

Российские фондовые индексы с начала года понизились на 10% - 15%, отражая опасения инвесторов в отношении состояния мировой экономики и возможного ухудшения глобальной ликвидности. Формирование длинных позиций на рынке акций в условиях затяжной коррекции-консолидации выглядит рискованной стратегией, однако инвесторы, готовые к принятию риска, могут рассматривать текущую ситуацию на рынке как возможность для поиска бумаг, привлекательных исходя из фундаментальных показателей. Именно таким инвесторам адресован этот обзор.

Мы сделали выборку компаний, акции которых торгуются на Московской бирже и в RTS-board и по которым доступен консенсус-прогноз Bloomberg по финансовым показателям. Всего в список вошли более ста компаний, средние темпы роста выручки в 2013 году, предполагаемые прогнозом Bloomberg, составляют 9.2%, доля компаний, от которых ожидается сокращение выручки – менее 20%.

Мы сосредоточили внимание на верхней части списка, ограничив более подробный анализ теми компаниями, ожидаемые темпы роста выручки которых на текущий год превышают 10%. Кроме того, мы исключили из рассмотрения бумаги электроэнергетического и банковского секторов, требующие отдельного рассмотрения. Список компаний, прошедших первый фильтр, мы приводим в таблице ниже.

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Прогноз изм. выручки 2013	Чистый долг, \$ млн.	EV/S (2012)	EV/S (2013)	P/E (2012)	P/E (2013)
Роснефть	ROSN	70298	21.2%	21962	0.93	0.76	6.39	5.81
Лукойл	LKOH	49782	17.3%	3707	0.46	0.39	4.52	4.53
Новатэк	NVTK	30082	31.4%	3595	4.96	3.75	13.46	11.06
Магнит	MGNT	19924	28.4%	3262	0.54	0.42	2.63	2.61
ТНК-ВР Холдинг	TNBP	21119	29.0%	1676	1.58	1.22	26.14	22.15
Газпром нефть	SIBN	16729	16.3%	5156	0.55	0.48	2.82	3.25
Татнефть	TATN	12339	27.6%	1877	0.99	0.78	4.89	5.46
Дикси групп	DIXY	1792	20.3%	836	0.56	0.46	52.94	20.93
Группа ЛСР	LSRG	1719	15.9%	1169	1.47	1.27	10.87	7.75
М.Видео	MVID	1376	12.8%	-215	0.27	0.24	10.33	8.87
Распадская	RASP	755	35.7%	433	2.23	1.64		20.57
Группа Черкизово	GCHE	690	16.4%	862	0.98	0.84	3.06	3.97
ДВМП	FESH	450	10.6%	688	0.95	0.85		4.22
УАЗ	UAZA	246	19.8%	226	0.52	0.44	7.74	3.92
Роствертол	RTVL	228	16.2%	1104	1.37	1.17	1.86	2.33
Верофарм	VRPH	214	38.4%	5	1.24	0.89	5.71	3.73
Борский стекольный	BORG	82	15.0%	-135	-0.23	-0.20	3.05	2.89
Мостострой-11	MSTS	70	14.5%	69	0.40	0.35	3.18	2.74
Аптеки 36.6	APTK	64	46.7%	294	0.53	0.36	1.92	
<b>Среднее</b>		<b>11998</b>	<b>20.9%</b>	<b>2451</b>	<b>0.78</b>	<b>0.64</b>	<b>5.44</b>	<b>5.32</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

Далее мы отобрали те компании, бумаги которых потенциально могут оказаться привлекательными исходя из коэффициентов EV/S и P/E, и рассчитали для них более подробные данные, которые приводим в следующей таблице (бумаги ТНК-ВР Холдинга, несмотря на низкие сравнительные коэффициенты, не попали в список из-за неопределенности, связанной со сделкой по слиянию с Роснефтью).

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Прогноз изм. выручки 2013	Прогноз изм. EBITDA 2013	Прогноз изм. чистой прибыли 2013	Ож. рентабельность по EBITDA 2013	Див. доходность 2012	Чистый долг / EBITDA
Роснефть	ROSN	70298	21.2%	31.1%	9.4%	21.4%	3.9%	1.12
Лукойл	LKOH	49782	17.3%	0.2%	-0.2%	13.9%	5.0%	0.20
Газпром нефть	SIBN	16729	16.3%	5.1%	-13.2%	18.9%	8.5%	0.62
Татнефть	TATN	12323	27.6%	-7.1%	-11.0%	19.9%	4.9% ao 9.4% ap	0.48
Дикси групп	DIXY	1792	20.3%	37.9%	151.5%	6.6%	0.0%	3.07
М.Видео	MVID	1376	12.8%	17.3%	15.7%	5.9%	12.7%	-0.89
Группа Черкизово	GCHE	690	16.4%	-2.0%	-22.9%	16.7%	0.0%	2.75
УАЗ	UAZA	237	19.8%	99.5%	96.6%	9.4%	0.0%	4.48
Борский стекольный	BORG	82	15.0%	11.0%	5.1%	18.9%	0.0%	-2.91
Аптеки 36.6	APTK	70	14.5%	14.3%	15.2%	12.8%	10.0%	1.57
Мостострой-11	MSTS	64	46.7%	32.2%		11.8%	0.0%	3.33
<b>Среднее</b>		<b>13949</b>	<b>19.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>17.4%</b>		<b>0.67</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

Из списка выше мы исключили компании с высокой долговой нагрузкой (отношение чистого долга к EBITDA более 2.0), что сократило список до семи компаний, которые мы можем рассмотреть подробнее, разбив по секторам.

### Нефтегазовый сектор

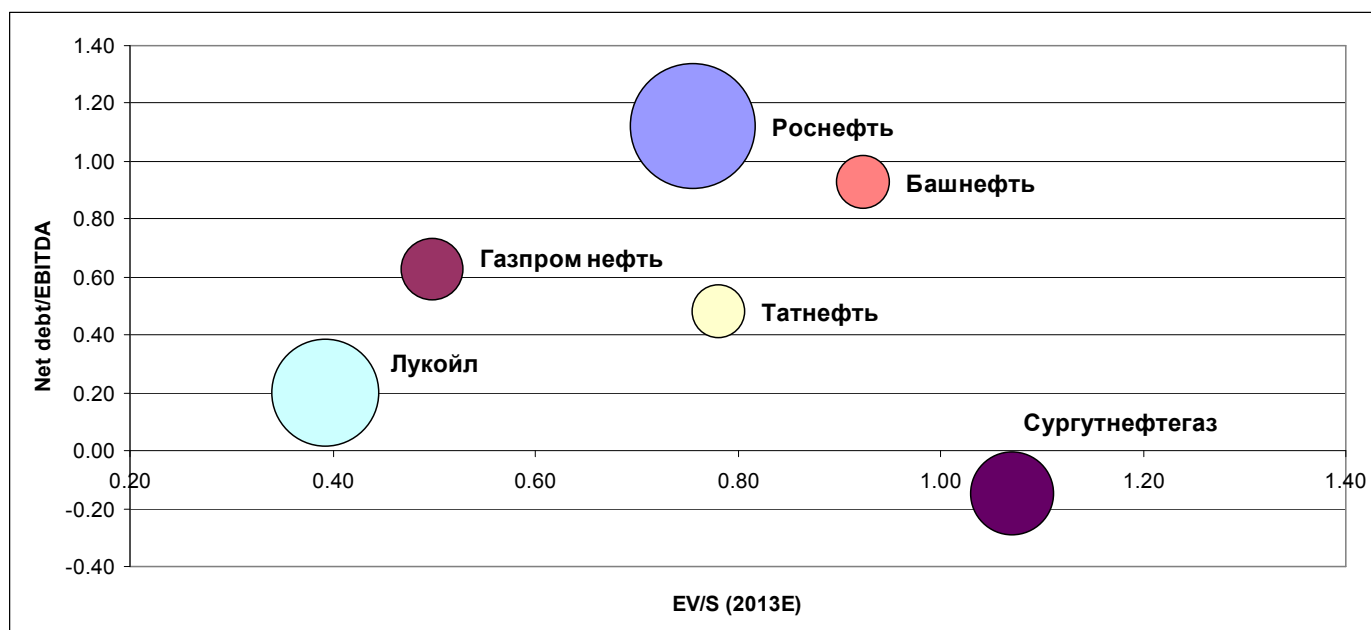
Нефтегазовый сектор входит в индекс РТС с весом более 50% и неизбежно занимает заметное место в любом диверсифицированном портфеле российских акций. Дисконт российских вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний (ВИНК) по отношению к мировым аналогам по финансовым сравнительным коэффициентам составляет в среднем 33%, по коэффициенту EV/запасы – 65%. Однако эти дисконты отражают скорее страновые риски (для грубого сравнения: коэффициент P/E, по оценке Bloomberg, для индекса РТС составляет 5.6, для индекса MSCI World – 24.4, индекса MSCI EM – 11.6).

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	EV/S (2013)	EV/EBITDA (2013)	EV/запасы *	P/E (2013)	Чистый долг / EBITDA	Рекомендации в Bloomberg (BUY/HOLD/SELL)
Роснефть	ROSN	70298	21962	0.76	3.57	4.05	5.81	1.12	9/5/2
Лукойл	LKOH	49782	3707	0.39	2.82	3.09	4.53	0.20	17/1/1
Газпром нефть	SIBN	16729	5156	0.48	2.52	2.71	3.25	0.62	9/2/0
Татнефть	TATN	12323	1877	0.77	3.88	2.38	5.45	0.48	3/6/7
<b>Мировые ВИНК</b>		<b>271846</b>	<b>19210</b>	<b>0.79</b>	<b>4.53</b>	<b>8.67</b>	<b>10.05</b>	<b>0.35</b>	
<b>Российские ВИНК</b>		<b>32257</b>	<b>6103</b>	<b>0.62</b>	<b>3.28</b>	<b>2.99</b>	<b>5.04</b>	<b>0.58</b>	

\* - в \$ за баррель н.э.

Источники: Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

На диаграмме ниже показано расположение крупнейших российских ВИНК в пространстве «оценка выручки (EV/S) – долговая нагрузка (Net debt/EBITDA)» (различия в площади кругов соответствует различию в капитализации компаний). Легко убедиться, что ближе всего к нижнему левому углу диаграммы (в котором могут находиться компании с потенциалом роста) расположены две компании – Лукойл (LKOH) и Газпром нефть (SIBN).



Источник: оценки ИФ «ОЛМА»

Мы считаем оправданным включение в модельный портфель обыкновенных акций Лукойла (LKOH) и Газпром нефти (SIBN), а также привилегированных акций Татнефти (TATNP), по которым традиционно наблюдается сравнительно высокая дивидендная доходность.

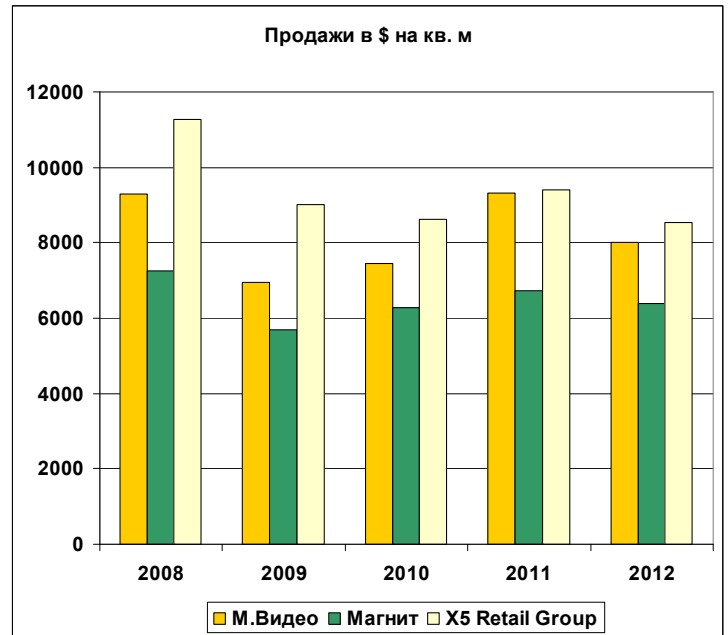
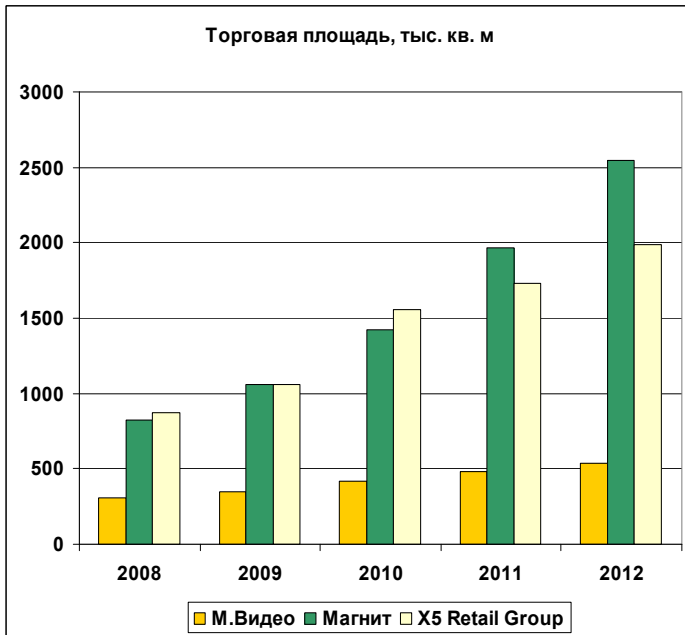
### Сектор розничной торговли

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	EV/S (2013)	EV/EBITDA (2013)	EV/ площадь *	P/E (2013)	Чистый долг / EBITDA	Рекомендации в Bloomberg (BUY/HOLD/SELL)
Магнит	MGNT	21127	1647	1.22	12.17	8.93	22.52	1.11	6/3/2
X5 Retail Group	FIVE	5109	3621	0.50	6.94	4.39	18.45	3.32	8/15/2
Дикси групп	DIXY	1792	836	0.46	6.96	4.97	20.93	3.07	16/1/3
М.Видео	MVID	1408	-215	0.24	4.18	2.22	9.07	-0.89	10/3/0
<b>Среднее</b>		<b>7357</b>	<b>1472</b>	<b>0.76</b>	<b>9.31</b>	<b>6.30</b>	<b>20.22</b>	<b>1.90</b>	

