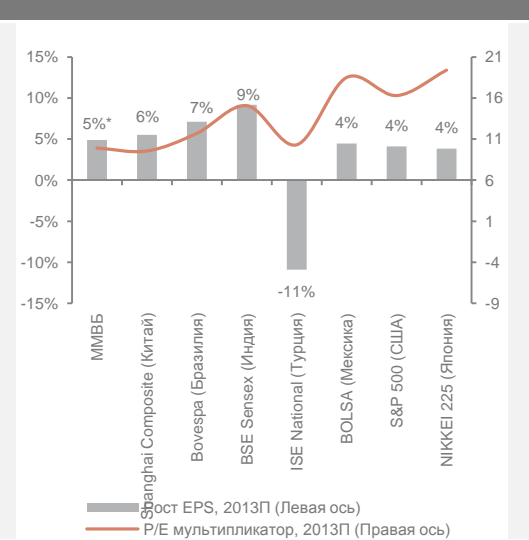
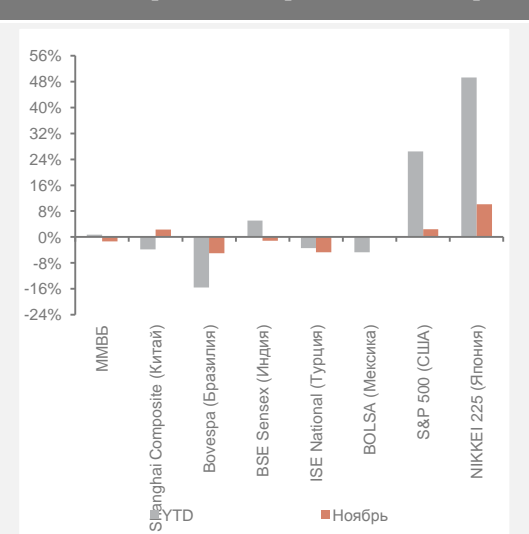


## Тактика – Декабрь 2013 г.: Переоценка российского рынка может продолжиться в декабре

**Р/Е и рост EPS (2013)**

**Динамика фондовых рынков в ноябре**

**В фокусе**

Алроса  
 ВТБ  
 Протек  
 Уралкалий  
 ФосАгро  
 Э.ОН Россия

**Фактор «Йеллен», скорее всего, продолжит оказывать поддержку рынкам.** Новость о том, что г-жа Йеллен была номинирована на место г-на Бернанке в качестве председателя ФРС, вызвала ралли на мировых рынках в прошлом октябре. В ноябре этот же фактор сработал еще раз во время слушаний в Конгрессе о выдвижении г-жи Йеллен, когда она заявила о своей решимости продолжить программу количественного смягчения до появления признаков значительных улучшений на рынке труда США. Она также отметила, что при рассмотрении «традиционных мер, таких как мультипликатор цена-прибыль» не видит ничего такого «что способствовало бы возникновению мыльного пузыря на рынке», что, конечно, способно пролить бальзам на душу игроков, играющих на повышение.

**Неожиданное снижение основной процентной ставки ЕЦБ в ноябре также способствовало улучшению настроения глобальных инвесторов.** Ожидается, что в декабре Еврозона останется источником хороших новостей для рынков. 10 ноября ЕЦБ объявил о снижении своей базовой процентной ставки на 0,25 б.п., доведя ее до опасной близости к нулевому уровню. Решение было вызвано опасением дефляции. Цены в странах еврозоны повысились всего на 0,7% в течение первых девяти месяцев 2013 года, что не превышает даже половины от целевого уровня инфляции в 2%, установленного банком. Неожиданное понижение ключевой ставки является шагом в направлении "более дешевых" денег, то есть, цены на активы должны вырасти. Тем временем продолжается восстановление экономики в еврозоне как в сегменте услуг, так и в секторе промышленного производства.

