

# Алроса: лидерство, стабильность, уникальность

Фондовый центр «Инфина»  
Ноябрь 2013

infin



Фондовый центр «Инфина»  
119180, Москва, ул. Бол. Полянка, д. 43, стр. 3

Тел. (495) 780-43-43, факс (495) 780-80-96

## Инвестиционное заключение

ALRS		HOLD	
MCAP, \$ млрд	8,0	Fair Value	\$1,4
Last Price \$	1,09	Risk Value	\$0,9
Min, \$ (52w)	0,72	P/S	1,6
Max, \$ (52w)	1,27	P/E	7,6

■ Мы начинаем аналитическое покрытие ГК Алроса с присвоения рекомендации «держать» акции Группы и включаем их в отраслевой индекс Infina Metallurgy Sector.

■ Мы не ожидаем взрывного роста в акциях Алросы и рекомендуем их в качестве долгосрочных вложений консервативным инвесторам, настроенным на стабильность и низкий риск инвестирования.

■ Эксперты полагают, что в ближайшее десятилетие мировой алмазный рынок ожидает дефицит алмазного сырья с постоянным нарастанием разрыва в его производстве и потреблении, так как мировой спрос на бриллианты будет расти быстрее предложения.

■ Алроса располагает самыми крупными запасами алмазов в мире по кодексу JORC, а ее ресурсы считаются одними из крупнейших в отрасли. Размер доказанных запасов составляет 973 млн. карат со средним сроком выработки месторождений более 30 лет.

■ Алроса - мировой лидер по добыче алмазного сырья в каратах. Последние три года компания стабильно добывает 34,5 - 34,4 млн. карат в год в 6 открытых карьерах, на 3 рудниках и 13 россыпных месторождениях. В 2012г. на долю группы пришлось 27% от мировой алмазодобычи в натуральном выражении.

■ После проведения IPO в октябре 2013 года Алроса стала крупнейшей публичной компанией алмазного сектора с рыночной капитализацией \$8 млрд.

■ Присутствие государства в качестве акционера в капитале Группы вызывает недоверие у инвесторов, но с другой стороны является одной из гарантий сохранения объемов реализации и финансовых показателей на приемлемых уровнях.

■ Стратегия развития группы предполагает до 2023 г. увеличение добычи алмазов до 41 млн. карат в год, рост выручки и показателя EBITDA – вдвое, а чистой прибыли - в 2,5 раза. В рамках оптимизации расходов Алроса намерена отказаться от содержания социальных объектов Якутии и сократить финансирование социальных программ.

Фин. Показатели	2011	2012	2q-13 last12m
<b>\$, mln.</b>			
Sale	4696	4863	5013
Operating Income	1611	1581	1567
Interest Expense	245	265	294
Net Income (Loss)	903	1052	991
<b>Вспомогательные показатели, %</b>			
Operating Income	34%	33%	31%
Interest Expense	5.2%	5.4%	5.9%
Net Income (Loss)	19%	22%	20%
<b>Риски, %</b>			
Sovereign Risk	*	*	8.6
Equity Risk	*	*	20.8
<b>Оценка</b>			
Fair Value, \$	*	*	1.4
Risk Value, \$	*	*	0.9

■ Мы отказались от использования традиционных показателей, применяемых при сравнительном методе определения справедливой стоимости компании. Справедливая стоимость акций Алросы, рассчитанная с учетом финансовых результатов за 1 полугодие 2013 г. и суверенного риска 8,6% составляет \$1,4/0,9 (FV/RV) за акцию. В настоящий момент бумаги Группы торгуются в пределах нашего справедливого диапазона, что соответствует рекомендации «держать».

## Мировой рынок алмазов

■ В 2012 году в мире было добыто 128 млн. карат алмазного сырья на общую сумму \$ 14,8 млрд. Россия стабильно входит в тройку стран - мировых лидеров алмазного рынка. С 2009 г. она с существенным отрывом занимает первое место по физическому объему добытых камней с добычей в 35 млн. карат, однако по стоимости отстает от Ботсваны.

