

В течение первого полугодия продолжалась консолидация в широком диапазоне по российским фондовым индексам. Повышение, наметившееся в начале года, весной было прервано из-за обострения опасений в отношении европейских долговых проблем и замедления глобального экономического роста. За январь-июнь текущего года индекс РТС потерял немногим более 2%. Перспективы рынка во втором полугодии остаются неопределенными (сохраняются все те же факторы риска), но многие инвесторы выражают осторожный оптимизм, ожидая улучшения ликвидности в результате более активного применения мер стимулирования экономики мировыми центробанками. В случае возобновления устойчивого роста, лучше рынка могут выглядеть те бумаги, которые были «перепроданы» в ходе недавней коррекции вниз. Мы отобрали компании с капитализацией от \$100 млн. до \$5 млрд. (исключая электроэнергетический и финансовый секторы, аналитику по которым см. на нашем сайте: <http://www.olma.ru/services/analytic/fundamental.htm>), по акциям которых было зафиксировано наиболее заметное снижения с начала года, и попытались выяснить, какие из этих бумаг были незаслуженно «наказаны» рынком.

Компания	Тикер	Цена акции, \$	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Изм. 1П12	EV/S	EV / EBITDA	P/E	Чистый долг / EBITDA	Див. дох-сть (2011)
ММК	MAGN	0.28	3164	3971	-25.1%	0.77	5.70	-25.31	3.17	0.0%
Мечел	MTLR	6.32	3345	8754	-24.1%	0.96	5.06	4.16	3.66	20.6%*
Выксунский МЗ	VSMZ	1220.7	2097	325	-2.4%	0.71	4.28	6.49	0.57	0.0%
Распадская	RASP	2.27	1771	125	-24.6%	2.68	6.05	13.05	0.40	0.0%
ВСМПО-Ависма	VSMO	151.27	1744	601	-6.1%	2.27	8.83	16.76	2.26	0.6%
Фармстандарт	PHST	43.65	1650	-251	-14.5%	0.96	3.44	5.49	-0.62	0.0%
НМТП	NMTP	0.08	1613	2379	-13.6%	3.80	7.27	12.37	4.33	1.0%
Мостотрест	MSTT	5.31	1499	-672	-6.5%	0.25	2.53	11.89	-2.05	4.5%
Аэрофлот	AFLT	1.32	1470	373	-14.0%	0.34	3.02	2.99	0.61	4.6%
Акрон	AKRN	35.52	1440	1050	-12.2%	1.12	2.48	2.08	1.04	12.4%
Мегионнефтегаз	MFGS	13.96	1389	698	-9.9%	0.57	5.22	15.94	1.75	9.0%
Группа ПИК	PIKK	2.25	1109	1332	-4.8%	1.56	12.16	6.79	6.63	0.0%
АвтоВАЗ	AVAZ	0.50	991	1432	-17.1%	0.41	8.41	4.37	4.97	0.0%
Газпромнефть-МНПЗ	MNPZ	134.9	877	-11	-21.6%	2.23	6.81	9.76	-0.08	11.4%*
Группа Черкизово	GCHE	15.2	668	719	-10.7%	0.94	5.89	4.43	3.05	0.0%
ЧТПЗ	CHEP	0.96	451	3439	-45.0%	1.00	6.86	28.28	6.07	0.0%
Кузбасская ТК	KBTK	4.42	439	82	-4.4%	0.64	н.д.	6.36	н.д.	4.6%
Дорогобуж	DGBZ	0.45	326	124	-13.4%	0.79	1.23	1.03	0.34	н.д.
ЦМТ	WTCM	0.30	343	-93	-23.6%	1.44	3.71	8.12	-1.39	3.4%
УАЗ	UAZA	0.09	348	9	-6.3%	0.40	5.67	21.93	0.15	0.0%
Башинформсвязь	BISV	0.34	318	45	-12.8%	1.82	12.10	13.36	1.51	7.7%*
Белон	BLNG	0.25	282	110	-16.2%	0.50	3.96	4.53	1.11	0.0%
ГК Русское море	RSEA	3.11	247	77	-4.4%	0.51	н.д.	-14.55	н.д.	0.0%
ЧМК	CHMK	73.2	231	1380	-7.4%	0.48	11.19	-35.72	9.59	0.0%
Верофарм	VRPH	22.9	229	13	-14.8%	1.12	3.54	3.79	0.18	2.8%
Седьмой континент	SCON	3.05	229	828	-30.1%	0.69	25.16	8.17	19.71	0.0%
Иркут	IRKT	0.17	203	796	-3.0%	0.61	3.95	1.64	3.15	8.6%
Челябинский цинк	CHZN	2.00	109	-31	-7.5%	0.18	1.04	3.07	-0.42	0.0%
Ашинский метзавод	AMEZ	0.21	106	24	-11.8%	0.22	3.76	27.54	0.68	0.0%
Таттелеком	TTLK	0.01	106	80	-16.8%	0.81	2.15	3.78	0.92	6.8%
Среднее			960	924	-14%	0.81	5.00	6.40	2.45	3.5%

