



**Стратегия на 2014 год
«Без права на ошибку»
Часть II. Рынок акций**

Декабрь 2013

Оглавление

Введение	3
Нефтегазовая отрасль: неустойчивая стабильность	5
Нефтяные компании: фокус на внутренние драйверы	6
Газовые компании: все на экспорт	7
Инвестиционные идеи в акциях нефтегазового сектора	8
Металлы и добыча: в ожидании восстановления спроса	11
Черная металлургия: как закалялась сталь	14
Цветная металлургия: меняя правила	17
Российский металлургический сектор: испытание на выносливость	23
Инвестиционные идеи в акциях металлургического сектора	24
Банковский сектор: ЦБ закручивает гайки	28
Инвестиционные идеи в акциях банковского сектора	29
Химия: горькая пилюля для отрасли	32
Инвестиционные идеи в акциях химического сектора	34
Телекоммуникационный сектор: «большая тройка» удерживает позиции, несмотря на вызовы отрасли	37
Инвестиционные идеи в акциях телекоммуникационного сектора	39
Приложение: Рекомендации по рынку акций	42



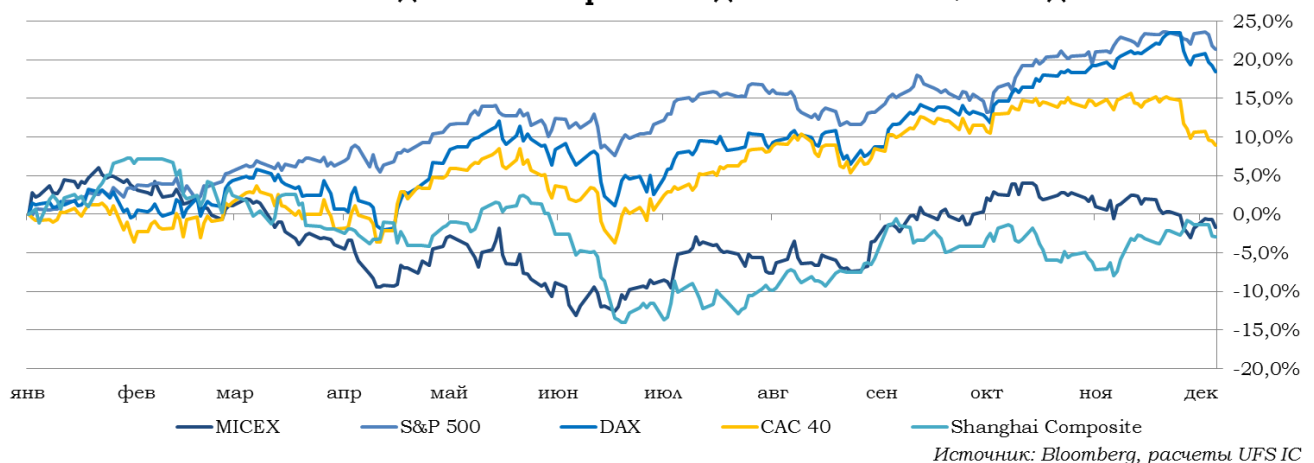
Введение

2013 год стал годом консолидации и перераспределения капитала на мировых рынках. Инвесторы, в первую очередь, реагировали на изменение ожиданий и денежно-кредитную политику Центробанков ведущих экономик мира. На пороге прекращения длительного периода количественного смягчения в США мы видим возврат капиталов на развитые рынки и рост спроса на качественные активы. Это подтверждает тот факт, что эпоха монетарного стимулирования подходит к концу. Мы по-прежнему ждем дополнительных стимулирующих мер от ЕЦБ и наблюдаем агрессивную стимулирующую политику со стороны Банка Японии, и это приносит свои плоды – европейские индексы и японский NIKKEI завершают год неплохим ростом. Но правила игры постепенно начинают меняться.

В уходящем году мы наблюдаем возврат инвесторов «в качество», но это уже нельзя назвать бегством от риска – это ставка на новые источники роста, на восстановление развитых экономик. В этих условиях развивающиеся рынки выглядят, на первый взгляд, не слишком привлекательно, и индексы, в том числе российские, демонстрируют невыразительную динамику на фоне восстановления развитых рынков и обновления исторических максимумов американскими индексами.

Так индекс S&P 500 с начала 2013 года и до текущего момента вырос на 26,60%, или на 373,07 пункта с минимума на отметке 1402,43 пункта (на 28.12.2012) до значения 1775,50 пункта. Индекс DAX на начало 2013 года составлял 7612,39 пункта, на 12.12.2013 достиг значения 9017,00 пункта, таким образом, рост немецкого индекса составил 1404,61 пункта, или 18,45%. Французский индекс акций CAC 40 с начала года и до 12.12.2013 года демонстрирует рост в 8,98%. В это же время Shanghai Composite за неполный 2013 год снизился на 3,22%, а Индекс ММВБ опустился на 1,25%, при этом индекс ММВБ поддерживается за счет ослабления рубля, без учета которого динамика была бы выражено негативной.

Относительная динамика мировых индексов с начала 2013 года



Тем не менее, мы ожидаем, что 2014 год станет годом смены приоритетов: внимание инвесторов постепенно фокусируется на фундаментальных факторах, на восстановлении деловой активности и росте спроса. В первую очередь это отражается на увеличении интереса к развитым рынкам. В то же время, мы ожидаем, что



изменения постепенно распространятся на всю мировую экономику, включая товарные рынки, где рост за счет инфлирования доллара, который мы наблюдали последние несколько лет, начнет сменяться ростом за счет восстановления спроса. В ряде отраслей этот процесс может происходить достаточно болезненно, но он неизбежно приведет к появлению более стабильных и предсказуемых трендов.

По нашим оценкам, процесс перетока капитала на развитые рынки уже завершается, поэтому в 2014 году мы не увидим такого интенсивного роста индексов в развитых странах. Мы прогнозируем, что индекс S&P 500 на конец 2014 года составит 1800 пунктов, что близко к текущему значению индекса. Европейские индексы будут выглядеть несколько лучше американских, и на конец декабря 2014 года значение индексов DAX и CAC 40 будет выше текущих отметок – на уровне 9700 пунктов и 4500 пунктов соответственно.

Вместе с этим, мы ожидаем увидеть возврат интереса к развивающимся экономикам. Причиной тому станет переток средств с развитых рынков на развивающиеся, который будет связан со снижением уровня рисков и ожиданиями ускорения восстановления мировой экономики в целом, подкрепленный ростом спроса на основные товарные активы.

2014 год, таким образом, может, наконец, стать годом формирования выраженного тренда на российском рынке акций. Однако произойдет это, скорее всего, уже во второй половине года, поэтому бурной динамики российских индексов мы не ожидаем. По нашим прогнозам, российские индексы акций опередят индексы развитых стран и прибавят порядка 15% от уровня 12.12.2013. Наша цель на конец будущего года по Индексу ММВБ составляет 1665 пунктов и 1587 пунктов по Индексу РТС.

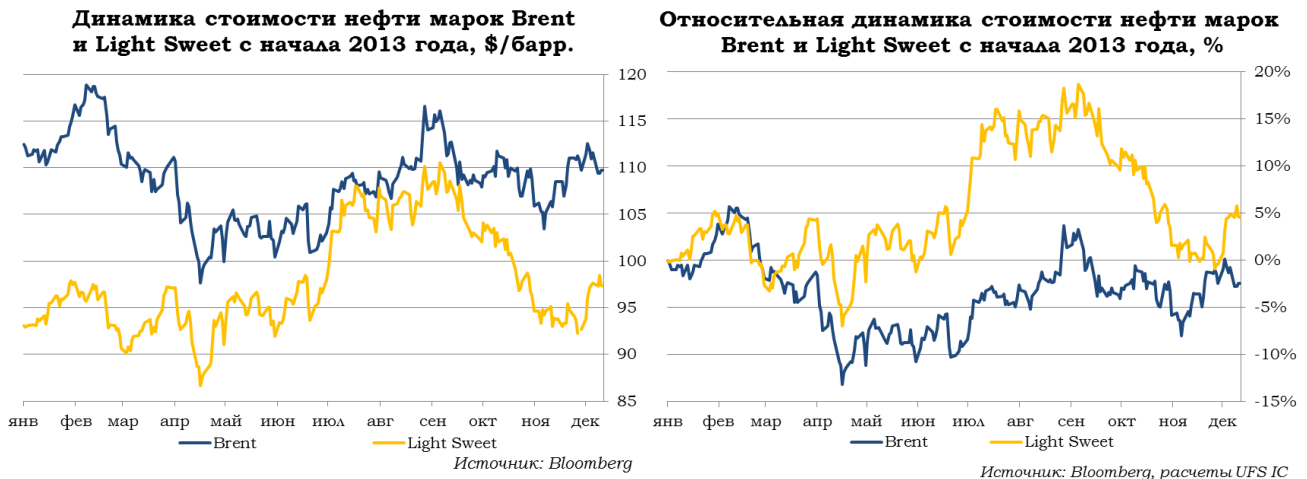
При этом рост на российском рынке, вероятнее всего, будет происходить за счет обрабатывающих отраслей, тогда как финансовый и нефтегазовый сектора, вероятнее всего, покажут менее впечатляющую динамику.

В этом году мы решили разбить нашу стратегию на три части, для более комфортного восприятия материала. В [первой части стратегии](#) описано положение дел в мировой экономике и экономической политике, которое сложилось на конец 2013 года, и представлено наше видение сценариев развития событий в наступающем году. Данная часть стратегии посвящена российскому рынку акций. В ней мы рассмотрим положение дел и основные тенденции в ключевых отраслях российской экономики, и то, как эти тенденции находят отражение на рынке акций. Мы также представим ценовые ожидания по основным товарным активам и наиболее интересные, на наш взгляд, инвестиционные идеи на российском рынке акций в 2014 году.



Нефтегазовая отрасль: неустойчивая стабильность

На 25 ноября 2013 года средняя цена североморской смеси нефти Brent находится на уровне \$108,55 за баррель, что на \$3,10 ниже среднего значения за 2012 год. В случае с нефтью марки Light Sweet средняя цена за неполный 2013 год, напротив, увеличилась на \$3,06 и достигла отметки \$97,23 за бочку.



Основными драйверами, оказывающими поддержку ценам на черное золото, по-прежнему остается рост потребления нефти, которое балансирует в последние месяцы вокруг отметки 90 млн баррелей в сутки, сокращение предложения черного золота за счет санкций против Ирана, а также сверхмягкая монетарная политика большинства Центробанков мира. Основным потребителем нефти является Китай, рост экономики которого и обеспечивает прирост цен. Стоит отметить, темпы мирового роста спроса на нефть значительно замедлились, что обусловлено низкими темпами восстановления глобальной экономики.

При этом добыча нефти в России растет быстрыми темпами, в октябре 2013 года российские нефтяники установили новый рекорд добычи черного золота. По итогам месяца в РФ было добыто 44,773 млн тонн нефти и газового конденсата, что соответствует 10,543 млн баррелей в сутки.

Факторами, сдерживающими котировки на нефть, являются рост предложения со стороны нефтяников и замедление темпов роста мировой экономики. Возросшая вероятность начала постепенного сворачивания Федеральной резервной системой США третьего этапа количественного смягчения также оказывает давление на нефтяные цены. Так, начиная с конца августа и до второй декады сентября, когда ожидания сокращения объема выкупа активов в рамках QE3 достигли максимума, котировки североморской смеси снизились на 8,45%, с отметки \$117,34 до уровня \$107,43 за баррель.

Мы предполагаем стабилизацию ситуации и умеренный рост в глобальной экономике, что стимулирует рост потребления углеводородов, однако этого не будет достаточно для существенного подъема котировок нефти. Снижение премии за риск в стоимости Brent компенсирует рост цены, вызванный увеличением спроса на черное золото. Мы прогнозируем, что на конец 2014 года стоимость Brent составит \$110 за баррель, а средняя цена на североморскую смесь может вернуться к тем же \$110.



Нефтяные компании: фокус на внутренние драйверы

Для нефтяных компаний 2013 год в целом был достаточно спокойным. Цены на нефть держались на довольно высоких уровнях, к тому же, большинство производителей по возможности стали перенаправлять поставки на премиальные рынки Юго-Восточной Азии, где цена на несколько долларов выше, чем в Европе. К тому же, ослабление рубля, которое наблюдалось на протяжении большей части уходящего года, благоприятно сказалось на финансовых показателях компаний, получающих выручку в иностранной валюте, и несущих издержки преимущественно в рублях.

Относительная динамика индекса ММВБ и отраслевого индекса нефтегазового сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

В то же время, налоговое бремя осталось высоким, а в 2014 году правительство планирует еще повысить ряд акцизов. При этом существующие возможности для налоговой оптимизации уже, по большей части, задействованы компаниями.

Результаты 2013 года будут в целом неплохими, но по большинству компаний не покажут существенного улучшения по сравнению с 2012 годом. Мы не ожидаем, что ситуация в отрасли изменится драматическим образом и в 2014 году. Решающим фактором останется динамика нефтяных котировок. Есть риски удешевления нефти, но наш основной сценарий предполагает относительно плоскую динамику цен на нефть. По рублю мы ожидаем дальнейшего умеренного ослабления – это должно поддержать показатели нефтяных компаний.

На фоне относительно стабильного нефтяного рынка, внимание инвесторов будет сосредоточено на внутренних корпоративных событиях эмитентов. Общий позитивный тренд – наращивание поставок в Китай и другие страны ЮВАО.

В начале 2014 года на первом плане будут дивидендные идеи. Несмотря на относительно высокие капитальные вложения, компаниям будет, чем порадовать акционеров.



Газовые компании: все на экспорт

На газовом направлении ситуация продолжает оставаться неоднозначной. С одной стороны, на внутреннем рынке обстановка выглядит не слишком привлекательной. Тарифы «Газпрома» в 2014 году подвергнутся «заморозке», также монополия должна получить право предоставлять клиентам скидку от установленного ФСТ тарифа. Это должно ужесточить конкуренцию на тех рынках, где она и так была достаточно сильной. Для «Газпрома» это будет означать снижение доходов на внутреннем рынке, независимые производители газа также проиграют от этой инициативы, так как цена на спотовом рынке будет ориентироваться на цену «Газпрома». При этом спрос на внутреннем рынке и так выглядел неважно – замедление деловой активности приводит к снижению потребления газа.

С другой стороны, на внешних рынках ситуация выглядит достаточно благополучно. «Газпром» стабильно наращивал экспорт в страны дальнего зарубежья весь 2013 год, причем в конце года рост был более интенсивным. И это при том, что особых заморозков в Европе пока не было. Вероятно, сказывается начало восстановления европейской экономики. Кроме того, ретроспективные платежи, предполагавшие возврат части сумм, уплаченных потребителями из-за предоставленных скидок, оказались в 2013 году меньше, чем ожидалось в начале года. В целом, обстановку на европейском рынке для «Газпрома» пока можно назвать благоприятной. Переговоры с Китаем по-прежнему не принесли плодов, однако они сдвинулись с мертвой точки, и в 2014 году стороны уже точно должны подписать финальные соглашения.

Для независимых производителей газа, по крайней мере, «Роснефти» и НОВАТЭКа, год также можно назвать удачным, так как эти компании, наконец, получили право на экспорт СПГ. Реальные дивиденды это принесет только через несколько лет, когда производители, наконец, получат первую партию сжиженного газа (2016 год для «Ямал СПГ» НОВАТЭКа, 2018 год для дальневосточного проекта «Роснефти»), однако это должно позволить инвесторам капитализировать ожидаемые денежные потоки от этих проектов в стоимости компаний уже сейчас.

Другие компании, интересовавшиеся этим рынком, под действие нового закона не попадают, но, возможно, ситуация изменится в дальнейшем.

В целом, первая половина года обещает быть спокойной для производителей газа. Денежные потоки во многом будут зависеть от того, насколько интенсивным будет отопительный сезон. В более далекой перспективе стоит смотреть на динамику конкурентной среды – будет ли расширяться «агрессия» со стороны американского сланцевого газа, и насколько сильно независимые производители будут теснить Газпром на внутреннем рынке.