■ Финансовый кризис затронул, в том числе, и алмазный рынок. Восстановление заметно, однако вернуться к докризисным объемам добычи в 160-170 млн. карат отрасль сможет лишь к 2020 г. По оценкам Bain, с учетом новых шахт производство алмазного сырья к 2020г., достигнет 170-175 млн. карат, при росте спроса на него, определяемого, прежде всего Индией и Китаем, - на 6,6% в год. В 2010 году на алмазном рынке наблюдалось рыночное равновесие - спрос и предложение достигли 133 млн. каратов.

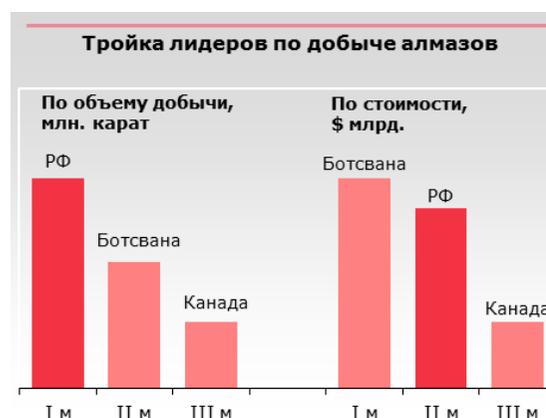
■ Несмотря на рост общих объемов добычи на 4%, суммарная выручка добывающих компаний из-за снижения цен на алмазы на 14% упала в 2012 году на 18% (до \$14,8 млрд.)

■ Резкий рост алмазного рынка, наблюдавшийся в последние годы, в ключевых странах – потребителях (в первую очередь в Индии и Европе), 2013 году заметно ослабел на фоне общего экономического спада в этих странах. В то же время американский рынок потребления бриллиантов в этом году может вырасти на 10%, Китая – на 5-7%.

■ США являются лидером по потреблению изделий с бриллиантами из-за прочной традиции покупки «помолочных» колец. Россия не является серьезным игроком этого рынка: ее доля в потреблении бриллиантов незначительна – порядка 1% от мирового объема. Почти 90% добытого алмазного сырья РФ продает на экспорт.

■ Рынок алмазов и бриллиантов очень специфичен. С одной стороны он несет в себе нюансы сырьевой, добывающей отрасли, со второй – подчиняется тенденциям и законам, свойственным рынку luxury. В отличие от рынка драгметаллов, бриллианты пока не рассматриваются в качестве активов для сбережения, а скорее, как предметы роскоши. Рынок luxury в последние годы сужается. Рост мирового рынка товаров личного пользования класса – люкс (аксессуары, одежда, драгоценности и часы) по итогам 2013 г, как ожидается, ограничится 2% против 10%-го роста в 2012 г. Такие выводы эксперты делают, основываясь на экономических проблемах в Европе и укреплении национальной валюты Японии, второго в мире рынка предметов роскоши.

■ Эксперты полагают, что в ближайшее десятилетие мировой алмазный рынок ожидает дефицит алмазного сырья с постоянным нарастанием



Источник: Bain&Company, Bloomberg

разрыва в его производстве и потреблении, так как мировой спрос на бриллианты будет расти быстрее предложения.

■ Спрос на алмазы и бриллианты будет расти, как ожидается, за счет развивающихся стран - Китая, Индии и Бразилии. Рост продаж ювелирных изделий с бриллиантами в Китае и Индии в 2012 г. продолжался, но его темпы замедлились в прошлом году до 2% и 3% соответственно. В США спрос на украшения с бриллиантами падает более стремительными темпами, чем в целом ювелирные украшения теряют долю на рынке.

