ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Ежедневный обзор 25 июля 2012 г.

ПОРТРЕТ РЫНКА

		Значение	Изменение
Индексы			
Индекс РТС	▼	1 314,27	-0,73%
Индекс ММВБ	▼	1 365,75	-0,53%
Dow Jones Ind, Avg	▼	12 617,32	-0,82%
S&P 500	▼	1 338,31	-0,90%
Nasdaq Composite	▼	2 862,99	-0,94%
DAX	▼	6 390,41	-0,45%
FTSE(100)	▼	5 499,23	-0,63%
DJ Stoxx 50	▼	2 378,54	-0,57%
EMBI Global	▼	623,89	-0,32%
EMBI+	▲	660,46	0,03%
MSCI EM	▼	909,43	-0,33%
MSCI BRIC	▼	255,15	-0,51%
Валюты			
USD/EUR	▼	1,206	-0,46%
USD/JPY	▼	0,013	0,00%
USD/RUR	▲	32,632	0,79%
Сырье			
Brent	▲	103,42	0,15%
WTI	▲	88,50	0,41%
Металлы			
Алюминий	▲	1 840,00	0,25%
Медь	▲	7 396,00	0,12%
Золото (спот)	▲	1 583,25	0,70%

УТРЕННИЙ КОММЕНТАРИЙ

Российские индексы откроются снижением более чем на 0,5%. Распродажа российских активов будет обусловлена не только негативным внешним фоном, но и понижением ЕБРР прогноза темпов роста ВВП РФ на этот год с 4,2% до 3,1%, отметив возможность еще более сильного снижения прогноза в случае углубления европейского долгового кризиса.

На мировых рынках преобладают негативные настроения. Вызваны они, во-первых, опасениями ухудшения ситуации в экономике США. По прогнозам экспертов продажи новостроек в США замедлили темпы роста с 7% до 0,4% в июне. Во-вторых, инвесторы предвкушают выход данных, которые покажут ослабление экономики Германии из-за распространения проблем периферийных стран на лидирующую экономику Еврозоны. Ожидается, что индекс доверия германских бизнесменов к экономике страны в июле снизился до 104,5 пункта - минимального уровня с марта 2010 года. В-третьих, растут риски дефолта Греции по августовским облигациям. На текущей неделе пройдет встреча премьера Греции с председателем Еврокомиссии, а 27 июля греческий премьер встретится с представителями «тройки» международных кредиторов. Если лидерам не удастся договориться, рынки ждет еще большая коррекция.

Настроения инвесторов могут измениться на спекуляциях относительно новых мер поддержки американской экономик. ФРС может объявить о поддержке экономического роста на заседании 31 июля - 1 августа.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 июля	Россия	Дикси	Финансовый отчет по МСФО за 1 пол. 2012 г.	Ритейл
	Россия	Петропавловск	Операционные результаты за 1 пол. 2012 г.	Горно-добывающая деятельность
	Япония		Торговый баланс (июн) прошл. -907,3 млрд. JPY	
	Германия		Индекс ожиданий IFO (июн) прошл. 97,3 п., ожидаем. 96,7 п.	
	Германия		Индекс делового оптимизма IFO (июн) прошл. 105,3 п., ожидаем. 104,7 п.	
	Великобритания		ВВП (предв.) г/г (2 кв.) прошл. -0,2%, ожидаем. -0,3%	
	США		Продажи новых домов (New Home Sales) (июн) прошл. 369 тыс., ожидаем. 375 тыс.	
	США		Запасы нефти (21 июн)	

