ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Ежедневный обзор
4 февраля 2011 г.

ПОРТРЕТ РЫНКА

		Значение	Изменение
Индексы			
Индекс РТС	▼	1917,07	-0,74%
Индекс ММВБ	▼	1749,78	-0,89%
Dow Jones Ind, Avg	▲	12062,26	0,17%
S&P 500	▲	1307,1	0,24%
Nasdaq Composite	▲	2753,88	0,16%
DAX	▲	7193,68	0,14%
FTSE(100)	▼	5983,34	-0,28%
DJ Stoxx 50	▼	2711,09	0,00%
EMBI Global	▼	522,33	-0,21%
EMBI+	▼	550,57	-0,32%
MSCI EM	▼	1133,12	-0,19%
MSCI BRIC	▲	349,767	0,04%
Валюты			
USD/EUR	▼	1,363	-1,28%
USD/JPY	▼	0,012	-0,09%
USD/RUR	▼	29,349	-0,25%
Сырье			
Brent	▼	101,76	-0,57%
WTI	▼	90,54	-0,35%
Urals Med,	▼	97,7	-0,79%
Драгметаллы			
Золото (спот)	▼	1328	-0,67%
Платина	▼	1828	-0,11%
Металлы			
Медь	▲	9950,5	0,06%
Никель	▲	27780	0,23%

УТРЕННИЙ КОММЕНТАРИЙ

Для российского рынка скалывается умеренно позитивный внешний фон. С открытия индексы могут прибавить около 0,5%. Тем не менее, мы не ожидаем единой динамики индексов в течение текущего торгового дня.

Торги в Штатах накануне завершились ростом индексов в пределах 0,16-0,42%. Японский Nikkei растет в пятницу на 1,08%, австралийский All Ordinaries - на 0,8%. Фьючерсы на американские индексы прибавляют 0,01 - 0,06%. Новости о слиянии японских металлургических холдингов и повышении прогноза экономического роста Австралии в текущем году, вселил оптимизм в азиатских инвесторов.

После падения котировок Brent в четверг на 0,6%, фьючерсы развернулись в сторону роста. Сейчас Brent торгуется на уровне $101,93 за баррель (+0,17%). Сегодня на сырьевые котировки будут действовать два разнонаправленных фактора: ожидания сбоя поставок и укрепление доллара. Американская валюта укрепляется в преддверии данных о росте числа рабочих мест в США. Также волатильности евро способствуют ожидания выступления глав европейских государств на саммите в Брюсселе в пятницу.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

4 февраля 2011	Россия	Балтийский завод	Машиностроение	Московский арбитражный суд рассмотрит иск Банка России об обращении взыскания на акции ОАО «Балтийский завод» в рамках дела о банкротстве подконтрольного Сергею Пугачеву ЗАО «Международный промышленный банк».
	Россия	Сильвинит	Удобрения	Акционеры ОАО «Сильвинит» проведут внеочередное заочное собрание для рассмотрения вопроса о реорганизации компании в форме присоединения к ОАО «Уралкалий».
	США			Изменение количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе, янв. (пред. 103, прогн. 135 тыс.)
	США			Изменение количества рабочих мест в производственном секторе, янв. (пред. 10, прогн. 10 тыс.)
	США			Уровень безработицы, янв. (пред. 9,4%; прогн. 9,5%)

ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

МОЭСК

МОЭСК объявила параметры перехода на RAB

МОЭСК объявила утвержденные параметры перехода на RAB. Полная величина инвестированного капитала (iRAB) на начало на 2011 год составила 180,0 млрд. руб., что оказалось на 13,8% ниже наших предположений. Потенциал роста по показателю EV/iRAB снизился до 37%, что соответствует нашей рекомендации Держать.

