

Итоги 2014

Уходящий год был непростым для фондового рынка. За период с начала года по 15.12.14 индекс РТС понизился на 50%, курс доллара к рублю вырос почти в два раза. Соотношение количества акций, которые за период с января по ноябрь включительно подорожали на Московской бирже (в рублях), к количеству подешевевших бумаг, по нашим оценкам, составляет примерно один к двум (без учета привилегированных акций). Список бумаг, цена которых за тот же период увеличилась в долларовом выражении, настолько невелик, что мы приводим его полностью (в расчетах доходности в последнем столбце мы учли дивиденды, которые акционеры каждой из компаний получали в течение рассматриваемого периода, в список не вошли некоторые низколиквидные бумаги с малым количеством сделок и низким объемом торгов в течение года):

2014г. – лидеры роста

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Изм. цены в руб.	Изм. цены в \$	Доходность в \$ с учетом див.
Группа ПИК	PIKK	2376	149%	65%	69%
Тантал	TANL	8.68	128%	51%	51%
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS	659	109%	39%	39%
Белон	BLNG	120.9	106%	37%	37%
ГК Русское море	RSEA	103.1	89%	25%	25%
ФосАгро	PHOR	4254	71%	14%	17%
ММК	MAGN	2819	69%	12%	12%
Челябинский цинк	CHZN	223.5	68%	12%	12%
ГМК Норникель	GMKN	28215	63%	9%	12%
Северсталь	CHMF	7701	59%	6%	8%

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА» (данные по состоянию на 28.11.14)

Остановимся вкратце на факторах, оказавших влияние на динамику цен акций компаний из списка лидеров.

Несколько факторов могли способствовать росту капитализации девелоперской Группы ПИК (PIKK). Среди них – ожидания роста спроса на недвижимость на фоне ослабления рубля, изменение дивидендной политики (группа ПИК впервые объявила дивиденды из прибыли прошлых лет, реестр закрыт по состоянию на 05.11.14) и стратегия развития, обновленная после смены собственника (доля С. Керимова ранее была продана А. Мамуту и С. Гордееву). Новая стратегия предполагает рост чистой прибыли в два раза в течение трех лет во многом за счет оптимизации издержек.

Рост по бумагам Тантала (TANL), объединяющего несколько предприятий отрасли приборостроения (в том числе, оборонного назначения) отчасти объясняется невысокой ликвидностью (доля акций в свободном обращении не превышает 5%), отчасти – снижением цены акций в течение 2013 года.

Ярославнефтеоргсинтез (JNOS) постепенно увеличивает производственные мощности и повышает уровень качества продукции по мере реализации программы модернизации, финансируемой материнской компанией, Славнефтью. Перспективы повышения выручки и улучшения показателей рентабельности в результате модернизации объясняют интерес инвесторов к бумагам компании.

Металлургический сектор, к которому относятся ММК (MAGN), Челябинский цинк (CHZN), ГМК Норникель (GMKN) и Северсталь (CHMF), пользовался спросом из-за своих «защитных» свойств в условиях девальвации рубля. В то время как условия на товарных рынках для, например, нефтегазовых компаний оказались не самыми благоприятными, для металлургических компаний внешние факторы способствовали росту валютной выручки (так, на Лондонской бирже металлов, LME, цены на никель за рассматриваемый период выросли на 17%, на сталь – на 69%). С благоприятной ситуацией в секторе черной металлургии косвенно связан и рост по бумагам Белона (BLNG) – в планы материнской компании Белона, ММК (MAGN), входят увеличение добычи угля на Белоне почти в два раза к 2020 году и инвестиции в размере 50 млрд. руб. в угольную компанию в течение ближайших 8-10 лет. Однако ММК, предположительно, контролирует не менее

95% акций Белона, что для миноритариев последнего подразумевает риски принудительного выкупа.

Интерес инвесторов к бумагам группы компаний *Русское море (RSEA)* начал восстанавливаться после введения ограничений на ввоз в Россию зарубежной продукции (в том числе, европейской рыбы). Участники рынка ожидают, что санкции позволят группе укрепить свои позиции на внутреннем рынке и увеличить выручку (до введения санкций доля зарубежной рыбы на российском рынке, по некоторым оценкам, составляла примерно 40%). Кроме того, была утверждена госпрограмма развития рыбной отрасли, которая предусматривает инвестиции на поддержку рыбоводства в размере 25.7 млрд. руб. до 2020 года.

Санкции в отношении западных продуктов предполагают ускорение развития отечественного сельского хозяйства и, как следствие, увеличение спроса на продукцию холдинга *ФосАгро (PHOR)*, который специализируется на фосфорных удобрениях и ориентируется в основном на внутренний рынок. Инвесторов также привлекает дивидендная политика компании (совет директоров рекомендовал выплату промежуточных дивидендов по итогам 9 мес. 2014 года в размере 20 руб. на акцию, закрытие реестра предполагается 11.01.2015, ранее были выплачены дивиденды по итогам полугодия в размере 25 руб. на акцию) и повышение эффективности бизнеса – рентабельность по EBITDA за девять месяцев 2014 года повысилась до 30% с 26% за аналогичный период прошлого года.

Список бумаг, заметно подешевевших за рассматриваемый нами период (январь-ноябрь 2014г.), значительно шире списка подорожавших. Здесь мы приводим лишь десять акций, по которым было зафиксировано наиболее заметное снижение (исключая отдельные низколиквидные бумаги с малым количеством сделок и низким объемом торгов в течение года).

2014г. – лидеры падения

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Изм. цены в руб.	Изм. цены в \$	Доходность в \$ с учетом див.
Соллерс	SVAV	283.3	-52%	-68%	-64%
Аэрофлот	AFLT	938	-50%	-67%	-65%
Красный Октябрь	KROT	22.1	-51%	-67%	-67%
Группа ГАЗ	GAZA	149.8	-53%	-69%	-69%
Южный Кузбасс	UKUZ	437.2	-53%	-69%	-69%
Армада	ARMD	16.7	-64%	-76%	-76%
ЮТэйр	UTAR	98.0	-65%	-77%	-77%
Мечел	MTLR	190.2	-66%	-77%	-77%
АФК Система	AFKS	2508	-71%	-81%	-78%

Источники: *Bloomberg*, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА» (данные по состоянию на 28.11.14)

Динамика цены акций компании *Соллерс (SVAV)* и *Группы ГАЗ (GAZA)* отражает развитие ситуации на российском рынке автомобилей. По данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), продажи легковых и легких коммерческих автомобилей в РФ за январь-ноябрь сократились на 11.6% (в штуках). Впрочем, АЕБ отмечает восстановление спроса в ноябре, что может объясняться девальвацией рубля (покупатели ожидают роста цен на автомобили). Спад на автомобильном рынке сказывается на финансовых показателях компаний: выручка *Соллерс (МСФО)* за первое полугодие 2014 года сократилась почти на 24% (в долларах США) год-к-году, чистая прибыль – почти в восемь раз, *Группа ГАЗ* сообщила об убытке (МСФО) по итогам полугодия в размере \$39 млн.

Аэрофлот (AFLT) получил чистый убыток по МСФО за девять месяцев 2014 года в размере более \$100 млн., что во многом объясняется девальвацией рубля (с корректировкой на убытки по курсовой разнице компания получила прибыль). На «охлаждение» интереса инвесторов к бумагам крупнейшего российского авиаперевозчика повлияли проблемы в отрасли туристической, а также ожидаемое сокращение реальных располагаемых доходов населения – оба явления предполагают возможность сокращения активности в секторе международных пассажирских авиаперевозок. Кроме того, участники рынка, по всей вероятности, пока не готовы оценить успешность проекта бюджетного перевозчика («Победа»), введенного в действие *Аэрофлотом* осенью текущего года.

Авиакомпания *ЮТэйр (UTAR)* оказалась более чувствительной к ухудшению положения в секторе авиаперевозок. Компания допустила технический дефолт по нескольким выплатам по облигациям, в отношении *ЮТэйр* были поданы иски о банкротстве.

Красный Октябрь (KROT) сократил выручку по итогам девяти месяцев текущего года более чем на 20% (в долларовом выражении) год-к-году и получил чистый убыток в размере \$4.9 млн. (аналогичный период предыдущего года был прибыльным). Снижение выручки может быть

связано с изменениями в структуре «потребительской корзины» на фоне экономической неопределенности. Одновременно увеличились издержки компании из-за роста цен на импорт (какао-продукты, орехи). Динамика цен акций Красного Октября отражает ухудшение финансовых показателей компании.

Падение цены акций *Мечела (MTLR)* объясняется ухудшением финансовой устойчивости компании – Мечел ищет возможности реструктуризации долга (чистый долг по состоянию на 30.09.14 составлял \$7.8 млрд.), но переговоры с кредиторами идут напряженно. Вслед за акциями Мечела подешевели и бумаги его дочерних компаний, включая *Южный Кузбасс (UKUZ)*. В отношении акций последнего инвесторы вынуждены учитывать риски принудительного выкупа, поскольку доля акций Южного Кузбасса в свободном обращении составляет менее 4%.

Негативное влияние на динамику цены акций компании *Армада (ARMD)* оказал корпоративный конфликт (между группами акционеров), в ходе которого произошла смена менеджмента (совета директоров и генерального директора). Уже в первом полугодии корпоративный конфликт привел к падению чистой прибыли по международным стандартам на 96% (в долларовом выражении) год-к-году, но основной негативный эффект, по всей вероятности, будет отражен в отчетности за второе полугодие.

Акции *АФК Система (AFKS)* подешевели на фоне судебного решения о возврате пакета акций Башнефти (BANE), ранее принадлежащего корпорации, в госсобственность. Участники рынка закладывают в цену акций АФК Система не только сокращение активов, но и риски, связанные с судебным процессом – капитализация корпорации за период с января по ноябрь включительно упала более чем на \$10 млрд., в то время как рыночная капитализация пакета акций Башнефти (BANE), находившегося в собственности АФК Система, на начало года составляла менее \$7 млрд.

Перспективы 2015

Прогнозы (как официальные, так и независимых организаций) в отношении российской экономики на ближайший год выглядят пессимистично. Так, прогноз Минэкономразвития предполагает сокращение ВВП РФ на 0.8% в 2015 году, прогноз ЦБ РФ не предполагает изменения ВВП в базовом сценарии и допускает сокращение на 4.6% в «стрессовом» сценарии. Всемирный Банк прогнозирует снижение ВВП РФ на 0.7% в 2015 году. Отток капитала из экономики, ухудшение условий кредитования для российских компаний и возможное сокращение внутреннего спроса (за счет уменьшения реальных располагаемых доходов населения) формируют пессимистичные ожидания в отношении динамики корпоративной прибыли. Тем не менее, консенсус-прогноз Bloomberg предполагает рост прибыли отдельных компаний. Оставляя за скобками вопрос о вероятности реализации консенсус-прогнозов, мы приводим два списка компаний: с ожидаемым ростом чистой прибыли за 2015 год более чем на 20% (в долларах США) по отношению к прибыли за прошедшие 12 месяцев и с ожидаемой чистой прибылью за 2015 год против убытка за прошедшие 12 месяцев. Кроме того, мы приводим прогноз дивидендной доходности (по состоянию на закрытие 28.11.14) на 2014 и 2015 годы, построенный исходя из прогнозируемой чистой прибыли и дивидендной политики компаний (доходность на 2014 год рассчитана за вычетом промежуточных дивидендов, по которым уже состоялось закрытие реестра акционеров).

При формировании инвестиционного портфеля на ближайший год мы рекомендуем отдавать предпочтение бумагам тех компаний, которые не обременены высокой долговой нагрузкой (соотношение чистого долга к EBITDA ниже 3.0) и частично защищены от «шока девальвации» либо за счет валютной выручки, либо за счет способности переложить бремя инфляции на потребителей. Мы составили список компаний, удовлетворяющих заданным критериям, исключив из него Башнефть из-за неопределенности, связанной с возвратом пакета акций компании в госсобственность.

Приведенные списки не подразумевают каких-либо рекомендаций и приведены в справочных целях – их можно использовать в качестве «отправной точки» для дальнейшего анализа.

2015г. – ожидаемый рост прибыли

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Ож. рост чистой прибыли	Ож. див. дох. 2014 *	Ож. див. дох. 2015
НЛМК	NLMK	7321	306%	1.2%	3.1%
ФосАгро	PHOR	4254	242%	0.0%	5.1%
Верофарм	VRPH	244.6	214%	0.0%	0.0%
ТМК	TRMK	1216	172%	0.0%	5.1%
ГМК Норникель	GMKN	28215	135%	8.6%	9.4%
Кузбасская топливная компания	KBTK	135.4	113%	2.7%	5.7%
Алроса	ALRS	7070	90%	3.0%	5.6%
Мостотрест	MSTT	430.7	89%	3.8%	7.3%
Группа ГАЗ	GAZA	149.8	61%	0.0%	0.0%
Волжская ТГК	VTGK	655.2	57%	0.0%	0.0%
Лукойл	LKOH	39404	55%	2.6%	3.4%
МРСК Центра	MRKC	218.9	26%	7.3%	9.2%

* - за вычетом промежуточных дивидендов

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА» (данные по состоянию на 28.11.14)

2015г. – ожидаемый переход от убытка к чистой прибыли

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Ож. чистая прибыль 2015, \$млн.	Убыток за прошедшие 12 мес., \$ млн.	Ож. див. дох. 2015
Аэрофлот	AFLT	938.0	249.6	-102.7	6.7%
ММК	MAGN	2819	332.6	-2033	0.0%
АвтоВАЗ	AVAZ	386.1	51.1	-287.4	0.0%
ТГК-2	TGKB	24.2	39.7	-61.4	0.0%
Квадра	TGKD	110.6	26.2	-30.2	0.0%
Квадра (ап)	TGKDP				8.7%
Северсталь	CHMF	7701	920.1	-881.4	5.0%
Ашинский метзавод	AMEZ	50.4	9.6	-7.4	0.0%
Аптечная сеть 36.6	APTK	30.0	54.8	-37.3	0.0%
НМТП	NMTP	638.5	334.3	-205.2	9.0%
ДВМП	FESH	178.4	98.6	-17.0	0.0%
Камаз	KMAZ	426.1	126.1	-1.8	1.4%

* - за вычетом промежуточных дивидендов

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА» (данные по состоянию на 28.11.14)

Возможные претенденты на место в инвестиционном портфеле

Компания	Тикер	МСар, \$ млн.	Падение цены с начала года в \$	Чистый долг, \$ млн.	Чистый долг к ЕБИТДА
Роснефть	ROSN	50078	38%	24548	1.8
Сургутнефтегаз	SNGS	21089	31%	-1357	-0.2
МТС	MTSS	10485	49%	4590	0.9
Уралкалий	URKA	7882	49%	3909	2.5
Аэрофлот	AFLT	938	67%	-415	-0.5
Соллерс	SVAV	283	68%	186	1.1
Лензолото	LNZL	106	45%	-37	-3.5

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ИФ «ОЛМА» (данные по состоянию на 28.11.14)

Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Управление торговых операций

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Антон Коновалов
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1231
E-mail: konovalov@olma.ru

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев, CFA
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

© 2014 Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ “ОЛМА”. Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ “ОЛМА” ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ “ОЛМА” не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ “ОЛМА”, ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ “ОЛМА”, ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ “ОЛМА”.