**Тем временем экономика Китая продолжает ускоряться, повышая перспективы мирового экономического роста и роста корпоративных прибылей.** Экономический рост в Китае ускорился в 3-м квартале 2013 года. Экономика выросла на 7,8 % год к году за квартал, благодаря сочетанию государственного стимулирования и мягкой денежно-кредитной политики. Экономические данные за октябрь и ноябрь свидетельствуют о дальнейшем ускорении экономического роста в Китае, отчасти благодаря восстановлению экономики в Еврозоне, которая является крупнейшим торговым партнером Китая.

**Российская экономика вернулась к росту в октябре...** Министерство экономического развития РФ сообщило, что после двух месяцев снижения российский ВВП вырос на 0,3 % месяц к месяцу в октябре. Увеличение было вызвано позитивной динамикой в сельскохозяйственном секторе, строительстве, розничной торговле и сегменте розничных услуг. Министерство отметило, что инвестиции выросли в октябре после снижения в течение 3-го кв. 2013 года.

**Положительные результаты за октябрь являются обнадеживающим фактором, но вряд ли способны существенно ускорить вялый рост экономики в настоящее время.** За первые девять месяцев этого года российская экономика выросла всего на 1,5 % год к году из-за низкого уровня инвестиций и оттока капитала. Оба фактора, как ожидается, останутся в силе, но негативный эффект будет ослабевать.

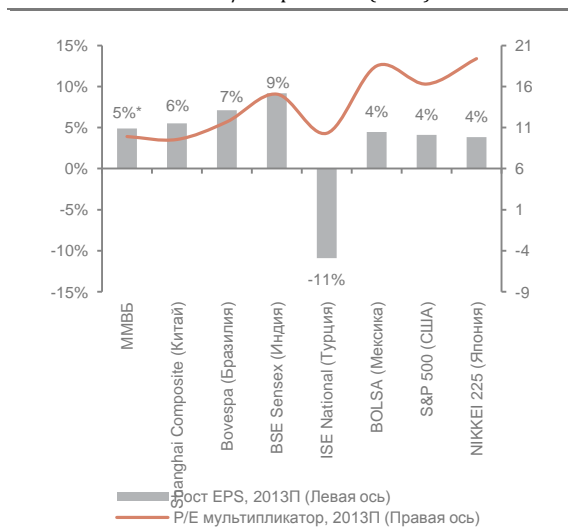
## Российский фондовый рынок

**Переоценка российского рынка может продолжиться в декабре...** Мы ожидаем продолжение роста глобального аппетита к риску в декабре и как результат, переоценку российского фондового рынка в этот период, благодаря сочетанию низкой инфляции, солидному росту прибыли компаний и повышению мирового спроса.

Мы отмечаем, что прибыли российских компаний остаются на высоком уровне, несмотря на замедление внутреннего роста. Это связано с природой экономического спада, вызванного уменьшением правительственных затрат и сокращением инвестиций со стороны государственных предприятий.

Российский рынок акции продолжает оставаться одним из наиболее привлекательных для глобальных инвесторов с точки зрения прироста стоимости, даже с учетом конкретных суверенных рисков.

**Рис. 1. P/E и рост EPS (2013)**



\* За вычетом нефтегазового сектора

Источник: Bloomberg, оценки ИК «ФИНАМ»