* - доходность по привилегированным акциям

Источник: ММВБ-РТС, Bloomberg, Спарк-Интерфакс, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА»

Следующим шагом мы сократили выборку компаний, оставив только те из них, у которых как минимум три из четырех коэффициентов (EV/S, EV/EBITDA, P/E, Чистый долг/EBITDA) ниже среднего (рассчитанного по таблице выше). Далее мы приводим наши соображения относительно каждой из компаний, но не даем каких-либо рекомендаций, поскольку считаем необходимым дождаться финансовых результатов за первое полугодие, чтобы сформировать адекватную оценку.

Компания	Тикер	Цена акции, \$	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	ЕБИТДА, \$ млн.	FF	Рекомендации (Bloomberg) покупать/держать/продавать	Див. дох-сть (2011)
Фармстандарт	PHST	43.65	1650	-251	1451	406	43%	7/3/0	0.0%
Мостотрест	MSTT	5.31	1499	-672	3368	327	27%	14/0/1	4.5%
Аэрофлот	AFLT	1.32	1470	373	5378	609	48%	8/3/0	4.6%
Акрон	AKRN	35.52	1440	1050	2226	1006	13%	14/5/0	12.4%
Дорогобуж	DGBZ	0.45	326	124	569	365	14%	2/1/0	н.д.
Белон	BLNG	0.25	282	110	787	99	12%	1/3/0	0.0%
Верофарм	VRPH	22.9	229	13	216	68	17%	6/3/0	2.8%
Иркут	IRKT	0.17	203	796	1626	253	<5%	н.д.	8.6%
Челябинский цинк	CHZN	2.00	109	-31	435	74	32%	2/0/0	0.0%
Ашинский метзавод	AMEZ	0.21	106	24	588	35	69%	1/0/0	0.0%
Таттелеком	TTLK	0.01	106	80	228	86	12%	н.д.	6.8%

Источник: ММВБ-РТС, Bloomberg, Спарк-Интерфакс, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА»

Фармстандарт

Сильные стороны:

- стабильный рост финансовых показателей (выручка, ЕБИТДА, чистая прибыль) и улучшение денежной позиции (даже в период мирового кризиса);
- компания одобрила план по выкупу собственных акций с рынка на 1.1 млрд. руб. (примерно \$34 млн. или чуть более 2% капитализации) в течение года, что можно считать косвенным признаком уверенности менеджмента в перспективах бизнеса.

Слабые стороны:

- не выплачивает дивидендов;
- в последние годы наблюдалось некоторое ухудшение показателей рентабельности (так, рентабельность по ЕБИТДА за пять лет сократилась с 45% до 28%, по чистой прибыли – с 29% до 21%).

Фармстандарт: финансовые показатели (МСФО)

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	445.1	576.4	758.5	977.5	1451.3
ЕБИТДА, \$ млн.	201.2	222.1	311.2	318.4	406.2
Рентабельность по ЕБИТДА	45%	39%	41%	33%	28%
Чистая прибыль, \$ млн.	127.7	140.9	226.6	235.9	300.5
Чистый долг, \$ млн.	125.1	73.4	-66.6	-123.2	-251.4

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Акции компании могут быть интересны как «защитная бумага», поскольку бизнес Фармстандарта (PHST) ориентирован на внутренний потребительский спрос, а значит, обладает некоторой устойчивостью к воздействию шоков на внешних финансовых рынках (отрицательный чистый долг также снижает зависимость от внешних рынков капитала). Однако многие инвесторы, вероятно, предпочли бы, чтобы компания распределяла часть прибыли в виде дивидендов – низкие сравнительные коэффициенты отчасти объясняются дисконтом за консервативную дивидендную политику.

Мостотрест

Сильные стороны:

- заметный рост финансовых показателей за последние два года;
- большой портфель заказов;
- существенная денежная позиция (отрицательный чистый долг).

Слабые стороны:

- нестабильная динамика чистой прибыли и рентабельности по чистой прибыли;
- ограниченный потенциал действия некоторых из факторов роста выручки (приобретение дочерних компаний, выход на рынок инжиниринга и ремонта).

Мостотрест: финансовые показатели (МСФО)

	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	1219.7	1019.6	1984.8	3368.4
ЕБИТДА, \$ млн.	139.0	179.7	213.6	326.9
Рентабельность по ЕБИТДА	11.4%	17.6%	10.8%	9.7%
Чистая прибыль, \$ млн.	24.8	84.5	57.0	126.1
Чистый долг, \$ млн.	121.5	47.0	-435.0	-671.6

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Мостотрест (MSTT) существенно улучшил финансовые показатели в 2011 году и нарастил портфель заказов почти до \$10 млрд. Существенная часть прибыли (54% в 2011 году) направляется на выплату дивидендов, но эта доля нестабильна, и акции Мостотреста вряд ли можно отнести к разряду «дивидендных идей» (дивидендная доходность до недавнего времени находилась в пределах средней по рынку). Бумаги Мостотреста могут быть интересны долгосрочным инвесторам в целях диверсификации – долгосрочный характер контрактов и финансирование большинства из них из средств федерального бюджета обеспечивают низкую корреляцию финансовых потоков компании с деловой активностью в экономике в целом, внешними индикаторами (ценами на нефть и т.п.) и потребительским спросом.

Аэрофлот

Менеджмент Аэрофлота (AFLT) в начале года озвучил прогноз в чистой прибыли на 2012 год в размере \$20 млн., что предполагает существенное падение в сравнении с предыдущим годом (\$491 млн.), не комментируя основания для столь заметного сокращения (одновременно предполагался рост выручки на 50%). Мы предпочитаем дождаться уточнений прогноза финансовых показателей от менеджмента компании или отчетности за первое полугодие, прежде чем давать какие-либо оценки.

Акрон

Акрон (AKRN) обладает максимальным чистым долгом из компаний, вошедших в наш (укороченный) список. Потребность в денежных средствах (в том числе, вероятно, необходимых на покупку госпакета акций Апатита) выразилась в отказе акционеров Акрона одобрить выплату дивидендов по итогам 4 кв. 2011 года (совет директоров компании рекомендовал дивиденды в размере 46 руб. за квартал, но акционеры не проголосовали за это решение на годовом собрании). Сравнительно высокий чистый долг и неопределенность в отношении предстоящих приобретений (Акрон в третий раз продлил оферту по акциям польской Azoty Tarnow и планирует участвовать в конкурсе по продаже госпакета акций Апатита в сентябре) пока не позволяют нам дать рекомендацию по бумагам Акрона.

Дорогобуж

Дорогобуж (DGBZ) – дочерняя компания Акрона, и можно было бы ожидать выплаты высоких дивидендов, поскольку Акрон заинтересован в получении денежного потока. Однако решение о выплате дивидендов по итогам 2011 года не было принято на годовом собрании акционеров Дорогобужа – рассмотрение вопроса о дивидендах (по рекомендации совета директоров) было вынесено на внеочередное собрание, дата которого пока не объявлена. Мы воздерживаемся от рекомендаций по бумагам Дорогобужа из-за неопределенности как в решении по дивидендам, так и в перспективах материнской компании.

Белон

Белон (BLNG) перестал публиковать отчетность по международным стандартам начиная со второго полугодия 2008 года. Финансовые показатели компании, рассчитанные по РСБУ, отличаются нестабильной динамикой. В 2011 году зафиксировано сокращение рентабельности по ЕБИТДА и чистой прибыли (до этого рентабельность была сравнительно стабильной, не считая «провального» 2009 года). ММК (MAGN) является и контролирующим акционером Белона, и потребителем продукции компании, что создает риски в сфере ценообразования (Белон не выплачивал дивидендов после перехода под контроль ММК – материнская компания, возможно, предпочитает осуществлять перераспределение прибыли за счет влияния на цену продукции Белона).

Белон: финансовые показатели (РСБУ)

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	223.5	1121.6	448.9	679.7	787.1
ЕБИТДА, \$ млн.	52.4	221.2	-0.6	142.6	98.9
Рентабельность по ЕБИТДА	23%	20%	0%	21%	13%
Чистая прибыль, \$ млн.	22.1	104.2	-41.6	82.5	62.2
Чистый долг, \$ млн.	82.6	196.6	223.7	114.4	110.2

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Верофарм

Сильные стороны:

- улучшение рентабельности по ЕБИТДА и по чистой прибыли в 2011 году;
- компания начала выплачивать дивиденды (дивиденды выплачивались в 2010 и 2011 гг., дивидендная доходность составляет 2%-3%);
- снижение чистого долга.

Слабые стороны:

- высокая долговая нагрузка материнской компании, Аптечной сети 36.6 (АРТК);
- доля просроченной дебиторской задолженности на балансе Верофарма составляет более 47% (общий объем дебиторской задолженности - \$104 млн.), часть этой задолженности, вероятно, приходится на группу компаний, контролируемых Аптечной сетью 36.6 – материнская компания может использовать дочку для пополнения собственного капитала, что неблагоприятно для миноритариев Верофарма.