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

Без активного вмешательства политиков, рынки продолжают снижать оценки стоимости активов. Новостной фон не претерпел существенных изменений. Растет уверенность, что большее количество регионов Испании запросят помощи Мадрида, для выполнения своих обязательств, что в конечном счете может заставить страну обратиться за поддержкой Евросоюза.
Греция продолжает <<радовать>> уровнем рецессии своей экономики (прогноз падения экономики повышен до 7%), что неизбежно сорвет планы страны по стабилизации бюджета. Рост доходностей облигаций Испании и Италии продолжается. Mood's понизило прогноз по кредитному рейтингу общеевропейских фондов помощи EFSF/ESM, поскольку рейтинги стержневых стран Европы обладают <<негативным>> прогнозом. МВФ предупреждает об опасном уровне замедления темпов роста китайской экономики. Таким образом, все больше свидетельств, того что современная глобальная экономика начинает сбавлять ход, что при высокой обремененности развитых стран долгами не является лучшим сочетанием. Корпорации снижают прогнозы по будущим показателям своей деятельности и перспективам рынков. Участники торгов с надеждой смотрят на регуляторов Европы и США, в ожидании услышать признаки очередного монетарного ослабления.
Сегодня фондовые площадки Азии снижаются вслед за негативными итогами торгов на Американских фондовых площадках. На валютном рынке в ходе утренних торгов Евро в паре EURUSD находится у минимальных значений за два года. Амплитуда торгов в Азии носит привычно сдержанный характер. Диапазон торгов пары составил 1,2052-1,2079. Японская Йена в паре с Долларом США остается выше отметки 78,00Y. Дальнейшее укрепление Йены сдерживает воинственная риторика монетарных властей Японии. Диапазон утренних торгов пары составил 78,07-78,24.

ГРУППА ИЛИМ

В 2013 возможен принудительный выкуп акций по цене до $0.31

По данным прессы, акционеры российской компании Группа Илим в 2013 году не исключают возможности объявления принудительного выкупа акций компании с рынка. По собственной оценке в 5 EBITDA мажоритарных акционеров, стоимость бизнеса составляет минимум $2,650 млрд. Без учёта долга капитализация будет - $1,8 млрд. При текущей цене в $0.27 потенциала роста котировок нет. При этом можно надеяться, что данная оценка будет минимальной, если резко не обвалятся финансовые рынки, так как в интервью один из акционеров, Захар Смушкин, высказался, что 5 годовых EBITDA это - скромная оценка.
В то же время, по данным отчётности International Paper (IP), эффективный пакет в 46,42% оценивался американскими акционерами в $900-950 млн в 2012 (ещё ранее пакет оценивался в $550-$600 млн.). То есть вся Группа Илим, как актив, стоит $1,939-$2,47 млрд. или $0,29-$0,31. Потенциал роста от текущей цены до верхней границы оценки составляет 14% или 16% годовых при горизонте инвестирования в 10 месяцев, так как реестр для годового собрания Илим закрывает в мае. Логично если, чтобы не платить миноритариям дивиденды за 2012, до мая 2013 года выкуп будет проведён. Если выкуп задержится, то акционеры получат дивиденды, которые прибавят ещё около 13% к цене акции, исходя из дивидендной доходности в последние годы. Мы рекомендуем покупать акции компании в расчёте на выкуп по обозначенной International Paper оценке.

МТК, МОЭК

Консолидировав МТК, МОЭК собирается на IPO

МОЭК от консолидации МТК планирует получить значительный синергетический эффект уже в 2013 году, а в 2014–2015 гг. (вероятнее всего в 2015 году) рассчитывает на IPO.
С такими результатами МОЭК может провести IPO. «Это будет абсолютно реально в 2015 г., но возможно даже в 2014 г. – если очень постараемся», – заявил «Ведомостям» гендиректор МОЭК Андрей Лихачев. Хотя площадка и объем размещения пока не определены.
Если покупать акции (МОЭК или МТК) сейчас исходя из оценки компании под реорганизацию, то мультипликаторы объединенной компании будут следующими: P/S-1,66, P/E – 40,1. Если же входить через МТК (цена на бирже 0,69 руб.), то мультипликаторы 2013 года также будут высокими: P/S-1,46, P/E – 35. Интерес к компании с такими высокими мультипликаторами может проявить только стратегический инвестор. Вероятнее всего им станет Газпром.
Мы рекомендуем не дожидаться потенциального размещения акций объединенной МОЭК, поскольку не видим реального приращения стоимости для акционеров, и рекомендуем предъявить акции МТК и МОЭК к выкупу.