■ TOP -5 крупнейших мировых производителей, на долю которых по итогам 2012 г. приходится 78% мировой выручки - АЛРОСА, De Beers, Rio Tinto, BHP Billiton, Harry Winston Diamond. Два крупнейших игрока – АЛРОСА и De Beers - обеспечивают более половины мировой добычи алмазов, фактически формируя рынок в режиме дуополии. Остальные три компании, хотя и входят в список лидеров алмазного рынка, значительно уступают первым двум по оборотам.

■ **De Beers** - основанная в 1888 году на территории ЮАР компания, занимающаяся добычей, обработкой и продажей природных алмазов, а также производством синтетических алмазов для промышленных целей. Является крупнейшей в мире по стоимости добываемых алмазов компаний: до кризиса 2008 года обеспечивала от 45 - 49% (48 млн. карат) мировой добычи алмазов. Бизнес компании серьезно пострадал в кризисные 2008-2009 г.г., и, уступив первое место Алросе по объему добычи, De Beers сохраняет лидерство по объему продаж в стоимостном выражении из-за

более высокой, чем у Алросы, цены за карат. Вместе с тем компания планирует нарастить добычу до 40 млн. карат в год в среднесрочной перспективе, желая вернуть единоличное первенство. В 2011 г. семья Оппенгеймер, 85 лет владевшая De Beers, продала алмазные активы Anglo American, которая в прошлом году завершила консолидацию 85% акций De Beers (оставшиеся 15% у правительства Ботсваны). Вероятность, что De Beers станет публичной низка. Фонд семьи Оппенгеймер (Oppenheimer Funds) вернулся на алмазный рынок, купив акции Алросы в ходе IPO.

■ **Rio Tinto** - британо-австралийская горнодобывающая компания, третий по величине в мире горнодобытчик с листингом на Лондонской и Австралийской фондовых биржах. Ей принадлежат 3 шахты по добыче в Австралии, Канаде и Зимбабве с общей стоимостью алмазных активов порядка \$2,2 млрд. Однако алмазные активы не являются основными для бизнеса группы. Доля выручки данного сегмента в общем обороте ограничивается всего 1%. В 2012 г. Rio Tinto планировала вывести свой алмазный бизнес на IPO, однако в последующем отказалась.

■ **Dominion Diamond** (до 2013 г. - Harry Winston Diamond Corporation, решившая сосредоточиться на алмазодобыче, купила алмазный бизнес у BHP Billiton) – на данный момент четвертый по объему выручки производитель алмазов в мире. Оба действующих актива компании расположены в приполярной части Канады на Северо-Западных территориях. Акции Dominion Diamond торгуются на биржах Торонто и Нью-Йорка.



■ **PetraDiamonds** – южноафриканская алмазодобывающая компания. Ей принадлежит ряд бывших африканских активов De Beers. За последние 5 лет объем запасов Petra увеличился с 9 млн. карат до более чем 300 млн. карат алмазов. К 2019 году Petra планирует увеличить добычу до 5 млн. карат в год с теперешних 2,5 млн. Акции торгуются в премиальном сегменте Лондонской фондовой биржи (free float - 72,5 %).

■ Полагаем, что в ближайшее время подобная расстановка сил на алмазном рынке сохранится. Производственные планы Алросы и De Beers предполагают доведение в ближайшие 10 лет ежегодной добычи алмазного сырья до 40 млн. карат – объемов, непосильных пока больше ни одному другому производителю. Шансы на появление новых значимых игроков с ресурсной базой, позволяющей им существенно изменить предложение алмазов в мире, минимальны.

## Алроса – алмазный монополист России

### Факторы роста и преимущества

■ По итогам 2012 г. РФ добыла 34,9 млн. карат алмазов совокупной стоимостью \$2,9 млрд., то есть 27% мировой добычи в натуральном и 23% в денежном выражении. Экспорт российских алмазов в 2012 году в каратах снизился на 8% до 29,8 млн. карат, при этом стоимость его, напротив, выросла более чем на 2% до \$3,9 млрд.