## Экономика

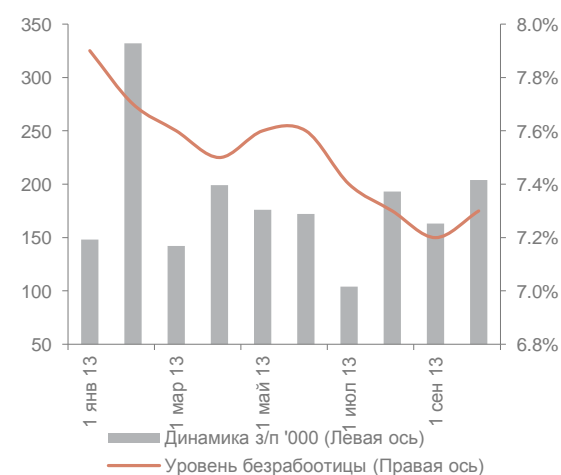
### Глобальная экономика

#### США

**Фактор «Йеллен», скорее всего, продолжит оказывать поддержку рынкам.** Новость о том, что г-жа Йеллен была номинирована на место г-на Бернанке в качестве председателя ФРС, вызвала ралли на мировых рынках в прошлом октябре. В следующем месяце тот же фактор сработал еще раз во время слушаний в Конгрессе о выдвижении г-жи Йеллен, когда она заявила о своей решимости продолжить программу количественного смягчения до появления признаков значительных улучшений на рынке труда США. Она также отметила, что при рассмотрении «традиционных мер, таких как коэффициент цена-прибыль» не видит ничего такого "что бы способствовало возникновению «мыльного» пузыря на рынке, что, конечно, способно пролить бальзам на душу игроков, играющих на повышение.

**По существу, данные по рынку занятости являются ключом к продолжению программы количественного смягчения и росту цен на активы...** Данные по количеству рабочих мест в США за октябрь оказались намного сильнее ожиданий. Количество рабочих мест увеличилось за месяц на 204 тыс., против ожиданий рынка на уровне 120 тыс. Цифры за сентябрь также были пересмотрены в сторону повышения с первоначальных 148 тыс. до 163 тыс. Сильные результаты за октябрь стали неожиданностью, поскольку в течение этого месяца правительство временно не работало в течение 16 дней, и стране едва удалось избежать кризиса погашения долговых обязательств.

Рис. 2. Рынок труда США

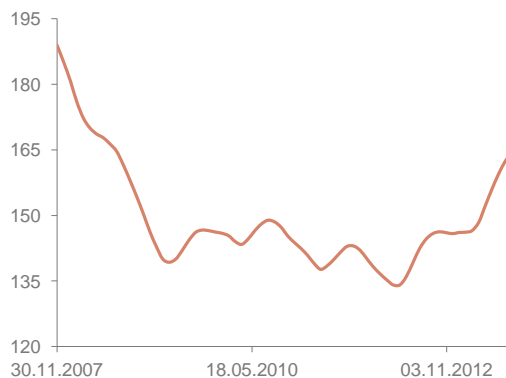


Источник: Министерство труда США

**Важным фактором, влияющим на решение ФРС о сокращении программы, является продолжающаяся дискуссия о бюджете Вашингтона и переговоры о потолке госдолга.** Чем медленнее идут переговоры, тем меньше остается шансов, что программа количественного смягчения ФРС может быть сокращена в ближайшее время. Стоит отметить, что достигнутый в последнюю минуту компромисс в октябре в отношении бюджета и потолка госдолга явился только краткосрочным решением. По существу, потолок госдолга было временно заморожен до 7 февраля, а уровень правительственных расходов был утвержден только до 15 января 2014 года. Переговоры между демократами и республиканцами в поисках долгосрочного решения этих вопросов начались в середине ноября и должны завершиться к 13 декабря, что, по сути, означает еще один крайний срок, в который, по мнению многих экспертов, будет очень непросто уложиться.

**Тем временем, рынок жилья США продолжает способствовать повышению доверия потребителей и расходов...** Рынок жилья - другой бывший «виновник всех бед» - также демонстрирует уверенные признаки восстановления, подпитывая рост доверия потребителей и расходов. Цены на жилье в США показывают рост в течение более года, но еще не приблизились к пиковым уровням 2007 года.

