

**Авторы отчета:**

Морин Александр, аналитик, amorin@sovlink.ru

# АЛРОСА – алмазная гордость России

## АЛРОСА (ALRS)

**Покупать**
**Целевая цена: 1,4\$**
**Потенциал роста: 19,14%**
**Stock data**

Ticker	ALRS	M.Cap, \$ mln	8653,83
Shares Ords	7364965630	Free Float, %	9
Shares Pref	-	Free Float, \$ mln	778,84
Bid Ords, \$	1,17	Offer Ords, \$	1,19

**Market performance**

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-5%	-
Relative to RTSI	Ords	-23%	-
Price range, \$			
High	Ords	1,24	1,24
Low	Ords	1,02	0,96

**Financials, 2011E**

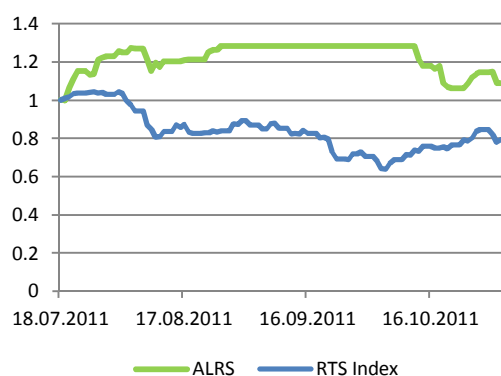
Revenue, \$ mln	4352	EV/S	2,65
EBITDA, \$ mln	1838	P/E	8,44
Net income, \$ mln	1002	EV/EBITDA	6,27

АЛРОСА по итогам работы за 1 полугодие 2011 года значительно улучшила свои финансовые и операционные показатели. Во многом этому способствовала хорошая ценовая конъюнктура на рынке алмазов, заключение долгосрочных экспортных контрактов на поставку продукции и т.д.

В связи с **возможностью листинга на ММВБ** ликвидность акций компании может вырасти, что может послужить одним из основных драйверов роста котировок акций АЛРОСА. Кроме того, учитывая возможность **увеличения спроса на алмазы** со стороны развивающихся экономик, таких как Китай и Индия, из-за естественного прироста населения и улучшения благосостояния общества в данных странах, финансовые показатели компании со временем будут улучшаться. Также следует отметить тот факт, что компания является крупнейшим мировым производителем алмазов и, следовательно, может извлекать дополнительную выгоду от **сильной рыночной позиции** (в 2010 году доля АЛРОСА в мировой добыче алмазов составляла 26%). Определенный интерес к акциям АЛРОСА может быть связан с ожиданием включения акций компании в расширенный список приватизации (компания считает, что это произойдет в начале 2013 года и, возможно, произойдет совместно с SPO).

Однако, существуют определенные риски инвестирования в акции АЛРОСА. Основной риск связан с возможным **снижением цен** на алмазы, ввиду ухудшения ситуации в мировой экономике. Также возможно ухудшение финансовых показателей компании, в частности **рост cash costs** на добычу алмазов – постепенное сокращение запасов на открытых месторождениях вынуждает компанию со временем разрабатывать подземные рудники. Согласно структуре долга и планам его погашения, основная выплата долга придется на периоды основного роста добычи алмазов (после 2015 года), что может привести к **возрастанию финансовых рисков** в случае если темп роста производства будет ниже прогноза компании.

Несмотря на хорошие фундаментальные показатели компании, инвестиции в компании алмазной отрасли не являются защитными активами, то есть при ожидаемом слабом росте мировой экономики спрос на акции может быть «под давлением». Однако, с учетом сравнения с отраслевыми аналогами и оценкой по модели DCF, акции компании достаточно привлекательны для инвестирования. Мы получили целевую цену – **\$1,4 за акцию**, что выше текущих котировок на 19,14%. **Рекомендация для акций АЛРОСА «Покупать».**

**Динамика стоимости акций**


Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

## Финансовые показатели АЛРОСА за 1П2011 и 2 квартал 2011 года

### Основные показатели финансовой деятельности АЛРОСА

Показатель	2008	2009	2010	1П2011
Выручка, \$ млн.	3675	2465	3736	2314,43
Операционная прибыль, \$ млн.	-569	739	894	1104,4
ЕБИТДА, \$ млн.	-160	1049	1184	1293,03
Чистая прибыль, \$ млн.	-1315	109	385	913,11
Чистый долг, \$ млн.	4314	3758	3204	3061,82

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

### Показатели рентабельности и долговой нагрузки АЛРОСА

Показатель	2008	2009	2010	1П2011
Operating margin, %	отр. знач	30%	24%	48%
ЕБИТДА margin, %	отр. знач	43%	32%	56%
Net margin, %	отр. знач	4%	10%	39%
ND/ЕБИТДА	-	3,58	2,71	2,37