■ Россия занимает первое место в мире по количеству прогнозных ресурсов алмазов – более 3,6 млрд. карат, (почти 60% мировых запасов). Наиболее разведанная их часть сконцентрирована в Республике Саха (около 80%) и Архангельской области (около 20%), незначительное количество в Пермском крае.

■ В Группу входят алмазодобывающие предприятия материнской компании, а также алмазодобывающие предприятия основных дочерних компаний АЛРОСА-Нюрба, Алмазы Анабара и Севералмаз. Также в группу входят зарубежные сбытовые подразделения, промышленные, строительные предприятия, банк и страховая компания. На внутренний рынок компания поставляет лишь около 25% алмазов. Крупнейшими покупателями алмазного сырья Алросы являются Бельгия, Индия, Израиль и Гонконг.

■ **Лидерство на рынке** Алроса - мировой лидер по добыче алмазного сырья в каратах. Последние три года компания стабильно добывает 34,5 -34,4 млн. карат в год, располагая запасами и ресурсами порядка 970 млн. карат. В 2012г. на долю группы пришлось 27% от мировой алмазодобычи в натуральном выражении. Алроса добывает алмазное сырье в 6 открытых карьерах, на 3 рудниках и 13 россыпных месторождениях.

Основные добывающие и перерабатывающие объекты компании располагаются в Якутии, а также в Архангельской области. Прямых конкурентов в России у Алросы, добывающей 97% всех алмазов страны, нет.

■ **Непревзойденные запасы** Компания располагает самыми крупными запасами алмазов в мире по кодексу JORC, а ее ресурсы считаются одними из крупнейших в отрасли. Согласно отчету Micon International, по состоянию на 1 июля 2013 года измеренные, выявленные и предполагаемые ресурсы Алросы составили 973 млн. каратов. При поддержании текущего уровня добычи компания обеспечена минерально-сырьевой базой на 25-30 лет вперед.

■ **Публичность** После проведения IPO Алроса стала крупнейшей публичной компанией алмазного сектора с рыночной капитализацией более \$8 млрд. (De Beers после делистинга своих акций в 2001 г. не является публичной, Dominion Diamond и Petra Diamonds имеют капитализацию \$ 1,1 млрд. и \$0,9 млрд. соответственно, а Gem Diamonds – всего \$0,3 млрд.)

■ **Господдержка** Несмотря на сокращение государственной доли в акционерном капитале Алросы в результате IPO, мы уверены, что компания, как бюджетообразующее предприятие региона, по-прежнему может рассчитывать на поддержку государства. В 2008-2009 г.г., в разгар финансового кризиса, когда все мировые компании из-за обвала спроса на алмазную продукцию вынуждены были сокращать производство, решение

### Показатели деятельности лидеров, 2012г.

Компания	Sale \$млрд	Маржа ЕБИТДА	Маржа ОП
Алроса	4.4	40%	33%
DeBeers	5.5	н/д	12%
DominionDiamond	0.7	36%	13%
PetraDiamonds	0.4	26%	15%
Gem Diamonds	0.2	70%	23%

Агентство	Рейтинг
Fitch	ВВ/стабильный
Moody 's	Вa3/позитивный
S&P	ВВ-/стабильный

Источник: отчеты компаний, Bloomberg

властей обязать Гохран выкупить у Алросы алмазы на \$1 млрд. позволило компании сохранить добычу на прежних уровнях. В 2012 г. в рамках такой «поддержки» было продано алмазов на \$230 млн. (95% затрат Гохрана по покупке драгоценных камней и драгоценных металлов), в 4 кв. 2013 г. запланированы продажи на \$100 млн.

■ **Монопольное положение** в алмазодобывающей отрасли позволяет Алросе (наряду с De Beers) фактически диктовать ценовую политику на рынке в мировом масштабе.