**Рис. 3.** Индекс цен на жилье S&P/CaseShiller



Источник: Bloomberg

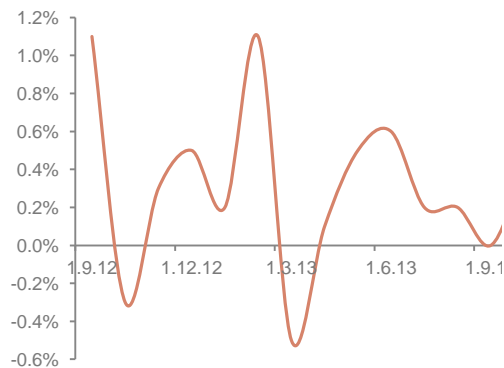
Прирост стоимости жилья способствовал росту доверия потребителей, и, как следствие, привел к готовности потребителей тратить больше. Заметим, что на потребительские расходы в США приходится более 70% экономики.

**Рис. 4.** Индекс потребительского доверия



Источник: Bloomberg

**Рис. 5.** Розничные продажи, м/м



Источник: Министерство торговли США

## Европа

**Неожиданное снижение основной процентной ставки ЕЦБ в ноябре стало еще одной причиной для улучшения настроений глобальных инвесторов. Ожидается, что в декабре Еврозона останется источником хороших новостей для рынков.** 10 ноября ЕЦБ объявил о снижении своей базовой процентной ставки на 0,25%, доведя ее до опасной близости к нулевому уровню. Решение было вызвано опасением дефляции. Цены в странах еврозоны повысились всего на 0,7% в течение первых девяти месяцев 2013 года, что не превышает даже половины от целевого уровня инфляции в 2%, установленного банком. Сокращение ставки является шагом в направлении более дешевых денег, то есть, цены на активы должны вырасти. Цены акций и облигаций выросли на новостях, а курс евро понизился.

Тем временем, с ростом деловой активности продолжается восстановление экономики в Еврозоне как в сегменте услуг, так и в секторе промышленного производства.

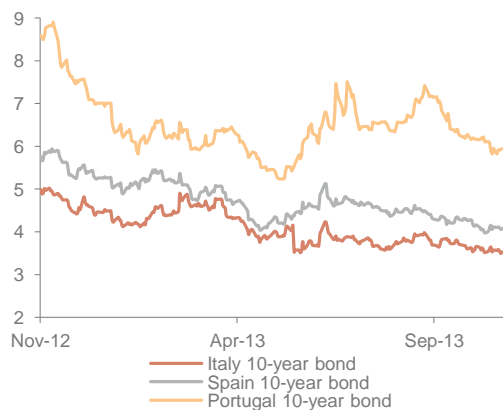
Рис. 6. Индексы PMI Еврозоны



Источник: Bloomberg

Доходность по суверенным долгам в проблемных странах Еврозоны продолжала снижаться в ноябре. Доходность по государственным облигациям Испании и Италии упала до самого низкого уровня за последние три года.

Рис. 7. Динамика цен суверенных облигаций Еврозоны



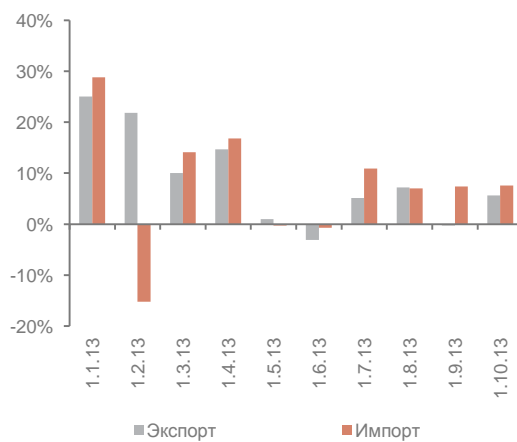
Источник: Bloomberg

## Китай

Реформы, объявленные Китаем, оказались важным событием для рынков. По всей видимости, положительное влияние этого события будет ощущаться на рынке на протяжении большей части декабря. Третий пленум коммунистической партии Китая, который является основным форумом, определяющим политику страны, представил план радикальных экономических и социальных реформ, призванные обеспечить устойчивый экономический рост и отреагировать на текущие дисбалансы в экономике. Все объявленные меры направлены на построение более рыночно-ориентированной экономики.