Финансовые показатели объединенной компании

млрд. долл.	МОЭК+МТК	МОЭК без МТК	%
Sales	3,19	3,79	-16%
EBITDA	0,86	0,68	27%
Earnings	0,13	0,02	430%
P/S	1,66	1,39	
P/E	40,1	213	

Источник: данные компании, расчеты ИК ЛМС

РОСНЕФТЬ

Компания может выплатить промежуточные дивиденды в $0.15 на акцию

По данным прессы, на следующей неделе СД НК Роснефть рассмотрит регение о выплате дополнительных дивидендов в размере $0.15 (4.8 руб) на акцию. Выплата обусловлена распоряжением основного собственника, государства, об увеличении дивидендных выплат до 25% от прибыли компании. По текущей цене дивидендная доходность увеличится примерно на 1%, Внеочередное собрание может состояться в октябре 2012. Дивиденды акционеры получат до конца 2012 года, что принесёт примерно 4% дивидендной доходности.
Данная новость является умеренно позитивной для котировок компании, поскольку реестр акционеров ещё не закрыт. В то же самое время, поскольку Роснефть официально уведомила о ведении переговоров с BP относительно её доли в ТНК-ВР, рост котировок будет сдерживаться ожиданием объявления итогов переговоров и цены приобретения, если сделка состоится. При высокой цене покупки Роснефть будет вынуждена привлекать кредиты, что негативно отразится на её денежных потоках и может существенно сократить дивиденды. Не исключено, что именно поэтому Роснефтегаз сейчас распределяет себе дополнительные дивиденды, пока денежный поток НК Роснефть позволяет осуществить такие выплаты.

АВИАЛИНИИ

Переоценка сектора

Российский авиационный сектор экономики демонстрирует высочайшие темпы роста бизнеса, как в сравнении с развитыми, так и развивающимися странами. Регулирование отрасли государством способствует укрупнению лидеров отрасли – Аэрофлот, ТрансАэро и ЮТэйр - и негативно сказывается на мелких игроках. Ликвидировать устарелый парк самолетов лидерами отрасли проще, что сказывается на росте эффективности перевозок. В целом, доля затрат российских компаний на авиатопливо ниже в сравнении с аналогами, однако российский рынок ощущает острую нехватку профессиональных кадров. Вступление России в ВТО будет способствовать сокращению расходов на персонал и снижению стоимости приобретаемых иностранных самолетов. Стоит также отметить, что, дальность перевозок и относительно низкая загруженность самолетов не дают российским компаниям реализовать свой потенциал роста доходов, приходящихся на пассажирооборот. Возможное разрешение продаж не подлежащих возврату билетов российским покупателям будет способствовать сокращению данного дисконта к мировым аналогам, а также создадут возможность развивать авиакомпании-дискаунтеры.

Целевые цены для публичных российских авиакомпаний

	Mcap, $ млн.	EV/EBITDA	P/E	Целевая цена, $/акция	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	1 429,40	5,9	3,2	1,75	35,70%	Покупать
Аэрофлот*	1 429,40	7,5	4,4	1,75	35,70%	Покупать
Трансаэро	716,7	7,1	н/д	5,73	22,90%	Покупать
Ютэйр	355,9	5,7	101,9	0,66	7,60%	Держать

* без роялти

Источник: данные компании, оценка ИК ЛМС

Мы присваиваем рекомендацию «покупать» для обыкновенных акций Аэрофлота с целевой ценой $1,75 (57,0 руб.) за акцию и потенциалом 35,7%, исходя из сравнительной оценки компании по мультипликатору EV/пассажиропоток. Покупка активов Ростехнологий позволили Аэрофлоту почти удвоить объемы перевозок пассажиров, однако, несмотря на кратный рост, по нашим оценкам, загрузка пассажирских кресел группы снизится в 2012 г. всего на 0,8%. Деконсолидация долгов Терминала D – дополнительный позитивный драйвер для стоимости Аэрофлота. Негативным сигналом для Аэрофлота станет отмена роялти, которое предварительно состоится в 2014 г., однако целый ряд факторов в результате вступления России в ВТО способны нивелировать данный эффект, среди которых: снижение стоимости приобретаемых самолетов, снижение затрат на персонал в результате привлечения иностранных пилотов, возможное разрешение продаж не подлежащих возврату билетов российским покупателям.
Мы присваиваем рекомендацию «покупать» для обыкновенных акций ТрансАэро с целевой ценой $5,73 (186,88 руб.) за обыкновенную акцию и потенциалом 22,9%, однако закрытость компании и высокий мультипликатор EV/EBITDA в сравнении с российскими аналогами вряд ли позволят компании сократить текущий дисконт. Развитию ТрансАэро способствуют новые разрешения на осуществление перевозок параллельно с Аэрофлотом на международных направлениях, а также высокий рост сектора экономики. Закрытость компании осложняет её анализ, ранее компания планировала SPO, поэтому мы ожидаем, что негатив относительно низкой транспарентности будет снят.
Мы присваиваем рекомендацию «держать» для обыкновенных акций ЮТэйр с целевой ценой $0,66 (21,64 руб.) за бумагу и потенциалом 7,6%. ЮТэйр продолжает нести убытки в части пассажирских перевозок, в то время как вертолетный бизнес продолжает генерировать денежный поток и «вытягивать» компанию из убытков. Обновление парка самолетов – главная бинес-задача ЮТэйр, которая решается медленно в связи с доминированием интересов вертолетного бизнеса в группе: ЮТэйр создает СП в Латинской Америке, для чего ей необходимы инвестиции.
Оценка компаний