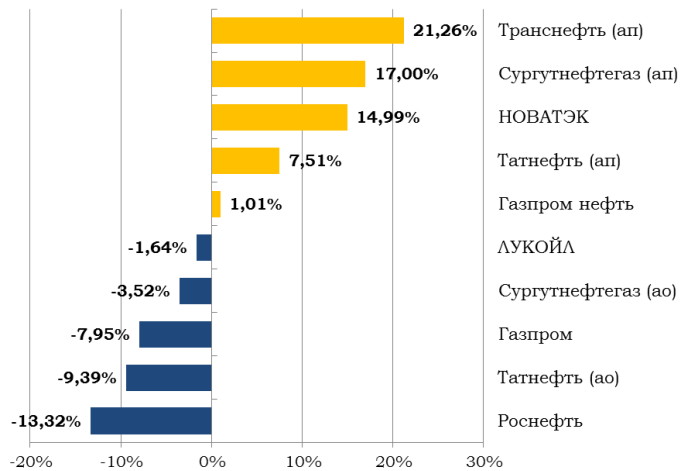


Инвестиционные идеи в акциях нефтегазового сектора

Акции сектора в целом заканчивают год без выраженного изменения котировок. Рынок учел в стоимости компаний относительно дорогую нефть, масштабные капитальные вложения и высокую налоговую нагрузку, и будет отыгрывать в дальнейшем либо изменения в макроэкономической обстановке, либо корпоративные события отдельных эмитентов.

В конце 2013 года и первом квартале 2014 года основной идеей в секторе останутся дивиденды. Нефтяные акции по-прежнему в числе лидеров по выплатам акционерам, и именно на них стоит обратить внимание в ожидании сезона закрытия реестров.

Динамика акций нефтегазового сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

«Роснефть» значительно «располнела» за прошедший год, агрессивно наращивая активы и заключая долгосрочные контракты, вплоть до того, что не все из них способна исполнить при текущей ресурсной базе. Если сначала рынок воспринимал это с энтузиазмом, то во второй половине года он сменился настороженностью. «Роснефти» предстоит доказать инвесторам, что она не станет заложницей собственного масштаба и вторым «Газпромом». Для этого компании нужно продемонстрировать работу над улучшением эффективности бизнеса. Кроме того, долговая нагрузка «Роснефти» выглядит довольно высокой по меркам сектора, и компании стоит задуматься над ее сокращением. Если тенденции будут развиваться именно в таком ключе, мы пересмотрим оценку стоимости компании в сторону повышения. Пока же справедливый уровень, на наш взгляд, остается на отметке **280 рублей** за акцию.

Мы продолжаем с интересом смотреть на акции **ЛУКОЙЛа**. Изменение стратегии компании и расчет на улучшение динамики добычи могут изменить отношение инвесторов к акциям. ЛУКОЙЛ активно расширяет гринфилд-проекты, но это будет заметно в динамике добычи компании только через несколько лет. Чтобы рынок по достоинству оценил новую стратегию, масштабные гринфилд-проекты ЛУКОЙЛа должны начать приносить результаты. В 2013 году началась добыча на месторождении имени Требса и Титова, в начале 2014 года должна начаться добыча на «Западной Курне-2» в Ираке, следом должны стартовать и проекты на Каспии. Это станет долгожданным долгосрочным драйвером в котировках.

В то же время, несмотря на то, что руководство решило сделать ставку на рост операционных показателей, по эффективности бизнеса ЛУКОЙЛ остается одной из ведущих компаний в отрасли, и в условиях ухудшения финансового положения конкурентов участники рынка высоко это ценят. Акции компании продолжают торговаться в широком боковике, при этом руководство ЛУКОЙЛа по-прежнему охотно приобретает бумаги собственной компании, демонстрируя веру в ее перспективы.



ЛУКОЙЛ по-прежнему одна из самых сильных бумаг на рынке, демонстрирующих высокую устойчивость к ухудшению внешнеэкономического фона. Мы оцениваем справедливую стоимость компании в **2640 рублей** за бумагу.

Хорошей идеей на 2014 год могут стать бумаги «**Башнефти**», которая не только возобновила политику высоких дивидендных выплат, но и готовит IPO на LSE в наступающем году. В преддверии размещения компания постарается создать максимально благополучный образ в глазах инвесторов, поэтому мы ждем от «Башнефти» позитивной корпоративной сводки и высоких дивидендов.

Не должны обделить инвесторов в текущем году и другие традиционные «дивидендные» бумаги – «**Сургутнефтегаз**», «**Татнефть**», «**Газпром нефть**», и даже «Роснефть» и «Газпром» могут порадовать высокими выплатами по итогам года.

Что касается «**Газпрома**», в текущих условиях мы по-прежнему видим мало среднесрочных драйверов для роста в его бумагах, за исключением восстановления деловой активности в Европе и, как следствие, растущего спроса на газ на европейском рынке.

В середине года компания пыталась предпринять ряд мер, направленных на поддержку капитализации, но никаких судьбоносных решений так и не было принято, а позднее эта тематика отошла на второй план под давлением жесткого регулирования тарифов. В ближайшие годы нас ждет заморозка тарифов естественных монополий, которая в полной мере коснется «Газпрома», и негативно скажется на доходах компании от внутреннего рынка. Поэтому важность восстановления спроса в Европе возрастает.

Помимо европейского рынка, продажи монополии может поддержать Китай, с которым «Газпром» пока так и не договорился о конечных параметрах контракта. Мы надеемся, что в 2014 году договоренности все же будут достигнуты.

Основным риском остаются инфраструктурные инвестпроекты «Газпрома», которые продолжают потреблять все денежные потоки, которые компания генерирует. Несмотря на «угрозы» урезания инвестпрограммы в ответ на заморозку тарифов, объем капитальных вложений в 2014 году вновь рискует стать рекордным. Это является основным сдерживающим фактором для котировок.

Мы оцениваем справедливую стоимость компании в **185 рублей** за бумагу, но если компания продолжит игнорировать интересы своих акционеров, эта цель может так и остаться недостижимой.

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
Газпром	2,35	1,98	1,97	0,61	0,55	0,52	2,39	2,36	2,40	0,48
Роснефть	7,57	4,75	4,54	0,82	0,55	0,52	7,40	4,33	6,16	2,01
РН-Холдинг	79,30	2,51	2,71	17,19	0,55	0,59	118,37	4,01	4,46	-
ЛУКОЙЛ	2,93	2,84	2,81	0,35	0,34	0,34	4,48	4,48	4,49	0,32
Газпром нефть	3,15	2,60	2,75	0,54	0,48	0,48	3,78	3,93	4,03	0,45
Башнефть	3,66	4,01	4,05	0,66	0,65	0,66	6,88	7,62	6,87	0,66
Татнефть	3,97	4,08	4,04	1,00	1,02	0,98	6,04	6,31	6,48	0,23
Сургутнефтегаз	-	-	-	-	-	-	6,43	4,98	5,52	-
НОВАТЭК	13,41	10,93	10,00	5,59	4,18	3,43	16,98	14,54	13,20	1,04
Среднее	3,81	3,43	3,43	0,74	0,55	0,56	6,43	4,48	5,52	0,48



НОВАТЭК как компания кажется интереснее. Последние подвижки в сфере предоставления независимым компаниям доступа к экспортному рынку СПГ должны зажечь для НОВАТЭКа зеленый свет. В то же время, НОВАТЭК уже стоит дорого по сравнению с другими компаниями в секторе. Наша цель на конец 2013 года на уровне **415 рублей** за бумагу реализовалась, и динамика котировок в 2014 году будет в большей степени зависеть уже от конъюнктуры на газовом рынке, а также от операционных и финансовых показателей компании. Чтобы оправдать высокие «авансы» рынка, НОВАТЭКу придется поддерживать высокие темпы добычи и хорошую рентабельность.



Металлы и добыча: в ожидании восстановления спроса

2013 год вновь не стал годом долгожданного восстановления сырьевых отраслей, и в первую очередь это касается металлургии и металлургического сырья. В начале года ситуация складывалась достаточно благоприятно. Котировки находились на уровнях конца 2012 года и даже демонстрировали попытки роста. Однако уже в феврале-марте ситуация развернулась: цены продолжили снижение, по большинству товарных наименований обновив прошлогодние минимумы, и только летом рынок нащупал «дно» и смог отыграть часть потерь после периода консолидации, вернувшись на уровни минимумов прошлого года.

Теперь участники отрасли возлагают надежды уже на следующий год, но прогнозы строятся более осторожные, и в целом понятно, что взрывного роста, на который все рассчитывали еще в 2012 году, но который так и не увидели в 2013 году, скорее всего не произойдет.

Практически все рынки металлургической продукции, металлургического сырья, а также цветных металлов являются выражено про-циклическими. Спрос напрямую зависит от активности в мировой экономике, поэтому движения цен сильно коррелированы, а на баланс спроса и предложения влияют преимущественно одни и те же факторы и тенденции, основные из которых мы приводим ниже.

Восстановление спроса на основных рынках

Спрос на сырьевые товары в рамках неизменных технологических реалий напрямую связан с динамикой деловой активности

Основным потребителем сырья и, по совместительству, локомотивом мировой экономики по-прежнему является Китай. В 2013 году сырьевые котировки во многом подорвали именно опасения замедления китайской экономики, которые, тем не менее, подтвердились только частично. Мы ожидаем сохранения относительно высоких темпов роста и, как следствие, растущий спрос со стороны Китая, что будет усиливаться постепенной либерализацией китайской экономики, а также запуском новых инфраструктурных проектов.

Ожидаем также постепенного увеличения спроса в США на фоне ускорения экономического роста, а также появления первых признаков восстановления спроса в Европе. В России внутренний спрос остается относительно стабильным, в отдельных отраслях наблюдается положительная динамика (строительство, трубы OCTG).

Мы не видим драйверов для резкого увеличения спроса на сырьевые товары. В то же время, динамика спроса по большинству товарных наименований положительная, и в средне- и долгосрочной перспективе это служит основным драйвером для восстановления цен.

Выбытие и замещение нерентабельных мощностей

По мере снижения цен все больше мощностей оказываются за чертой рентабельности, и изначально рынок демонстрировал сильную уверенность, что это окажет хорошую поддержку ценам, однако на деле ситуация развивалась менее благоприятно.



Действительно, наименее эффективные мощности уходят с рынка. Однако вместе с этим производители проводят большую работу по сокращению затрат и повышению эффективности тех мощностей, эксплуатация которых до сих пор прибыльна. Зачастую новые мощности более рентабельны из-за эффекта экономии от масштаба – и замещение старых убыточных производств приводит не к сокращению предложения, а, напротив, к увеличению производственных мощностей и, потенциально, к быстрому росту предложения, в случае если цены начнут восстанавливаться.

Однако процесс оптимизации затрат явным образом имеет свои ограничения, и хотя производители в большинстве своем пока не готовы агрессивно ограничивать выпуск, в случае дальнейшего снижения цен им придется пойти на такие меры. В одних отраслях ситуация более мягкая, так как изначально «запас прочности» был выше, в других – положение дел у производителей более тяжелое, и сокращение производства уже наблюдается в явном виде.

В целом же, несмотря на то, что предложение ограничивается за счет закрытия или консервации убыточных производств и заморозки отдельных проектов, говорить о сокращении предложения можно только в отдельных отраслях. В целом же можно говорить скорее о стабильном предложении. При этом кривая затрат глобально постепенно смещается вниз и становится более пологой, что не только ограничивает позитивное влияние данного фактора, но и потенциально ослабляет позитивный эффект от возможного ускорения спроса, так как этот спрос может быть быстро компенсирован за счет увеличившихся и не загруженных локально мощностей.

Мы по-прежнему оцениваем сокращение мощностей (наблюдаемое и дальнейшее) как поддерживающий фактор для котировок сырьевых товаров, особенно характерных для отдельных отраслей, однако стимулировать рост он едва ли в состоянии.

Наращивание внутреннего предложения в Китае

Мы выделяем это отдельным пунктом как негативный фактор, так как эта тенденция, в отличие от оптимизации затрат и выбытия нерентабельных мощностей, не связана непосредственно с динамикой кривой затрат в индустрии. Китай держит курс на снижение зависимости от зарубежных поставщиков сырья, поэтому китайские производители наращивают производство, что позволяет удерживать импортные цены на сырье в Китае на достаточно низком уровне. При этом есть серьезные сомнения относительно того, насколько китайские мощности эффективны. Оценки большинства экспертов (наши в том числе) сходятся на том, что, как минимум, на уровне экономических затрат китайские производители сырья нерентабельны, что связано с достаточно тяжелыми условиями добычи, невысоким уровнем технологий и дефицитным энергорынком Китая. Однако, несмотря на то, что мощности в Китае могут быть убыточны, едва ли в Поднебесной откажутся от стратегии импортозамещения.

Это значительно ограничивает позитивный эффект от растущего объема потребления ресурсов в Китае. Тем не менее, мы ожидаем, что объемы импортируемых в Китай природных ископаемых, включая руду, уголь и цветные металлы, продолжат



увеличиваться, так как внутреннее предложение не способно удовлетворить весь спрос, причем не столько в количественном, сколько в качественном выражении. Поэтому Китай будет и дальше наращивать импорт высококачественного сырья, что может оказать некоторую поддержку котировкам сырьевых товаров, особенно если динамика деловой активности в стране окажется лучше ожиданий.

Сокращение складских запасов

В последние два года потребители сырьевых товаров вели довольно агрессивную политику, пытаясь сбить цены на фоне общего невысокого уровня спроса и готовности производителей снижать издержки. В том числе это касается китайских потребителей, которые активно играли на понижение, сокращая закупки.

Однако, как мы указывали ранее, спрос, хотя и замедлился, по-прежнему демонстрирует положительную динамику, и потребление сырья на мировом рынке в абсолютном выражении растет. Это несоответствие объясняется агрессивным сокращением складских запасов, которые крупнейшие потребители и товарные биржи накопили за предыдущие годы. Однако уже в середине 2013 года наблюдалось значительное истощение складских запасов, как в Китае, так и на ведущих товарных биржах. Необходимость пополнять складские запасы может стать одним из стимулов для восстановления сырьевых рынков в преддверии сезонного повышения спроса в конце зимы – начале весны.

Монетарные факторы

Изменения в политике ведущих Центробанков продолжают оказывать существенное влияние на котировки сырьевых товаров. Опасения быстрого сворачивания стимулирующих мер в США вызвали обвал на рынках сырья в середине 2013 года, а последующее смягчение ожиданий обеспечило неплохое восстановление. Тема сворачивания QE3 останется актуальной как минимум до середины 2014 года, однако, на наш взгляд, постепенное сокращение программы выкупа уже заложено в котировки американской валюты и, как следствие – номинированных в ней сырьевых активов. Более того, когда рынок убедится, что сокращение QE3 не станет шоком для валютного рынка, спрос на сырьевые активы может усилиться. Аналогичного эффекта можно ожидать, если сворачивание будет более мягким, чем ожидает рынок.

Оказать влияние на котировки сырьевых товаров могут и действия других Центробанков. В первую очередь это касается действий ЕЦБ, продолжение стимулирующей политики со стороны которого может вызвать укрепление доллара и, как следствие, оказать давление на сырьевые товары.

Также мы продолжаем следить за действиями Банка Австралии, которые могут оказать даже более серьезное влияние на рынки сырья. Австралия – один из крупнейших экспортеров сырьевых товаров, и себестоимость австралийских производителей напрямую зависит от ставок Банка Австралии и от курса австралийского доллара. В 2013 году Австралия побоялась отказаться от стимулирующей монетарной политики, однако если американский опыт окажется удачным, Банк Австралии может начать повышать ставки. Это может стать хорошим стимулом для роста цен на большинство сырьевых товаров, экспортируемых из



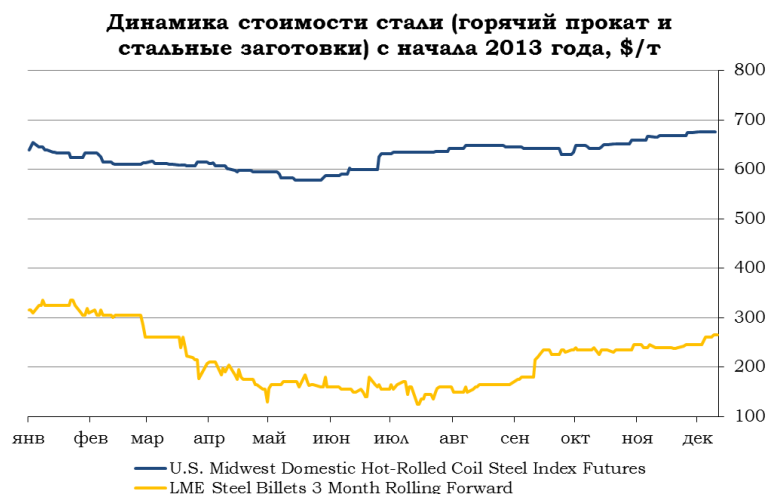
Австралии, и стимулировать повышенный интерес потребителей в ЮВАО к российскому сырью.

