



# Анализ инвестиционной привлекательности ОАО «АРМАДА»

---

Отчет составлен на базе анализа финансовой отчетности эмитента, долгосрочных рыночных характеристик акций и консенсус прогнозов ведущих аналитиков

Алексей Бачеров

20.02.2013

Мы постарались комплексно изложить наше виденье на эмитента на базе имеющихся у нас данных, которые мы подчерпнули из открытых источников. Мы не настаиваем на исключительности наших оценок. Вы можете не доверять и сомневаться во всем, что здесь изложено. Если вы решитесь использовать этот отчет в качестве отправной точки или обоснованием для своих инвестиций или спекуляций, то целиком и полностью несете ответственность за принятое вами решение.

## Оглавление

Общие выводы по проведенному анализу.....	1
Анализ финансовой отчетности эмитента и прогнозирование основных финансовых показателей .3	
Рыночные показатели.....	8
Консенсус прогноз и его исторические данные .....	9
Контакты.....	12



## Общие выводы по проведенному анализу

Мы видим потенциал инвестиций в акции эмитента с среднесрочных позиций. Инвестиции при текущих ценах с горизонтом в 5 лет могут дать доход на вложенный капитал около 13,1% годовых. Однако рыночная конъюнктура с акциями эмитента позволяет прогнозировать, что компания сильно не до оценена по сравнению с аналогичными компаниями IT сектора, что может привести к росту рыночной стоимости бумаг примерно в два раза от прогнозируемых балансовых показателей.

### *Выводы фундаментального анализа*

На базе проведенного анализа мы ожидаем, что балансовая стоимость одной акции по итогам 2012 года составит 192 рубля, что на 10 рублей выше текущих котировок. Исходя, из этого можно сказать, что на текущий момент компания оценена справедливо. Если инвестиционный горизонт распространить на 5 лет, то ожидаемая стоимость одной акции должна быть в районе 350 рублей, что составляет 13,9% годовых прироста на вложенный капитал, по нашему прогнозу.

Для данной компании экспресс анализ стоимости акций по 7 годовым прибылям дает лучшие ориентиры с инвестиционной точки зрения. Исходя из нашего прогноза стоимость акций к 2016 году должна составить 330 рублей, что близко к полученной балансовой оценке в 345 рублей. Темпы роста в этом случае будут на уровне 13,1% годовых на вложенный капитал.

### *Выводы анализа рыночных показателей*

Исходя из рыночных показателей, компания имеет привлекательную цену. Рынок оценивает ее сегодня с коэффициентом P/E равным 6, при этом среднегодовое значение данного коэффициента равно 15. В IT индустрии текущее значение коэффициента можно считать очень низкими, даже при учете поправок на Российский рынок. На наш взгляд, это может служить дополнительным стимулом для инвестиций в акции данной компании. При росте P/E к среднегодовому показателю 15, акции будут стоить не 330 рублей (прогнозируемую на сегодняшний день методом экспресс оценки) а 710, что увеличивает потенциальную годовую доходность в два раза.

*Выводы по консенсус прогнозам ведущих брокерских и аналитических компаний (данные РБК)*



Текущий консенсус прогноз ведущих российских аналитиков оценивают стоимость акций в 1350 рублей. Если предположить, что прогнозы, сделанные в 2012 не сбудутся на 45% (что соответствует тенденциям), то потенциальная цена акции должна составить 742 рубля. Что по рыночным показателям будет соответствовать P/E = 15. И составит 310% роста.

## Анализ финансовой отчетности эмитента и прогнозирование основных финансовых показателей

### Теоретическая часть

Нам представляется достаточным проведение несложных расчетов, для определения возможной и истинной стоимости компании на базе основных статей финансовой отчетности. Чрезмерное усложнение расчетов дает математически точный результат, однако в условиях мира неопределённости, более важной составляющей, на наш взгляд, является принцип «запаса прочности», которые сформулировал еще Бен Грэхем. Основная идея состоит не в том, чтобы максимально точно оценить стоимость компании, а в том, что оценочная стоимость (истинная или внутренняя стоимость) будут существенны по отношению к текущей рыночной цене или же предполагаемые темпы роста балансовой стоимости компании будут адекватны и отвечать нашим инвестиционным интересам.

