



— Мы возвращаем идеи для успеха
на финансовом рынке

Daily

Экономика

Обзор
компаний

Лучшие из худших

2011 год стал 3-им худшим годом за всю новейшую историю российского фондового рынка – индекс РТС снизился на 22% (1998 г. – падение на 85%, 2008 г. – падение на 72%). Естественно, в периоды серьезного снижения рынка в целом, есть отдельные отрасли и эмитенты, которые падают сильнее – это, прежде всего циклические отрасли, чувствительные к темпам экономического роста. Классический пример – горно-металлургическая отрасль, акции которой показали одну из худших динамик за год. Однако 2011 год стал суровым испытанием и для традиционных «защитных» отраслей – таких как электроэнергетика и потребительский сектор, акции которых испытали сильное снижение, прежде всего из-за негативных внутриотраслевых новостей и проблем в корпоративном управлении, усиленных негативным общерыночным фоном.

Мы полагаем, что обвальное падение акций в 2011 году в таких секторах как металлургия, электроэнергетика и потребительский сектор, во многом носит спекулятивный характер и не вполне оправданно фундаментально. Это означает, что даже при незначительном улучшении внешнего фона или появлении положительных корпоративных новостей, отдельные, излишне перепроданные эмитенты, могут вырасти на 50%-100% в течение года. В качестве потенциального улучшения внешнего фона в 2012 г. мы видим, например, такие факторы, как (1) снижение темпов экономического роста в крупнейших экономиках (кроме еврозоны) в меньших масштабах, чем ожидает рынок; (2) некоторого снижения, но сохранения сильного спроса на промышленные металлы и ЖРС; (3) ослабление регуляторного давления на тарифы в электроэнергетике после президентских выборов в марте 2012 г.

Исходя из этих предпосылок, мы отобрали 9 лучших, по нашему мнению, эмитентов среди наиболее упавших акций в 2011 г., в разрезе по отраслям. Мы считаем, что именно эти акции могут существенно обогнать рынок в 2012 г., при условии улучшения общерыночного фона.

Металлургия

Обзор сектора

По результатам 2011 года большая часть акций российского металлургического сектора продемонстрировала динамику хуже рынка. Начиная с 3-го квартала 2011 г. наблюдалось значительное снижение спроса на металлопродукцию, которое было вызвано высокой неопределенностью относительно перспектив развития мировой экономики в 2012 г., а также ожиданиями замедления темпов роста экономики Китая и рецессии в Европе.

Динамика акций сектора за год

Эмитент	Мсар, млн. долл., 30.12.11	Цена на 30.12.10, долл.	Цена на 30.12.11, долл.	Динамика с начала года
Мечел о.	3828	29,23	7,90	-73%
Мечел п.	3828	9,56	3,24	-66%
ММК	4190	1,08	0,37	-65%
НЛМК	11509	4,73	1,92	-59%
РУСАЛ	9598	1,53	0,63	-59%
ТМК	2038	5,00	2,17	-57%
Распадская	2376	7,00	3,04	-57%
Евраз Групп	7489	35,87	16,81	-53%
Челябинский ЦЗ	121	4,41	2,24	-49%
Норильский никель	28114	234,52	147,52	-37%
Северсталь	11041	16,95	10,95	-35%
ВСМПО-АВИСМА	1895	116,86	164,41	41%
Полиметалл	6422	18,53	16,13	-13%
РТС		1770	1345	-22%

Наш выбор в секторе

В 2011 г. более двух третей акций российских металлургов снизились более чем на 50%, при этом индекс РТС потерял только 22%. Лишь две бумаги показали динамику существенно лучше рынка на фоне роста цен на драгоценные металлы (Полиметалл) и сильного спроса на титан со стороны аэрокосмической отрасли (ВСМПО-АВИСМА).

Среди акций, понесших наибольшие потери, мы выбираем бумаги НЛМК, ТМК и привилегированные акции Мечела, которые, на наш взгляд, чрезмерно перепроданы и могут показать опережающий темп роста в металлургическом секторе в 2012 г.

Мечел, привилегированные акции. Привилегированные акции за 2011 г. снизились на 66% в долларовом выражении. Основной причиной падения акций, на наш взгляд, стали два фактора – негативные тенденции в металлургическом секторе и общерыночные факторы, а также ситуация внутри компании.

К тенденциям внутри компании мы относим высокие финансовые риски Мечела. Компания обладает одним из самых высоких уровней долговой нагрузки среди российских металлургических компаний, соотношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец года ожидается в районе 3.6X. В случае

дальнейшего ухудшения ситуации в металлургическом секторе компания одной из первых окажется в крайне затруднительном положении и может столкнуться с проблемами в обслуживании своих долговых обязательств.

Главной инвестиционной идеей в привилегированных акциях Мечела является выплата достаточно высоких дивидендов. Согласно Уставу, компания на привилегированные акции выплачивает 20% от чистой консолидированной прибыли по US GAAP. По нашим оценкам, по результатам 2011 г. будет выплачено \$0,56 на одну привилегированную ADS, что с учетом текущей цены подразумевает доходность более 15%. Помимо высоких дивидендов, мы ожидаем в 2012 году рост (относительно 2-го полугодия 2011 г.) спроса на металлопродукцию, что позитивно скажется на отношении инвесторов к российскому металлургическому сектору и привилегированным акциям Мечела в частности.

НЛМК. Обыкновенные акции компании за 2011 г. снизились на 59% в долларовом выражении. Основной причиной снижения акций компании стало ухудшение ситуации в металлургическом секторе и негативные ожидания на 2012 г.

На наш взгляд, акции НЛМК сильно перепроданы рынком. Компания обладает одной из самых низких финансовых нагрузок в металлургическом секторе, на конец 2011 г. мы ожидаем, что соотношение Чистый долг/ЕБИТДА не превысит 1.2X. В случае ухудшения ситуации на рынке металлопродукции, НЛМК будет одним из наиболее защищенных среди российских металлургов. Несмотря на то, что операционная прибыль без учета амортизации в 2011 г. не будет сильно отличаться от показателя 2010 г., мы ожидаем более чем 33%-й рост по данному показателю в 2012 г. Основным драйвером роста операционной прибыли в следующем году станет рост продаж полуфабрикатов с новой ДП#7, а также запуск завода по производству сортового проката в Калужской области.

ТМК. Обыкновенные акции компании за 2011 г. снизились на 57% в долларовом выражении. Акции компании снизились из-за общерыночных факторов, а также высокого финансового левереджа ТМК (на конец 2011 г. соотношение Чистый долг/ЕБИТДА ожидается 3.3X).

Как и акции НЛМК, акции ТМК, на наш взгляд, сильно перепроданы рынком. В 2011 г. спрос на трубы нефтегазового назначения (основная продукция ТМК) держался на относительно стабильном уровне. Помимо этого нефтяные котировки на текущий момент достаточно стабильны, что позволяет с оптимизмом смотреть на уровень заказов на продукцию ТМК со стороны нефтегазовых компаний в 2012 году. В этой связи мы позитивно смотрим на перспективы ТМК в 2012г.

Эмитент	Мсар, млн. долл., 30.12.11	Net debt, 30.09.11	P/E'12	EV/ЕБИТДА'12	ЕБИТДА'11 (прогноз)	ЕБИТДА'12 (прогноз)	Net income'11 (прогноз)	Net income'12 (прогноз)	Целевая цена, Грандис Капитал	Потенциал роста
Мечел п.	3828	8519	3.6	4.4	2234	2830	775	1092	10.0	179%
НЛМК	11509	2933	5.0	4.1	2324	3133	1348	1720	3.64	69%
ТМК	2038	3612	5.3	4.9	1094	1170	369	388	4.60	78%

Химия

Обзор сектора

В 2011 г. динамика акций химических компаний была одной из лучших среди всех отраслей. На фоне падения индекса РТС на 22% акции крупнейшей компании сектора по капитализации – Уралкалия – практически не изменились в цене, а акции Акрона даже прибавили 12%. Из 13 торгуемых акций, 7 упали, а 6 выросли. Испытавшие наибольшее падение акции – Фосагро и Казаньоргсинтез снизились на 42% каждая. Показавшие максимальный рост в секторе акции Аммофоса и Кемеровского Азота выросли на 49% и 63% соответственно.

Динамика акций сектора за год

Эмитент	Мсар, млн. долл., 30.12.11	Цена на 30.12.10, долл.	Цена на 30.12.11, долл.	Динамика с начала года
ФосАгро	3 187	441,90	256,00	-42%
Казаньоргсинтез	255	0,23	0,14	-42%
Метафракс	165	0,79	0,51	-36%
Сода	469	34,00	23,50	-31%
Апатит	1 892	340,00	247,50	-27%
Нижнекамскнефтехим	1 247	0,75	0,70	-7%
Дорогобуж	468	0,57	0,54	-7%
Уралкалий	22 374	7,22	7,23	0%
Нижнекамскшина	62	0,89	0,95	7%
Акрон	1 983	37,27	41,58	12%
КуйбышевАзот	479	1,45	2,00	38%
Аммофос	1 443	107,50	160,00	49%
Кемеровский Азот	367	15,09	24,67	63%
РТС		1770	1345	-22%

Наш выбор в секторе

ФосАгро. Лишь в июле 2011 г. компания провела IPO, и провела его относительно удачно для эмитента – непосредственно перед началом падения на российском фондовом рынке. Цена первичного размещения составила 420 долл. за акцию или 14 долл. за GDR. Отсутствие рыночной истории и относительно высокая цена размещения сыграли злую шутку с акциями ФосАгро. Из-за низкой ликвидности в этом инструменте и навеса предложения они пострадали больше других. Однако с фундаментальной точки зрения, столь сильное снижение котировок мы считаем неоправданным. Даже с учетом прогнозируемого нами 15% падения EBITDA и 30% падения чистой прибыли ФосАгро в 2012 г., компания остается существенно недооцененной.

Эмитент	Мсар, млн. долл. 30.12.11	Net debt, 30.06.11	P/E' 12	EV/ EBITDA '12	EBITDA'11 (прогноз)	EBITDA'12 (прогноз)	Net income'11 (прогноз)	Net income'12 (прогноз)	целевая цена, консенсус	Потенциал роста
ФосАгро	3 102	619	6,0	3,6	1 229	1 039	739	515	487	95%

Электроэнергетика

Обзор сектора

Динамика акций электроэнергетических компаний в 2011 г. была одной из худших на рынке. Из 35 акций сетевых, генерирующих и вертикально интегрированных электроэнергетических компаний по итогам года выросла лишь одна бумага – Дальневосточная энергетическая компания, акции которой прибавили 3%. Худший результат показали акции МРСК Северного Кавказа и ТГК-2, упавшие на 72% и 71%, соответственно. Среди 10 акций, испытавших наибольшее падение по итогам года, присутствуют в основном 2 группы компаний – распределительные компании и территориальные генерирующие компании, что обусловлено существенным изменением условий РAB-регулирования для МРСК, отсрочкой введения РAB-регулирования для тепловых сетей ТГК, а также общим разочарованием инвесторов от идеи РAB-регулирования в том виде, в каком ее воплощают российские власти.

10 наиболее упавших за год акций электроэнергетических компаний

Эмитент	Мсар, млн. долл., 30.12.11	Цена на 30.12.10, долл.	Цена на 30.12.11, долл.	Динамика с начала года
МРСК Северного Кавказа	48	5,79	1,61	-72,1%
ТГК-2	117	0,00028	0,00008	-70,8%
МРСК Сибири	299	0,01007	0,00334	-66,8%
ТГК-5	248	0,00060	0,00020	-66,6%
МРСК Северо-Запада	244	0,00748	0,00255	-65,9%
МРСК Юга	103	0,00587	0,00208	-64,6%
ТГК-14	68	0,00014	0,00005	-63,7%
ТГК-6	397	0,00056	0,00021	-61,8%
ОГК-2	1 391	0,05889	0,02344	-60,2%
Холдинг МРСК	3 235	0,17641	0,07183	-59,3%
РТС		1770	1345	-22%

Наш выбор в секторе

Холдинг МРСК. Всю глубину падения акций Холдинга в 2011 г. мы связываем с пересмотром ранее утвержденных параметров РAB-регулирования и снижением темпов роста сетевых тарифов с 2-го квартала 2011 г. Несмотря на это, акции Холдинга остаются привлекательным инструментом, поскольку они являются одними из наиболее ликвидных в секторе электроэнергетики, а с ноября 2011 г. акции Холдинга включены в расчет индекса MSCI Russia.