В целом мы придерживаемся довольно консервативных прогнозов на 2014 год. Баланс спроса и предложения будет стимулировать на большинстве товарных рынков умеренное восстановление, которое, однако, едва ли проявит себя раньше конца первого – начала второго квартала. Ожидаем, что цены в 2014 году в среднем будут не ниже, а скорее всего, немного выше, чем в 2013 году. Однако бурного роста ожидать не стоит, если только не появятся какие-либо дополнительные факторы.

Черная металлургия: как закалялась сталь

Биржевые котировки на стальную продукцию в первую очередь зависят от ожиданий инвесторов, монетарных факторов и перетока капитала между разными классами активов. Однако поставочные цены на сталь все больше отдаляются от биржевых, подобно тому, как это произошло с алюминием и некоторыми другими цветными металлами, и зависят, в первую очередь, от динамики спроса.

Мы ожидаем, что в 2014 году спрос на сталь будет постепенно улучшаться. В 2012 году он вырос на 2%, по итогам 2013 ожидаем роста на 3,0%-3,1%. В 2014 году рост может достигнуть 3,3%-3,5%, в зависимости от того, как будут восстанавливаться экономики США и европейских стран. Последние могут стать локомотивом спроса на сталь, если только вновь не обострятся долговые проблемы периферийных стран. Очагом роста спроса может стать и Ближний Восток, в том случае, если напряженность в регионе продолжит убывать, а «сирийский» и «иранский» вопросы найдут мирное решение.



Спрос в Китае продолжит замедляться на фоне роста внутреннего предложения, но потенциальное удорожание руды и коксующегося угля должно поддержать котировки. В России ожидаем более интенсивного роста спроса (вплоть до 5%) за счет инфраструктурных проектов, таких как строительство и расширение нефте- и газопроводов, обновление вагонного парка РЖД, строительство спортивных объектов, реализация инвестпрограмм энергетических компаний. Кроме того, в строительстве сохраняется стабильно высокий спрос на сортовой прокат. Однако если государство продолжит «закручивать гайки» и согласится на сокращение инвестпрограмм значительного числа госмонополий, динамика может быть и более скромной.

Тем не менее, мы ожидаем преобладания повышательной динамики цен на стальную продукцию.



Уголь

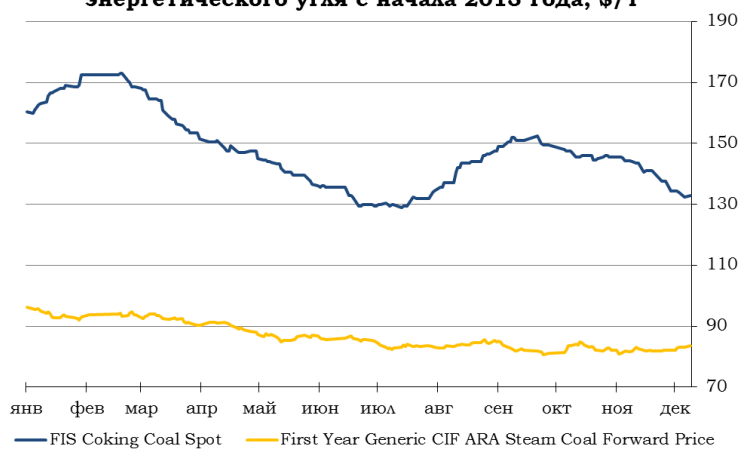
Ситуация в металлургической отрасли в полной мере отражается на коксующемся угле как на основном металлургическом сырье. И если цены на металлургическую продукцию в основном управляются ожиданиями потребителей, то цены на коксующийся уголь напрямую зависят от спроса со стороны металлопроизводителей, поэтому зачастую они реагируют на изменение рыночных настроений даже быстрее металлов, и восстановление рынка, если оно все же будет иметь место, раньше всего проявит себя именно на рынках угля.

Сокращение производства уже наблюдается на угольном рынке. Себестоимость добычи угля может значительно варьироваться в зависимости от географических, геологических, логистических и иных факторов, поэтому отдельные мощности и даже целые отрасли в отдельных странах находятся за чертой рентабельности и постепенно выходят с рынка (североамериканские и восточно-европейские, в том числе украинские, активы). В то же время, пока рынок сложно назвать дефицитным, так как рентабельные производители в Австралии, Южной Америке и России в полной мере задействуют экономию от масштаба, наращивают поставки и расширяют производство.

Рынок коксующегося угля демонстрирует выраженную сезонность. В дополнение к сезонности спроса на металлургическую продукцию, добавляется климатический фактор. Наиболее благоприятным периодом для роста цен является конец зимы – начало весны. В это время в северных провинциях Китая, где добывается уголь (и руда) наблюдаются самые суровые морозы, поэтому внутреннее производство снижается. В то же время, в Австралии – крупнейшем экспортере – имеет место сезон дождей, который также затрудняет добычу и периодически приводит к наводнениям, парализующим всю горнорудную отрасль в стране. Весной же наблюдается сезонный рост спроса на сталь со стороны строительной отрасли, поэтому в конце зимы металлурги начинают пополнять складские запасы сырья.

Таким образом, несмотря на не слишком благоприятные ожидания по рынку угля на ближайшие пару месяцев, в феврале-марте есть неплохой шанс для восстановления цен, которое может стать поворотной точкой в движении котировок. Если котировкам не удастся продемонстрировать хороший рост в эти месяцы, надежд на быстрое восстановление рынка в наступающем году станет гораздо меньше, и придется рассчитывать на постепенное и весьма сдержанное восстановление за счет постепенного улучшения активности в мировой экономике.

Динамика стоимости коксующегося и энергетического угля с начала 2013 года, \$/т



Источник: Bloomberg



Перспективы энергетического угля выглядят более благоприятно, так как на фоне стабильно дорогих нефти и газа дешевающий уголь набирает привлекательность в глазах потребителей. В то же время, цены на энергетический уголь тесно привязаны к другим маркам угля, поэтому на фоне низкого спроса на металлургический уголь ожидать значительного роста цен на энергетический уголь пока не приходится. Производители вынуждены мириться с этой ситуацией, так как себестоимость добычи энергетического угля относительно низка, а рынок является высококонкурентным. Но долгосрочные перспективы энергетического угля выглядят многообещающе.

Железная руда

Себестоимость рудного сырья достаточно слабо поддается сокращению, так как определяется преимущественно технологическими и геолого-географическими факторами. Уже в 2012 году интерес металлургических холдингов к рудным активам заметно ослаб. Несколько крупных проектов в Австралии и Южной Америке были фактически заморожены. И хотя производители явно этого не заявляли, причина однозначно кроется в непривлекательности экономики этих проектов при текущем уровне цен.

В 2013 году сокращение мощностей продолжилось и коснулось уже действующих предприятий, в том числе и в России. Рудные гринфилд-проекты довольно длительны, поэтому быстро восстановить и нарастить производственные мощности едва ли будет возможно. В случае восстановления спроса цены неизбежно будут расти. Низкими они остаются за счет расходования складских запасов, а также наращивания внутреннего производства в Китае. Тем не менее, в середине 2013 года запасы руды в Китае упали до многолетнего минимума, после чего цены начали восстанавливаться. Первый квартал – сезонно тяжелое время для производителей в Австралии и Китае, поэтому стоит ожидать роста цен на рудную продукцию.



На российском рынке ситуация относительно стабильна, но выбытие убыточных мощностей также подстегивает цены. Большинство российских холдингов сами обеспечивают себя рудой, поэтому динамика цен на рудную продукцию в большей степени отражается на их себестоимости, нежели на выручке.

Мы ожидаем, что восстановление цен на рудную продукцию продолжится в 2014 году, по крайней мере, в первой половине года, что вновь даст преимущество вертикально-интегрированным компаниям. Повышение цен на уголь и руду, на наш взгляд, будет предшествовать росту поставочных цен на стальную продукцию и станет одним из стимулов этого роста.



Цветная металлургия: меняя правила

Рынки цветных металлов в целом подвержены тем же тенденциям, что и рынки стали и угля. Ключевым отличием можно назвать значительный перевес беспоставочной торговли и, как следствие, существенное влияние на ценовую динамику изменений в правилах биржевой торговли и регулировании рыночных игроков. Также цветные металлы более выражено реагируют на изменение ожиданий инвесторов ввиду значительной спекулятивной составляющей.

Алюминий

Авиационный металл наиболее явно демонстрирует отрыв биржевых торгов от реального рынка, на котором действуют производители. В конце года премии к биржевой цене у ведущих производителей приблизились к \$300 за тонну. И хотя летом цены на алюминий на LME обновили минимумы 2012 года и достигли уровней кризисного 2009 года, реальные цены поставок выглядели не так плохо. Это связано со значительной спекулятивной составляющей в биржевой торговле и негибкими правилами поставочной торговли через биржу.

Поэтому неудивительно, что основной темой 2013 года стала либерализация правил поставочной торговли на LME, в результате чего покупка реального металла на бирже должна существенно упроститься. До введения новых правил срок поставки алюминия со складов составлял, в зависимости от объемов, до 100 дней и более. Биржа стремится к тому, чтобы этот срок сократился до 30 дней и менее. В результате создается

существенный риск сокращения премий производителей. Вместе с тем, стоит ожидать и обратной тенденции – возвращения фундаментальных факторов в качестве основных драйверов в биржевых торгах. Премии будут снижаться, но цена поставочного фьючерса будет расти по мере перетока части потребителей от прямых контрактов с производителями к закупке металла на бирже.

Что касается спроса и предложения, то текущий уровень цен, даже с учетом премий, остается нерентабельным для значительной части предприятий. Производители вынуждены уводить с рынка наименее эффективные мощности. Уже по итогам 2013 года ведущие производители Chalco, Alcoa и UC Rusal намерены снизить производство на 380 000 тонн, 651 000 тонн и 357 000 тонн соответственно. Если цены не начнут восстанавливаться, сокращения продолжатся. Так, РУСАЛ планирует в 2014 году снизить производство еще на 15% или 647 504 тонн, к уровню 2012 г.

Тем не менее, при сокращении убыточных мощностей производители стремятся расширить более эффективные площадки, в результате чего реальное сокращение



Источник: Bloomberg



выпуска происходит медленнее, чем заявлено. Кроме того, на рынок поступают значительные складские запасы, скопившиеся на LME.

Поэтому пока рынок остается сбалансированным, а часть экспертов даже оценивает его как профицитный. Но если снижение котировок не остановится, через год-два мы неизбежно будем наблюдать дефицитный рынок алюминия. 2014 год станет переломным моментом, когда станет ясно, достаточно ли силен спрос. Ожидаем, что цены стабилизируются после небольшого периода повышенной волатильности, связанного с изменением правил торговли и возросшими монетарными рисками. Психологически важной отметкой остается \$2000 за тонну. Если котировкам удастся преодолеть этот уровень, можно будет говорить о начале восстановления рынка.

Медь

Медь – хороший индикатор динамики мировой экономики, так как, с одной стороны, это высокотехнологичный металл, активно использующийся в электронике, а с другой – рынок меди высококонкурентен, на нем нет выраженных лидеров, поэтому цена хорошо отражает ожидания и динамику спроса и предложения.

После провала в первом полугодии цены продемонстрировали неплохую попытку стабилизации. Как мы и ожидали, поддержкой выступил уровень \$6600 за тонну. Сейчас котировки пытаются сформировать платформу для роста в следующем году. Пока стабилизацию еще нельзя назвать состоявшейся, но в целом она отражает перелом в ожиданиях рыночных игроков, в которых депрессивные мотивы сменяются акцентом на восстановление спроса в США и Европе.



Источник: Bloomberg

Пока мы осторожны в своих прогнозах относительно рынка меди, но ожидаем, что в целом она будет торговаться несколько выше уровней 2013 года. Цель на 2014 год – \$7600-\$7700 за тонну, однако если улучшение в западных экономиках окажется более уверенным, котировки могут выйти в район максимумов 2012 года (~\$8700 за тонну).

Российских производителей может поддержать обнуление уже в 2014 году экспортных пошлин на медь, которые составляли 10% и должны были постепенно снижаться в течение нескольких лет.

Никель

Ситуация на рынке никеля развивалась в 2013 году менее благоприятно, чем мы ожидали. Котировки на LME уверенно преодолели минимумы 2012 года еще в апреле, и смогли стабилизироваться только ниже уровня в \$14 000 за тонну.



Причина такого развития событий, опять же, в политике Китая, который ставит ресурсную независимость выше экономических соображений. При текущих ценах чистый товарный никель уже продается дешевле экономической себестоимости менее качественного заменителя товарного никеля Nickel Pig Iron (оценивается приблизительно в \$15 000 в пересчете на тонну никеля) в Китае. Причем издержки производства никеля в чугунах будут только расти, так как основной поставщик рудного сырья, Индонезия, повышает пошлины и готовится к полному эмбарго на вывоз природного сырья. Тем не менее, Поднебесная продолжает наращивать выпуск никеля в чугунах, тем самым оказывая сильное давление на котировки металла.



Источник: Bloomberg

Ситуация выглядит не слишком стабильной, и мы не ожидаем, что она может сохраняться долго. На текущих уровнях у многих производителей никеля также начинают возникать проблемы с рентабельностью. Несколько особняком здесь стоит «Норильский никель», который полностью покрывает издержки добычи никеля за счет продажи сопутствующих металлов — меди, платины и палладия. Фактически, «Норникелю» выгодно продавать никель при любой цене, что, впрочем, не значит, что компания полностью нечувствительна к уровню цен — возросшие дивидендные обязательства повышают значимость сохранения высокой рентабельности в компании.

На стороне производителей может сыграть и восстановление спроса в США и Европе. Российские компании может поддержать отмена экспортной пошлины на никель (ранее составляла 5%), которую также планировалось упразднить в 2016 году в рамках соглашений с ВТО, однако она может быть обнулена уже в 2014 году в целях поддержки российских металлургических предприятий.

Ожидаем умеренного восстановления цен на никель в 2014 году, важной планкой станет уровень в \$15 000 за тонну, который примерно соответствует уровню безубыточности на глобальной кривой затрат в отрасли.

Другие цветные металлы

Другие цветные металлы — олово, цинк, свинец, хром — выглядят немного сильнее, чем никель или медь: они так и не опустились до минимумов 2012 года и в меньшей степени реагируют на ухудшение ожиданий относительно динамики мировой экономики. В значительной степени это связано с тем, что рынок производных по этим металлам не так сильно развит, и значительная доля торгов приходится на поставочную торговлю. Спрос же остается достаточно стабильным со стороны автомобильной индустрии, а также производителей электроники.



Тем не менее, текущий уровень цен также можно назвать очень низким. Большинство некрупных производителей на текущих уровнях находится на грани рентабельности. Это касается и российских производителей.

Мы ожидаем, что динамика торгов этими металлами будет проходить в общем русле и следовать основным тенденциям мировой экономики. В начале 2014 года может последовать волна роста.

Золото

Драгоценные металлы, помимо свойств, присущих другим металлам, зачастую демонстрируют свойства защитного актива, к которому инвесторы проявляют интерес при значительном снижении склонности к риску. Поэтому они могут вести себя как проциклично, как большинство металлов, так и контрциклично. Однако в прошедшем году они практически не демонстрировали этих свойств, повторяя динамику других цветных металлов. Во многом тому способствовали валютные риски — укрепление доллара действует против драгоценных металлов как в роли промышленных товаров, так и в роли «псевдовалют» — из соображений кэрри-трейд.