Тем временем экономика Китая продолжает ускоряться, повышая перспективы мирового экономического роста и увеличения корпоративных прибылей. Экономический рост в Китае ускорился в 3-м квартале 2013 года. Экономика выросла на 7,8 % год к году за квартал, благодаря сочетанию государственного стимулирования и адаптивной денежно-кредитной политики. Экономические данные за октябрь и ноябрь свидетельствуют о дальнейшем ускорении экономического роста в Китае, отчасти благодаря восстановлению экономики в Еврозоне, которая является крупнейшим торговым партнером Китая.

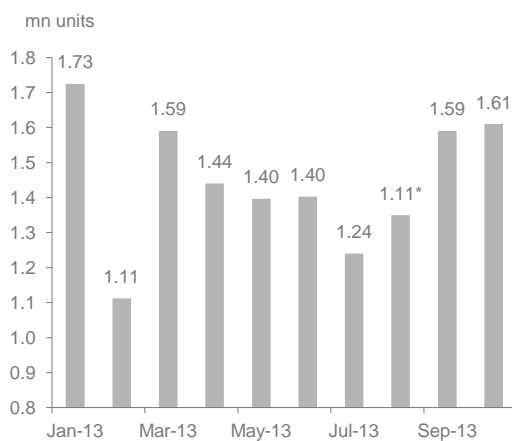
**Рис. 8.** Внешняя торговля КНР



Источник: HSBC, Государственное Статистическое Управление Китая

Внутренний спрос также продолжает улучшаться. Продажи автомобилей находятся на исторически высоких уровнях, и нет никаких признаков замедления продаж по сравнению с прошлым годом.

**Рис. 9.** Продажи новых автомобилей в Китае



Источник: Автомобильная информационная сеть Китая

Вперед-смотрящие индикаторы указывают на рост экономической активности и высокую вероятность того, что достигнутый темп роста в 7,8% сохранится в последнем квартале года.

### Российская экономика

**Российская экономика вернулась к росту в октябре.** Министерство экономического развития России сообщило, что после двух месяцев снижения российский ВВП вырос на 0,3 % месяц к месяцу в октябре. Увеличение было вызвано позитивной динамикой в сельскохозяйственном секторе, строительстве, розничной торговле и сегменте розничных услуг. Министерство отметило, что инвестиции выросли в октябре после снижения в течение 3-го кв. 2013 года.

Положительные результаты за октябрь являются обнадеживающим фактором, но вряд ли способны существенно ускорить вялый рост экономики в настоящее время. За первые девять месяцев этого года российская экономика выросла всего на 1,5 % год к году из-за низкого уровня инвестиций и оттока капитала. Оба фактора, как ожидается, останутся в силе, но негативный эффект будет ослабевать.

**Таблица 1.** Основные макроэкономические показатели

	Май13	Июнь13	Июль 13	Авг13	Сент13	Окт13
Индекс потребительский цен, с начала года	7,20%	6,90%	6,50%	6,50%	6,10%	6,30%
Денежная масса (M2), месяц к месяцу	0,9%	1,50%	0,80%	0,20%	-0,50%	-
Среднемесячная номинальная заработная плата, тыс. руб.	30	30	30,37	29,02	29,81	29,6
Изменения в реальной заработной плате,	5,70%	6,00%	6,60%	5,90%	8,20%	4,10%
Уровень безработицы	5,20%	5,40%	5,30%	5,20%	5,30%	5,50%
Промышленное производство, г/г	-1,40%	0,10%	-0,70%	0,10%	0,30%	-0,10%
Капиталовложения предприятий, г/г	0,40%	-3,70%	2,50%	-3,90%	-1,60%	-1,90%
Корпоративные кредиты, м/м	0,70%	1,40%	2,00%	1,50%	1,00%	1,40%
Частные кредиты, м/м	2,70%	2,70%	2,80%	2,50%	1,40%	2,30%
Розничные продажи, г/г	2,90%	3,50%	4,30%	4,00%	3,00%	3,50%
Продажи автомобилей, г/г	-12%	-11%	-8%	-10%	-5%	-8%
Железнодорожный грузооборот, г/г	-1,20%	-4,30%	-2,40%	-1,80%	-1,30%	1,70%
Изменения в потреблении электричества, г/г	0,90%	0,40%	-0,20%	-0,90%	2,00%	2,70%