Мы переоценили российские авиакомпании по сравнительному методу оценки. На наш взгляд, наиболее привлекательно в секторе выглядят акции Аэрофлота, как с точки зрения недооцененности компании, так и её фундаментальной устойчивости. Драйвером для роста капитализации Аэрофлота выступит планируемое в 2012-2013 гг. SPO, что позволит увеличить ликвидность акций и привлечь интерес инвесторов. Закрытость ТрансАэро и ЮТэйр осложняют оценку компаний, также относительно высокие мультипликатору и отсутствие драйверов для роста этих компаний смещают инвестиционную привлекательность в сторону Аэрофлота.

Сравнительный анализ

Компания	Mcap, $ млн.	Объем пассажирских перевозок 2012 г., млн. чел.	EV/Перевезено пассажиров, $./чел. 2011	EV/Перевезено пассажиров, $./чел. 2012	Темп роста пассажироперевозок 2012 г.	Расходы на авиатопливо от выручки, %
Международные аналоги, США						
Delta Air Lines	8 210	166,1	108,1	106,7	1,40%	27,70%
United Continental Holdings	7 160	96,4	127,9	127,8	0,10%	33,30%
Southwest Airlines Co.	6 730	110	56,8	56,9	-0,10%	36,00%
AMR Corporation	179	109,6	37,2	36	3,40%	34,70%
Среднее			82,5	81,8	1,20%	32,90%
Международные аналоги, Европа						
Deutsche Lufthansa AG	5 331	110,2	74,6	62,8	3,60%	21,80%
International Airlines Group	4 187	53,6	123,3	103,6	3,70%	31,60%
AirFrance - KLM	1 309	61,5	173,3	146,1	3,40%	26,40%

Среднее			123,8	104,1	3,60%	26,60%
Среднее по развитым рынкам			103,1	93	2,40%	29,80%
Международные аналоги, Развивающиеся рынки						
China Eastern Airlines	7 436	71,6	181,8	174,5	4,20%	35,00%
TAM S/A	4 060	37	241,7	245,9	-1,70%	32,20%
Jet Airways (India)	534	21	136,4	105,5	15,00%	45,60%
Qantas Airwais Ltd.	2 380	24,8	252,9	242	4,50%	26,10%
Singapore Airlines Ltd.	9 969	20,2	353,3	327,4	7,90%	40,00%
Turkish Airlines	2 129	38,8	178,8	150,4	18,90%	33,70%
Среднее по развивающимся рынкам			198,3	183,7	8,10%	35,40%
Среднее по аналогам			150,7	138,3	5,30%	32,60%
Российские авиакомпании						
Аэрофлот	1 429	27,2	218	119,6	82,30%	28,00%
Трансаэро	717	10,8	158	123,2	28,30%	н/д
Ютэйр	356	9,8	196,5	135,6	44,90%	25,40%
Среднее			190,8	126,1	51,90%	26,70%
Средние и малые российские авиакомпании						
Авиакомпания Сибирь	154	6	78,3	67,1	16,60%	н/д
Уральские авиалинии	69	4	56,4	35,6	58,60%	н/д
Авиационные линии Кубани	5	0,9	47,5	48,4	-2,00%	н/д
Среднее			60,7	50,4	37,60%	

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

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
	Лазарев Игорь Олегович	
	Розет Борис Владимирович	
Отдел торговых операций	Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 10 41
	Носков Александр Александрович	8 812 329 19 85
	Баличев Дмитрий Геннадиевич	8 812 329 19 85

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.