Для проведения первичных оценок, мы будем использовать следующие укрупненные статьи финансовой отчетности:

- Выручка
- Операционная прибыль
- Не операционная расходы
- Налог на прибыль
- Чистая прибыль
- Собственный капитал (акционерный капитал)

Опираясь на исторические данные мы постараемся спрогнозировать рост этих показателей в будущем, для чего будем использовать следующие соотношения:

- Отношение операционной прибыли к общей выручки (позволяет оценить сильно ли меняется структура основного бизнеса компании, если коэффициенты несильно плаваю от года к году, можно говорить, что бизнес структурно остается неизменным, и не происходят никакие существенные рыночные (законодательные) изменения в этой сфере;
- Процент не операционных расходов в операционной прибыли (позволяет оценить, насколько сильно на прибыль влияют различные расходы непосредственно не влияющие на основной бизнес, если их величина велика, то стоит задуматься а в чем собственно основной бизнес компании);
- Процент налога на прибыль в операционной прибыли (поскольку налоговый учет отличается от бухгалтерского, хорошо рассчитать этот коэффициент отдельно, чтобы в последствии использовать для получения прогнозных значений по чистой прибыли);
- Рентабельность по собственному капиталу (удобный показатель, который показывает насколько эффективно используется акционерный капитал компании, его удобно сравнивать например с темпом роста ВВП или с инфляцией);
- Годовой тем роста выручки (рассчитывается по формуле сложного процента за пятилетнии промежутки, считается что выручкой управлять сложнее, с точки зрения составления отчетности, нежели другими параметрами)

*Укрупненные статьи финансовой отчётности по данным компании и расчетные показатели по статьям финансовой отчётности*

годы	2007	2008	2009	2010	2011
<i>валюта</i>	<i>рубли</i>	<i>рубли</i>	<i>рубли</i>	<i>рубли</i>	<i>рубли</i>
<i>курс</i>	1	1	1	1	1
<i>единицы</i>	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Выручка	3 269	5 125	3 106	3 656	4 656
Операционная прибыль	801	505	173	624	787
Неоперационные расходы	395	1 303	137	197	251
Налог на прибыль	77	-70	13	50	44
Чистая прибыль	329	-728	23	377	492
Нематериальные активы	859	296	261	589	990
Собственный капитал	1 527	737	792	1 231	2 544
Оборотные активы	1 833	2 496	2 344	1 985	3 481
Краткосрочные обязательства	1 075	2 216	1 856	1 349	1 850
Отношение операционной прибыли к общей выручке	25%	10%	6%	17%	17%
<i>Сглаженный процент опер прибыли к общей выручке (за 2 года)</i>		17,2%	7,7%	11,3%	17,0%
Процент неоперационных расходов от операционной прибыли	49%	258%	79%	32%	32%
<i>Сглаженный процент неоперационных расходов (за 2 года)</i>		153,7%	128,8%	104,5%	31,7%
Процент налога на прибыль в операционной прибыли	10%	-14%	8%	8%	6%
<i>Сглаженный процент налога на прибыль в опер прибыли (за 2 года)</i>		-2,1%	-3,2%	7,8%	6,8%
Отношение прибыли + налога на прибыль к операционной прибыли (показывает покрытие чистой прибыли от основной деятельности)	51%	-158%	21%	68%	68%
Рентабельность по собственному капиталу		-64%	3%	37%	26%
			2007-2009	2008-2010	2009-2011
Годовой темп роста выручки (в расчете на 2 год, сложный процент)			-2,5%	-15,5%	22,4%
Годовой темп роста чистой прибыли (в расчете на 2 года, сложный процент)			-73,6%		362,5%
<b>Стоимость одной акции по 7 годовым прибылям</b>					<b>239</b>

годы	2007	2008	2009	2010	2011
Чистая прибыль на одну акцию, рубли	22,85	-50,56	1,60	26,18	34,17
Операционная прибыль на одну акцию, рубли	55,63	35,07	12,01	43,33	54,65
Балансовая стоимость акции	106,04	51,18	55,00	85,49	176,67

Расчет коэффициентов произведен по данным ежегодной бухгалтерской отчетности предоставляемой компанией по стандарту МСФО.

