сучков
Металлургия, Глобальные рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Игорь Евсин
Нефтегазовый сектор, Транспорт,
Девелопмент
IEvsin@veles-capital.ru

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

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru