



## Защита от риска в условиях долговой неопределенности

Введение международных санкций привело к ухудшению возможностей кредитования на внешних рынках для российских компаний. Как следствие, к группе риска можно отнести бумаги эмитентов с высокой долговой нагрузкой, в особенности – с высокой долей долга в иностранной валюте в общем объеме обязательств. Мы оценили долю долга в иностранной валюте на балансе компаний, входящих в фондовый индекс ММВБ-РТС, за исключением эмитентов финансового сектора, требующих отдельного рассмотрения.

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Вес в индексе (%)	Общий долг, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Доля долга в иностранн. валюте
АФК Система ао	AFKS	11746	2.37	10 805.1	8 746.0	38.4%
Аэрофлот ао	AFLT	1517	0.27	407.8	-159.9	12.4%
АЛРОСА ао	ALRS	8920	1.15	3 893.4	3 434.4	62.2%
Башнефт ао	BANE	8603	0.58	4 427.1	3 470.3	н.д.
Башнефт ап	BANEP	1278	0.72			
БСП АО	BSPB	411	0.1			
Северсталь ао	CHMF	7984	0.94	3 859.6	3 079.9	н.д.
ДИКСИ АО	DIXY	1468	0.27	878.9	745.1	0.0%
Э.ОН Россия ао	EONR	4470	0.45	0.0	-221.1	0.0%
ФСК ЕЭС ао	FEES	1919	0.23	8 749.3	8 091.3	0.0%
ГАЗПРОМ ао	GAZP	88309	14.28	54 819.8	33 854.5	87.9%
Черкизово ао	GCHE	761	0.22	841.0	776.7	0.0%
ГМКНорНик ао	GMKN	31056	5.22	6 205.0	4 584.0	35.9%
РусГидро ао	HYDR	6078	1.16	4 464.3	3 130.6	0.0%
ИнтерРАО ЕЭС ао	IRAO	2494	0.25	1 604.8	391.5	26.3%
ЛУКОЙЛ ао	LKOH	48269	14.64	12 178.0	9 852.0	93.7%
ЛСР ао	LSRG	1681	0.31	1 040.7	1 035.8	12.0%
ММК ао	MAGN	2107	0.17	3 173.0	3 026.0	48.1%
МегаФон ао	MFON	17770	1.49	5 000.0	3 615.7	27.7%
Магнит ао	MGNT	25124	7.22	2 253.7	2 072.5	0.0%
МосБиржа ао	MOEX	3912	0.81			
МОЭСК АО	MSRS	1368	0.08	1 773.2	1 724.7	0.0%
Мостотрест ао	MSTT	716	0.14	138.1	-670.2	0.0%
Мечел ао	MTLR	367	0.07	9 005.1	8 736.6	40.5%
МТС-ао	MTSS	16818	4.62	6 665.7	5 734.3	35.1%
М.видео ао	MVID	1052	0.25	0.0	-351.1	0.0%
НЛМК ао	NLMK	8537	0.67	3 833.4	2 894.3	28.9%
НМТП ао	NMTP	1097	0.09	2 146.8	1 727.6	90.3%
Новатэк ао	NVTK	33062	5	4 732.3	3 369.5	77.9%
ФосАгро ао	PHOR	4615	0.49	1 767.5	1 290.5	93.2%
Фармстандарт ао	PHST	1289	0.17	213.7	-253.8	0.0%
ПИК ао	PIKK	1833	0.33	885.3	547.9	4.0%
Polymetal рдр	POLY	3551	0.99	1 111.1	1 045.0	100%
Роснефть ао	ROSN	66144	4.45	64 126.0	59 947.0	84.1%
Россети ао	RSTI	2269	0.18	16 733.7	14 850.0	0.0%
Ростелеком ао	RTKM	7177	1.13	6 626.4	6 384.2	н.д.
Ростелеком ап	RTKMP	431	0.14			
Русал рдр	RUALR	10406	0.47	10 256.0	9 704.0	92.9%
Сбербанк ао	SBER	45063	11.51			
Сбербанк ап	SBERP	1578	0.84			
Сургутнефтегаз ао	SNGS	25840	3.44	0.0	-1 003.7	0.0%
Сургутнефтегаз ап	SNGSP	5881	2.28			
СОЛЛЕРС ао	SVAV	503	0.1	291.0	107.0	0.0%
Татнефть ао	TATN	13553	2.43	1 501.2	602.7	88.1%
Татнефть ап	TATNP	551	0.31			
ТМК ао	TRMK	2102	0.33	3 534.7	3 466.7	68.2%
Транснефть ап	TRNFP	3544	1.99	16 295.6	13 198.9	
Уралкалий ао	URKA	11763	1.45	4 377.5	3 451.4	49.2%
ВСМПО-Ависма ао	VSMO	2338	0.13	1 002.8	504.0	100.0%
ВТБ ао	VTBR	14149	3.09			
<b>Среднее</b>		<b>11269</b>		<b>6563</b>	<b>5043</b>	<b>37%</b>