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

### Исторический уровень добычи и средняя цена реализации продукции АЛРОСА

	2007	2008	2009	2010	1П2011
Объем производства, млн. карат	35,3	36,9	32,8	34,3	19,3
Средняя цена, \$/карат	88	92	80	84	109

Источник: Данные компании, расчеты Совлинк

### Структура погашения долга, \$ млн.



Источник: Данные компании, расчеты Совлинк

Среди **позитивных** факторов операционной и финансовой деятельности компании можно выделить следующие:

- 1) Сокращение соотношения TD/ЕБИТДА до 2, в то время как значение данного показателя в начале года было 2,9. Компания ожидает сохранить уровень Total Debt/ЕБИТДА на уровне 2 в долгосрочном периоде;
- 2) Рост добычи на 10% за 1 полугодие 2011 года по сравнению с аналогичным периодом 2010 года, в то время как большинство производителей алмазов сокращали производство. В 1 полугодии 2011 года компания выполнила план по продажам более чем на 50%;
- 3) Значительное сокращение себестоимости производства алмазов, несмотря на увеличение отчислений на оплату труда (8% рост);
- 4) Высокая доля рассыпных и открытых месторождений у компании, обеспечивающих снижение стоимости добычи;
- 5) Преобладание экспортных продаж в общей структуре выручки – 73%.
- 6) Высокие показатели маржинальности продаж по ЕБИТДА и чистой прибыли. Компания ожидает получить в 2011 году выручку на уровне 5 млрд. долларов, в то время как чистая прибыль будет около 1 млрд. долларов, а показатель ЕБИТДА 2 млрд. долларов.

Однако следует выделить несколько потенциальных **факторов риска**, которые могут ухудшить финансовое состояние компании:

- 1) Несмотря на увеличение показателя маржи по ЕБИТДА до 54,2% в 1 полугодии 2011 года, годовая маржа может сократиться из-за ускорения роста издержек во 2 полугодии;
- 2) Согласно прогнозам компании, пик мировой добычи придется на 2018 год. Компания ожидает роста общемирового потребления ювелирных изделий с алмазами в среднем на 5.6% в год, однако данный прогноз нами рассматривается как слишком оптимистичный, поскольку при ожидаемом слабом росте мировой экономики спрос на товары роскоши также может снизиться (в 2008 году как компания, так и отрасль в целом потерпели убытки из-за сокращения спроса и избыточного предложения алмазов. Снижение спроса может существенно отразиться и на ценах на алмазы, которые находятся сейчас выше уровней кризисного 2008 года.
- 3) Компания реструктурировала долг таким образом, что основные периоды выплат по долгу приходятся на 2015 и 2020 гг. С одной стороны, это создает благоприятную ситуацию с выплатами по долгу в ближайшие годы. Однако в долгосрочной перспективе высокая концентрация выплат по долгу может осложнить финансовое состояние компании.
- 4) Инвестиции в компании алмазной отрасли не являются защитными активами, то есть при ожидаемом слабом росте

мировой экономики спрос на акции может быть «под давлением».

## Оценка компании

Наша оценка акций АЛРОСА базируется на модели DCF и методе аналогов. Мы используем равные веса для каждой из оценок (50%).

### Модель DCF

Мы скорректировали нашу модель с учетом возросших рисков инвестирования в российские акции (рост безрисковой ставки с 5,3% до 6%, расширение спреда по российским акциям с 150 б. п. до 200 б. п.).

#### Модель DCF

##### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2010	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п
<b>Выручка</b>	3 736	4 352	4 802	5 171	5 372	5 826
Темп роста (%)		16%	10%	8%	4%	8%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>1 184</b>	<b>1 838</b>	<b>2 017</b>	<b>2 132</b>	<b>2 148</b>	<b>2 267</b>
Рентабельность (%)	32%	42%	42%	41%	40%	39%
<b>ЕБИТ</b>	<b>894</b>	<b>1 464</b>	<b>1 594</b>	<b>1 797</b>	<b>1 763</b>	<b>1 901</b>
Рентабельность (%)	24%	34%	33%	35%	33%	33%
- Налоги на прибыль	243	293	319	359	353	380
<b>НОПАТ</b>	<b>651</b>	<b>1 171</b>	<b>1 275</b>	<b>1 438</b>	<b>1 411</b>	<b>1 520</b>
+ Амортизация	290	337	372	401	417	452
- Капвложения	394	713	778	790	764	791
- Увеличение (уменьшение) оборотного капитала	180	-130	-143	-154	-160	-174
<b>Чистый денежный поток</b>		<b>925</b>	<b>1 013</b>	<b>1 203</b>	<b>1 224</b>	<b>1 355</b>

##### Основные предположения

Ставка дисконтирования (WACC)	12,1%
Конечный темп роста	3,0%
Ставка налогообложения	20%

##### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>6,0%</b>
Спред по России, п.п.	200
Премия для инвестирования	8,00%
Специфический риск эмитента	0,00%
D / (D+E)	47%

Бета	0,96
Бета с учетом долга	1,32
Безрисковая ставка	6,0%
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>16,5%</b>
Стоимость долга	8,6%
Ставка налога на прибыль	20,0%
<b>Стоимость долга после налога</b>	<b>6,8%</b>
<b>WACC</b>	<b>12,1%</b>

##### Оценка DCF

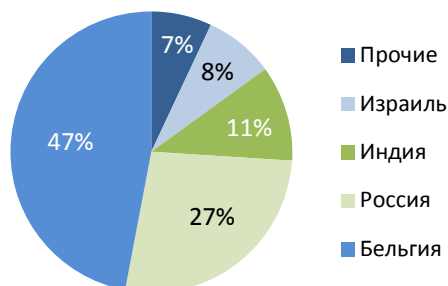
Дисконтированный денежный поток	3 588
Конечная стоимость	15 339
Приведенная конечная стоимость	9 713
Стоимость денежных потоков	13 301
Текущий чистый долг (наличность)	3 204
<b>Чистая стоимость компании</b>	<b>10 097</b>
Количество акций (млн.)	7 365,0
<b>Цель на конец 2011 г., \$</b>	<b>1,37</b>

##### Анализ чувствительности

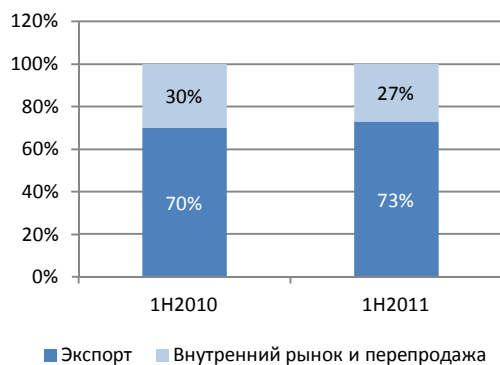
Конечный темп роста (%)	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9,1%	10,1%	11,1%	12,1%	13,1%	14,1%	15,1%
4,5%	3,04	2,41	1,98	1,65	1,41	1,21	1,06
4,0%	2,73	2,21	1,83	1,55	1,33	1,15	1,00
3,5%	2,49	2,04	1,71	1,45	1,25	1,09	0,96
<b>3,0%</b>	<b>2,28</b>	<b>1,89</b>	<b>1,60</b>	<b>1,37</b>	<b>1,19</b>	<b>1,04</b>	<b>0,91</b>
2,5%	2,10	1,76	1,50	1,30	1,13	0,99	0,87
2,0%	1,95	1,65	1,42	1,23	1,07	0,95	0,84
1,5%	1,82	1,55	1,34	1,17	1,03	0,91	0,80

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

В результате проведенной оценки по модели DCF мы получили целевую цену для акций АЛРОСА равную **\$1,37** за акцию, что выше текущих рыночных котировок акции на **16,59%**.

**Выручка от продаж алмазов по регионам за 1 полугодие 2011 года**


Источник: Данные компании

**Структура выручки от продаж алмазов, млрд. руб.**


Источник: Данные компании

## Метод аналогов

При сравнении АЛРОСА по методу аналогов с другими компаниями, возникают определенные сложности. В силу уникальности компании (существенная доля рынка, способ добычи и т. д.), закрытости отрасли в целом (ближайшая компания-аналог является De Beers, однако она не представлена на фондовой бирже), достаточно сложно определить компании для сравнительного метода. Мы включили в выборку 7 компаний, при этом у некоторых компаний (BHP BILLITON LTD, ANGLO AMERICAN PLC) добыча алмазов не является основной составляющей бизнеса.

Мы используем равные веса для каждого мультипликатора (P/E, P/B, EV/S, EV/EBITDA).

**Данные по компаниям-аналогам для расчет целевых цен акций АЛРОСА с помощью сравнительного метода**

Name	P, \$	Мcap, \$ mln	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/S
ALROSA CO LTD	1,15	8458	8,44	2,15	6,27	2,65
HARRY WINSTON DIAMOND CORP	12,16	1032	48,30	1,37	9,37	2,19
CALEDONIA MINING CORP	0,09	44	2,49	-	1,62	0,87
PETRA DIAMONDS LTD	1,94	969	26,10	-	13,29	4,54
NAMAKWA DIAMONDS LTD	0,13	31	-	0,30	-	0,43
ANGLO AMERICAN PLC	37,40	49486	7,43	1,12	4,24	1,77
GEM DIAMONDS LTD	3,49	483	10,74	0,87	3,03	1,14
BHP BILLITON LTD	38,97	192187	8,56	3,64	5,24	2,79
<b>Average</b>			<b>16,85</b>	<b>1,04</b>	<b>5,86</b>	<b>1,96</b>