*Прогнозируемые статьи финансовой отчётности по историческим данным компании и показатели по статьям финансовой отчётности*

годы	2012	2013	2014	2015	2016
валюта	рубли	рубли	рубли	рубли	рубли
курс	1	1	1	1	1
единицы	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Выручка	5 394	6 470	7 759	9 306	11 161
Операционная прибыль	916	1 099	1 318	1 581	1 896
Неоперационные расходы	624	549	778	861	1 076
Налог на прибыль	67	77	94	112	135
Чистая прибыль	225	473	446	607	685
Собственный капитал	2 769	3 242	3 688	4 295	4 980
Сглаженный процент опер прибыли к общей выручке (за 2 года)	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Сглаженный процент неоперационных расходов (за 2 года)	68,1%	49,9%	59,0%	54,5%	56,8%
Сглаженный процент налога на прибыль в опер прибыли (за 2 года)	7,3%	7,0%	7,2%	7,1%	7,1%
Отношение прибыли + налога на прибыль к операционной прибыли (показывает покрытие чистой прибыли от основной деятельности)	32%	50%	41%	46%	43%
Рентабельность по собственному капиталу	8%	16%	13%	15%	15%
Годовой темп роста выручки (в расчете на 2 год, сложный процент)	15,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
Годовой темп роста чистой прибыли (в расчете на 2 года, сложный процент)	-22,7%	-2,0%	40,6%	13,3%	24,0%
Стоимость одной акции по 7 годовым прибылям	110	230	217	295	333

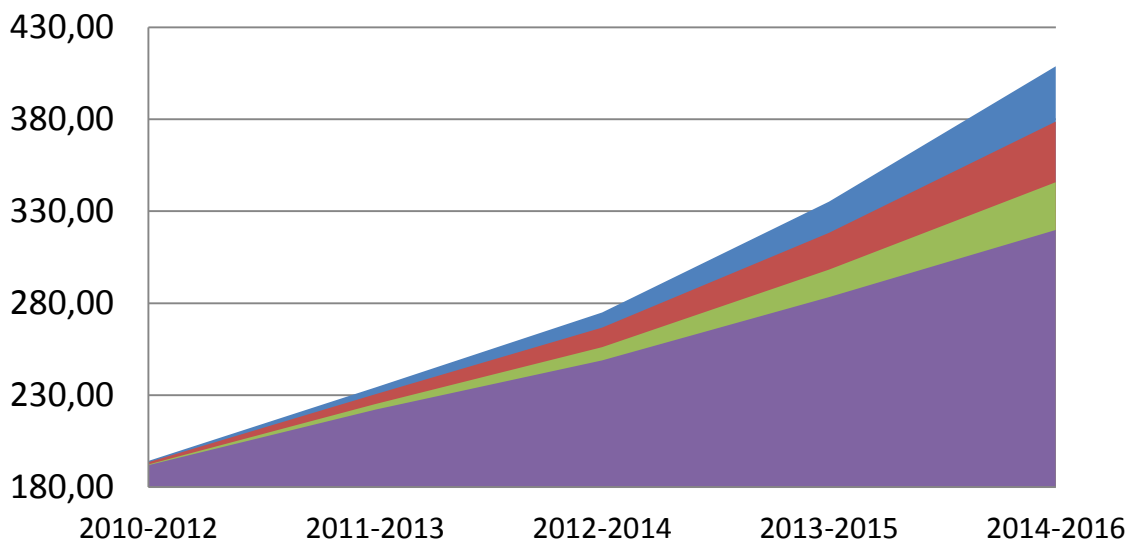
годы	2012	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль на одну акцию, рубли	15,65	32,84	30,94	42,17	47,54
Операционная прибыль на одну акцию, рубли	63,63	76,31	91,52	109,77	131,64
Балансовая стоимость акции	192,31	225,15	256,09	298,26	345,80

Мы построили прогноз по темпам роста выручки и считаем, что в период до 2016 года он не превысит 20%. При этом мы целенаправленно уменьшили прогноз по росту выручки в 2012 году до 16%, что находится на нижней границе темпов роста, используемый другими аналитиками, и соответствует темпам роста за первое полугодие 2012.