РАЗГУЛЯЙ

Совет Директоров Группы «Разгуляй» подвел итоги 2010 года

Согласно данным управленческой отчетности в 2010 году выручка Группы составила 858 млн. долл., на 6,7% ниже показателя за 2009 год. Показатель EBITDA оказался выше наших ожиданий и увеличился до 146 млн. долл., против 98 млн. долл. в 2009 году. Рентабельность возросла с 10,6% до 17,0%. Соотношение DEBT/EBITDA сократилось с 8,0 до 5,6 раз, а чистый долг оказался ниже наших ожиданий – 818 млн. долл. против ожидавшихся 861 млн. долл. Компания впервые за последние 3 года получила прибыль, которая составила 3 млн. долл. Пока не вышла полная отчетность сложно сказать, что стало причиной образования прибыли, поскольку в прошлые периоды вся EBITDA компании уходила на выплату процентов по кредитам. Мы считаем данную новость позитивной для акций компании. Представленные показатели вписываются в планы менеджмента по реструктуризации бизнеса и даже превосходят ранее озвученные цифры. Отказ от зернотрейдинга и концентрация на производстве сахара и выращивании агрокультур, вместе со снижением долговой нагрузки за счет продажи непрофильных активов и нестратегических земель, позволяет говорить о сохраняющейся недооцененности акций компании. Наша целевая цена акций, рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составляет $3,38 руб., что соответствует потенциалу роста в 54%. Учитывая рост акций более чем на 38% за последний месяц, мы с осторожностью рекомендуем покупать бумаги Разгуляя.

Финансовые показатели компании за 208-2010гг и планы на 2011-2012гг, млрд. долл.

Billion $	2008	2009	2010	2011	2015
Sales	1,460	0,920	0,860	0,840	1,350
EBITDA	0,100	0,100	0,150	0,160	0,400
EBITDA margin	7,10%	10,60%	17,00%	19,20%	30,00%
Debt	1,00	0,81	0,82	0,66	0,81
D/EBITDA	9,58	8,26	5,6	4,08	2
EV/EBITDA	3,05	3,27	2,19	1,97	0,79
USD/RUB	24,86	31,75	30,18	29,7	29,7

Источник: прогнозы менеджмента, расчеты ИК ЛМС

ЛЕНЭНЕРГО

Ленэнерго объявило о начале консолидации сетевых активов

Руководство Ленэнерго объявило в четверг о начале консолидации сетевых активов в передах Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Разработан регламент консолидации электросетевых активов, который определяет процедуру, сроки, ответственных лиц, порядок взаимодействия филиалов и подразделений исполнительного аппарата Ленэнерго с заявителями в ходе приемки электросетевых активов в собственность компании.
Мы считаем, что регламент разработан в преддверии передачи активов СПБЭС городом в оплату дополнительной эмиссии акций Ленэнерго. В течение трех ближайших лет Администрации Санкт-Петербурга для сохранения своей доли в МРСК придется вложить 2,5 млрд. руб. Город намеревается оплатить эмиссии имуществом. В настоящий момент СПБЭС управляет 10 подстанциями. Остаточная стоимость основных средств компании составляет 5,6 млрд. руб. Таким образом, видно, что имущества СПбЭС хватит для сохранения городом своей доли. Следует отметить, что передача имущества СПбЭС может привести к пересмотру величины инвестированного капитала в сторону увеличения. Если все активы будут переданы Ленэнерго, то оценочно iRAB может вырасти на 6,7%, что приведет к росту потенциала на 8%. Но поскольку активы по ОС стоит дороже дэ, то часть активов может быть передана Ленэнерго в доверительное управление, и потенциал роста по iRAB может составить около 4%.
Мы рекомендуем держать акции компании на фоне ожидаемых эмиссий акций.
В настоящий момент недооценка компании по показателю EV/iRAB составляет 46%. С учетом эмиссии в 2011 году потенциал снижается до 36%. Если решение о выпуске привилегированных акций будет принято и реализовано в 2011 году, то потенциал роста снижается до 26%. Оценочный размер эмиссии на наш взгляд может составить 4,5 млрд. руб. или 123 287 671 шт. при средневзвешенной цене за последние 3 месяца – 36,5 руб.
В последующие 2 года акционерный капитал (без учета дэ префов) будет размыт еще на 24,8% при текущей средней цене или всего за 3 года – на 41,4%, что на наш взгляд в настоящий момент минимизирует потенциал роста по iRAB до 15%.