■ **Стратегия, нацеленная на рост** В октябре была утверждена обновленная стратегия развития Алросы на период до 2023 г., согласно которой установлены следующие приоритеты:

**Концентрация на алмазном бизнесе** Компания намерена придерживаться монопродуктовой стратегии с фокусом на разведке и добыче алмазного сырья, как на наиболее маргинальном сегменте. Группа планирует продать непрофильные активы, которые имеют низкую или отрицательную рентабельность и не являются существенными для поддержания профильной деятельности. Газовые активы Алроса уже продала в сентябре Роснефти за \$1.4 млрд.

**Поддержание и расширение ресурсной базы** через проведение геологоразведочных работ в России и Африке - двух регионах, имеющих самый высокий потенциал обнаружения алмазных месторождений, пригодных к коммерческому освоению. Хотя по-прежнему основной площадкой останется Якутия (с долей добычи в 2023 г. – 87%)

**Повышение операционной эффективности** через оптимизацию структуры затрат, увеличение объемов производства путем внедрения новых технологий, способствующих росту коэффициента извлечения алмазов, улучшение логистики, повышение ликвидности и тд. В рамках оптимизации расходов Алроса намерена отказаться от содержания социальных объектов Якутии и сократить финансирование социальных программ.

**Рост ключевых показателей деятельности** Менеджмент группы рассчитывает до 2023 г. увеличить добычу алмазов до 41 млн. карат в год, выручку и показатель EBITDA – вдвое, а чистую прибыль в 2,5 раза. Этот рост должен позволить полностью погасить долговые обязательства к 2021 г. и частично профинансировать инвестпрограмму. Сарех составят \$8,1 млрд., основное их направление - финансирование перехода от карьерной разработки месторождений к подземной добыче (с ростом доли последней с 25% до 32% к 2021 г.).

■ **Сокращение долговой нагрузки** Полученные от размещения средства компания намерена направить на погашение текущего долга. Доход от реализации непрофильных активов также будет использован для сокращения задолженности.

■ **Положительная дивидендная история** Кроме этого на стадии рассмотрения находится новая дивидендная политика, согласно которой с 2013 г. будет установлен минимальный уровень дивидендных выплат в размере 35% от прибыли, рассчитанной по МСФО.

## РИСКИ

■ **Негативная динамика рынка luxury** В последние годы рынок товаров класса люкс рос в основном за счет Индии и Китая, но в данный момент их экономики испытывают проблемы. В США – крупнейшем потребителе товаров данного сегмента также наблюдается ухудшение потребительских настроений и сокращение расходов на товары не первой необходимости.

■ **Госучастие** Инвесторы с недоверием относятся к компаниям с высокой долей государственного участия, ожидая более низкой эффективности бизнеса, невысокого качества корпоративного управления, слабой защиты прав миноритариев, как следствие того, что государство традиционно ставит свои интересы выше позиций других акционеров.

■ **Наращивание капзатрат** Из-за истощения якутских месторождений компания вынуждена переходить с открытой на более дорогостоящую подземную отработку. С одной стороны это требует постоянного наращивания капзатрат, с другой – обеспечит в будущем достижение прогнозных объемов алмазодобычи.

■ **Локальный листинг** Отсутствие параллельного листинга расписок на иностранных биржах ограничивает круг зарубежных инвесторов. Приватизационное IPO Алросы проводилось исключительно на российской площадке в рамках принятого правительством решения, направленного на поддержание идеи развития российского международного финансового центра. Исходя из заявлений менеджмента, у компании пока нет планов по листингу своих акций на международных биржах.

■ **Приватизация приостановлена** 18 ноября 2013 года было подписано акционерное соглашение между акционерами Алросы – Российской Федерацией и Республикой Саха (Якутия), согласно которому, стороны договорились совместно обеспечивать сохранение в государственной собственности контрольного пакета акций компании.