МРСК Северо-Запада. Как и все распределительные компании, МРСК Северо-Запада пострадала от ухудшения параметров РAB-регулирования. Мы полагаем, что фундаментальное качество компании, несмотря на прогнозируемое ухудшение финансовых результатов, существенно превышает текущую рыночную оценку.

ТГК-5. Внушительное снижение акций ТГК-5 (на 67%), мы объясняем общим негативным отношением инвесторов к сектору электроэнергетики, а также неудачными, пока, попытками государства продать блокпакет акций ТГК-5. Тем не менее, фундаментальные показатели компании остаются высокими, а потенциальным драйвером роста стоимости для акционеров ТГК-5 может стать конвертация их акций в акции ТГК-9 в рамках консолидации генерирующих активов КЭС.

Эмитент	Мсар, 30.12.11	Net debt, (послед. опубл.)	P/E'12	EV/ EBITDA '12	EBITDA '11	EBITDA '12	Net income '11	Net income '12	целевая цена, консенсус	Потенциал роста
МРСК Северо-Запада	244	94	4,5	2,0	168	173	55	54	0,0063	188%
ТГК-5	248	558	13,6	14,7	55	55	23	18	0,00063	312%
Холдинг МРСК	3235	3 280	3,7	1,6	4 091	4 169	1 062	878	0,13	181%

Потребительский сектор

Обзор сектора

В 2011 году акции потребительского сектора существенно снизились в цене – в среднем по отрасли на 48%, при том, что РТС упал с начала года на 22%. Единственной подорожавшей акцией оказалось Русское море (+3%) на фоне появления нового стратегического акционера в компании – Геннадия Тимченко. Сильно подешевели акции компаний О'кей (-50%), X5 Retail Group (-51%), Синергия (-70%), Протек (-72%), Росинтер (-83%). В списке наиболее подешевевших акций 2011 года мало случайных компаний. Большая часть тех, кто упал более чем на 50%, пострадали от реализации административных рисков: в результате регулирования цен в фармацевтике, повышения ставок социальных взносов для компаний, введения ускоренного роста акцизов на алкоголь с 2012 года. Кроме того, некоторых инвесторов отпугнула от акций сектора их «перекупленность» к началу года (в 2010 году сектор вырос в среднем на 52% при росте индекса РТС на 23%).

Динамика акций сектора за год

Эмитент	Мсар, млн. долл., 30.12.11	Цена на 30.12.10, долл.	Цена на 30.12.11, долл.	Динамика с начала года
Росинтер	68	23,95	4,18	-83%
Протек	305	2,10	0,58	-72%
Синергия	369	48,40	14,38	-70%
Аптечная сеть 36,6	133	3,31	1,27	-62%
X5 Retail Group	6 203	46,25	22,84	-51%
О'Кей	1 838	13,77	6,85	-50%
Разгуляй	124	1,55	0,79	-49%
Верофарм	284	50,04	28,42	-43%
Фармстандарт	2 043	99,52	54,05	-46%
Черкизово	788	28,55	18,30	-36%
Магнит	7 853	142,82	88,26	-38%

М.Видео	1 018	8,75	5,67	-35%
Дикси	1 145	12,99	9,18	-29%
Русское море	221	2,71	2,78	3%
РТС		1770	1382	-22%

Наш выбор в секторе

Мы выбрали две наиболее подешевевших на рынке компании, которые, по нашему мнению, могут улучшить свои показатели в 2012 году на фоне улучшений на отраслевом и корпоративном уровне.

