ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Ежедневный обзор 22 декабря 2011 г.

ПОРТРЕТ РЫНКА

		Значение	Изменение
Индексы			
Индекс РТС	▼	1 382,50	-0,95%
Индекс ММВБ	▼	1 384,79	-1,78%
Dow Jones Ind, Avg	▲	12 107,74	0,03%
S&P 500	▲	1 243,72	0,19%
Nasdaq Composite	▼	2 577,97	-0,99%
DAX	▼	5 791,53	-0,95%
FTSE(100)	▼	5 389,74	-0,55%
DJ Stoxx 50	▼	2 296,21	-0,46%
EMBI Global	▲	564,95	0,13%
EMBI+	▲	600,04	0,16%
MSCI EM	▲	916,20	1,71%
MSCI BRIC	▲	269,12	0,76%
Валюты			
USD/EUR	▼	1,305	-0,27%
USD/JPY	▼	0,013	-0,23%
USD/RUR	▼	31,765	-0,90%
Сырье			
Brent	▲	106,73	2,98%
WTI	▲	97,22	3,56%
Urals Med,	▲	109,04	0,94%
Металлы			
Золото (спот)	▲	1 613,50	0,97%
Платина	▼	1 425,00	0,00%
Медь	▲	7 415,50	1,93%
Никель	▲	18 570,00	0,08%

УТРЕННИЙ КОМЕНТАРИЙ

Несмотря на рост фьючерса на индекс РТС (+0,72% по итогам вечерней сессии), снижение американских фьючерсов, азиатских индексов и нефти обусловят слабое открытие российских торгов в четверг и последующую негативную динамику торгов акциями.

Несмотря на то, что банки привлекли у ЕЦБ рекордные 489 млрд. евро, инвесторы опасаются, что это не приведет к увеличению объема межбанковского кредитования и не позволит перекредитоваться европейским государствам. На этом фоне фьючерсы на американские индексы теряют 0,25-0,29%. Индекс Nikkei уменьшился на 0,73%, Hang Seng - на 0,53%, All Ordinaries - на 1,15%. Brent потеряла 0,23% и торгуется на уровне $107,46.

Из позитивных новостей следует отметить заявления Fitch Ratings. Агентство сообщило, что не намерено принимать решение о снижении рейтинга США до 2013 года. Статистика сегодня, вероятно, будет разнополярной. Ожидается рост числа заявок на пособие по безработице в Штатах на 14 тыс. Также будут обнародованы окончательные данные об изменении ВВП США в третьем квартале, индекс потребительского доверия Мичиганского университета (рост до 68 пунктов с 64,1 пункта), индекс опережающих экономических показателей Conference Board (увеличение на 0,3% после повышения на 0,9%).

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 декабря	США	ВВП (Gross domestic product (GDP)) (3 кв) прошл. 2,0%, ожидаем. 2,0%
	США	Всего обращений за пособиями по безработице (Continuing Claims) (дек 17)
	США	Первичные обращения за пособиями по безработице (Initial Jobless Claims) (дек 12)
	США	Индекс настроения потребителей по данным Мичиганского Университета (Michigan consumer sentiment index) (дек) прошл. 67,7 п.
	США	Индекс опережающих экономических показателей (Leading Economic Indicators (LEI)) (ноя) прошл. 0,9%
23 декабря	Франция	ВВП (оконч.), к/к (3 кв.) прошл. 0,4%
	Франция	Индекс цен производителей, м/м прошл. 0,5%
	США	Заказы товаров длительного пользования (Durable Good Orders) (ноя) прошл. -0,7%, ожидаем. 1,5%

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Рекордные вливания ЕЦБ в банковскую систему после всплеска оптимизма усилили страхи относительно состояния европейской финансовой системы; к концу дня хорошая статистика по рынку жилья США остановила падение рынков.
Золото упало до 1611 после утреннего роста, не удержавшись выше 200-дневной средней.
Серебро упало до 29.2 после утреннего роста, следуя за динамикой золота.
Медь выросла до 3.39 на спросе со стороны Китая.
Нефть WTI и Brent выросли до 98.7 и 107.7 на рекордном за 10 лет снижении запасов в США; европейский кризис ограничил рост.
Пшеница и кукуруза выросли до 617 и 616.5 соответственно на сухой погоде в Южной Америке и закрытии коротких позиций; спрос на кукурузу со стороны производителей этанола также остается высоким.
Хлопок остался на 86.8 при низких объемах торговли перед Рождеством.
Кофе скорректировался до 219.9; если засуха на юге Бразилии захватит и север, то урожай может серьезно пострадать, что приведет к резкому росту.

МИНУДОБРЕНИЯ ПЕРМЬ

УралХим ведет переговоры о покупке Минудобрений, оценивая всю компанию в $550 млн.

Генеральный директор Уралхима Дмитрий Коняев заявил, что компания вступила в переговоры с Сибуром о покупке доли в пермских Минудобрениях. Уралхиму уже принадлежит 44,3%. Всю компанию Дмитрий Коняев оценивает в $550 млн., при этом цена предложения может быть увеличена на 5-10%. До конца года Уралхим подаст в ФАС заявку на покупку пермских Минудобрений, а к середине января рассчитывает получить одобрение регулятора. Если переговоры завершатся успехом, после одобрения регулятора, Уралхим и Сибур закроют сделку. У миноритариев останется 4,55% капитала. По законодательству Уралхим будет обязан сделать предложение оставшимся акционерам по ценам покупки у Сибура – не менее $340 за акцию. Поскольку Уралхим открыто заявляет о переговорах и предварительной оценке Минудобрений, на наш взгляд у миноритариев не возникнет проблем с предъявлением акций по оферте, которая будет выставлена по нашему мнению в сроки, установленные законодательством. Отметим, что у Уралхима уже открыты 2 кредитные линии в Сбербанке на сумму на сумму $300млн. и $400 млн. Кроме того, Дмитрий Коняев повторился, что если завод не достанется Уралхиму, компания готова рассмотреть продажу своей доли, так как она не является контрольной.
Совет директоров СИБУР Холдинга рассмотрит продажу ОАО Минеральные удобрения (Пермь) на ближайшем заседании, которое назначено на 22 декабря.

МАГНИТ

По итогам SPO на российских биржах доля Галицкого в уставном капитале снизилась с 41,09 до 38,67%

По итогам SPO на российских биржах доля Галицкого в уставном капитале снизилась с 41,09 до 38,67%. Доля другого крупного акционера Магнита - Владимира Гордейчука, снизилась с 3,07 до 2,89%. Free-float Магнита увеличится до 51%. Увеличение акций в свободном обращении может послужить поводом для повышения веса акций компании в индексе MSCI Russia. Следующий пересмотр индекса будет в феврале. Как показывает практика, увеличение доли в индексе не является драйвером роста котировок, что протестировано на котировках Уралкалия. Доля акций Уралкалия была увеличена в MSCI 15 мая, в преддверии данного факта акции не росли, снижались вместе с индексом (за месяц индекс потерял 12,7%, Уралкалий – 10%).

АЭРОФЛОТ

Финансовые результаты за 9 месяцев 2011 г. под давлением цен на топливо

Крупнейшая российская авиакомпания отчиталась по МСФО за 9 месяцев 2011 г. Отчетность показала продолжающийся рост цен на ГСМ, по нашим оценкам, квартальный рост составил 21,5%, поэтому, с целью ослабления давления топливных цен на финансовые результаты, Аэрофлот за тот же период сократил расходы на персонал на 9,7%. Относительно высокая прибыль компании за 9 мес. объясняется продажей активов, поэтому для анализа мы рассмотрели скорректированную чистую прибыль, рентабельность по которой за 3 кв. составила 0,5%, при этом скорректированную прибыль мы не очистили от доходов, уплачиваемых компании за транссибирские перелеты. Снижение прибыли также объясняется курсовыми разницами, который за девять месяцев составили -$185,8 млн., за третий квартал -$88,4 млн. Поэтому, мы считаем, что более индикативным показателем является EBITDA.
Сезонный фактор ярко виден на примере сравнения 2-го и 3-го квартала: рост EBITDA составил 83,7%. Рентабельность по EBITDA выросла на 4 п.п. Годовое изменение рентабельности по EBITDA отражает растущее влияние цен на ГСМ, рентабельность сократилась на 3,1 п.п.
Чистый долг Аэрофлота продолжает расти, его отношение к EBITDA достигло 2,0, однако из почти $1,7 млрд. долга около $855 млн. приходится на долг Терминала D, который по планам правительства перейдет в 2012 г. к Шереметьево (83% уставного капитала).
Операционные показатели демонстрирует хороший рост: выполненный пассажирооборот вырос на 20,2%, перевозка пассажиров – на 23,5%, что значительно выше рынка.
В прогнозе финансовых результатов Аэрофлота на 2011 г. для сравнения с аналогами мы учли показатели авиаактивов Ростехнологий: чистый долг на уровне $130,9 млн., EBITDA -$33,5 млн. (прогнозируемый годовой уровень по всем присоединяемым компаниям). Чистый долг группы корректировался на величину долга Терминала D. Анализ российских авиакомпаний осложнен низким уровнем транспарентности, что главным образом выражается в отсутствии отчетности по МСФО и её своевременной публикации.
Последняя отчетность Трансаэро составлена за 2008 г., поэтому мы не можем рассматривать данную компанию как аналог. В сравнении с ЮТэйр Аэрофлот выглядит более недооцененной компанией, однако ЮТэйр не является прямым аналогом Аэрофлота: вертолетный парк ЮТэйр является одним из крупнейших в мире.

По среднему мультипликатору EV/EBITDA'11 европейских авиакомпаний, Air France и Deutsche Lufthansa, российская государственная авиакомпания также недооценена.

Драйверы, способствующие росту капитализации Аэрофлота:
- Передача Терминала D аэропорту Шереметьево;
- Новая программа GDR, которая будет рассмотрена на ближайшем заседании совета директоров, предполагающая увеличение количества обращающихся акций на зарубежных площадках.

Риски:
- Консолидация отчетности авиаактивов Рсотехнологий, которые окажут дополнительное давление на прибыль компании по итогам 2011 г.,
- возможная отмена платежей по транссибирским перелетам в пользу Аэрофлота.

В соответствии с нашей оценкой по аналогам, стоимость Аэрофлота без учета долга Терминала D составляет $2,07 млрд. С учетом долга Терминала D мы оцениваем стоимость компании в $1,2 млрд. Поэтому целевой диапазон составляет $1,22-$1,86 (39,34-59,71 руб.) для обыкновенных акций Аэрофлота. Мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Аэрофлота с целевой ценой в $1,86 за акцию, что предполагает потенциал роста от текущих котировок в 32,4%.

Финансовые результаты группы Аэрофлот, млн. долл.

	9 мес. 2010 г.	9 мес. 2011 г.	Изменение, %	2 кв. 2011 г.	3 кв. 2011 г.	Изменение, %
Выручка	3 159,8	3 919,4	24,0%	1 068,2	1 575,5	47,5%
EBITDA	604,4	628,6	4,0%	172,6	317,0	83,7%
Чистая прибыль	280,9	383,7	36,6%	н/д	6,9	-
Скорректированная прибыль	275,3	184,4	-33,0%	н/д	8,0	-
Расходы						
На персонал	477,1	631,3	32,3%	233,1	210,5	-9,7%
ГСМ	696,6	1 031,5	48,1%	341,5	415,0	21,5%
Рентабельность						
EBITDA	19,1%	16,0%	-3,1%	16,2%	20,1%	4,0%
Скор. ЧП	8,7%	4,7%		н/д	0,5%	
Долги и займы						
Чистый долг	1 362,0	1 680,4	23,4%	1 279,6	1 680,4	31,3%
Коэффициент ЧД/ EBITDA*	1,7	2,0	18,6%	1,9	1,3	-28,5%
Операционные показатели						
Выполненный пассажирооборот	26 251,4	31 551,8	20,2%	10 195,6	12 699,3	24,6%
Перевозка пассажиров, тыс. чел.	8 532,8	10 540,6	23,5%	3 456,5	4 300,7	24,4%

*аннуализированная EBITDA

Сравнительные мультипликаторы

Компания	EV/EBITDA
Аэрофлот	2,65
Ютэйр	5,56
Аналоги	
Deutsche Lufthansa AG	3,14
Air France - KLM	3,24
Среднее по аналогам	**3,19**

Источник: данные компании, 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 Кириченко Арсений Борисович	8 812 329 19 99
Отдел торговых операций	Носков Александр Александрович	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.