Золото оказалось под повышенным давлением из-за изменений в американском законодательстве, вынудившем ETF продавать «бумажное» золото. Также давление на металл оказало повышение пошлин в Индии — крупнейшем импортере золота. Сыграли свою роль и «словесные интервенции» ЦБ различных стран, менявших свою позицию относительно золота в резервах в угоду рыночной конъюнктуре. В довершение всего ожидания сворачивания

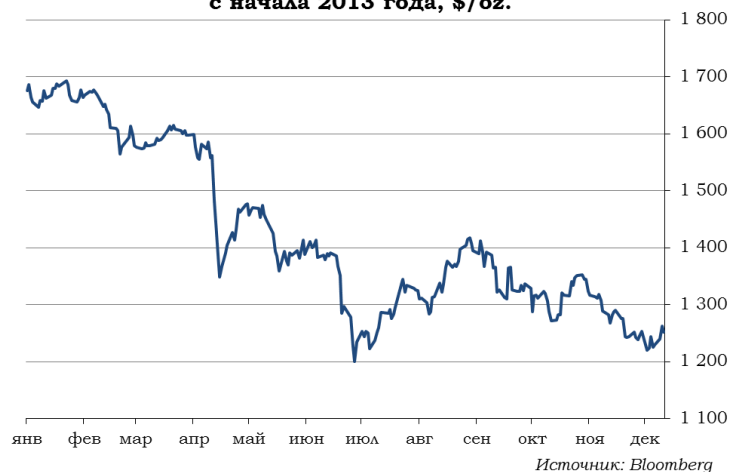
стимулирующих мер в США активно играли против золота как альтернативной формы хранения денег, так как стимулировали рост спроса на доллар.

В результате в 2013 году золото выглядело даже хуже большинства цветных металлов, опустившись до уровней 2010 года в середине лета, и нарисовав второе «дно» в конце года — в момент очередного пика негативных ожиданий относительно дальнейшей политики ФРС.

Тем не менее, по нашим оценкам, все негативные моменты уже учтены рынком, и по мере того, как инвесторы начнут понимать, что сокращение QE3 не настолько плохо для промышленных товаров, так как оно сопровождается реальное восстановление экономики и рост спроса, желтый металл будет отыгрывать свои позиции.

Эту позицию подтверждает и тот факт, что спрос на физический металл остался довольно стабильным, а на отдельных рынках — усилился. Кроме того, целый ряд Центробанков заявил о желании пополнить золотовалютные резервы, наблюдая

Динамика стоимости золота с начала 2013 года, \$/oz.



довольно низкие ценовые уровни на золото — это касается, в том числе, китайского и российского Центробанков.

Американские ETF в значительной степени уже вышли из золотых производных, и по мере снижения неопределенности и опасений жесткого выхода ФРС из программы количественного смягчения котировки золота будут восстанавливаться. Мы ожидаем, что они могут вернуться в район \$1400–\$1450 за унцию. Важной поддержкой остаются минимумы лета 2013 года в районе \$1180 за унцию. Преодоление этого уровня может вызвать очередную волну распродаж.

Серебро

Серебро в целом повторяет динамику золота и других цветных металлов, и на конец 2013 года также пытается сформировать «двойное дно». Если удастся удержать минимумы года (чуть больше \$18 за унцию), стоит ждать возвращения котировок в район \$22 за унцию, а если ситуация будет развиваться благоприятно – \$25 за унцию. Преодоление этого рубежа откроет путь в сторону \$30 за унцию.

С фундаментальной точки зрения данный металл выглядит не слишком примечательно. Спрос со стороны реального сектора довольно низок, а ювелирная отрасль достаточно стабильна и не испытывает недостатка в металле. В то же время, явных поводов для снижения котировок не наблюдается.

Наоборот, летом мы видели попытки инвесторов переложиться из золотых ETF в серебряные на фоне ужесточения

регулирования первых, однако после непродолжительного бурного роста котировки серебра вновь опустились вслед за «старшим братом». В целом можно сказать, что в последние несколько лет психологическая привязка к золоту играет против серебра, и вряд ли эта ситуация изменится в ближайшее время. Инвесторам и производителям остается надеяться на восстановление спроса на все драгоценные металлы.

MPG

На фоне негатива в золоте **платина** несколько укрепила свои позиции. Несмотря на то, что на рынке также преобладала негативная динамика котировок, платина продолжила уверенно удерживать более высокие уровни, чем золото, хотя в последние годы преобладала обратная тенденция.

Перспективы платины выглядят более благоприятно, так как в отличие от золота, добываемого повсеместно, добыча платины фактически сосредоточена в двух регионах — в России и на юге Африки. Страны – производители ведут активные

Динамика стоимости серебра с начала 2013 года, \$/oz.



Источник: Bloomberg



переговоры для формирования в будущем своего рода «платинового ОПЕК». Если это удастся осуществить, цены на платину станут более стабильными, и производители смогут контролировать объем предложения на мировом рынке, удерживая котировки от падения при неблагоприятной конъюнктуре.

Однако это перспектива нескольких лет. В ближайшее же

время мы не ожидаем увидеть сильных движений в спреде золото-платина, и также прогнозируем умеренное восстановление котировок на платину в следующем году.

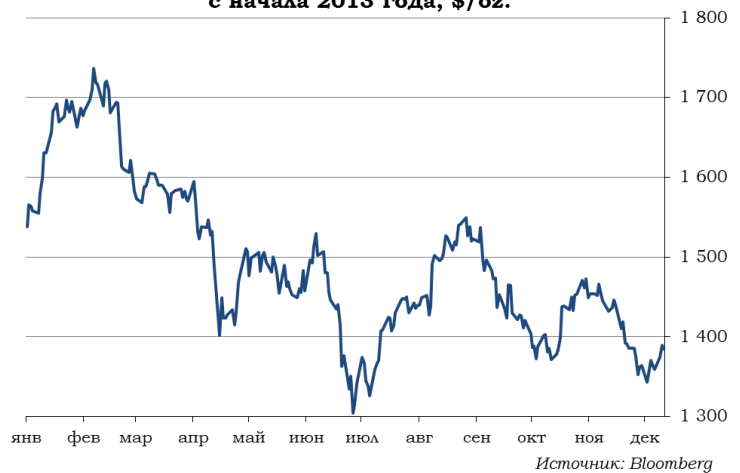
В целом, фундаментальная и техническая картина во всех драгоценных металлах сложилась примерно одинаковая. Сейчас основную роль играют валютные риски и ожидания восстановления мировой экономики.

Несколько особняком держится только **палладий**. У данного металла наиболее очевидные фундаментальные перспективы роста — рынок палладия традиционно дефицитен, при этом существенного расширения мощностей на мировом рынке ожидать не стоит — это вопрос, как минимум, нескольких лет. В прошлые годы недостаток предложения палладия компенсировался распродажей запасов из российских резервов,

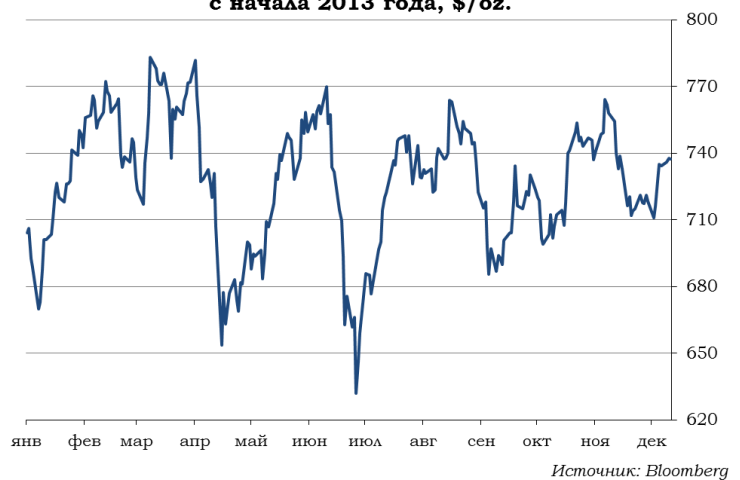
но согласно большинству оценок (мы также поддерживаем эту позицию), эти запасы близки к истощению или уже истощены. Уже в среднесрочной перспективе рынок палладия рискует стать выраженно дефицитным, и это подстегнет котировки. Стабильный спрос на данный металл обеспечивает автомобильная промышленность, где палладий активно заменяет более дорогую платину. Ювелирная отрасль также активно расширяет применение палладия.

Несмотря на то, что наши ожидания по выходу палладия на уровни выше \$800 за унцию не оправдались, это практически единственный металл на рынке, который заканчивает год в зеленой зоне. Ожидаем, что котировки в 2014 году продолжат двигаться в плотно проторгованной зоне \$700-\$850 за унцию с преобладанием восходящего тренда.

Динамика стоимости платины с начала 2013 года, \$/oz.



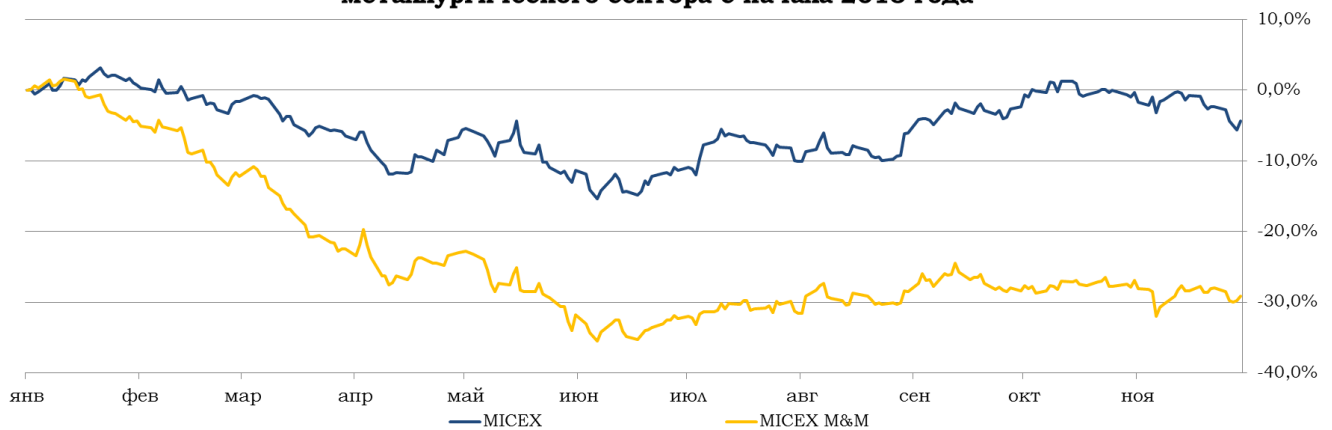
Динамика стоимости палладия с начала 2013 года, \$/oz.



Российский металлургический сектор: испытание на выносливость

Для российских металлургических холдингов и угольных компаний 2013 год был достаточно тяжелым. Снижение цен на большинство видов продукции стало довольно чувствительным событием для денежных потоков, в особенности для компаний с высокой долговой нагрузкой. Цены на сталь и уголь летом обновили прошлогодние минимумы, и компаниям пришлось активнее задуматься о сокращении убыточных мощностей.

Относительная динамика индекса ММВБ и отраслевого индекса металлургического сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

Холдинги продолжили работу над оптимизацией затрат и продемонстрировали неплохие результаты на данном поприще. Тем не менее, цены снижались опережающими темпами, поэтому рентабельность в секторе в целом снизилась, а на уровне чистой прибыли большинство компаний получают убыток по итогам года.

Тем не менее, практически все российские производители так или иначе смогли улучшить структуру продаж, повысить долю продукции с высокой степенью обработки и нарастить выпуск тех видов продукции, которые пользуются наибольшим спросом на внутреннем рынке.

При этом изначально российские компании находились в преимущественных условиях, по сравнению с европейскими и американскими производственными активами, где себестоимость заметно выше, а возможности снижения затрат сильно ограничены.

Производители цветных металлов также оказались в достаточно тяжелом положении и вынуждены были сворачивать низкоэффективные проекты и сокращать затраты, это коснулось даже высокоэффективного Норникеля ввиду высоких дивидендных обязательств компании перед акционерами.

Меры поддержки сектора, предложенные правительством, могут несколько улучшить ситуацию в компаниях, позволив более комфортно переждать период низких цен, однако для полноценного роста бумаг инвесторам требуется подтверждение в виде восстановления цен на металлы и уголь.

Для сектора в целом хорошим временем для спринтерского рывка может стать конец зимы – начало весны. Это период сезонного роста спроса и сокращения производства



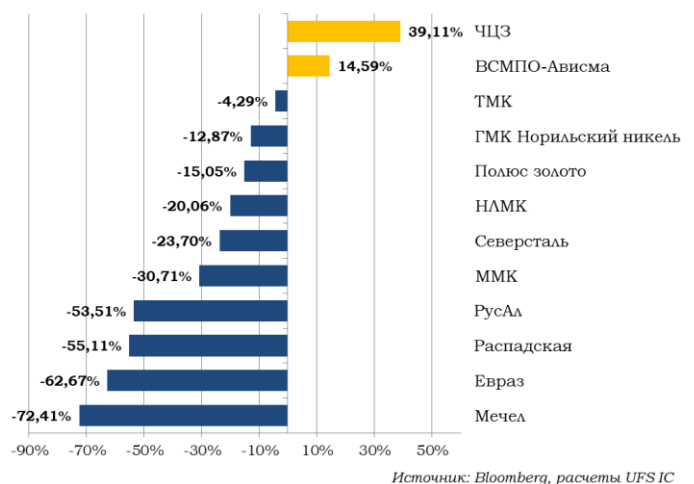
в ЮВАО, а также традиционное время пополнения складских запасов перед началом большого строительного сезона в северном полушарии. То, насколько высоко удастся взобраться котировкам сырьевых товаров и металлургических акций, укажет на перспективы дальнейшего роста в секторе.

Отдельной идеей могут стать акции компаний с наиболее высокой долговой нагрузкой: в начале следующего года инвесторы смогут убедиться в том, переживут ли компании конец финансового года без кассовых разрывов, и это (в случае благоприятного исхода) станет основой для восстановления доверия к бумагам эмитентов.

Инвестиционные идеи в акциях металлургического сектора

Бумаги сектора в текущем году оказались под еще большим давлением на фоне ухудшения ожиданий относительно динамики мировой экономики, довольно слабых производственных и финансовых результатов компаний ввиду неблагоприятной рыночной конъюнктуры, а также опасений, связанных с завершением программы количественного смягчения в США. Котировки обновили прошлогодние минимумы по большинству бумаг, и хотя мы придерживаемся позиции, что сектор в целом перепродан, а негатив, отраженный в котировках, избыточен, ухудшение ожиданий объективно, и оно вынуждает говорить о перспективах роста сектора в более осторожном ключе.

Динамика акций металлургического сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

Большинству производителей придется сражаться за положительную прибыль из-за существенного снижения операционной эффективности и переоценки активов, поэтому в терминах мультипликаторов акции сектора не выглядят особенно дешевыми. В то же время, хотя мы уже намного более осторожно по сравнению с прошлым годом оцениваем перспективы восстановления отрасли, теперь появляется понимание, что худшее уже позади, и, как минимум, у большинства бумаг есть явные уровни поддержки.

Спрос в США и Европе начинает восстанавливаться, что должно стать долгосрочным драйвером на рынках сырьевых товаров. Сезонно же хорошую попытку роста акции большинства металлургов и угольных компаний могут предпринять в феврале-марте, если соответствующую динамику покажут сырьевые товары на фоне сезонного роста спроса и одновременно – сокращения предложения в ЮВАО.

Острым моментом остается проблема сокращения QE3, которая, на наш взгляд, уже в значительной степени отыграна рынком, и после того, как инвесторы убедятся, что сокращение программы будет постепенным и не станет шоком для рынков, мы



ожидаем увидеть постепенное улучшение рыночных ожиданий относительно сырьевых отраслей и экономик.

По-прежнему лучшей компанией в отрасли черной металлургии мы считаем «Северсталь» — глубокая вертикальная интеграция, хороший контроль издержек, низкая долговая нагрузка и грамотное управление портфелем активов позволяют компании демонстрировать сильные финансовые показатели даже на неблагоприятном фоне. Мы оцениваем справедливую стоимость «Северстали» в **362,4 рубля** за обыкновенную акцию. Мы ожидаем, что восстановление на металлургических рынках может начаться с рынков сырья, это должно вновь вернуть интерес игроков к вертикально-интегрированным предприятиям. Однако на позитивном фоне бумага может показать менее выраженный рост, чем ее менее эффективные конкуренты. Мы понизили оценку большей части бумаг в секторе с учетом менее радужных ожиданий восстановления отрасли, тем не менее, сохраняем умеренный оптимизм в отношении российских металлургов.