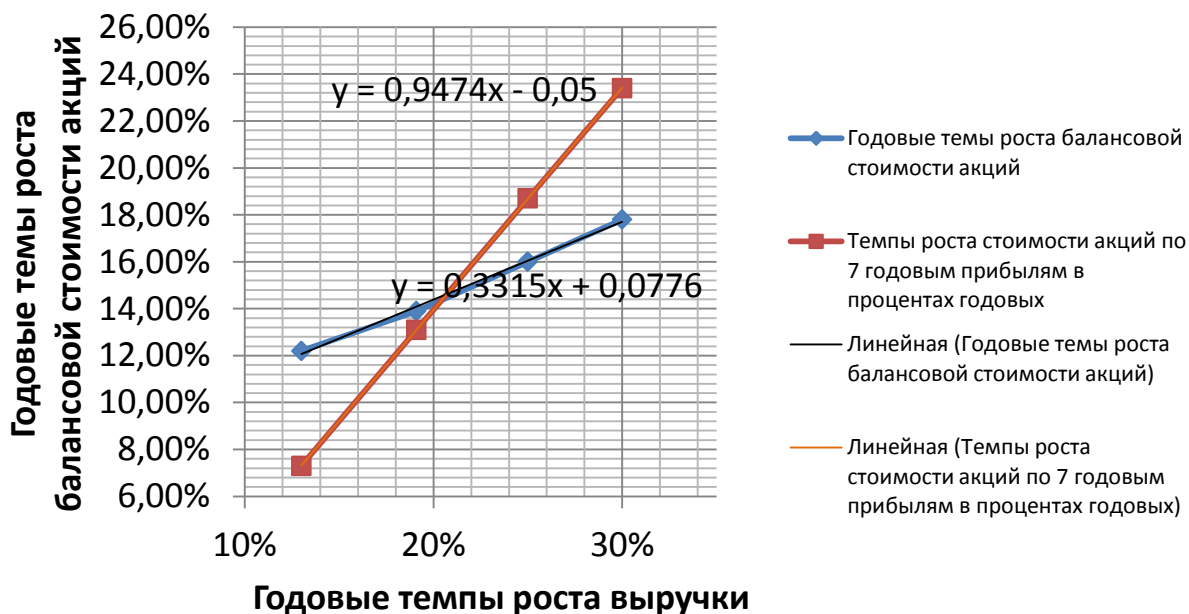
В качестве нормировочных коэффициентов мы использовали сглаженный показатели за два года, так как они дают хотя бы маленькую статистическую значимости из-за недолго времени существования компании.

На базе проведенного анализа мы ожидаем, что балансовая стоимость одной акции по итогам 2012 года составит 192 рубля, что на 10 рублей выше текущих котировок. Исходя, из этого можно сказать, что на текущий момент компания оценена справедливо. Если инвестиционный горизонт распространить на 5 лет, то ожидаемая стоимость одной акции должна быть в районе 350 рублей, что составляет 13,9% годовых прироста на вложенный капитал, по нашему прогнозу.

### Влияние темпов роста на балансовую стоимость акций



- Прогноз по темпам роста выручки на 30%
- Прогноз по темпам роста выручки на 25%
- Прогноз по темпам роста выручки на 15,9% - 19,9% годовых
- Прогноз по темпам роста выручки на 13%



Если посмотреть зависимость изменения прогнозируемой балансовой стоимости акций от темпов роста выручки, то изменения последний на 1%, будет приводить к изменению темпов роста балансовой стоимости акций на 0,3%. В случае если темпы роста выручки в последующие 5 лет составят 0%, то балансовая стоимость ценных бумаг должна расти на 7,8% в год. При этом мы подразумеваем, что остальные факторы остаются неизменными.