Верофарм: финансовые показатели (МСФО)

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	139.5	172.9	138.3	177.6	216.0
ЕБИТДА, \$ млн.	42.1	52.5	43.7	52.7	68.3
Рентабельность по ЕБИТДА	30%	30%	32%	30%	32%
Чистая прибыль, \$ млн.	27.7	36.9	34.9	39.7	60.6
Чистый долг, \$ млн.	23.4	24.4	30.3	14.5	12.5

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Иркут

Мы рекомендуем инвесторам воздержаться от операций с акциями корпорации Иркут (IRKT) из-за рисков, связанных с малой долей акций в свободном обращении.

Челябинский цинк

Наша рекомендация по акциям Челябинского цинка (CHZN) находится на пересмотре - мы планируем обновить нашу модель оценки справедливой стоимости акций компании после выхода финансовых показателей за первое полугодие текущего года.

Ашинский метзавод

Сильные стороны:

- компания активно инвестирует в модернизацию производства и расширение прокатных мощностей, что позволит нарастить выпуск в случае восстановления спроса.

Слабые стороны:

- тенденция к ухудшению показателей рентабельности;
- заметные колебания чистого долга от года к году;
- избыточные мощности (в мировом масштабе) создают предпосылки для снижения цен на сталь.

Ашинский метзавод: финансовые показатели (РСБУ)

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	372.0	526.7	321.3	453.8	588.38
ЕБИТДА, \$ млн.	75.7	86.9	32.7	39.1	34.6
Рентабельность по ЕБИТДА	20%	16%	10%	9%	6%
Чистая прибыль, \$ млн.	52.6	34.9	33.9	33.2	3.9
Чистый долг, \$ млн.	-90.0	14.1	25.5	8.3	23.7

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Таттелеком

Таттелеком (ТТЛК) – компания, ориентированная на потребительский спрос. Финансовые показатели компании сравнительно стабильны, т.е. устойчивы к воздействию глобальных факторов. Дивидендная политика компании не формализована, но в последние два года на дивиденды направлялось порядка 25% чистой прибыли, средняя доля выплат за пятилетний период составляет 27%. К источникам рисков для миноритариев можно отнести сравнительно низкое количество акций в свободном обращении (12%).

Таттелеком: финансовые показатели (МСФО)

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка, \$ млн.	193.3	213.2	173.7	195.6	228.4
ЕБИТДА, \$ млн.	73.5	77.3	78.6	77.0	86.3
Рентабельность по ЕБИТДА	38%	36%	45%	39%	38%
Чистая прибыль, \$ млн.	30.5	23.8	21.3	25.9	28.1
Чистый долг, \$ млн.	113.0	112.5	125.1	78.5	79.7

Источники: СПАРК-Интерфакс, данные компании, оценки ОЛМА

Резюме

Рекомендация «покупать» по любой из бумаг, упоминавшихся выше, требует более тщательного анализа и оценки справедливой стоимости, пока же мы можем лишь посоветовать инвесторам рассмотреть бумаги из нашей выборки как кандидатов на более подробное исследование. В целях диверсификации портфеля, по нашей предварительной оценке, могут быть интересны акции Фармстандарта (PHST), Мостотреста (MSTT) и Таттелекома (ТТЛК). Заметим, однако, что низкие сравнительные коэффициенты по акциям таких компаний как Таттелеком или Ашинский метзавод (AMEZ) могут отчасти объясняться премией за малый размер (капитализация этих компаний едва превышает \$100 млн., что ограничивает круг потенциальных инвесторов).

Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Управление торговых операций

Алексей Быстров
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1601
E-mail: alex@olma.ru

Константин Мельников
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1266
E-mail: melnikov@olma.ru

Дмитрий Лобанов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1608
E-mail: lobanov@olma.ru

Николай Бецкий
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1617
E-mail: betsky@olma.ru

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Антон Коновалов
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1231
E-mail: konovalov@olma.ru

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Андрей Николаев
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1194
E-mail: anikolaev@olma.ru

Маргарита Петрова
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1263
E-mail: rita_petrova@olma.ru

Аналитическое управление

Начальник управления:
Дмитрий Парфенов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1224
E-mail: parfenov@olma.ru

Электроэнергетика:
Роман Габбасов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1243
E-mail: gabbasov@olma.ru

Рынок акций, машиностроение:
Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Банки:
Руслан Юнусов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1227
E-mail: ruslan.yunusov@olma.ru

© 2012 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».