Близкая картина наблюдается и в бумагах **НЛМК**, у которого также нет проблем с долговой нагрузкой, а чистая прибыль по итогам года будет положительной. Компания много работала над расширением производственной базы, в основном в сегменте сортового проката, где наблюдается наиболее высокий спрос на внутреннем рынке. Отчасти это сыграло с НЛМК злую шутку – одновременно с расширением мощностей сократились возможности снижения издержек, и ситуация в компании ухудшилась на фоне снижения цен на продукцию. В то же время, восстановление цен позволит НЛМК вернуть выручку и финансовые показатели на прежние уровни быстрее конкурентов. Наша оценка справедливой стоимости НЛМК — **60 рублей** за акцию, что отражает довольно пессимистичные ожидания по рынку. Мы можем пересмотреть оценку в сторону повышения после того, как цены на прокатную продукцию начнут восстанавливаться.

Компании с более высокой долговой нагрузкой – **ММК** и «Евраз» могут показать более выраженный рост при улучшении внешнего фона, однако и риски в этих бумагах существенно выше.

Хуже всего в 2013 году выглядели бумаги угольных компаний, которые показали самое глубокое снижение, что было связано как с внутренним корпоративным фоном, так и с ситуацией на рынке угля, которая ухудшалась более выражено, нежели на рынках стального проката, где производители могли компенсировать снижение цен за счет оптимизации структуры выручки и наращивания доли более маржинальных видов продукции в продажах.

2014 год станет вызовом для этих бумаг: либо они смогут показать очень хороший рост на фоне восстановления спроса на уголь, либо ситуация продолжит ухудшаться с тяжелыми последствиями для компаний и инвесторов.

Мы придерживаемся умеренно оптимистичного взгляда на угольный рынок и ожидаем, что крупнейшие компании в секторе смогут благополучно дождаться восстановления цен, чему будут способствовать меры поддержки сектора, разработанные правительством.



Невыразительно выглядят перспективы только у **«Белона»**, который рискует в следующем году пройти делистинг. Доля ММК в компании в сентябре выросла на 12,3% с 82,7% до 95%, а в октябре компания приобрела еще 0,4% «Белона». Теперь доля мажоритария составляет 95,4%, и ММК может принудительно выкупить бумаги у инвесторов, воспользовавшись крайне низкими котировками, и увести компанию с биржи. Это позволит сократить издержки на раскрытие информации, и было бы логичным шагом со стороны ММК.

В **«Распадской»** ситуация выглядит лучше: доля «Евраз» там остается неизменной, при этом холдинг занялся рефинансированием долгов «дочки», в результате чего долг «Распадской» в октябре снизился в полтора раза, что мы оцениваем как хороший драйвер для роста капитализации. В течение года компания испытывала проблемы операционного характера и не показала обещанного роста производства, что, впрочем, даже сыграло на руку «Распадской» на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры. Сейчас ситуация в компании выглядит стабильной и есть признаки улучшения. Провал в котировках может стать хорошей возможностью зайти в бумаги компании дешево.

Похожая ситуация наблюдается и в **«Мечеле»**, где в конце года фокус сместился на проблемы с обслуживанием долга. Нагнетание ажиотажа вокруг долгов «Мечела» привело к паническим распродажам в бумагах компании, после которых акции до сих пор не оправались. Вместе с тем, корпоративный фон в «Мечеле» большую часть года оставался позитивным, а переговоры с кредиторами, побудившие волну негативных слухов, носили технический характер и прошли в штатном режиме. Компания продлила ковенантные каникулы по основной части своих кредитов и перенесла часть выплат с 2014 года на 2015-2016 годы. В результате график платежей в ближайшие два года стал ощутимо более комфортным, и это делает негатив, наблюдающийся в бумагах компании, явно избыточным. Вместе с тем, инвесторы не спешат восстанавливать позиции в акциях «Мечела», справедливо полагая, что ключевым фактором для дальнейшего благополучия компании остается восстановление угольного рынка, которое пока не наблюдается. В случае позитивных изменений на рынке, акции «Мечела» могут показать наиболее выраженный рост в секторе. Дальнейшее же снижение котировок с текущих уровней выглядит маловероятным. По крайней мере, до тех пор, пока котировки остаются выше годовых минимумов.

В цветной металлургии нашим фаворитом является **«Норильский никель»**. Ухудшение конъюнктуры на рынках цветных металлов и высокие дивидендные обязательства в рамках нового акционерного соглашения заставляют компанию бороться за эффективность, продавать непрофильные активы и отказываться от низкоэффективных проектов. Локально это также вынуждает компанию наращивать долг, но с учетом долговой нагрузки «Норильского никеля», это можно назвать даже позитивным моментом. В 2014 году государство может обнулить экспортные пошлины на медь и никель, что позволит компании несколько улучшить рентабельность, пострадавшую из-за обвала цен.

При этом корпоративная обстановка в компании значительно поменялась за прошедший год. «Норникель» погасил квазиказначейские акции, принял новую стратегию и придерживается принятых обязательств по дивидендам. Из-за низких



цен на никель и медь по итогам 2013 года дивиденды будут ниже, чем было обещано, но компания компенсирует это в последующих годах. ГКМ уже направил на выплату промежуточных дивидендов порядка \$1 млрд, и еще столько же должен направить по итогам года. В следующем году дивиденды должны составить порядка \$3 млрд, и впоследствии компания будет выплачивать акционерам не менее 50% от EBITDA в виде дивидендов. Это делает «Норильский никель» одной из самых ярких дивидендных бумаг на рынке.

Ситуация в **РУСАЛе** выглядит менее привлекательной, несмотря на то, что компания больше всего выигрывает от нового акционерного соглашения в «Норникеле». РУСАЛ получил стабильный поток денежных средств в виде дивидендов, а также денежные средства от продажи части своего пакета, который при этом не уменьшился благодаря погашению квазиказначейских бумаг «Норникеля». Это могло бы стать мощным поддерживающим фактором, однако ситуация на рынке алюминия выглядит довольно безрадостно, и без восстановления цен на алюминий РДР РУСАЛа вряд ли покажут выраженную позитивную динамику. Отчасти оказать помощь котировкам могут меры поддержки сектора, разрабатываемые правительством и направленные на снижение социальной нагрузки нерентабельных предприятий.

После того, как ряд компаний в 2012 году сменил юрисдикцию, в прошедшем году наметился обратный процесс — бумаги металлургических компаний, торгующихся на зарубежных площадках, начинают возвращаться в Россию: начались торги РДР «Полиметалла», о запуске аналогичной программы думает «Евраз».

Наиболее интересны в этом плане бумаги золотодобывающих компаний, которые фактически исчезли с российского рынка — «Полиметалл» провел делистинг после смены юрисдикции, бумаги «Полюс Золота» остались на бирже, но после изменения структуры холдинга их статус не ясен. Возвращение «Полиметалла» на российскую площадку может запустить целую волну «возвращений», в том числе и коснуться «Полюса» — это может стать долгожданным спасением для владельцев российских акций эмитента.

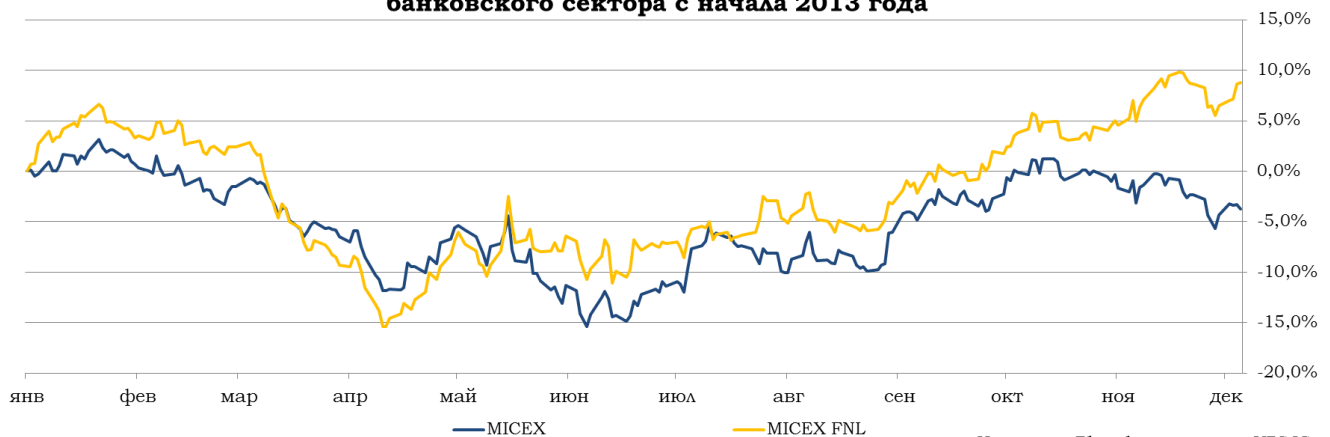
	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
Мечел	6,94	10,00	8,80	0,06	0,07	0,07	-	-	-	11,00
НЛМК	6,57	8,36	7,05	0,80	0,86	0,80	16,29	31,41	19,96	1,86
ММК	4,46	4,65	4,26	0,30	0,29	0,29	-	27,73	16,12	2,52
Северсталь	5,93	6,43	4,77	0,59	0,60	0,55	10,99	24,01	5,97	2,14
EVRAZ PLC	4,88	5,65	5,24	0,17	0,17	0,17	26,53	-	80,16	4,94
РУСАЛ	16,95	17,99	17,38	0,41	0,45	0,46	18,02	-	19,05	9,16
Норникель	5,78	6,62	6,55	1,99	2,15	2,08	8,09	12,70	9,98	1,13
Распадская	6,02	10,63	5,24	0,96	0,85	0,68	-	-	86,59	3,16
Среднее	5,97	7,49	5,90	0,50	0,53	0,50	16,29	25,87	19,05	2,84



Банковский сектор: ЦБ закручивает гайки

В 2013 году продолжилось замедление в секторе кредитования, наметившееся во второй половине 2012 года, но рынок по-прежнему растет достаточно высокими темпами. Рост рынка поддерживается преимущественно агрессивным кредитованием населения с уклоном в высокодоходные виды кредитования — потребительские кредиты, POS-кредитование, онлайн-кредитование, автокредиты и ипотеку. Отчасти банки акцентировались на этих видах деятельности из-за высокой маржи, однако, во многом, это последствие жесткой политики ЦБ по сдерживанию ликвидности в секторе и нехватки доступных источников фондирования.

Относительная динамика индекса ММВБ и отраслевого индекса банковского сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

При этом ЦБ продолжил следовать жесткой политике вопреки ожиданиям участников рынка, которые надеялись, что со сменой главы поменяется и политика ЦБ. Напротив, Центробанк увеличил нормы резервирования для необеспеченных потребительских кредитов и повысил оценку риска для кредитов с высокими ставками. Это вынудило банки замедлить темпы потребительского кредитования и нарастить резервы, что негативно сказалось на прибыли.

При этом сохранился курс на внедрение норм регулирования Базель-3, предъявляющих повышенные требования к капиталу банков, и немного изменился список активов, принимающихся в расчет капитала. В результате перед банками остро встала задача докапитализации. Весной состоялось крупное SPO ВТБ, которое можно признать весьма удачным, но, тем не менее, акционерный рынок продолжил оставаться закрытым для мелких и средних банков. Поэтому мы увидели большое количество размещений конвертируемых облигаций, которые по новым правилам учитываются в капитале, и эта тенденция продолжится в 2014 году.

В конце года мы увидели волну отзывов лицензий у банков, включая два достаточно крупных — «Пушкино» и «Мастер Банк», что привнесло некоторую нервозность в сектор, однако, как показывают предварительные итоги ноября (по данным Банка России, без учета «Сбербанка»), паники со стороны вкладчиков пока не наблюдается. Объем средств клиентов в банках увеличился за ноябрь на 1,5%. Вклады физических лиц выросли на 1,2%, депозиты юридических лиц — на 0,8%, средства организаций на расчетных и прочих счетах — на 3,2%. В октябре прирост клиентских средств



составлял 0,3%. При этом вклады физических лиц выросли на 0,7%, депозиты юридических лиц — на 1,1%. Средства на расчетных и прочих счетах организаций уменьшились на 2,3%.

Представители банковского сообщества пока также не подтверждают значимого перетока средств из мелких банков в крупные. Тем не менее, мы ожидаем, что тенденция «расчистки» плохих активов и сомнительных кредитных организаций в банковской системе продолжится, и выиграют от этого преимущественно госбанки, которые получают не только приток клиентов, обеспокоенных судьбой частных банков, но и, вероятнее всего, часть активов saniруемых банков.

В целом, мы ожидаем, что рынок кредитования продолжит снижать темпы роста и, возможно, стабилизируется на фоне того, что банки будут более озабочены качеством кредитных портфелей, перегруженных высокорискованными кредитами, и возросшими требованиями к доходности капитала.

Валютные риски постепенно нарастают, но мы не ожидаем серьезной турбулентности на рынках, по крайней мере, в первой половине года. Зависимость банковской системы от платежеспособности населения возросла, но без внешних шоков серьезной опасности для банков мы пока не видим, и базовый прогноз по отрасли — стабильный.

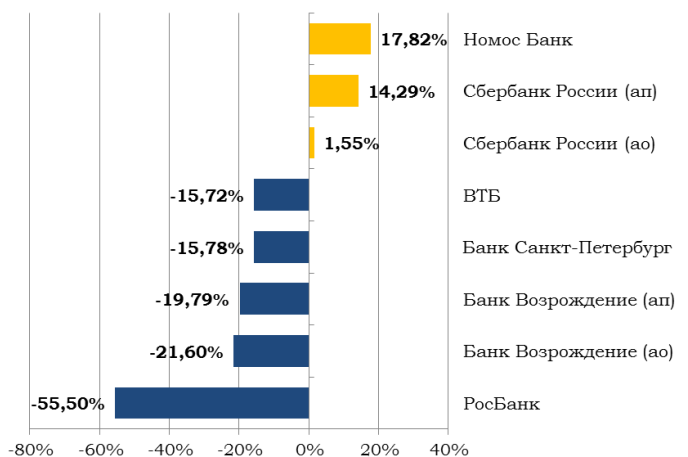
Сокращение программы количественного смягчения в США может стимулировать умеренное повышение ставок, что негативно скажется на марже банков. Стимулирующих мер от российского ЦБ мы пока не ожидаем — внимание на инфляцию и последствия заморозки тарифов. Если инфляцию удастся удержать в заданных рамках, возможно, ЦБ пойдет на некоторые послабления.

Финансовые показатели покажут вялую динамику и могут начать замедляться по мере дальнейшего наращивания резервов и снижения процентной маржи.

Инвестиционные идеи в акциях банковского сектора

2013 год нельзя назвать бедным на события. В мае ВТБ провел достаточно удачное SPO, потрясающе удачно разместился «ТКС Банк». Однако в целом отсутствие стимулов для бурного роста финансовых показателей, нарастающие риски и продолжающееся «закручивание гаек» в секторе сделали акции российских банков не самым привлекательным вложением. На Московской бирже, за исключением «НОМОС-банка», который проводил LBO, «на плаву», фактически, оставался только «Сбербанк». Остальные банковские акции завершают год снижением.

Динамика акций банковского сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC



Мы ожидаем, что ликвидные акции госбанков («Сбербанк» и ВТБ) по-прежнему будут неплохо реагировать на внешний позитив. Кроме того, госбанки могут получить поддержку за счет перетока клиентов из малых и средних банков, в том случае, если отзывы лицензий продолжатся. Но в не меньшей степени банковские акции будут подвержены и внешнему негативу.

Бумаги частных банков ведут себя не слишком предсказуемо и интересны, на наш взгляд, только в долгосрочной перспективе.

Фундаментально наиболее сильным из публичных банков по-прежнему выглядит «Сбербанк», на акции которого мы сохраняем умеренно позитивный взгляд. 2013 год прошел под знаменем «Сбербанка», и пока рынок не выглядит готовым его сменить. Несмотря на замедляющуюся динамику финансовых показателей, банку есть чем порадовать инвесторов. Рост операционных издержек наконец-то взят под контроль, зарубежные «дочки» показывают очень неплохие результаты, по итогам года банк снова покажет рекордную прибыль, а норма отчислений на дивиденды вырастет до 20% от прибыли по МСФО.

