

Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам

Евгений Буланов
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)
bulanov@gazfin.ru

Мы начинаем аналитическое покрытие Ярославского радиозавода (ЯРЗ) с рекомендации ПОКУПАТЬ привилегированные акции. ЯРЗ входит в концерн РТИ Системы и является одним из лидеров радиотехнической отрасли России. Завод является исполнителем госзаказов и тесно связан с Департаментом радиоэлектронной промышленности и Федеральным космическим агентством. С 2006 г. ЯРЗ выпускает космическую бортовую аппаратуру навигационной системы ГЛОНАСС. В последние годы завод демонстрирует стабильный рост финансовых показателей, чистых активов, основных средств. Владельцам привилегированных акций выплачиваются дивиденды в размере 10% от чистой прибыли. Принимая во внимание рекордные финансовые показатели за первое полугодие 2009 г., дешевизну акций компании по мультипликаторам и высокую дивидендную доходность, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на привилегированные акции. Наша оценка справедливой стоимости префов составляет \$97, что на 116% превышает текущие котировки.

Ярославский радиозавод увеличил чистую прибыль за 6 мес. 2009 г. на 175%. Благодаря увеличению гособоронзаказа ЯРЗ за первое полугодие 2009 г. сумел продемонстрировать впечатляющий рост операционной и чистой прибыли до 269 млн. руб. (\$9 млн.) и 256 млн. руб. (\$8.5 млн.) соответственно.

Финансовые результаты Ярославского радиозавода, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	2008	1П 2009	Y-o-Y (%)
Выручка	513	858	1 335	2 001	1 013	+26
Себестоимость	385	627	1 083	1 647	739	+8
Валовая прибыль	127	231	252	354	274	+131
Коммерческие расходы	1	4	22	13	5	+10
Операционная прибыль	126	227	230	341	269	+136
Процентные расходы	5	13	14	16	7	+21
Прочие расходы (доходы)	16	67	15	56	-65	-
Прибыль до налогов	105	147	201	269	327	+159
Налог на прибыль	31	43	56	76	59	+115
Чистая прибыль	73	106	144	201	256	+175
Валовая рентабельность, %	25	27	19	18	27	+12 п.п.
Опер. рентабельность, %	25	26	17	17	27	+12 п.п.
Чистая рентабельность, %	14	12	11	10	25	+14 п.п.

Источник: СПАРК, расчеты ИК Газфинтраст

Рост выручки по итогам 2009 года может составить 25%. В планах завода стоит цель выпустить до конца года продукции на 2.5 млрд. руб. (\$83 млн.). Кроме того, отметим, что основной фактор, который может повлиять на сокращение объема выручки, является сокращение гособоронзаказа, что в ближайшее время маловероятно.

Вероятная дивидендная доходность по префам за 2009 г. превышает 25%. В соответствии с Уставом владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодных фиксированных дивидендов, размер которых установлен на уровне 10% от чистой прибыли по итогам последнего финансового года. Учитывая рекордную прибыль за первые шесть месяцев 2009 г., а также позитивный прогноз по выручке на конец года, то ожидаемая дивидендная доходность префов по итогам 2009 г. может значительно превысить 25%.

Размер дивидендов на одну привилегированную акцию (руб.)

	2005	2006	2007	2008	2009П
Дивиденды	70	101	138	191	более 380

Источник: данные компании, оценки ИК Газфинтраст

Ярославский радиозавод	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	yarzr
Справедливая цена (\$)	97
Текущая цена (\$)*	45
Потенциал роста (%)	116

*offer

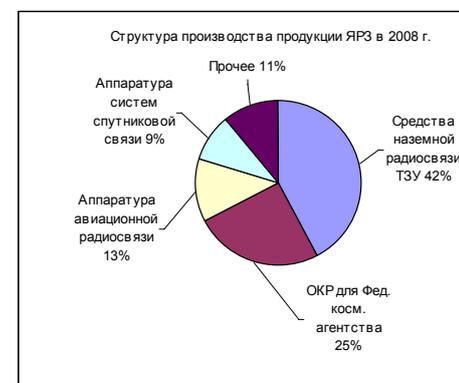
Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	82
Кол-во акций АО	316 835
Текущая цена АП (\$)*	45
Кол-во акций АП	105 165
МСАР (\$ млн.)	30.7
Чистый долг (\$ млн.)	2.0
EV (\$ млн.)	32.7