Если посмотреть на прогнозируемую стоимость акций компании по 7 годовым прибылям (методом экспресс оценки), то изменения темпов роста выручки на 1% будет приводить к изменению темпов роста стоимости акций на 0,9%. При этом, если выручка не будет расти в последующие пять лет, то стоимость акций будет падать на 5% в год.

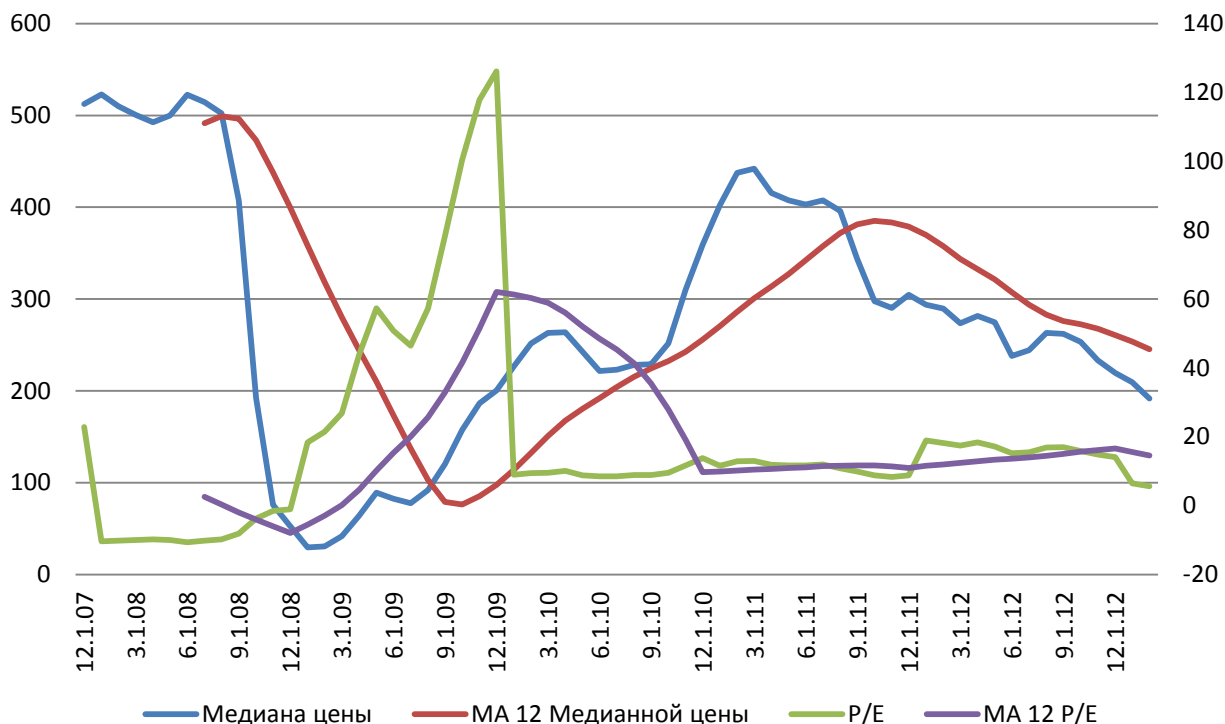
На наш взгляд, подход по 7 годовым прибылям имеет большую адекватность отображения стоимости ценных бумаг, и может дать лучшие ориентиры с инвестиционной точки зрения. Исходя из нашего прогноза стоимость акций к 2016 году должна составить 330 рублей, что близко к полученной балансовой оценке в 345 рублей. Темпы роста в этом случае будут на уровне 13,1% годовых на вложенный капитал.



Рыночные показатели



Цена с начала торгов, и P/E



Исходя из рыночных показателей, компания имеет привлекательную цену. Рынок оценивает ее с коэффициентом P/E равным 6 (по последней цене в 180 рублей за акцию) при этом среднегодовое значение данного коэффициента равно 15.