Тем не менее, значительного роста от бумаг «Сбербанка» можно ожидать только при благоприятной рыночной конъюнктуре. Мы оставляем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций «Сбербанка» на 2014 год на уровне **132,8 рубля**. Увеличение отчислений на дивиденды делает интересными привилегированные акции, однако, на наш взгляд, они уже достаточно дороги, и рассчитывать на значительный рост их курсовой стоимости вряд ли стоит. Мы не ожидаем, что тема конвертации «префов» будет актуальна в 2014 году, так как ЦБ пока не готов расстаться с контрольным пакетом в «Сбербанке».

Ставка на сокращение отставания **ВТБ** от «Сбербанка» пока так и не сыграла, но мы продолжаем придерживаться этого сценария. После довольно удачного SPO и других мер, направленных на докапитализацию банка, а также решения проблем с плохими активами «Банка Москвы», ВТБ может сосредоточиться на росте бизнеса. Новая стратегия банка, фрагменты которой были недавно представлены прессе, предполагает агрессивное наращивание высокодоходных видов кредитования, при этом, в отличие от «Сбербанка», ВТБ делает ставку на менее рискованные обеспеченные кредиты, такие как ипотека и автокредитование.

	P/E			P/BV			ROE, %
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
Сбербанк	5,76	5,41	5,53	1,23	1,14	0,99	21,43
ВТБ	5,09	5,08	5,09	0,74	0,60	0,58	11,83
Возрождение	5,50	5,50	3,85	0,62	0,62	0,43	6,27
Банк Санкт-Петербург	28,88	28,88	3,41	0,37	0,37	0,37	9,29
Банк Москвы	8,24	8,24	-	1,23	1,23	-	19,30
Росбанк	20,28	20,28	-	1,44	1,44	-	7,33
Номос	6,05	6,05	5,87	1,02	1,02	0,88	14,09
Среднее	6,05	6,05	5,09	1,02	1,02	0,58	11,83

В каком-то смысле, активизация ВТБ на поприще наращивания активов выглядит попыткой вскочить в уходящий поезд, однако ресурсы, которыми располагает банк, должны позволить ему расти быстрее рынка, несмотря на то, что большинство



частных банков может столкнуться с трудностями по дальнейшему наращиванию портфелей. Несмотря на то, что планы руководства можно назвать амбициозными, мы ожидаем, что банку удастся добиться хороших показателей динамики.

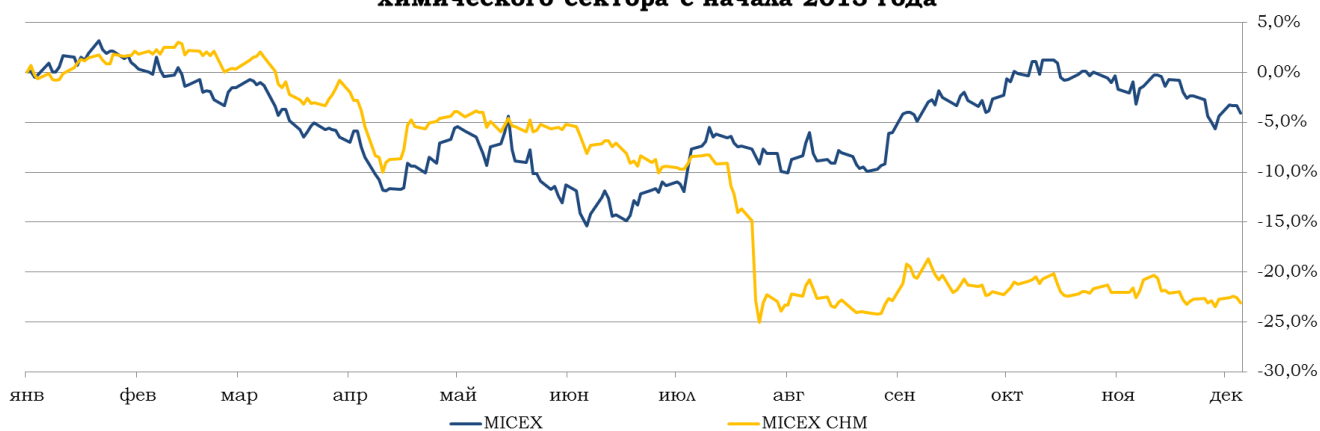
Результаты 2013 года могут быть не слишком выразительными. Если ВТБ не продаст пакет в Tele2, банку вряд ли удастся выйти на обещанные руководством 100 млрд рублей чистой прибыли. Однако в 2014 году мы ждем уверенного улучшения показателей. Наша оценка справедливой стоимости акций ВТБ — **6,5 копеек** за бумагу.



Химия: горькая пилюля для отрасли

Если бы в химической отрасли присуждалась премия «Событие года», то в 2013 году, вне всякого сомнения, победителем стал бы распад картеля «Уралкалия» и «Беларуськалия», ранее самого крупного в мировой калийной отрасли трейдера. Хотя тому и были предпосылки, мало кто ожидал, что разрыв отношений между партнерами вызовет столь сильный резонанс в деловом сообществе и выйдет далеко за рамки калийной отрасли, а арест гендиректора «Уралкалия» В. Баумгертнера будет обсуждаться на самом высоком уровне (в переговорах лидеров двух государств).

Относительная динамика индекса ММВБ и отраслевого индекса химического сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

Вкратце события последних месяцев выглядели так: в конце июля «Уралкалий» заявил о том, что прекращает экспортные поставки через «Белорусскую Калийную Компанию» (БКК – бывший совместный трейдер «Уралкалия» и «Беларуськалия») и будет осуществлять продажи через собственного трейдера. Компания объявила и о новой сбытовой политике, согласно которой основное внимание теперь будет уделяться не цене контрактов, а объемам поставок. Это послужило причиной снижения мировых цен на калийные удобрения, которое продолжается до сих пор. Более того, многие покупатели калийных удобрений пока не спешат заключать новые контракты в ожидании еще большего снижения цен, что оказывает давление на спрос.

Вслед за этим, проблемы начались и у производителей других видов удобрений. Казалось бы, падение цен на калий должно способствовать сокращению себестоимости у производителей сложных удобрений и росту рентабельности их бизнеса. Однако вслед за снижением цен на калий начали падать и цены на комплексные удобрения, что уже сейчас негативно отражается на финансовых результатах производителей.

В своей прошлой стратегии, полгода назад, мы прогнозировали, что мировой спрос на удобрения начнет восстанавливаться во второй половине 2013 года. Однако вопреки нашему прогнозу и ожиданиям рынка, «Уралкалий» сильно скорректировал текущую ситуацию в отрасли и снизил вероятность ее скорого восстановления.

Что ожидать от химической отрасли в 2014 году, зависит, как ни странно, от того же «Уралкалия». Сейчас ключевым событием в компании является предстоящая смена основного акционера: М. Прохоров выкупит 21,75% акций компании у С. Керимова,



владелец «Уралхима» Д. Мазепин приобретет еще 20% акций «Уралкалия». А после смены структуры акционеров в компании может произойти и смена стратегии, и мы рассматриваем два варианта дальнейшего развития событий.

Первый, позитивный и вполне вероятный сценарий – после изменения структуры владельцев «Уралкалий» может возобновить сотрудничество с «Беларуськалием». Скорее всего, это опять будет

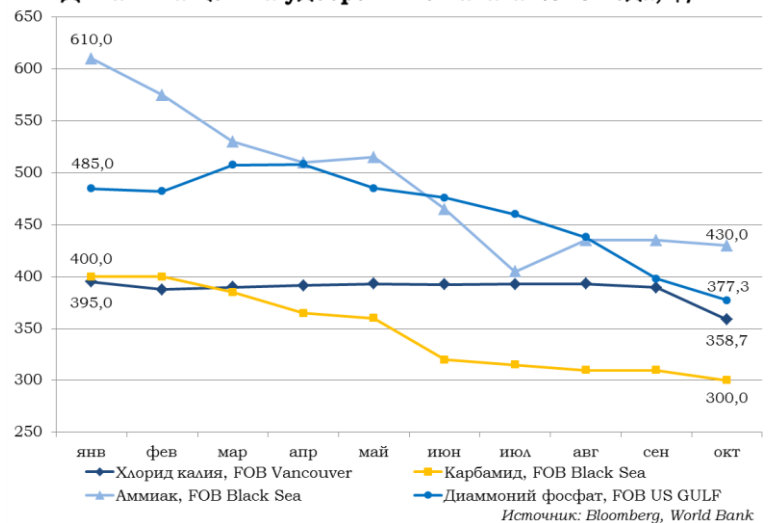
совместный трейдер двух производителей, однако на этот раз созданный в иностранной юрисдикции (до середины 2013 года такие разговоры между компаниями уже велись). В этом случае мы увидим позитивные изменения в отрасли уже в ближайшее время: «Уралкалий» вновь начнет диктовать рынку цены, спрос будет восстанавливаться. Оздоровление калийной отрасли повлечет за собой и восстановление спроса и цен на рынках азотных, фосфорных и комплексных удобрений.

Второй, не менее вероятный, вариант развития событий после смены структуры акционеров «Уралкалия» – компания не возобновит сотрудничество с белорусской стороной и продолжит демпинговать. Благо, «Уралкалий» может себе это позволить: он является производителем с самым низким в отрасли уровнем себестоимости и готов продавать калий по цене даже ниже \$300 за тонну. Другие же производители будут вынуждены приостановить некоторые из своих калийных проектов в связи с их нерентабельностью. С начала года цены на удобрения потеряли в среднем 20%; цены на хлорид калия к октябрю опустились на 9,2% до \$360 за тонну (FOB Ванкувер). Цены продолжают снижаться, спрос будет оставаться на невысоком уровне. Однако со временем запасы на складах крупных потребителей удобрений начнут сокращаться, возникнет необходимость в заключении новых контрактов, и спрос вновь начнет расти. Постепенное восстановление мировой экономики также будет способствовать росту спроса на удобрения. Тогда-то и можно будет говорить об оздоровлении отрасли, однако более длительном и болезненном, чем в нашем первом сценарии.

На наш взгляд, именно второй сценарий более желателен для отрасли, которая в последние годы, несмотря на ослабление мировой экономики, чувствовала себя на удивление хорошо: маржа EBITDA «Уралкалия» достигала 65(!)%, чистая рентабельность – 40%. Показатели «Акрона» и «ФосАгро» были ниже, но также впечатляющими: рентабельность по EBITDA достигала 30%, чистая рентабельность – 15-20%.

С учетом ухудшения состояния отрасли, показатели рентабельности компаний химического сектора начали снижаться уже в 2013 году: маржа EBITDA «Акрона» по итогам 1П13 составила 25,7% (в 1П12 была 28,2%), рентабельность по EBITDA «ФосАгро» за 9М13 снизилась до 24% (34% по итогам 9М12). Мы ожидаем, что показатели рентабельности в секторе продолжат свое снижение и в 2014 году.

Динамика цен на удобрения с начала 2013 года, \$/т



Инвестиционные идеи в акциях химического сектора

Бумаги компаний химического сектора в 2013 году выглядели слабо, отраслевой индекс также показал динамику хуже рынка. Изменения, произошедшие с «Уралкалием» в 2013 году, не могли не повлиять на оценку рынком перспектив компании и ее акций, а также на восприятие других производителей удобрений.

После того как «**Уралкалий**» прекратил сотрудничество с «Беларуськалием» и объявил о новой сбытовой политике, многие инвестдома понизили свои рекомендации по акциям компании.

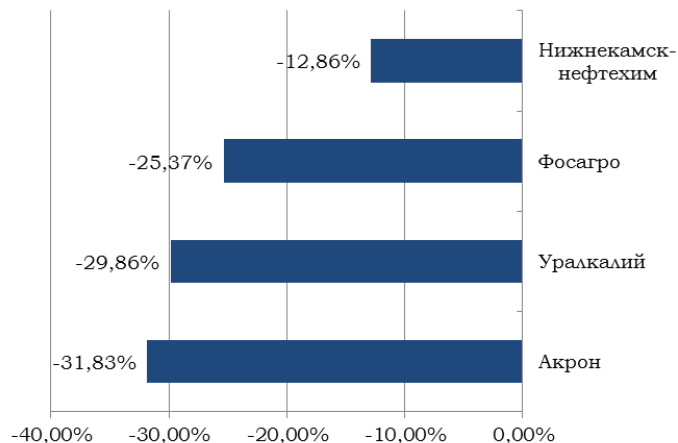
Мы также пересмотрели свою модель оценки стоимости компании, исходя из более консервативных ожиданий по восстановлению отрасли. Сейчас мы оцениваем справедливый уровень цены акций производителя в 200 рублей, что предполагает потенциал роста порядка 20% к текущему уровню, однако мы пока не видим явных драйверов для роста котировок. Цены на калий снижаются, спрос невысокий, и ситуация вряд ли изменится в ближайшие полгода.

Сейчас ключевым вопросом для «Уралкалия» является смена структуры акционеров, после чего компания встанет перед выбором: возобновлять сотрудничество с «Беларуськалием» или продолжать работать в одиночку, несмотря на снижение мировых цен на удобрения. Так или иначе, новая сбытовая политика «Уралкалия» уже сейчас оправдывает себя: в то время как другие производители страдают от снижения поставок, «Уралкалий» продолжает наращивать свое присутствие на экспортных рынках. Для примера, доля «Уралкалия» на рынке Китая выросла почти вдвое до 73% с июня по октябрь, а поставки канадской Canpotex в КНР совсем отсутствовали. Отметим также, что и «Уралкалий», и другие производители удобрений сейчас переключаются на привлекательные азиатские рынки, спрос на удобрения в которых будет расти в ближайшие годы. «Уралкалий» и «ФосАгро» уже заявили о создании собственных трейдеров для усиления позиций в регионе.

По итогам 2013 года мы ожидаем сокращения выручки «Уралкалия» на 11,4% до \$3,499 млрд, EBITDA – на 17,9% до \$1,950 млрд, чистой прибыли – на 30,5% до \$1,110 млрд (в рублевом выражении снижение финансовых показателей будет более мягким). Руководство компании пока сохраняет дивидендную политику, которая предусматривает выплаты акционерам в размере не менее 50% от чистой прибыли. И хотя прибыль компании будет значительно ниже, чем в прошлом году, рассчитывать на рост цены акций пока все равно сложно, поэтому поучаствовать в распределении прибыли компании может быть и не лишним.

Другой российский производитель удобрений (азотных), «**Акрон**», тоже пострадал от изменений, произошедших в конце лета с «Уралкалием». Причем пострадал даже сильнее, чем «Уралкалий»: с начала года к концу ноября акции «Акрона» потеряли в

Динамика акций химического сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFSIC



цене 31,8%, а бумаги «Уралкалия» – 29,6%. Помимо того, что «Акрон», как и другие производители, страдает от снижения цен на удобрения, на его балансе на конец 3К13 находился пакет 2,88% акций «Уралкалия», который потерял в цене более 4,2 млрд рублей по итогам квартала. Вследствие этого «Акрон» отразил убыток по РСБУ в третьем квартале. В начале декабря стало известно, что «Акрон» сократил свою долю в капитале калийного гиганта с 2,88% до 1,77%, не дождавшись, таким образом, пока стоимость акций «Уралкалия» вернется к уровню выше 200 рублей.

По итогам 2013 года мы ожидаем снижение выручки «Акрона» на 10,5% до \$2,048 млрд (за счет снижения цен на продаваемые удобрения). В целом же, мы считаем, что негатив вокруг бумаг «Акрона» переоценен, и в перспективе нескольких месяцев должен сократиться. У компании нет проблем со спросом, и только снижение цен оказывает давление на выручку. Наша оценка справедливой стоимости акций на конец 2014 года составляет 1603 рубля.

Среди трех крупнейших публичных компаний в химической отрасли нашим фаворитом по-прежнему остается **«ФосАгро»** – производитель фосфорных удобрений. Бумаги компании за год потеряли в цене более 20%. Как и другие производители удобрений, «ФосАгро» вынужден работать в условиях низких цен, хотя операционные результаты компании выглядят более чем достойно.

После проведенного весной 2013 года SPO, free float «ФосАгро» вырос почти вдвое до 19,56%, и участники рынка ожидали, что бумаги компании будут включены в индекс MSCI Russia. Однако в течение трех последних квартальных пересмотров индексов MSCI этого не произошло: включению бумаг «ФосАгро» в индекс MSCI Russia мешает по-прежнему невысокая ликвидность акций. Но с учетом недавнего ослабления требований к ликвидности бумаг компаний, которые могут быть включены в индекс MSCI, мы продолжаем ожидать, что в ближайшее время «ФосАгро» все-таки войдет в индекс, что будет иметь положительный эффект для стоимости компании.