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

**Расчет мультипликаторов на 2011 год для прогнозирования целевой цены акций АЛРОСА**

Показатель	Вес	Fair Мcap, \$ mln	Целевые цены, \$
EV/S	0,25	5911	0,80
P/B	0,25	5752	0,78
EV/EBITDA	0,25	10305	1,40
P/E	0,25	20258	2,75
<b>TP</b>		<b>10557</b>	<b>1,43</b>

Источник: расчеты Совлинк

В результате оценки с помощью сравнительного метода целевая цена акций АЛРОСА составила **\$ 1,43 за акцию**, что выше рыночной цены акций на **21,70%**.

**Расчет справедливой цены на 2011 год для акций АЛРОСА**

Компания	Справедливая цена по сравнительному методу, \$	Справедливая цена по модели DCF, \$	Итоговая справедливая цена, \$	Upside
АЛРОСА	1,43	1,37	1,4	19,14%

Источник: расчеты Совлинк

В результате оценки по модели DCF и методу аналогов мы получили целевую цену для акций АЛРОСА **\$ 1,4 за акцию**, что выше рыночной цены акций на **19,14%**. Рекомендация для акций АЛРОСА «**Покупать**».

Несмотря на сильные финансовые показатели, высокую рентабельность производства по результатам 1 полугодия 2011 года, компания достаточно сильно зависит от мировой конъюнктуры. При ухудшении ситуации на мировых рынках возрастают риски ослабления спроса на продукцию компании. Кроме того, при инвестировании в акции АЛРОСА необходимо учитывать пики выплат по долгу в 2015 и 2020 гг., которые при неблагоприятном сценарии могут осложнить финансовое положение компании.

Возможным драйвером роста котировок компании может быть приватизация государственного пакета акций АЛРОСА, которая может быть проведена в начале 2013 года, совместно с SPO (ранее компания собиралась провести SPO в начале 2012 года, однако финансовые показатели компании значительно улучшились в 1 полугодии 2011 года, тем самым обеспечив ряд производств необходимым финансированием).

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

**ООО «СОВЛИНК»**

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)  
[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

*\* Указанные в данном обзоре целевые цены предполагают краткосрочный инвестиционный горизонт*

© ООО «СОВЛИНК» 2011.

Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчёте информация («Информация») представляет собой технический анализ ситуации на рынке акций, которую ООО «СОВЛИНК» учитывает при принятии собственных инвестиционных решений и предлагает клиентам в дополнение к фундаментальным исследованиям для формирования у них более полного представления о рынке. Для того, чтобы сделать продукт максимально информативным и полезным для Вас, мы планируем выпускать его перед началом торгов в те дни, когда, по нашему мнению, на рынке присутствуют технические сигналы, на основе которых мы принимаем решения о тех или иных действиях.

Информация не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц и ничто в Аналитическом отчете не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США.

Настоящий Аналитический отчет носит исключительно ознакомительный, аналитический характер, отражает личное мнение аналитика(ов) ООО «СОВЛИНК» и не может толковаться как рекомендация ООО «СОВЛИНК» или его аналитиков или основание покупки или продажи ценных бумаг и/или производных финансовых инструментов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги, а также не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или производных финансовых инструментов. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при осуществлении операций (сделок) с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Настоящий Аналитический отчет не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и интересов какого-либо лица, которое может получить настоящий Аналитический отчет. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций к ООО «СОВЛИНК» по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, указанные в настоящем Аналитическом отчете, им также следует понимать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться в течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности эмитентов не обязательно определяют будущие показатели их деятельности. Курсы иностранной валюты могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу и/или производный финансовый инструмент, указанные в Аналитическом отчете. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Аналитический отчет составлен на основе общедоступной информации и сведений, ставших доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения. Подготовившее настоящий Аналитический отчет лицо(а) исходило из

того, что упомянутые в Аналитическом отчете эмитенты раскрывают информацию в объеме, порядке и сроки, предусмотренные законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумагах.

ООО «СОВЛИНК» не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в Аналитическом отчете информации, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают этот Аналитический отчет одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, сообщать обо всех изменениях, вносимых в Информацию, а также исправлять неточности, содержащиеся в Аналитическом отчете.

Ни ООО «СОВЛИНК», ни его аналитики не несут ответственности за содержание настоящего Аналитического отчета, а также за прямые и косвенные убытки от использования Информации.

ООО «СОВЛИНК», его аффилированные лица, аналитики, подготовившие настоящий Аналитический отчет, директора и сотрудники ООО «СОВЛИНК» имеют право владеть, покупать и продавать любые ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем Аналитическом отчете, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данном Аналитическом отчете эмитентов.