Более того коэффициент P/BV равен 0,9 при среднегодовом значении 1,3.

В IT индустрии такие коэффициенты можно считать очень низкими, даже при учете поправок на Российский рынок. На наш взгляд, это может служить дополнительным стимулом для инвестиций в акции данной компании. При росте этих коэффициента к среднегодовому показателю 15, акции будут стоить не 330 рублей (прогнозируемую на сегодняшний день методом экспресс оценки) а 710, что увеличивает потенциальную годовую доходность в два раза.

## Консенсус прогноз и его исторические данные<sup>1</sup>

Актуальные значения



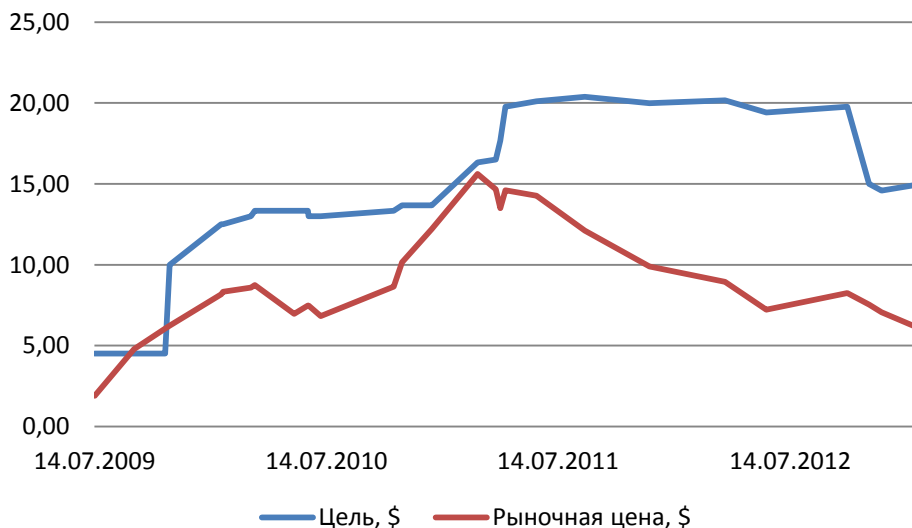
По данным аналитических агентств, текущий потенциал роста для акций компании составляет от 300% до 600%. Смотри таблицу ниже:

Компании	Цель, \$	Цель, рубли	Курсы валют на дату оценки	Дата рекомендации (не ранее 6 месяцев)
Goldman Sachs	32,6600	1051,2633	32,1881	01.08.12
Rye, Man & Gor Securities	63,0000	1971,1377	31,2879	16.01.13
Уралсиб Кэпитал	35,0000	1063,0445	30,3727	05.12.12
<b>Консенсус</b>	<b>43,5500</b>	<b>1362,5880</b>	<b>31,2879</b>	