АЭРОФЛОТ

Консолидированная прибыль компании в 2010 году может вырасти на 16% до $100 млн.

Согласно данным менеджмента крупнейшего российского авиаперевозчика, Аэрофлота, чиста прибыль компании в 2010 году может вырасти на 16% до $100 млн. EBITDA вырастет на 8% до $500 млн., выручка может вырасти на 5% и составить $3,5 млрд. В 2011 году рост финансовых показателей может продолжиться: рост выручки ожидается на уровне 6% до $3,7 млрд., EBITDA должна сохраниться на уровне 2010 года - около $400 млн.
Данная новость является позитивной для капитализации авиаперевозчика, поскольку компании удалось увеличить долю в РФ до 19%, воспользовавшись ростом пассажиропотока после кризиса и развитой маршрутной сетью. Также Аэрофлоту удалось сохранить рентабельность по EBITDA на уровне 9 месяцев 2010 года - 14%, за счёт опережающего роста выручки, несмотря на существенный рост расходов на ГСМ в 2010 году и увеличение других операционных расходов. Тем не менее, падение чистой прибыли до $100 млн. с $281 млн. говорит о том, что рост прочих операционных расходов в 4 квартале резко ускорился. Также необходимо учесть, что Аэрофлот получает в год около $500 млн. от иностранных авиакомпаний, из которых, после налогов и оплаты услуг Росаэронавигации остаётся порядка $300 млн. Без этих денег результат деятельности Аэрофлота вновь оказался бы отрицательным. Планы на 2011 год говорят, что компания будет пытаться и дальше оптимизировать собственную маршрутную сеть для роста выручки и расходы, чтобы удержать EBITDA на уровне 2010 года. Но более высокие цены на ГСМ и увеличение операционных расходов могут привести к существенному снижению чистой рентабельности, что может негативно повлиять на капитализацию

Финансовые показатели компании, млн. долл.

	2009	2010	Изменение, %	2011	Изменение, %
Выручка	3 346	3 500	4,60%	3 700	5,71%
EBITDA	461	500	8,46%	500	0,00%
Прибыль	86	100	16,28%	106	
Чистый долг*	876	522	-40,41%		
Рентабельность по EBITDA	13,78%	14,29%		13,51%	
Чистая рентабельность	2,57%	2,86%		2,86%	

* Уровень долга в 2010 году взят по состоянию на конец 3 квартала 2010

Источник: данные компании, расчеты ИК ЛМС

ЛСР

Группа ЛСР опубликовала производственные показатели за 2010 год, собирается рефинансировать 56% погашаемого в 2011 году долга