X5 Retail Group. Компания в 2011 году потеряла больше половины своей стоимости на фоне ухода из компании генерального директора Льва Хасиса и снижения рентабельности сети. Следующий год, на наш взгляд, будет легче для ритейлеров в целом и для X5 в частности. Спрос потребителей поддержат реализуемые накануне выборов президента социальные программы (рост пенсий, зарплат госслужащим, сдерживание инфляции); снижение ставки социальных взносов на 4п.п. (до 30%) для зарплат до 500 тыс. в год может прибавить ритейлерам рентабельности до 0,25п.п. X5 завершила интеграцию «Копейки» и обновила приобретенные магазины в 2011 году, поэтому в 2012 году мы ожидаем рост рентабельности холдинга и соответственно – восстановление котировок X5. Риск вложения в расписки X5 связан с новым менеджментом, которому пока сложно завоевать доверие у инвесторов. По мультипликатору EV/ЕБИТДА 2012 X5 торгуется с 12% дисконтом к Магниту и с 35% дисконтом к аналогам на развивающихся рынках. Когда X5 повысит рентабельность, дисконт сократится. По DCF-оценке потенциал X5 составляет 84% (\$42).

Аптечная сеть 36,6. Фармацевтический сектор сильно пострадал в 2011 году от повышения налогового бремени. Большинство аптек в 2011 году перешли от ЕНВД (налог составляет 15% от налогооблагаемой базы) на обычную систему налогообложения (налог на прибыль (20%), на имущество (2,2%), НДС (12% для фармацевтических продуктов) и страховые взносы (34%)). По словам некоторых участников рынка, налоговые платежи в совокупности увеличились на 5 п.п. от выручки. В 2012 году ситуация немного улучшится: социальные взносы для крупных и средних аптек снизятся на 4 п.п. и составят 30%. В Аптечной сети 36,6 затраты на фонд оплаты труда составляют 17% от выручки (по данным на 2010 год), поэтому сокращение соцвзносов на 4 п.п. будет заметным. Мы ожидаем, что в розничном бизнесе Аптечной сети в 2012 году на фоне облегчения налогового бремени и реализации политики по финансовому оздоровлению рентабельность по ЕБИТДА увеличится с прогнозных 0,2% в 2011 году до 0,7% в 2012 году. В перспективе пяти-семи лет рентабельность может дорасти до 5-9%. Мы рекомендуем «Покупать» Аптечную сеть 36,6 под идею финансового оздоровления компании с целевой ценой \$3,5.

Эмитент	Мсрп, млн. долл., 30.12.11	Net debt (послед. опубли.)	P/E'12	EV/ЕБИТДА'12	ЕБИТДА'11 (прогноз)	ЕБИТДА'12 (прогноз)	Net income'11 (прогноз)	Net income'12 (прогноз)	Целевая цена	Потенциал роста
X5 Retail Group	6203	3452	13,7	7,1	1080,0	1366	280	452	42	84%
Аптечная сеть 36,6	133	330	4,4	6,1	68	76	-568	30	3,5	176%

ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07
www.grandiscapital.ru, info@grandiscapital.ru

Департамент финансовых рынков

Михаил Козаков
Директор Департамента
M.Kozakov@grandiscapital.ru

Антон Макаров
Заместитель директора департамента
A.Makarov@grandiscapital.ru

Аналитический отдел

Денис Барабанов
Начальник отдела
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Тимур Хайруллин, CFA
Заместитель начальника отдела
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Дмитрий Терехов
Старший аналитик
D.Terehov@grandiscapital.ru

Ксения Аношина
Аналитик
K.Anoshina@grandiscapital.ru

Андрей Кучеров
Аналитик
A.Kucherov@grandiscapital.ru

Отдел продаж

Дмитрий Шацкий
Начальник отдела продаж
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

Клиентский отдел

Екатерина Харченко
Начальник отдела
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Инна Булгакова
Специалист
I.Bulgakova@grandiscapital.ru

Отдел биржевых операций

Максим Берсенеv
Начальник отдела
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан
Старший трейдер
M.Kan@grandiscapital.ru

Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов
Начальник отдела
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоуов
Управляющий активами
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности
Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами
Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности
Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности
Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

© 2012 Грандис Капитал. Все права защищены.

Предупреждение о риске возникновения убытков. Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и долговые инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржи).

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК «Грандис Капитал» считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Грандис Капитал» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.