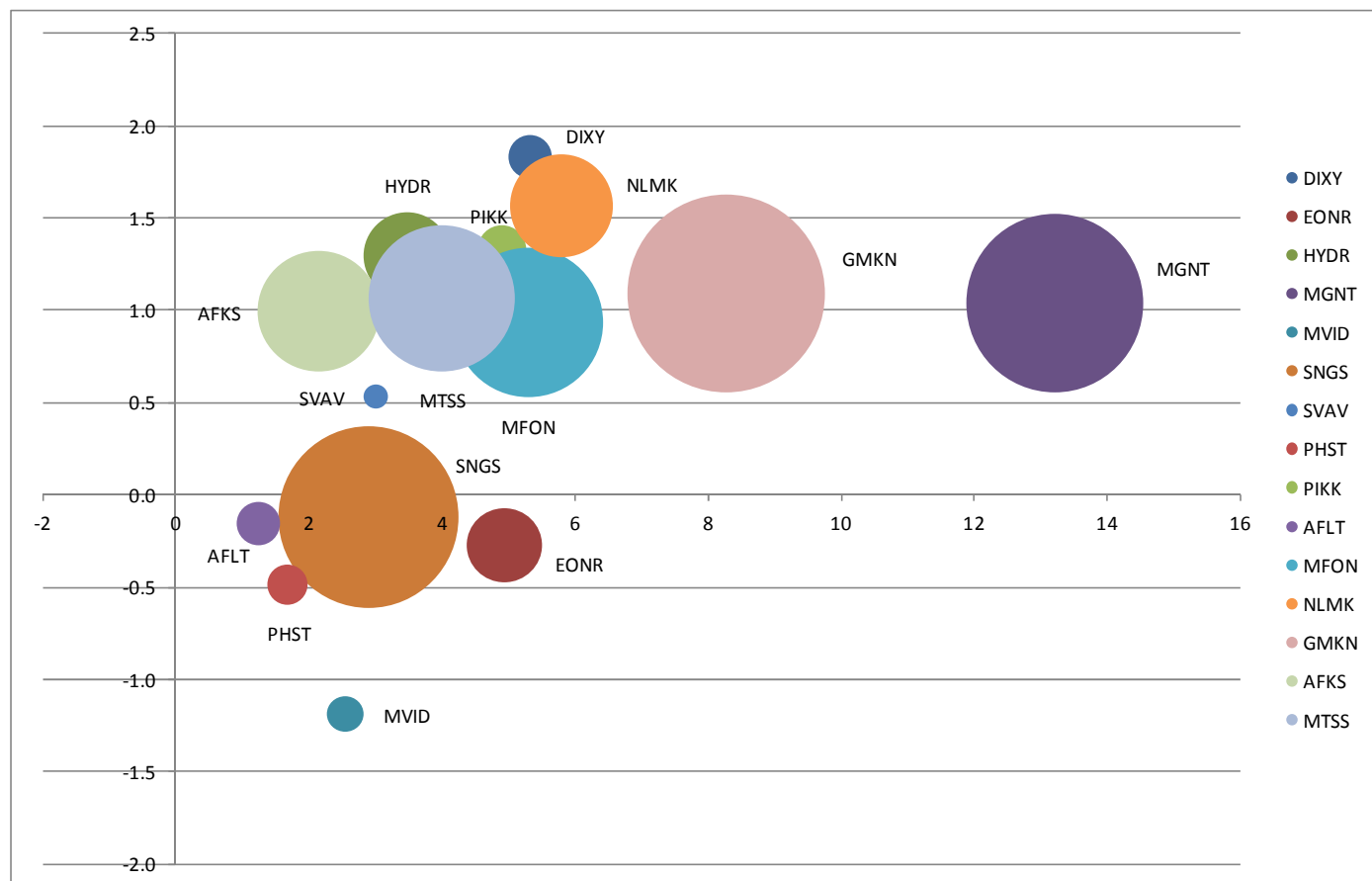
Источники: Московская биржа, Bloomberg, данные компаний, СПАРК-Интерфакс, оценки ИФ «ОЛМА»

Из общей выборки мы отобрали компании с соотношением чистого долга к EBITDA ниже 2.0 и долей обязательств в иностранной валюте менее 50%:

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	ЕБИТДА, \$ млн.	EV/S	EV/ЕБИТДА	Доля долга в иностр. валюте	Чистый долг / ЕБИТДА
ДИКСИ	DIXY	1468	5709	406	0.38	5.33	0.0%	1.83
Э.ОН Россия	EONR	4470	2475	808	1.61	4.94	0.0%	-0.27
РусГидро	HYDR	6078	9706	2418	0.87	3.48	0.0%	1.29
Магнит	MGNT	25124	19431	1995	1.36	13.21	0.0%	1.04
МОЭСК	MSRS	1368	4057	1396	0.77	2.23	0.0%	1.24
Мостотрест	MSTT	716	3666	289	0.02	0.20	0.0%	-2.32
М.видео	MVID	1052	4651	295	0.16	2.55	0.0%	-1.19
Сургутнефтегаз	SNGS	25840	26318	8351	0.92	2.89	0.0%	-0.12
СОЛЛЕРС	SVAV	503	1926	201	0.31	3.01	0.0%	0.53
Фармстандарт	PHST	1289	1756	523	0.50	1.69	0.0%	-0.49
ПИК	PIKK	1833	1965	411	1.02	4.90	4.0%	1.33
Аэрофлот	AFLT	1517	9136	1040	0.14	1.24	12.4%	-0.15
МегаФон	MFON	17770	9145	3887	2.25	5.30	27.7%	0.93
НЛМК	NLMK	8537	10670	1850	1.00	5.79	28.9%	1.56
МТС	MTSS	16818	12240	5376	1.76	4.00	35.1%	1.07
ГМКНорНик	GMKN	31056	11489	4198	3.02	8.27	35.9%	1.09
Система	AFKS	11746	35812	8803	0.53	2.15	38.4%	0.99
<b>Среднее</b>								