## Финансовое положение

■ **Добыча** В последние годы Алроса стабильно добывает 34,3-34,6 млн. карат сырья. В 2012 г. алмазодобыча снизилась на 0,6% в основном из-за сокращения обогащения руды трубки «Удачная». По итогам 2013 г. Группа намерена нарастить добычу на 5,8% до 36,4 млн. карат. По операционным данным, за 9 мес. текущего года добыто 27,1 млн. карат (+6% год-к-году). То есть с учетом запланированных на 4 кв. закупок Гохраном Алроса выйдет на заявленные объемы.

■ **Выручка** Группы в 2012 г. выросла на 3,6% до \$4,9 млрд. Доля выручки от реализации алмазов и бриллиантов на протяжении последних лет стабильна и составляет порядка 90%. Продажи 1П 2013 г. достигли \$2,6 млрд. (+5,6% по сравнению с \$2,5 млрд. за аналогичный период прошлого года), что с учетом сохранения темпов роста дает основания рассчитывать на прирост годовой выручки на 5-6%.

■ **Финансовое положение** стабильное, однако рентабельность из года в год снижается. Менеджменту не удастся удерживать рост себестоимости (преимущественно таких статей, как заработная плата, топливо и материалы) соразмерно изменению выручки. В 2012 г. операционная прибыль снизилась на 2% до \$1,6 млрд. при снижении маржи по ней с 34% в 2011г. до 33% в 2012 г., EBITDA сократилась на 5% до \$2 млрд. при снижении маржи с 47% до 41%. Вместе с тем чистая прибыль выросла на 19% до \$1,1 млрд. Для Алросы по-прежнему характерна высокая маржинальность: по EBITDA - 41%, по чистой прибыли - 22%.

■ **Долговая нагрузка** приемлема и находится на целевом уровне 2хEBITDA, что соответствует стратегии снижения уровня задолженности. В 2013 г компания должна заплатить кредиторам \$1,13 млрд., в 2014г - \$0,52 млрд., что не вызовет проблем с погашением, так как средства, полученные от IPO и от продажи непрофильных активов, будут направлены на сокращение долговой нагрузки.

## Показатели деятельности Алросы

Фин. Показатели \$, mln.	2011	2012	2q-13 last12m
Sale	4696	4863	5013
Operating Income	1611	1581	1567
Interest Expense	245	265	294
Net Income (Loss)	903	1052	991
<b>Вспомогательные показатели, %</b>			
Operating Income	34%	33%	31%
Interest Expense	5.2%	5.4%	5.9%
Net Income (Loss)	19%	22%	20%
<b>Риски, %</b>			
Sovereign Risk	*	*	8.6
Equity Risk	*	*	20.8
<b>Оценка</b>			
Fair Value, \$	*	*	1.4
Risk Value, \$	*	*	0.9

Источник: ГК Алроса, расчеты Инфины



## Алроса на рынке ценных бумаг

■ **Акционерный капитал** Группы Алроса разделен на 7365 млн. обыкновенных акций. Акции Алросы изначально (с июля 2011 г.) обращались на РТС Board. Допуск в ноябре 2011 г. к торгам на ММВБ в перечне внесписочных ценных бумаг (без прохождения листинга) не повысил биржевую ликвидность ее акций, так как free-float ограничивался 7% (с учетом 2% квазиказначейских акций).

■ **IPO** В ходе IPO, проведенного на Московской бирже в октябре 2013 г., free-float вырос до 23%. Размещение прошло с переподпиской порядка \$400 млн., но по нижней границе ценового коридора 35 рублей за бумагу. Компания была оценена рынком в \$8,1 млрд. Общий объем IPO составил \$3 млрд. По 7% продали Росимущество и РИК Полюс, принадлежащая Якутии, 2% - кипрская дочка самой Алросы Wargan Holdings Ltd. Более 60% от объема размещения купили инвесторы из США, 24% - из Европы (в том числе 20% - из Великобритании), 14% - из России. 94% относятся к долгосрочным, 6% - хедж-фонды. В результате IPO акционерами Алросы стали Orpenheheimer Funds, Lazard, РФПИ, НПФ «Благосостояние» и др.