\* - в тыс. \$ на кв. м торговой площади

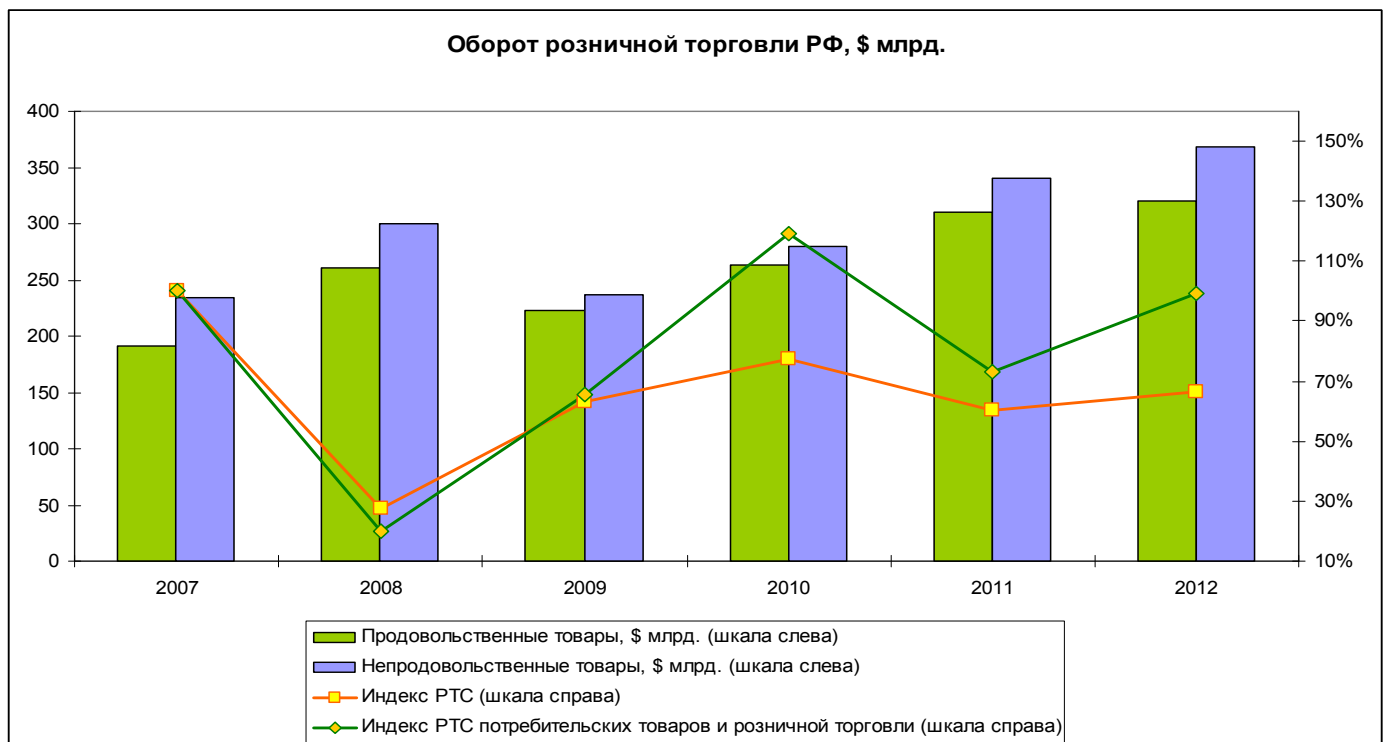
Источники: Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

В нашу конечную выборку (после применения фильтров по сравнительным коэффициентам, включая чистый долг к EBITDA) попала лишь одна из компаний сектора розничной торговли – М.Видео (MVID). Надо заметить, что остальные компании сектора оперируют преимущественно в продуктовом сегменте, либо в сегменте супермаркетов/гипермаркетов с диверсифицированным ассортиментом, в то время как стратегия М.Видео предполагает концентрацию на сегменте бытовой техники в формате магазинов площадью около 2000 кв. м. Низкая оценка М.Видео по сравнительным коэффициентам может быть связана с различиями в оценках инвесторами перспектив продуктового сегмента и сегмента бытовой техники. Однако проведенный нами анализ не позволяет говорить о существенном отставании М.Видео от операторов продуктовых сетей по показателям эффективности. К сожалению, основные ближайшие аналоги М.Видео – операторы сетей торговли бытовой техникой, не представлены на бирже, и недостаток информации по ним не позволяет провести адекватный сравнительный анализ. Тем не менее, имеющиеся данные позволяют оценить выручку компаний Эльдорадо и Техносила в диапазоне \$5000 - \$6000 на кв. м торговой площади, что подразумевает более низкую эффективность, чем у М.Видео (выручка более \$8000 на кв. м торговой площади).