Источник: Росстат, ЦБР, Российские Железные Дороги, АЕБ, АИЖК

## В фокусе

### Горно-металлургический сектор

#### **Алроса (ALRS; справедливая цена: \$1.47; потенциал роста: 38%)**

*Капитализация - \$7 759 млн.; EV - \$11 673 млн., P/E 2013 - 7,2; EV/EBITDA (скорректированный на продажу газовых активов) 2013-4,8; Free float -25,1%*

5 декабря АЛРОСА должна объявить финансовые результаты за 3-й кв. 2013 года по МСФО. Мы ожидаем сильные результаты на фоне представленных компанией положительных операционных результатов и высоких цен на алмазное сырье. Кроме того, компания объявила о своей новой дивидендной политике, которая подразумевает выплату 35% прибыли в виде дивидендов по итогам деятельности в 2013 году. С учетом текущих цен мы оцениваем доходность по дивидендам Алросы за 2013 год на уровне 5%,

### Потребительский сектор

#### **Протек (PRTK; справедливая цена: \$1,94; потенциал роста: 55%)**

*Капитализация - \$623 млн.; EV - \$487 млн., P/E 2013 - 7,7; EV/EBITDA 2013-3,7; Free float -25%*

В потребительском секторе мы отдаем предпочтение компании Протек, которая обладает сильной инвестиционной привлекательностью и возглавляет рейтинг национальных дистрибьюторов фармацевтической продукции по объему валового выручки и импорта. Мы отмечаем приверженность компании к увеличению доходов для своих акционеров: 22 ноября 2013 года акционеры Протек утвердили выплату промежуточных дивидендов за 2-3 кв. в размере 648 млн. рублей, или 1,23 рубля за акцию. Учитывая, что компания выплатила 4,62 руб на акцию за 1-й кв. 2013 г., общий объем промежуточных дивидендов за 2013 год достиг 5,85 руб. за акцию по сравнению с 1,71 руб., выплаченными компанией за 2012 год.

### Финансовый сектор

#### **ВТБ (VTBR; без рекомендации)**

*Капитализация - \$18 465 млн.; P/E 2013 - 7,9; P/BV - 0,7; Free float -39%*

После того, как Сбербанк представил превысившие ожидания аналитиков результаты за 3-й квартал 2013 года, инвесторы с нетерпением ожидают публикации отчетности ВТБ по МСФО. Мы прогнозируем сильный рост основной выручки, улучшение контроля над затратами и положительный доход от операций на рынке. Хотя сам отчет (запланированный на первую декаду декабря) вряд ли изменит отношение глобальных инвесторов к компании, он может привести к сильному краткосрочному росту котировок акций компании. Кроме того, мы отмечаем, что вес ВТБ в индексе MSCI Russia почти удвоился в ноябре с 1,91% до 3,02% после квартальной перебалансировки индикатора. Несмотря на то, что новые веса компаний в индексе вступили в силу с 27 ноября, можно ожидать в декабре отложенный спрос на акции компании, связанный с вышеуказанными изменениями.