Группа ЛСР опубликовала производственные показатели за 2010 год , продемонстрировав улучшение показателей практически по всем направлениям деятельности компании. ЛСР удалось добиться успехов в производстве строительных материалов за счёт участия в инфраструктурных проектах, реализуемых в регионе, успехов в строительстве недвижимости в сегменте массового жилья.
В сегменте производства строительных материалов наибольший прирост показало увеличение отгрузки товарного бетона, на 36%, фактически до докризисных значений 2008 года. В значительной степени отгрузки шли на достраиваемую часть КАД, ЗСД, а также на новые объекты промышленного и делового строительства в Санкт-Петербурге. По тем же причинам выросла отгрузка ЖБИ на 19%, хотя итоговые показатели 2008 года ещё ниже на 67% докризисных. Единственное снижение, на 4%, продемонстрировала поставка песка из-за приостановки работ по намыву территории на Васильевском острове. В 2011 году ЛСР полностью компенсирует это падение за счёт поставок на строящиеся инфраструктурные объекты в Ленинградской области (Порт Усть-Луга и ряд других) с купленных в 2010 году песчаных карьеров. По остальным строительным материалам (кирпичу, газобетону) по-прежнему существенно сказывается кризисное падение заказов от строителей, из-за чего рост в 2010 не превысил нескольких процентов, вследствие чего Группа ЛСР была вынуждена продать газобетонное производство в Балтии.
В сегменте девелопмента и строительства Группа ЛСР ожидаемо продемонстрировала разнонаправленную динамику в элитном и массовом жилом строительстве, в оказании строительно-монтажных услуг. Элитный сегмент, ввод большинства объектов которого состоялся в 2009 году, просел на 97%, покупателям было передано на 62% меньше площадей. При этом продажи элитных квартир продолжали расти на 66% в натуральном выражении, превысив докризисные уровни. Наибольший вклад в жилой недвижимости принесла массовая застройка и квартиры бизнес-уровня. Этот сегмент был наиболее востребован покупателями, поэтому Группа ЛСР ускорила ввод таких объектов, добившись роста на 244% построенных площадей. Тем не менее, окончание работ по государственным контрактам привело к падению новых продаж на 50%. Рост розничных продаж квартир на 68% пока не позволил достичь докризисных показателей, что говорит о сохранении кризисного состояния и на этом, самом востребованном направлении. Неплохо закончил 2010 год сегмент строительных услуг компаний Группы ЛСР. По данным компании, за счёт своевременного выхода в новые регионы – Урал и Москву объёмы работ смогли остаться на прежнем уровне (-2%), несмотря на падение объёмов работ на 22% на домашнем рынке Санкт-Петербурга из-за кризиса и окончании ряда крупных проектов.
С финансовой точки зрения Группа ЛСР сохраняет устойчивость. Компания зарегистрировала четыре новых займа биржевых облигаций на 8,5 млрд рублей.
ОАО «Группа ЛСР» планирует разместить биржевые облигации серий БО-03 и БО-05 объемом по 2 млрд рублей, БО-04 на 1,5 млрд рублей и БО-06 на 3 млрд рублей. Срок обращения всех выпусков составит 3 года. Группе ЛСР в первой половине 2011 года необходимо погасить 7,6 млрд. рублей, то есть 56% из кредитов и займов, которые компания должна погасить в 2011 году (13,4 млрд. рублей). Сейчас на фондовых рынках - благоприятная рыночная конъюнктура, поэтому ЛСР может попробовать в ближайшее время разместить свои облигации. Ставка купонов по таким новым займам может быть на уровне текущих обязательств Группы ЛСР - 6,7%-8% годовых.

ДИКСИ

Дикси Групп объявила о покупке ГК Виктория

Дикси Групп объявила о достижении принципиальных договоренностей о приобретении Группы компаний «Виктория». Стороны планируют закрыть сделку в конце мая 2011 года. В настоящее время в России функционируют 257 магазинов ГК «Виктория». Магазины расположены в четырех регионах: в Москве, Санкт-Петербурге, Калининграде и Туле. «Виктория» представлена форматами магазинов: магазин у дома «Виктория Квартал», дискаунтер «Дёшево», «Семейная Копилка» (магазин шаговой доступности), а также сетью супермаркетов «Виктория» и магазинами для мелкооптовых покупателей «Кэш». При этом 66% оборота приходится на магазины - дискаунтеры «Виктория Квартал» и «Дешево».

На наш взгляд сделка может существенно улучшить финансовые показатели Дикси. По сути Дикси приобретает равного как по выручке, так и по форматам конкурента.