Наш прогноз по выручке «ФосАгро» по итогам 2013 года составляет \$3,286 млрд, что на 3% ниже показателя 2012 года. Снижение показателя EBITDA и чистой прибыли будет более заметным.

Среди факторов, которые могут оказать поддержку финансовому профилю компании, выделим решение ФАС по пересмотру политики ценообразования на рынке апатитового концентрата. В случае если с 2014 года ФАС разрешит «ФосАгро» привязывать цену на сырье (на внутреннем рынке) к мировым ценам, стоимость апатита для российских потребителей будет в полтора раза выше. Однако против этого пока продолжает выступать крупнейший потребитель апатита – «Уралхим».

В целом, мы оставляем положительный взгляд на перспективы компании, наша оценка справедливой цены акции на конец 2014 года составляет 1376 рублей (апсайд более 40% к текущим уровням).

Еще одной неплохой инвестиционной идеей могут выступить бумаги **«Нижнекамскнефтехима»**.

Несмотря на инвестиционную стратегию до 2017 года, направленную на усиление позиций компании в отрасли, краткосрочных фундаментальных драйверов роста мы



не видим. Бумаги обладают невысокой ликвидностью и не избалованы вниманием инвесторов, однако с точки зрения дивидендной доходности они смотрятся привлекательно.

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
Уралкалий	8,15	8,57	7,94	4,21	4,26	4,03	10,42	11,75	10,54	1,50
ФосАгро	4,35	5,70	5,80	1,17	1,23	1,25	5,01	9,24	7,74	0,91
Акрон	3,54	3,47	2,97	0,53	0,59	0,53	2,54	2,59	2,09	1,80
Среднее	4,35	5,70	5,80	1,17	1,23	1,25	5,01	9,24	7,74	1,50

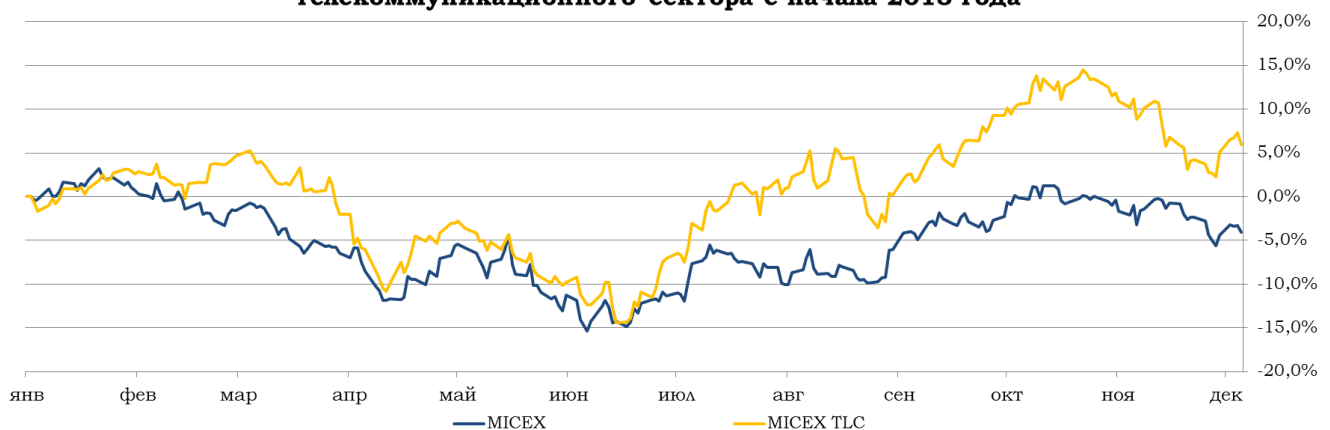


Телекоммуникационный сектор: «большая тройка» удерживает позиции, несмотря на вызовы отрасли

Компании телекоммуникационного сектора по-прежнему остаются устойчивыми к колебаниям экономики, и, несмотря на текущие и предстоящие изменения в отрасли, выглядят лучше многих других секторов и рынка в целом.

2013 год был для телекомов относительно спокойным, но начиная с 2014 года им придется принять на себя как минимум два вызова: это отмена «мобильного рабства» и объединение «Ростелекома» с «Tele2 Россия».

Относительная динамика индекса ММВБ и отраслевого индекса телекоммуникационного сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

Что касается MNP – во-первых, это свершилось: 1 декабря 2013 года вступил в силу закон, согласно которому абоненты имеют право сохранять номер при смене мобильного оператора. Однако фактически услуга полноценно заработает лишь после 15 апреля 2014 года, до этого момента Правительством установлен переходный период: переключение абонента может быть отложено, в случае если оператор-реципиент не готов принять его.

Мировой опыт показывает, что услуга MNP прижилась не везде (где-то абонентов не устраивало время переноса номера или качество услуги), но там, где прижилась, тарифы на мобильную связь снизились в среднем на 4%. Логично, что теперь абоненты будут выбирать оператора с лучшим соотношением цена-качество, но в России все компании «большой тройки» придерживаются примерно одинаковой ценовой политики. Поэтому мы не ожидаем, что распределение долей операторов на рынке сильно изменится с внедрением услуги MNP. Единственное, чего хотелось бы и следовало бы ожидать – операторы будут ответственнее подходить к качеству предоставляемых услуг. И для того, чтобы снизить вероятность ухода абонента к другому оператору, сохранить его лояльность, компании могут существенно увеличить затраты на маркетинг. В целом же, сотовые операторы пока не высказывают особенного беспокойства относительно MNP.

Другой ключевой темой в отрасли остается планируемое объединение «Ростелекома» и «Tele2 Россия», которое пока отложено из-за претензий Росимущества; к вопросу вернуться на собрании акционеров «Ростелекома» 30 декабря. Государство пока не хочет терять контроль над стратегическим для него «Ростелекомом». На текущий момент ожидается,



что в совместном предприятии двух операторов Tele2 получит 55%, а «Ростелеком» – 45%.

После объединения компаний Tele2 сможет выйти, наконец, на столичный рынок и получить доступ к лицензиям 3G и 4G, которые есть у «Ростелекома». Это грозит тем, что существующее понятие «большой тройки» сотовых операторов может расшириться до «большой четверки», и конкуренция в отрасли усилится. Однако пока еще рано говорить об объединении компаний и появлении четвертого сильного игрока в отрасли. Даже если в первой половине 2014 года сделка произойдет, первое время новоиспеченный телеком будет заниматься организационными вопросами.

Уже сейчас «Ростелеком» инвестирует в строительство базовых станций 3G: по итогам 3К13 у оператора было более 5 тыс. таких станций (а еще два года назад не было ни одной), у компаний «большой тройки» показатель в среднем составляет 30 тыс. базовых станций 3G. Отметим, что 11 декабря на заседании ГКРЧ был утвержден принцип технологической нейтральности, который позволяет строить сети третьего (3G) и четвертого поколения (4G) на частотах, предназначенных для голосовой связи в стандарте GSM. Однако операторы, желающие развивать 3G и 4G на частотах GSM, должны будут принять обязательства по покрытию сетями связи малых населенных пунктов (от 1 тыс. жителей). В любом случае, принятое решение крайне важно для Tele2, не обладающего лицензиями на частоты 3G и 4G.

В целом же, глобальные тенденции в телекоммуникационной отрасли остаются прежними: темп роста абонентской базы операторов в условиях высокого уровня проникновения сотовой связи в стране (одного из самых высоких в мире) замедляется, и компании сектора пытаются наращивать выручку другими способами. Это и предоставление VAS-услуг, и продажа оборудования, и мобильная передача данных, и развитие совершенно новых для операторов направлений – таких, например, как мобильный банкинг («МТС-банк»).

Все операторы «большой тройки» уже отчитались за третий квартал. Третий квартал для российских сотовых компаний всегда самый удачный, но даже с учетом этого, результаты операторов оказались лучше ожиданий. Несмотря на то, что компаниям сектора все сложнее демонстрировать высокие темпы роста, они продолжают наращивать абонентскую базу и увеличивать рентабельность бизнеса. Быстрым темпом продолжает развиваться сегмент мобильной передачи данных, и по итогам 3 квартала 2013 года МТС, наконец, обошел «Мегафон» и стал лидером по выручке в сегменте. Все операторы отмечают рост доли абонентов, пользующихся услугами передачи данных, в общей абонентской базе.

С внедрением услуги MNP операторы начнут запускать пакетные тарифные планы (дешевле традиционных); покупатели будут отдавать предпочтение более дешевым смартфонам; все это может сказаться на снижении показателя ARPU. Международный оператор «Вымпелком» уже опробовал эту политику на территории Украины (где оператор представлен брендом «Киевстар»), и вследствие того, что многие абоненты перешли на более дешевые тарифные планы, пострадала выручка. Та же ситуация будет происходить и на российском рынке: операторы «большой тройки» столкнутся со снижением показателя ARPU и, как следствие, выручки. По итогам 2013 года, согласно нашим прогнозам, операторы покажут рост выручки в среднем на 5%, в 2014 году рост будет ниже.



Инвестиционные идеи в акциях телекоммуникационного сектора

Если посмотреть на динамику индекса ММВБ и отраслевого индекса телекоммуникационного сектора за последние несколько лет, то видно, что телекомы чувствовали себя значительно лучше рынка. В первой половине 2013 года компании сектора продолжали показывать динамику лучше рынка, но после того, как к осени бумаги операторов «большой тройки» достигли слишком высоких уровней, цены начали корректироваться.

Если говорить по отдельным компаниям, то нашим фаворитом остается **МТС**. Эта компания – лидер в отрасли по величине абонентской базы, по темпам роста, по абсолютным показателям выручки и OIBDA. По итогам 3 квартала 2013 года оператор уже обошел «Мегафон» по величине выручки в сегменте мобильной передачи данных. Однако не так давно «Мегафон» приобрел 100% акций «Скартел» (бренд «Yota»), поэтому конкуренция в сегменте мобильной передачи данных, а также на рынках 3G и 4G будет оставаться высокой. Отметим также, что у МТС нет лицензий 3G в Украине, что ограничивает потенциал роста бизнеса в регионе.

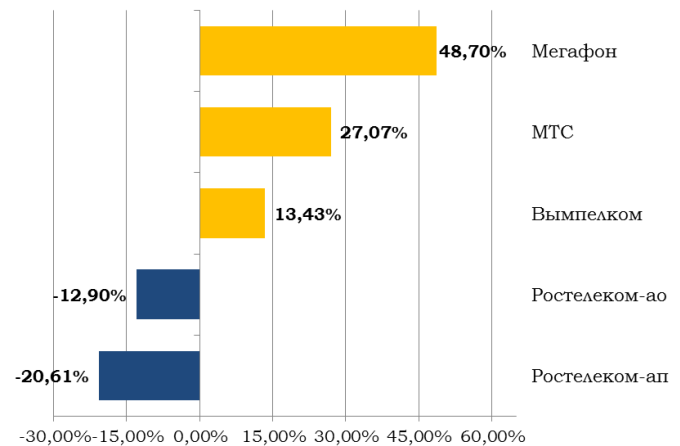
По итогам 2013 года мы ожидаем рост консолидированной выручки оператора на 4,7% до 395,8 млрд рублей, показателя OIBDA – на 7,8% до 174,3 млрд рублей. Рентабельность по OIBDA может составить по итогам года 44,0%, что немного превышает прогноз руководства (43,0%).

Бумаги оператора стабильно росли на протяжении почти всего года, однако в ноябре, вместе с остальными бумагами сектора, начали корректироваться, так как на текущих уровнях уже смотрелись дорого. Наша оценка справедливой цены акций МТС на конец 2014 года составляет **350 рублей** (\$21,20 для GDR). Поводов для продолжения сильного роста в котировках немного, однако мы продолжаем считать бумагу хорошей дивидендной идеей. Суммарные дивидендные выплаты в 2013 году должны составить 40 млрд рублей (что на 30% выше уровня 2012 года), из них 10,8 млрд рублей уже были выплачены (промежуточные дивиденды за 1П 2013).

Другой оператор «большой тройки», «**Мегафон**», ставший публичным лишь в ноябре 2012 года, также продемонстрировал достойные темпы роста бизнеса в 2013 году, а акции оператора на ММВБ выросли после IPO почти вдвое. Когда бумаги «Мегафона» дошли до отметки около 1200 рублей за акцию (что превышало нашу оценку справедливой цены), рынок стал переоценивать ситуацию, и на протяжении всего ноября бумаги снижались. На текущих уровнях акции оператора смотрятся вполне справедливо.

Несколько месяцев назад «Мегафон» торговался с премией к МТС (по рыночному мультипликатору P/E), однако сейчас премия почти ушла. Теперь оба оператора – и

Динамика акций телекоммуникационного сектора с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC



МТС, и «Мегафон» – стали торговаться с дисконтом к «Вымпелкому», что мы считаем не совсем оправданным. Полагаем, что в ближайшие месяцы рынок переоценит ситуацию в пользу МТС и «Мегафона», что окажет поддержку их бумагам.

Став публичным, «Мегафон» начал платить дивиденды. По итогам 2012 года акционерам было выплачено 33,59 млрд руб. (54,17 руб. на акцию), промежуточные дивиденды за I квартал 2013 г. составили 6,41 млрд руб. (10,34 руб. на акцию). Дивидендная политика оператора предполагает дивидендные выплаты в размере 70% FCF или 50% от чистой прибыли. Учитывая хорошее финансовое состояние компании, мы также считаем бумаги «Мегафона» хорошей дивидендной идеей.

Целевая цена на конец 2014 года составляет **1198 рублей** за обыкновенную акцию, торгующуюся на ММВБ, и \$36,3 за GDR.

«Вымпелком», замыкающий «большую тройку» сотовых операторов – международный оператор связи, работающий на территории многих стран. В 2013 году основной для компании российский сегмент показал хорошие результаты (рост абонентской базы на 3,4% г/г в ЗК13, развитие сегмента мобильной передачи данных). Понимая, что основным драйвером роста выручки на российском рынке будет как раз передача данных, «Вымпелком» осуществляет крупные инвестиции в развитие 3G и 4G, пытается сократить отставание от конкурентов по «большой тройке». Кроме того, прямой контракт с Apple на поставку iPhone поддержит сегменты продажи оборудования и передачи данных.

Бумаги оператора во втором полугодии показали сильный рост после того, как компания сменила биржу NYSE на NASDAQ, а ADS компании были включены в биржевой индекс NASDAQ-100. Вследствие этого «Вымпелком» стал торговаться с премией к МТС и «Мегафону», что отчасти стало поводом для коррекции в его бумагах. Сейчас премия начала сокращаться, но «Вымпелком» по-прежнему смотрится дороже конкурентов по «большой тройке»; ожидаем дальнейшего сокращения премии.

Как и другие операторы «большой тройки», «Вымпелком» осуществляет высокие дивидендные выплаты. На наш взгляд, в условиях, когда акции сотовых операторов смотрятся дорого, и поводов для их роста немного, стоит обратить внимание на компании отрасли как раз с точки зрения их дивидендной привлекательности. Помимо регулярных дивидендов, весной 2013 года, к примеру, «Вымпелком» выплатил акционерам специальные дивиденды (за счет средств, полученных от конвертации привилегированных акций Altimo). На текущий момент у другого крупного акционера «Вымпелкома», норвежского Telenor, тоже есть префы (305 млн), которые он может конвертировать в обычные акции с октября 2013 года по 2016 год. В случае конвертации, акционеры вновь могут претендовать на специальные дивиденды. В целом же, дивидендная политика оператора предполагает выплаты не менее \$0,80 на акцию ежегодно, что (без учета налоговых вычетов) является самым высоким в отрасли показателем.

Наша оценка справедливой цены ADS Вымпелкома на конец 2014 года составляет **\$14,19**.

Еще один крупный публичный представитель российской телекоммуникационной отрасли – **«Ростелеком»**, находящийся в процессе реорганизации. За 2013 год было сделано многое (в частности, присоединение «Связьинвеста»), но многое – еще



вперед. Ключевыми темами в компании остаются выделение мобильных активов в ЗАО «РТ-Мобайл» и создание СП с «Tele2 Россия», что должно будет привести к появлению четвертого крупного игрока на российском рынке. Кроме того, «Ростелеком» включен в план приватизации на 2014-2016 годы.