### Химический сектор

#### **Уралкалий (URKA; без рекомендации)**

*Капитализация - \$14 538 млн.; EV - \$17 327 млн., P/E 2013 - 14,1; EV/EBITDA 2013-9,1; Free float -20%*

Уралкалий переходит к новой структуре собственности. В то время как 21,75% Сулеймана Керимова перешли к ОНЭКСИМ Михаила Прохорова, Уралхим Дмитрия Мазепина, по слухам, ищет возможность приобрести еще 20% в компании. Мы считаем, что вскоре после завершения сделки (по нашим расчетам, в этом году) Уралкалий должен представить свою обновленную стратегию. Мы считаем, что новые владельцы компании вынудят ее руководство восстановить отношения с Беларусьюкалием и отказаться от предыдущего подхода «объем превыше цены». Мы подтверждаем наш негативный взгляд на Уралкалий, который выглядит дорого на уровне 9.1x EBITDA за 2013 год и 10.5x EBITDA за 2014 год.

### **ФосАгро (PHOR; справедливая цена: на пересмотре)**

*Капитализация - \$3 770 млн.; EV - \$5 039 млн., P/E 2013 - 11,6; EV/EBITDA 2013-6,4; Free float -20%*

Разрешение конфликта между Уралкалием и Беларуськалием должно восстановить доверие к основным рынкам удобрений и вернуть инвесторов в сектор, на наш взгляд. ФосАгро остается нашим фаворитом среди производителей удобрений. Мы считаем, что цены DAP близки к минимальному уровню, учитывая, что спотовые цены в настоящее время значительно ниже средней денежной себестоимости для промышленности, что ограничивает потенциал снижения ФосАгро.

### **Электроэнергетика**

#### **Э.ОН Россия (EONR; справедливая цена: \$ 0,13; потенциал роста: 79%)**

*Капитализация - \$4 697 млн.; EV - \$4 582 млн., P/E 2013 - 8,0; EV/EBITDA 2013-4,7; Free float -21%*

Принимая во внимание заканчивающийся год, мы отдаем предпочтение высококачественным компаниям с перспективами выплат дивидендов. С этой точки зрения нашим фаворитом в секторе является Э.ОН Россия - самая прибыльная российская электроэнергетическая компания. Компания уже представила финансовые результаты по РСБУ за январь-сентябрь 2013 года. Чистая прибыль составила 13,6 млрд рублей, что составляет 75% от консенсусного прогноза (в размере 18,2 млрд. руб.) по итогам 2013 года. Учитывая, что четвертый квартал традиционно является прибыльным для генерирующих компаний благодаря сезонному фактору, мы считаем, что Э.ОН Россия может показать чистую прибыль выше консенсус-прогноза за 2013 год. Учитывая последние заявления руководства, согласно которым коэффициент дивидендных выплат будет находиться в диапазоне 40-60%, мы оцениваем дивидендную доходность в среднем на уровне 8%, исходя из текущих рыночных котировок акций компании.

**Департамент Институциональных продаж и трейдинга**

**+7 495 380 41 06, +7 495 380 41 17**

**Александр Залко**  
Директор управления

+7 495 796 93 88 доб. 2780  
+7 495 380 41 17  
[Zalko@finam.ru](mailto:Zalko@finam.ru)

**Аналитическая группа**

**Алексей Ковалев**  
Руководитель аналитической группы

+7 495 796 93 88 доб. 2804  
[akovalev@corp.finam.ru](mailto:akovalev@corp.finam.ru)

**web: [www.finamrus.com](http://www.finamrus.com)**

**Bloomberg: FINR**

**Moscow**

7/2, Настасьинский переулок, 127006  
+7495-796-93-88

**London (rep.office)**

9 Devonshire Square, EC2M 4YF  
(44) 2031784476

**Cyprus**

104 Amathountos Ave., Seasons Plaza, office 2, 4532  
Limassol  
+357-25-736-320

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ» и WhoTrades Ltd, носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба покупать или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ», ни WhoTrades Ltd не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни WhoTrades Ltd, ни сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» и/или WhoTrades Ltd категорически запрещено.