Финансовые показатели Дикси до и после объединения с ГК Виктория

	Выручка	EBITDA	Долг	D/EBITDA	Торговые площади	Выручка, тыс. долл. с 1м2
Дикси Групп до объединения	2 665 128	173 233	296 446	1,71	284 835	9,4
Дикси Групп после объединения	4 025 443	279 123	612 654	2,19	405 834	9,9
Рост показателей, %	51,00%	61,10%	106,70%	28,30%	42,50%	6,00%

Источник: данные компаний, расчеты и прогнозы ИК ЛМС

Из таблицы видно, что консолидация ГК Виктория позитивно повлияет на финансовые показатели компании. Выручка в 2011 году вырастет на 51%, EBITDA – на 61,1%, торговые площади увеличатся – на 42,5%. Показатель выручки с торговой площади увеличится до $9,9 тыс. с 1м2. За счет органического роста и консолидации сети магазинов Виктория, Дикси выйдет в лидеры роста по темпам роста выручки в 2011 году.

Темпы роста рублевой выручки ритейлеров, %

	2008	2009	2010	2011П
О'Кей	67,50%	32,70%	21,90%	30,00%
X5 + Копейка	41,00%	25,00%	24,00%	40,00%
Магнит	41,35%	28,12%	39,23%	36,00%
Дикси	31,80%	12,30%	19,40%	25,00%
Дикси + Виктория				51,00%

Источник: данные и прогнозы компаний

Кроме того, консолидация бизнеса ГК Виктория позволит укрепить позиции в СПб, ЛО, Москве и МО, а также занятии лидирующие позиции на рынке Калининграда и области, где компания раньше не была представлена.
От приобретения Дикси также получит и логистические выгоды. Сделка позволит загрузить незадействованные мощности в Центральном ФО. В Калининграде действуют два собственных распределительных центра ГК Виктория общей площадью 12 560 кв.м., что позволит избежать дистрибутивных проблем в этом регионе. Данные факты дают основания говорить о потенциально значительном синергетическом эффекте от экономии на распределительных и административных расходах.

Доля рынка по регионам ГК Виктория

Москова и МО	1,60%
Санкт-Петербург и ЛО	1,40%
Калининград и область	26,60%

Источник: ГК Виктория

Приобретение конкурента будет оплачено не только за счет собственных средств и кредитов, но и за счет выпуска новых акций. По словам гендиректора Дикси, компания выпустит дополнительно 35-40 млн. новых акций, что увеличит акционерный капитал на 40,7 - 46,5%. Цена размещения будет близка к рыночной стоимости акций на момент размещения эмиссии, но с небольшим дисконтом. Мы подсчитали, что за последние 3 месяца средняя стоимость акций составила 401 рубль. Таким образом, размер эмиссии составит 14-16 млрд. руб., что укладывается в рамки необходимых к привлечению средств.
Но даже с учетом эмиссии акции объединенной компании Дикси сохраняют 44-процентный потенциал роста. Мы рекомендуем покупать акции компании с целевой ценой в $21.

Мультипликаторы Дикси до и после объединения

	P/S	EV/S	EV/EBITDA
Магнит	1,28	1,31	17,42
Дикси Груп до объединения	0,48	0,59	9,04
Дикси Груп+ ГК Виктория с учетом эмиссии	**0,43**	**0,57**	**8,78**
X5 Retail Group	0,7	0,81	11,61
ОКЕЙ	0,98	1,13	12,83
Average	0,85	0,95	12,66
Up-side new Dixy, %	98,04%	67,35%	44,24%

Источник: расчеты ИК ЛМС

ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

191186, Россия, Санкт-Петербург,
Итальянская ул., д. 4.
тел. 8 812 329 19 99
Email: lms@lmsic.com

Контакты

Руководители Компании

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
Председатель Совета директоров	Казаков Кирилл Викторович	8 812 329 19 99

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
Аналитический отдел	Кумановский Дмитрий Владимирович Мушка Ирина Васильевна Марков Дмитрий Сергеевич	8 812 329 19 99
Отдел торговых операций	Анастасов Антон Ярославович	8 812 329 19 85
	Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 10 41

Отдел клиентского сервиса

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание	Судакова Александра Андреевна	8 812 329 19 98

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.