### Исторические значения консенсус прогноза и рыночной цены

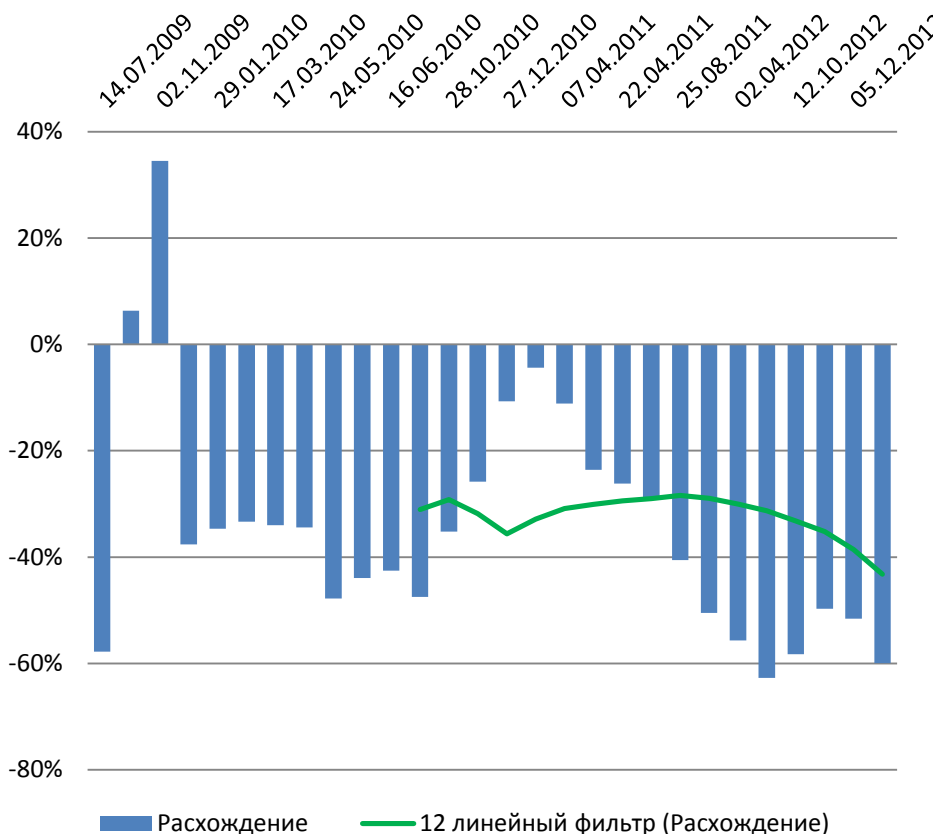
Если посмотреть историческое расхождение прогнозов и рыночной цены, то можно увидеть, что среднее расхождение увеличивается в последние 2 года. Так фильтр 12 последних прогнозов показывает, что среднее расхождение составляет 42%.

### Консенсус прогноз и рыночная цена



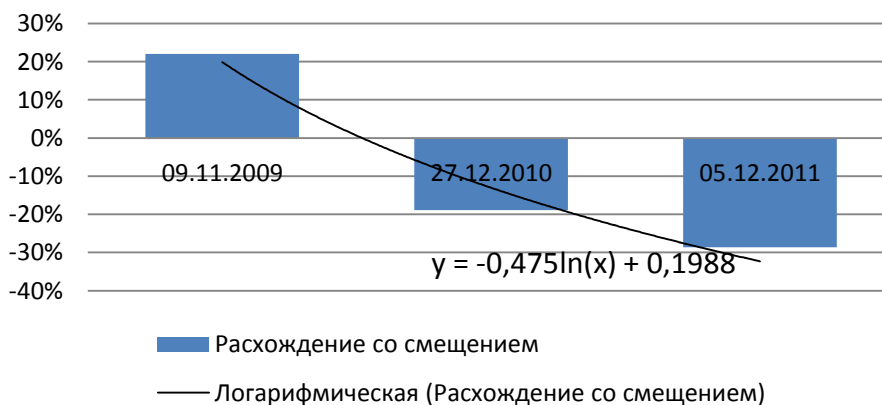
<sup>1</sup> Консенсус-прогноз взят из данных [www.quote.ru](http://www.quote.ru)

## Величина расхождения рыночной цены и прогнозных значений



Сбывание предыдущих годовых прогнозов, также имеет свойство к расширению спреда. Если по прогнозам, сделанным в 2009 году акции в 2010 выросли превысив прогнозы на 20%, то по итогам 2011 уже не доросли на 20%, а в 2012 не доросли почти на 30%.

## Оправдывание конченсус прогнозов



Однако, если использовать консенсус прогноз в 1350 рублей и предположить что следующий прогнозы сделанные в 2012 не сбудутся на 45%, то потенциальная цена акции должна составить 742 рубля. Что по рыночным показателям будет соответствовать P/E = 15. И составляет 310% роста.

## **Контакты**

Отчет подготовлен

Бачеровым Алексеем Викторовичем

Телефон для связи: +7 903 963 55 51

Адрес электронной почты: [lex@bull-n-bear.ru](mailto:lex@bull-n-bear.ru)