

Foyil Asset Management

Биржевой Индексный Фонд Украины Обзор и Стратегии

Foyil Asset Management Ukraine

Генеральный Директор, Наталья Матусевич

Верхний Вал 4А
04071, Киев, Украина
Тел.: +38 (044) 393 2313, вн. 243,
E-mail: nmatusevich@foyl.com
Факс: +38 (044) 393 2314



Содержание аналитической записки

1. О Биржевом индексном фонде Украины: история, перспектива, доходность	2
2. Описание преимуществ инвестиций в ETFUA	3
3. Структура инвестиционного портфеля ETFUA. График доходности	4
4. Аналитический обзор компаний с наибольшей капитализацией в портфеле ETFUA	5
4.1 <i>ETF Ukraine – Banks</i>	
4.1.1 USCB	5
4.1.2 BAVL	6
4.2 <i>ETF Ukraine – Telecoms</i>	
4.2.1 UTLM	7
4.3 <i>ETF Ukraine – Engineering</i>	
4.3.1 MSICH	9
4.4 <i>ETF Ukraine – Steel</i>	
4.4.1 ALMK	10
4.4.2 AZST	11
4.5 <i>ETF Ukraine – Oil & Gas</i>	
3.5.1 UNAF	12
5. Контакты департамента инвестиционного консалтинга	13

Биржевой индексный фонд Украины

Что мы предлагаем?

- Биржевой индексный фонд Украины (тиккер ETFUA) — это корпоративный инвестиционный фонд, с индексной стратегией инвестирования, основанной на базе двух основных украинских индексов — UX и PFTS.
- Основное размещение фонда проходит в списке заявок ПФТС, уставный капитал Общества — 50 650 000 грн., номинальная стоимость 1 акции составляет 2 500 грн., рыночная стоимость определяется исходя из стоимости чистых активов, тесно коррелируя с динамикой индексов и стоимостью фьючерса на индекс УБ. Маркет-мейкером фонда выступает компания FOYIL Securities.

Краткая история

- Фонд был создан в 2008 году как индексный фонд, на базе индекса ПФТС. На момент создания индексная корзина ПФТС состояла из 40 эмитентов, что и обусловило название фонда — FOYIL Ukraine 40 Index. В посткризисный период 2010 года индексная стратегия фонда была ориентирована на Украинскую Биржу — основную площадку торговли акциями украинских эмитентов, т.е. портфель фонда полностью повторял структуру индекса УБ. С начала размещения активы фонда выросли более чем в 2 раза.

Перспектива ETF

- Инвестиции с помощью ETF (Exchange Traded Fund) становятся все более популярны в глобальном масштабе. ETFUA — один из первых аналогов ETF фонда в Украине. Анализируя историческую среднегодовую доходность ИСИ можно констатировать, что фонды, составленные на основе биржевых индексов, являются наиболее доходными. Это обусловлено структурой активов такого фонда — в нее входят самые ликвидные акции крупнейших украинских предприятий промышленности и услуг. Поскольку индексы UX и PFTS являются репрезентативными индикаторами ожиданий, связанных с инвестициями в украинский фондовый рынок, покупая акции индексного ETF, вы делаете ставку на рост фондового рынка и всех отраслей украинской экономики. Учитывая, что капитализация украинского фондового рынка растет высокими темпами и уже оценена более чем в 100 млрд. дол., инвестиции в биржевые индексные фонды обещают быть весьма рентабельными и популярными среди инвесторов.

Приобрести акции фонда можно

- Через открытую торговую площадку ПФТС
- В компании FOYIL Securities
- Открыв счет у любого лицензированного брокера, зарегистрированного на бирже ПФТС.

Доходность акций фонда на 01.07.2011

Цена акции	Среднегодовая номинальная доходность фонда	Вероятность получить прибыль > 0	С начала размещения в 2008 году	Экстремум доходности за период
4 584 УАН	+26,14 %	0,8869	+83,36 %	+131,5 %

Среднегодовая номинальная доходность рассчитывается как среднее геометрическое приращений СЧА за период с 01.10.2008г. по 07.07.2011г.

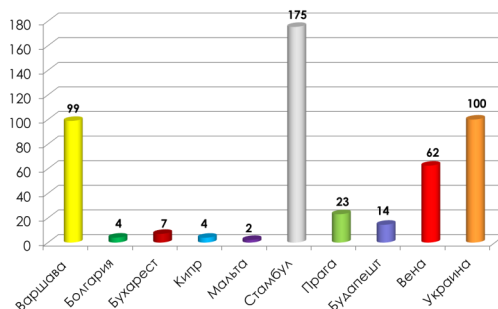
Структура инвестиционного портфеля на 01.07.2011

Акции украинских эмитентов из индексной корзины	94,58 %
Денежные средства (в т.ч. депозиты)	5,42 %
Всего активов (млн. грн.)	1,247

О компании

- Компания Foyil Asset Management работает на рынке ЦБ Украины 15 лет. Собственник группы компаний Foyil — Дориан Фойл — в течение нескольких лет с 2005 г. состоял в совете директоров Фондовой Биржи ПФТС и является главным управляющим активами компании.
- Инвестиционная группа FOYIL управляет иностранными взаимными фондами, инвестирующими в Украину и мировые рынки с капитализацией в 24 000 000 долларов.