### Текущая структура акционеров

Акционер	Доля
Российская Федерация	43,9%
Якутия	25%+1 акция
8 улусов Якутии	8,0003%
Free-float	23%

В свою очередь доли «старых» акционеров сократились до 43,9% (РФ), 25%+1 акция (Якутия) и 8% (улусы Якутии). Согласно подписанному на днях соглашению между РФ и Якутией, полная приватизация Алросы исключена. Обеспечение государственного контроля в компании подразумевает сохранение в собственности России и Якутии пакета в размере не менее чем 50% плюс 2 акции от УК.

■ **Дивиденды** Для Алросы характерна позитивная дивидендная история. В течение последних лет норма дивидендных выплат превышала 20%. Учитывая устойчивое финансовое положение компании, наблюдательный совет намеревается рекомендовать акционерам увеличить, начиная с выплат по результатам 2013г., минимальный целевой уровень дивидендных выплат до 35% от чистой прибыли по МСФО. На данный момент решение пока не принято.

■ **Динамика акций** В течение 2013 г. акции Алросы торговались преимущественно в достаточно узком боковике (\$1-1,1 за акцию) на крайне низких объемах. Среднемесячный оборот торгов акциями на ММВБ за 12 месяцев, предшествующих проведению первичного размещения (окт 2013 г.) составлял 18 млн. штук. (по медиане), или 0,2% от УК. Всплески активности в мае, августе и сентябре связаны с ростом интереса к акциям на фоне появления информации о параметрах IPO. По сравнению с ценой размещения акции Алросы подорожали на 1,5% (19.11.2013г.) при росте индекса ММВБ за этот период на 0,5%. Отраслевой подындекс ММВБ «Металлургия» демонстрировал негативную динамику, потеряв 2%.



Рост котировок (который доходил до 5-6%) в первые после IPO дни могла обеспечить поддержка банка - стабилизационного менеджера, в обязанности которого входит приобретение бумаг в течение 30 дней после размещения.

■ **Защитная инвестиция** Мы не ожидаем взрывного роста в акциях Алросы и рекомендуем их в качестве долгосрочных вложений консервативным инвесторам, настроенным на стабильность и низкий риск инвестирования. Мы также не ожидаем существенного роста ликвидности и высокой волатильности в акциях компании и предлагаем инвесторам ориентироваться на следующие события, которые могут оказать влияние на движение котировок акций Алросы в будущем:

■ включение акций компании в индексы Московской биржи и MSCI Russia (сильный драйвер роста котировок акций и их ликвидности);

■ изменения дивидендной политики касательно выплат акционерам (в ближайшее время будет утверждена новая дивидендная политика);

■ отчетность компании (очередные финансовые результаты по МСФО за 3-й квартал и 9 месяцев 2013 г. будут опубликованы 5 декабря 2013 г.);

■ реализация сделок по избавлению от непрофильных активов, в том числе Вилюйской ГЭС-3, СК АЛРОСА, МАК-банк, 49% в железорудном проекте Тимир, которые запланированы на период до 2020 года;

■ другой новостной фон вокруг компании и ее активов, влияющий на финансовое положение и производственные показатели;

■ изменения в политике формирования и использования резервов Гохрана;

■ инициативы государства в рамках регулирования деятельности как компаний с государственным участием, так и в целом алмазного рынка;

■ отказ акционеров (Российской Федерации и Республики Саха (Якутия) от приостановки дальнейшей приватизации Алросы и проведение листинга на зарубежных биржах (сильный драйвер роста котировок акций и их ликвидности);

■ макроэкономическая статистика по странам-основным покупателям алмазов и бриллиантов (Китай, Индия, Япония, США), позволяющая оценить состояние их экономик;

■ сделки на рынке M&A – активизация деятельности на рынке слияний и поглощений в алмазодобывающей отрасли и высокие коэффициенты оценки потенциальных активов приведет к росту котировок публичных компаний сектора;

■ подвижки в создании бриллиантового ОПЕК (чревато усилением контроля и введением ограничений для компаний-монополистов);

■ популяризация синтетических бриллиантов среди населения и расширение их применения в технических целях (негативно для Алросы, так как De Beers производит технические бриллианты, а Китай направляет серьезные инвестиции в и производство);

■ внедрение на рынок бриллиантовых деривативов расширит диапазон инвестиционных возможностей для желающих инвестировать в бриллианты.