Источник: данные компаний, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

Сектор розничной торговли остается одной из сильных сторон российской экономики. Среднегодовые темпы роста оборота розничной торговли (CAGR) за период 2007-2012гг. составили 10% (в пересчете на доллары США), в 2010-2011гг. наблюдались двузначные темпы роста, в 2012 году рост замедлился до 5.9% в долларах США (12% в рублях), но динамика по-прежнему выглядит лучше, чем динамика ВВП в целом.



Источники: Росстат, Московская биржа, оценки ИФ «ОЛМА»

Мы считаем, что по капитализации М.Видео (MVID) есть потенциал роста как за счет расширения объема розничной торговли в целом (и как следствие, роста выручки и других финансовых показателей, что подтверждается консенсус-прогнозом Bloomberg), так и за счет выравнивания большой разницы в сравнительных коэффициентах между М.Видео (MVID) и другими компаниями сектора розничной торговли.

**Прочее**

Акции Борского стекольного завода (BORG) и Мостостроя-11 (MSTS) могут быть интересны инвесторам, готовым к принятию риска и длительному периоду инвестиций, однако мы не включаем их в наш модельный портфель из соображений ликвидности. Так, в RTS-Board с начала 2012 года с акциями Борского стекольного завода (BORG) зафиксировано всего шесть сделок общим объемом менее \$70 000, с акциями Мостостроя-11 (MSTS) – пять сделок объемом менее \$30 000. Можно добавить, что отрицательное значение EV Борского стекольного завода (BORG) является рыночной аномалией, но этот вопрос требует дополнительного исследования - компания не публикует отчетности по международным стандартам, и у нас нет детального понимания структуры краткосрочных вложений, которые учитываются в расчете чистого долга и влияют на EV.

**Синтез – модельный портфель**

После применения фильтров по ожидаемым темпам роста выручки, сравнительным финансовым коэффициентам, долговой нагрузки и ликвидности, в наш модельный портфель попали обыкновенные акции Лукойла (LKOH), Газпром нефти (SIBN) и М.Видео (MVID), а также привилегированные акции Татнефти (TATNP). Вес каждой из бумаг в портфеле мы оставляем на усмотрение читателя. Надо заметить, что предлагаемый модельный портфель, безусловно, не является исчерпывающим и диверсифицированным – в него не попали бумаги, которые не прошли фильтр по ожидаемым темпам роста выручки, но могут быть интересны исходя из других показателей.

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Див. дохо- дность (2012)	Выручка 2013П (YoY)	ЕБИТДА 2013П (YoY)	Чистая прибыль 2013П (YoY)
Лукойл, ао	LKOH	49782	3707	4.9%	17.3%	0.2%	-0.2%
Газпром нефть, ао	SIBN	16729	5156	8.0%	16.3%	5.1%	-13.2%
Татнефть, ап	TATNP	12339	1877	9.1%	27.6%	-7.1%	-11.0%
М.Видео, ао	MVID	1408	-215	12.5%	12.8%	17.3%	15.7%
<b>Среднее</b>		<b>20064</b>	<b>2631</b>	<b>8.6%</b>	<b>17.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>-5.4%</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

## Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1  
Москва, Россия, 127051  
+7-495-960-3121  
[www.olma.ru](http://www.olma.ru)

### Управление торговых операций

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

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

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

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

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

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

### Управление брокерского обслуживания

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

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

Маргарита Петрова  
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1263  
E-mail: [rita\\_petrova@olma.ru](mailto:rita_petrova@olma.ru)

### Аналитическое управление

#### Рынок акций, машиностроение:

Антон Старцев, CFA  
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226  
E-mail: [sav@olma.ru](mailto:sav@olma.ru)

#### Банки:

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

## © 2013 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».