С учетом прошедших и еще предстоящих изменений в компании, «Ростелеком» не делает упор на выплату дивидендов. Уже по итогам 2012 года оператор существенно сократил дивидендные выплаты, и за последний год динамика привилегированных акций была хуже динамики обыкновенных акций. На текущий момент более привлекательным вложением мы считаем именно обыкновенные акции компании.

Есть ряд фундаментальных факторов, которые должны будут способствовать росту стоимости компании в ближайшие годы. Недавно «Ростелеко» заявил, что в 2014 году может разместить на бирже до 15% собственных акций в рамках SPO (казначейские акции, находящиеся на балансе компании, и акции, принадлежащие дочернему «Мобителю»). Привлеченные средства пойдут на погашение долга, кроме того, размещение сможет привлечь интерес инвесторов к бумагам оператора. Не будем также забывать, что «Ростелеком» – лидер на рынке услуг ШПД, и этот сегмент по-прежнему обладает высоким потенциалом роста.

Целевой уровень по обыкновенным акциям компании составляет **150 рублей**, по привилегированным акциям – 105 рублей.

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
VimpelCom	4,71	4,61	4,60	1,02	1,02	1,03	10,97	13,54	11,12	2,30
Мегафон	6,41	5,66	5,85	2,44	2,30	2,32	14,97	12,27	11,33	0,68
Ростелеком	3,95	4,12	3,99	-	-	-	7,67	10,38	9,62	1,70
МТС	5,12	4,75	4,85	1,75	1,67	1,65	22,30	8,60	11,19	0,98
Среднее	4,92	4,68	4,72	1,75	1,67	1,65	12,97	11,32	11,16	1,34

Приложение: Рекомендации по рынку акций

Бумага	Тикер	Цена закрытия	Изменение, %			Целевая цена	Upside, %	Рекомендация	MarCap, млн. \$
			за день	за неделю	за год				
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	134,14	-2,09	-0,63	-6,79	185,0	37,9%	Покупать	96 824,0
НОВАТЭК	NVTK	401,82	-0,81	2,87	16,15	415,0	3,3%	Держать	37 199,7
Роснефть	ROSN	232,91	-0,44	0,39	-13,77	280,0	20,2%	Покупать	75 262,9
ЛУКОЙЛ	LKOH	1997,90	-0,01	1,91	-0,56	2640,0	32,1%	Покупать	51 813,4
Газпром нефть	SIBN	145,14	-0,71	-1,76	1,84	160,0	10,2%	Держать	20 982,0
Сургутнефтегаз (ао)	SNGS	27,16	-1,10	1,70	1,17	32,0	17,8%	Держать	29 583,1
Сургутнефтегаз (ап)	SNGSP	24,20	-0,42	5,58	21,50	20,7	-14,5%	Продавать	-
Татнефть (ао)	TATN	201,48	-0,99	2,59	-7,56	210,0	4,2%	Держать	13 384,1
Татнефть (ап)	TATNP	115,95	-0,69	3,26	9,31	115,5	-0,4%	Держать	-
Транснефть (ап)	TRNFP	83928,00	-0,62	-0,56	22,18	-	-	-	-
ADR/GDR (USD)									
Газпром	OGZD LI	8,18	-1,39	-0,24	-13,53	12,0	46,7%	Покупать	96 824,7
НОВАТЭК	NVTK LI	135,70	-0,88	3,59	13,27	129,7	-4,4%	Держать	41 202,7
Роснефть	ROSN LI	7,04	-0,49	-0,14	-20,99	8,6	22,2%	Покупать	74 611,2
ЛУКОЙЛ	LKOD LI	60,95	-0,49	2,18	-7,86	85,8	40,8%	Покупать	51 841,8
Газпромнефть	GAZ LI	22,20	-0,22	-1,51	-4,23	24,6	10,9%	Держать	21 051,4
Сургутнефтегаз	SGGD LI	8,25	-0,06	1,48	-6,25	10,0	21,2%	Покупать	29 473,9
Татнефть	ATAD LI	36,60	-0,54	1,69	-16,00	39,4	7,7%	Держать	13 292,7
Банки									
Сбербанк России (ао)	SBER	98,90	-1,74	0,71	6,44	132,8	34,3%	Покупать	65 095,3
Сбербанк России (ап)	SBERP	80,60	-0,37	0,56	19,69	93,0	15,4%	Держать	-
Банк Возрождение (ао)	VZRZ	444,20	-0,67	0,93	-17,59	-	-	-	321,6
Банк Возрождение (ап)	VZRZP	115,11	-2,87	0,95	-17,40	-	-	-	-
ВТБ	VTBR	0,05	-1,03	1,63	-14,15	0,065	41,2%	Держать	18 197,6
РосБанк	ROSB	45,12	-2,51	3,68	-59,06	-	-	-	2 134,3
Банк Санкт-Петербург	BSPB	42,25	-0,38	1,81	-15,19	-	-	-	566,2
Номос Банк	NMOS	955,00	1,17	-0,16	16,04	-	-	-	3 523,7
ADR/GDR (USD)									
ВТБ	VTBR LI	2,78	-0,29	1,65	-19,74	4,0	44,0%	Покупать	17 995,7
Номос Банк	NMOS LI	15,25	4,45	2,69	12,55	-	-	-	3 690,9
Сбербанк	SBRCY US	11,93	-0,90	0,95	-5,00	12,9	8,1%	Держать	64 393,9
Металлургия									
ГМК Норильский никель	GMKN	5041,00	0,10	0,64	-10,08	7080	40,4%	Покупать	24 322,6
ЧЦЗ	CHZN	113,23	-0,68	-1,37	37,27	-	-	-	187,1
ВСМПО-Ависма	VSMO	7600,00	1,00	-1,94	18,54	-	-	-	2 671,7
Мечел	MTLR	60,20	-1,63	1,86	-70,55	-	-	Пересмотр	764,1
Полюс золото	PLZL	781,80	-0,71	-0,91	-13,38	-	-	-	4 544,1
Северсталь	CHMF	298,00	-0,50	-0,30	-19,31	362,4	21,6%	Покупать	7 611,6
ММК	MAGN	7,36	-2,05	-2,02	-29,32	11,3	53,0%	Покупать	2 506,9
НЛМК	NLMK	51,80	-2,26	0,43	-15,29	60,0	15,8%	Держать	9 465,7
ТМК	TRMK	90,31	0,07	0,31	-1,69	133,0	47,3%	Покупать	2 581,7
Распадская	RASP	26,77	-2,30	2,76	-53,74	119,0	344,5%	Покупать	574,0
Белон	BLNG	2,40	-1,72	-6,91	-59,94	-	-	-	84,1
РусАл	RUALR	96,00	0,65	3,11	-49,96	215,6	124,6%	Покупать	4 447,1
GDR (USD)									
ГМК Норильский никель	MNOD LI	15,43	0,19	0,98	-16,28	23,6	52,9%	Покупать	24 417,3
ЧЦЗ	CHZN LI	3,29	1,35	-1,08	24,30	-	-	-	178,5
Евраз	EVR LN	1,60	-3,35	-3,44	-62,11	4,3	168,1%	Покупать	1 444,6
Северсталь	SVST LI	9,10	-0,44	0,00	-25,23	15,61	71,5%	Покупать	7 623,2
ММК	MMK LI	2,94	-2,36	-2,13	-32,75	4,5	53,4%	Покупать	2 522,9
НЛМК	NLMK LI	15,87	-0,94	1,41	-21,63	27,7	74,5%	Покупать	9 511,3
ТМК	TMKS LI	11,00	0,00	-0,90	-28,15	16,6	50,9%	Покупать	2 578,4
РусАл	486 HK	0,30	0,00	1,75	-52,65	0,72	141,7%	Покупать	4 545,9
Полюс золото	OPYGY US	11,35	0,00	0,00	-23,57	-	-	-	4 327,2
Мечел	MTL US	2,13	-4,05	-0,47	-69,26	-	-	Пересмотр	886,7
Машиностроение									
АвтоВАЗ (ао)	AVAZ	10,80	-0,48	-0,44	-32,07	-	-	-	600,1
АвтоВАЗ (ап)	AVAZP	2,76	-4,37	-5,65	-54,21	-	-	-	-
Группа ГАЗ	GAZA	695,00	1,89	1,74	-48,05	-	-	-	392,5
Камаз	KMAZ	52,97	3,84	-1,91	42,43	64,0	20,8%	Покупать	1 142,2
РКК Энергия	RKKE	3795,00	5,68	0,26	-23,96	-	-	-	130,0
СОЛЛЕРС	SVAV	780,00	1,27	3,64	13,94	800,0	2,6%	-	815,0
Иркут	IRKT	5,41	-0,33	-0,95	-8,73	-	-	-	192,2
ОМЗ	OMZZ	38,76	0,00	-0,67	22,08	-	-	-	342,8
Транспорт									
Аэрофлот	AFLT	73,65	0,68	10,74	64,10	70,1	-4,8%	Держать	2 494,0



Бумага	Тикер	Цена закрытия	Изменение, %			Целевая цена	Upside, %	Рекомендация	MarCap, млн. \$
			за день	за неделю	за год				
Потребительский сектор									
Аптеки 36.6	APTK	18,80	-2,64	-2,08	-41,31	-	-	-	60,2
Верофарм	VRPH	943,10	0,34	0,97	13,20	1440,0	52,7%	Покупать	287,6
Фармстандарт	PHST	1441,80	-1,92	2,07	-11,67	Пересмотр	-	Пересмотр	1 661,4
Группа Разгулай	GRAZ	9,57	-1,14	-1,34	-28,05	-	-	-	55,4
Группа Черкизово	GCHE	569,90	0,90	2,85	5,34	-	-	-	763,9
Дикси	DIXY	412,50	-0,60	-1,33	3,06	623,0	51,0%	Покупать	1 569,0
М.Видео	MVID	288,48	-0,53	1,85	20,06	-	-	-	1 581,2
Магнит	MGNT	8950,00	-1,65	4,43	85,44	8440,0	-5,7%	Держать	25 804,7
Синергия	SYNG	754,90	0,65	-3,85	68,92	640,0	-15,2%	Продавать	574,4
ADR/GDR:									
X5 Retail Group	FIVE LI	16,16	-0,25	-1,16	-9,47	24,6	52,2%	Держать	4 388,6
Магнит	MGNT LI	64,65	-0,23	4,27	61,22	61,4	-5,0%	Продавать	30 567,0
Черкизово	CHE LI	11,55	0,43	4,62	-3,27	-	-	-	761,7
Энергетика									
"Фишки" электр энергетика									
РусГидро	HYDR	0,56	-0,46	-0,59	-24,15	Пересмотр	-	Пересмотр	5 390,6
ФСК ЕЭС	FEES	0,081	-2,73	-4,65	-59,95	0,173	114,6%	Держать	3 114,0
ИНТЕР РАО ЕЭС	IRAO	0,0085	-1,33	-4,21	-65,68	0,0207	142,8%	Держать	2 713,7
Россети	MRKH	0,67	-1,90	-7,95	-65,73	Пересмотр	-	Пересмотр	3 300,4
Оптовая генерация									
ОГК-2	OGKB	0,24	-2,94	0,58	-28,83	-	-	-	821,3
ОГК-4	EONR	2,37	-1,41	0,28	-9,56	-	-	-	4 546,4
ОГК-5	OGKE	1,17	-0,72	1,49	-27,93	2,6	119,3%	Покупать	1 259,3
Территориальная генерация									
ТГК-1	TGKA	0,0063	-2,29	2,42	-7,33	-	-	-	746,0
ТГК-2	TGKB	0,0010	-3,05	4,44	-56,13	-	-	-	43,9
Мосэнерго	MSNG	0,87	-2,90	0,97	-35,03	1,8	107,9%	Покупать	1 049,6
ТГК-4	TGKD	0,002	2,73	5,51	-43,64	-	-	-	127,4
ТГК-5	TGKE	0,0021	3,87	2,32	-40,49	-	-	-	79,5
ТГК-6	TGKF	0,0024	1,74	6,39	-32,14	-	-	-	139,1
Волжская ТГК	VTGK	1,83	3,69	7,99	16,25	-	-	-	1 670,0
ТГК-9	TGKI	0,0031	-0,23	2,78	-7,12	-	-	-	732,4
Кузбассэнерго	KZBE	0,0369	0,03	-9,98	-52,49	-	-	-	79,5
ТГК-14	TGKN	0,0016	0,00	10,71	-0,80	-	-	-	64,2
Межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК)									
Ленэнерго-об.	LSNG	2,46	-2,03	4,63	-62,35	7,690	212,1%	Покупать	85,3
Ленэнерго-пр.	LSNGP	11,00	-0,95	-0,13	-37,50	-	-	-	-
МОЭСК	MSRS	1,26	0,22	8,39	-16,37	1,353	7,2%	Держать	1 875,4
МРСК Сибири	MRKS	0,07	1,45	-1,74	-21,13	0,160	129,5%	Держать	200,9
МРСК Северо-Запада	MRKZ	0,03	0,00	1,35	-55,86	0,084	195,3%	Держать	83,5
МРСК Центра	MRKC	0,22	-2,00	0,89	-64,01	0,969	349,7%	Держать	277,3
МРСК Волги	MRKV	0,02	-0,86	1,82	-69,48	0,131	469,4%	Держать	125,1
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0,07	0,22	6,47	-60,32	0,205	200,1%	Держать	234,5
Новосибирскэнерго	NONG	201,90	-	-4,36	-26,45	-	-	-	73,1
ADR/GDR									
Мосэнерго	AOMD LI	1,40	0,00	1,08	-39,10	-	-	-	1 113,0
РусГидро	HYDR LI	1,64	-1,33	-1,33	-29,04	Пересмотр	-	Пересмотр	5 199,7
ФСК ЕЭС	FEES LI	1,18	0,00	0,00	-60,78	2,7	125,6%	Покупать	3 114,0
Связь, медиа и ИТ									
МТС	MTSS	316,00	-1,56	3,61	28,46	350,0	10,8%	Держать	19 909,8
Ростелеком (ao)	RTKM	109,74	-1,80	3,33	-8,66	150,0	36,7%	Покупать	8 931,2
Ростелеком (ап)	RTKMP	73,52	-1,08	1,27	-18,64	105,0	42,8%	Покупать	-
Мегафон	MFON	1118,70	3,80	7,57	54,73	1198,0	7,1%	Держать	21 147,9
АФК Система	AFKS	41,70	1,99	5,84	64,02	32,5	-22,1%	Продавать	12 269,5
РБК	RBCM	5,52	-2,53	-5,19	-56,20	-	-	-	61,5
ADR/GDR (USD)									
МТС	MBT US	20,05	-1,33	1,16	7,51	21,20	5,7%	Держать	20 715,8
Ростелеком	ROSY US	19,95	0,00	3,96	-18,54	28,20	41,4%	Покупать	8 876,9
АФК Система	SSA LI	29,70	1,68	6,45	47,03	20,00	-32,7%	Продавать	14 330,3
Вымпелком	VIP US	12,08	0,75	2,81	23,10	14,19	17,5%	Держать	21 221,3
СТС Media	CTCM US	12,68	0,96	2,84	62,98	-	-	-	1 974,4
Yandex	YNDX US	38,16	1,98	-6,86	77,16	30,00	-21,4%	Держать	12 434,5
Mail.ru	MAIL LI	39,87	-0,99	-5,07	32,07	-	-	-	8 337,0
Химическая отрасль									
Акрон	AKRN	982,00	0,56	1,77	-29,81	1603,0	63,2%	Покупать	1 213,6
ФосАгро	PHOR	938,00	-0,35	0,75	-24,66	1376,00	46,7%	Покупать	3 703,7
Уралкалий	URKA	164,93	-0,94	-0,34	-29,79	200,0	21,3%	Покупать	14 764,5



Департамент Аналитики

Павел Василиади Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Станислав Савинов Аналитик по макроэкономике	Тел. +7 (495) 781 02 02 vss@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Дмитрий Мещеряков Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 mdv@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 02 02 him@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 pnr@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 04 kim@ufs-federation.com
Антон Басов Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 bav@ufs-federation.com
Александр Миленный Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 vam@ufs-federation.com
Алексей Куш Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 73 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