## Оценка стоимости компании

ALRS		HOLD	
MCAP, \$ млрд	8,0	Fair Value	\$1,4
Last Price \$	1,09	Risk Value	\$0,9
Min, \$ (52w)	0,72	P/S	1,6
Max, \$ (52w)	1,27	P/E	7,6

■ Мы отказались от использования традиционных показателей, применяемых при сравнительном методе определения справедливой стоимости компании, в пользу специфических секторных мультипликаторов из-за следующих противоречий:

- во-первых, публичные алмазодобывающие компании, которые можно было признать аналогами Алросы, по размерам бизнеса в 10-20 раз меньше;

- во-вторых, единственный сопоставимый по оборотам, запасам и положению в отрасли аналог Алросы – De Beers является частной компанией, не имеющей рыночной оценки.

■ С учетом мультипликаторов, полученных в ходе анализа значимых последних сделок на рынке M&A в алмазодобывающей отрасли (покупка Anglo American 40%-ной доли De Beers и Harry Winston доли в проекте ЕКАТИ у ВНР) справедливая стоимость акции составляет \$0,8-1,6 за штуку, а с учетом только физических (неценовых) мультипликаторов – \$1,3-1,4. В таблице мы приводим справедливые цены акций компании, полученные на основании значений мультипликаторов по аналогам рынка M&A, однако не принимаем их во внимание при выработке рекомендаций.

■ Диапазон справедливой стоимости Алросы рассчитан на основе финансовой отчетности за 1 полугодие 2013 г., подготовленной в соответствии с МСФО. При расчете мы принимаем во внимание текущее значение суверенного риска 8.6%, отражающее риск инвестирования в российские активы на момент выхода отчета.



■ По нашим оценкам, диапазон справедливой стоимости Алросы составляет \$10,2 млрд., или \$1,4 за одну обыкновенную акцию. С учетом потенциала роста к текущей рыночной котировке \$ 1,09 мы присваиваем акциям Группы рекомендацию «**держать**».

### Информация по сделкам M&A в алмазодобывающей отрасли в 2012-2013 гг.

Покупатель	Объект сделки	Sale \$млрд	Ресурсы млрд. карат	Добыча \$млн. карат	Стоимость всей комп. млрд.	Стоимость/ EBITDA	Стоимость/ NI	Стоимость/ Sale	Стоимость / ресурсы	Стоимость / добыча
Anglo American	De Beers 40%	6.5	0,6	31,3	\$13	8x	14x	2x	14x	0.42x
Dominion Diamond (ex. Harry Winston)	ЕКАТИ	1.3	0,02	3,8	\$0.55	н/д	н/д	0.4x	28x	0.14x
<b>IPO</b>	<b>АЛРОСА</b>	<b>4.4</b>	<b>0,97</b>	<b>34,4</b>	<b>\$12</b>	<b>6x</b>	<b>11x</b>	<b>2.5x</b>	<b>12.4x</b>	<b>0.34</b>
	<b>16%</b>									
Стоимость акции Алросы, исходя из мультипликаторов сделок M&A						\$1,6	\$1,6	\$0,8	\$1,3	\$1,4

Источник: ФЦ Инфина, Bloomberg, данные компаний

Данный обзор имеет информационное назначение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Информация, содержащаяся в данном обзоре, не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.

Аналитический Отдел  
8 (495) 780-43-43 доб. 6043  
[analyst@infina.ru](mailto:analyst@infina.ru)

