

## 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 (%)
<b>Выручка</b>	<b>513</b>	<b>858</b>	<b>1 335</b>	<b>2 001</b>	<b>1 013</b>	<b>+26</b>
Себестоимость	385	627	1 083	1 647	739	+8
<b>Валовая прибыль</b>	<b>127</b>	<b>231</b>	<b>252</b>	<b>354</b>	<b>274</b>	<b>+131</b>
Коммерческие расходы	1	4	22	13	5	+10
<b>Операционная прибыль</b>	<b>126</b>	<b>227</b>	<b>230</b>	<b>341</b>	<b>269</b>	<b>+136</b>
Процентные расходы	5	13	14	16	7	+21
Прочие расходы (доходы)	16	67	15	56	-65	-
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>105</b>	<b>147</b>	<b>201</b>	<b>269</b>	<b>327</b>	<b>+159</b>
Налог на прибыль	31	43	56	76	59	+115
<b>Чистая прибыль</b>	<b>73</b>	<b>106</b>	<b>144</b>	<b>201</b>	<b>256</b>	<b>+175</b>
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
<b>Дивиденды</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>138</b>	<b>191</b>	<b>более 380</b>

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](mailto:129@gazfin.ru)

Руководитель департамента

**Аналитик**

**Евгений Буланов**

[bulanov@gazfin.ru](mailto:bulanov@gazfin.ru)

**Вице-президент по развитию**

**Марина Комарова**

[komarova@gazfin.ru](mailto:komarova@gazfin.ru)

**Треjder**

**Кирилл Вязовиченко**

[127@gazfin.ru](mailto:127@gazfin.ru)

**Треjder**

**Николай Тюгаев**

[233@gazfin.ru](mailto:233@gazfin.ru)

**Треjder**

**Ренат Довиденко**

[124@gazfin.ru](mailto:124@gazfin.ru)