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

Для наглядности мы отобрали собранные данные на диаграмме, вертикальная ось которой соответствует отношению чистого долга к EBITDA, горизонтальная – значению коэффициента EV/ЕБИТДА, а размер точек – капитализации компаний:



Источник: ИФ «ОЛМА»

Наибольший интерес для инвесторов могут представлять компании, попавшие в левый нижний угол нашей диаграммы – с низким уровнем долга и низким значением EV/EBITDA. В нашу узкую выборку попали шесть таких компаний (в порядке убывания капитализации): Сургутнефтегаз, Э.Он Россия, Аэрофлот, Фармстандарт, М.Видео, Соллерс.

Компания	Тикер	Мсар, \$ млн.	EV/S	EV/ EBITDA	Рент-сть по EBITDA	Ож. рост выручки в 2014	Ож. рост выручки в 2015	Чистый долг / EBITDA	Рекомендации в Bloomberg (BUY/HOLD/SELL)
Сургутнефтегаз	SNGS	31721	0.92	2.89	31.7%	6.2%	-2.1%	-0.12	5/8/3
Э.Он Россия	EONR	4470	1.61	4.94	32.7%	-10.7%	17.8%	-0.27	13/5/0
Аэрофлот	AFLT	1517	0.14	1.24	11.4%	0.9%	9.0%	-0.15	8/9/1
Фармстандарт	PHST	1289	0.50	1.69	29.8%	-5.0%	13.4%	-0.49	1/2/0
М.Видео	MVID	1052	0.16	2.55	6.3%	-2.3%	8.4%	-1.19	13/3/0
Соллерс	SVAV	503	0.31	3.01	10.4%	-6.0%	3.9%	0.53	9/3/0

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

Компания	Сильные стороны/ факторы роста	Слабые стороны/ факторы риска	Резюме
Сургутнефтегаз	Большой объем денежных средств на балансе, стабильная дивидендная политика.	Возможно негативное (косвенное) влияние санкций. Риски снижения цен на нефть.	Предпочтительны привилегированные акции как источник дивидендов.
Э.Он Россия	Высокая рентабельность, крупный стратегический инвестор (E.On, владеет примерно 84%).	Не исключено ужесточение регулирования рынка мощности в целях сдерживания инфляции. Выплата в виде дивидендов всей прибыли за 2013 год и нераспределенной прибыли прошлых лет может означать нежелание основного акционера реинвестировать средства в компанию.	Представляет интерес для инвесторов, готовых к принятию рисков в секторе электроэнергетики.
Аэрофлот	Низкая оценка рынком по сравнительным коэффициентам. Сильные конкурентные позиции на рынке авиаперевозок.	Возможные потери из-за санкций (например, приостановка полетов дочерней компанией «Добролет»). Потенциал роста за счет поглощения менее крупных компаний, вероятно, уже ограничен.	Имеет право на включение в «модельный портфель» как компания, недооцененная по текущим финансовым показателям, но с ограниченным потенциалом роста.
Фармстандарт	Приобретение Биокарда (российский производитель лекарств) может способствовать укреплению рыночных позиций. Поддержка отечественных производителей со стороны государства (тендеры).	Задержан листинг акций выделенной компании («Отисифарм», сегмент безрецептурных лекарств) – фактор неопределенности. Выделение безрецептурного бизнеса негативно сказалось на продажах Фармстандарта.	Предпочтительная стратегия – дождаться вывода на биржу бумаг «Отисифарм».
М.Видео	Низкие сравнительные коэффициенты. Стабильная дивидендная политика.	Низкая рентабельность по EBITDA, невысокие ожидаемые темпы роста финансовых показателей. Перспектива ослабления потребительского спроса в случае реализации пессимистичного сценария в экономике.	Имеет право на включение в «модельный портфель» как компания, недооцененная по текущим финансовым показателям, но с ограниченным потенциалом роста.
Соллерс	Недооценена в сравнении с российскими и зарубежными аналогами. Создание ОЭЗ во Владивостоке – благоприятно для СП Соллерс и Mazda.	Слабая динамика продаж на рынке автомобилей РФ. Сотрудничество с зарубежными партнерами (Mazda, Ford) может ограничиться в случае расширения санкций.	Высокие риски, связанные с ситуацией на автомобильном рынке.

**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*

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)

*Аналитическое управление*

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

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

**© 2014 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».