*offer

Структура акционеров (% от УК)	
Концерн РТИ Системы	59.71
Концерн Созвездие	8.33
УК Гарант	0.50
Якушев С.В.	0.55
Барбосов А.Н.	0.43
Прочие	30.48

Оценочные характеристики		
	2008	2009П
Выручка (\$ млн.)	80.5	80.0
P/S	0.38	0.38
EV/S	0.41	0.41
ЕВITDA (\$ млн.)	14.4	18.7
EV/ЕВITDA	2.27	1.75
Чистая прибыль (\$ млн.)	8.10	15.44
EPS (\$)	23.00	43.87
P/E	3.57	1.87

Источник: оценки ИК Газфинтраст



Адрес в интернете

<http://www.yarz.ru>

Кoeffициенты P/E и EV/EBITDA 2009П – менее 2. Текущие привлекательные значения коэффициентов P/E и EV/EBITDA наглядно демонстрируют существенную недооценку акций Ярославского радиозавода.

Комфортная долговая нагрузка и рост чистых активов. По состоянию на конец первого полугодия 2009 г. ЯРЗ имел достаточно комфортную долговую нагрузку – чистый долг равнялся 58 млн. руб. (\$2 млн.), а соотношение чистого долга к EBITDA 2009П – около 0.1. Кроме того, по причине улучшения финансовых показателей и неагрессивной дивидендной политики, у завода ежегодно увеличиваются чистые активы, которые в настоящее время составляют 937 млн. руб. (\$31 млн.).

Увеличение доли мажоритарным акционером в 2008 г. Концерн РТИ-Системы, который получил контроль над ЯРЗ в 2005 г., три года спустя увеличил свою долю в капитале компании с 51% до 59.71%, приобретая обыкновенные акции завода и потратив при этом 96.8 млн. руб. По нашей оценке, цена приобретения одной обыкновенной акции превысила 2,600 руб. (\$87). В дальнейшем можно ожидать увеличения доли концерна в капитале быстрорастущего завода.

Невысокая информационная открытость компании и низкая ликвидность акций. К основным факторам риска при инвестировании в акции Ярославского радиозавода мы относим их низкую ликвидность и информационную закрытость компании. Кроме того, по причине выполнения заводом гособоронзаказа и текущего значительного бюджетного дефицита в РФ, то мы не исключаем задержек платежей по исполненным контрактам.

Инвестиционное заключение

По нашему мнению, несмотря на крайне низкую ликвидность акций и информационную непрозрачность ЯРЗ возможность по очень выгодной цене войти в капитал такого быстрорастущего предприятия перевешивает имеющиеся риски. Для расчета справедливой стоимости акций в качестве ориентира мы использовали целевое значение EV/EBITDA 2009П равное 3, что также, по нашему мнению, является достаточно консервативной оценкой. При расчете стоимости префов применялся дисконт в 30% к справедливой стоимости обыкновенных акций. Таким образом, справедливая стоимость одной обыкновенной акции равняется \$138, а привилегированной – \$97. При этом, учитывая высокую потенциальную дивидендную доходность префов и большой потенциал роста, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ привилегированные акции и ДЕРЖАТЬ – обыкновенные.

Контактная информация

Торгово-аналитический департамент

Москва

Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38

Алексей Ермолов

129@gazfin.ru

Руководитель департамента

Аналитик

Евгений Буланов

bulanov@gazfin.ru

Вице-президент по развитию

Марина Комарова

komarova@gazfin.ru

Треjder

Кирилл Вязовиченко

127@gazfin.ru

Треjder

Николай Тюгаев

233@gazfin.ru

Треjder

Ренат Довиденко

124@gazfin.ru