Сравнение фондовых рынков по капитализации млрд. \$ 2010г.



Менеджмент



Dorian Foyil — Президент Инвестиционной Группы FOYIL, главный управляющий активами. Как сотрудник UBS Securities достиг первой степени рейтинга Extel в 1990 г. В инвестиционной фирме Franklin-Templeton господин Foyil управлял инвестиционным портфелем с капитализацией в 800 000 000 долларов. В 1996 г. Господин Foyil учредил собственную компанию по управлению активами — Foyil Asset Management. В 1997 г. Было открыто представительство в Украине.



Наталья Матусевич — генеральный директор компании Foyil Asset Management Ukraine. До того, как присоединиться к команде Foyil, г-жа Матусевич занимала руководящие должности в крупных системных банках и инвестиционных компаниях. Имеет 11-летний опыт работы на фондовом рынке Украины.

Контакты

Верхний Вал 4А, 04071, Киев, Украина
 Тел.: +38 (044) 390 4390, вн. 243,
 Факс: +38 (044) 393 2314
 E-mail: nmatusevich@foyl.com
 Web: www.foyl.com/management

Целью FOYIL является предоставление возможности с помощью биржевых индексных фондов привлекать крупный инвестиционный капитал в предприятия Украины, и сделать акции фонда максимально ликвидным финансовым инструментом.

Преимущества для Инвесторов	Преимущества для Маркет-мейкеров
<ul style="list-style-type: none"> Для долгосрочных инвесторов ETF обеспечивает прямое и диверсифицированное инвестирование в Украину, путем покупки наиболее ликвидных и доходных акций украинских компаний. Для активных intraday-трейдеров такой инструмент, как акция ETF фонда, может быть использован в таких торговых стратегиях, как pairs trading (торговля на сужение спреда в паре с фьючерсом на индекс Украинской биржи или некоторыми акциями), арбитраж фьючерсных контрактов и «игра» на понижение. Стратегия пассивного инвестирования, которая может дополнять другие более активные стратегии. За счет пассивной роли управляющего существенно снижаются операционные издержки, а также стратегия инвестирования становится полностью прозрачной. 	<ul style="list-style-type: none"> Поставщики ликвидности могут присоединиться к доступным продуктам с растущим спросом. Со временем в силу инновационности и ожидаемой востребованности акции ETF Ukraine могут быть одними из наиболее торгуемых акций на ПФТС. Для Биржи ПФТС — это привлечение внешних инвестиций, так как иностранные инвесторы традиционно инвестируют в ETF. Для банков, являющихся Маркет-мейкерами, возможность использования механизма прямого и обратного РЕПО, что делает эффективным размещение/привлечение ресурсов на биржевой площадке.

Инвестиционная стратегия ETF Ukraine Index

- Основными секторами экономики, являющимися драйверами украинских фондовых индексов, являются металлургия, тяжелое машиностроение, энергетика и коксохимия. И хотя их доли в индексах UX и PFTS несколько отличаются, общая направленность очевидна. По структуре портфелей индексы практически одинаковы, к тому же аналогичны по методу расчета, оба являются взвешенными по капитализации с учетом free – float, т.е. удельные веса акций в них рассчитываются динамически. Следовательно, объединив по 50% веса обоих индексов, мы получим композитный индекс, в который и будет размещено около 98% совокупных активов индексного ETF, а 2% оставлено в денежных средствах.
- Динамика Индексного ETF будет очень точно, но не на 100%, повторять динамику Индексов ПФТС и УБ, 100% точности достигнуть невозможно, поскольку биржевые индексы — это индикаторы, и в них удельные веса акций рассчитываются динамически с изменением капитализации компаний, а портфель акций Фонда — это рыночная позиция, в которой с изменением капитализации компаний изменяются не удельные веса, а equity. В связи с этим, управляющие будут регулярно корректировать рыночную позицию, чтобы максимально точно соответствовать динамике Индексов УБ и ПФТС. Максимальное расхождение составит не более 2-4%.
- В соответствии с инвестиционной декларацией, компания пересматривает портфель Фонда в те же сроки, что и УБ и ПФТС пересматривают свои индексы.
- Цена на акцию ETF фонда формируется рыночными методами в режиме реального времени, а не на конец торговой сессии, и рассчитывается исходя из СЧА в расчете на 1 акцию. То есть акции ETF фонда будут находиться в свободном обращении на фондовой бирже. Базовой торговой площадкой для ПАО «ЗНКИФ «Биржевой индексный фонд Украины» является ПФТС».

Сравнительная характеристика инвестиций в ETF, инвестиционный фонд и обычные акции (вторичный рынок)

	ETF	Инвестиционный фонд	Акции
Ценообразование	В режиме реального времени	В конце торговой сессии	В режиме реального времени
Цена открытия позиции	Рыночная	Исходя из СЧА в расчете на 1 акцию	Рыночная
Посредник при покупке	Маркет-мейкер	КУА, агент	Маркет-мейкер
Тип инвестиций	Пассивное управление портфелем. Рост equity напрямую зависит от роста фондового рынка.	Активное управление портфелем.	Самостоятельное управление портфелем.
Ликвидность	Высокая	Различная	Различная
Диверсификация	Высокая	В соответствии с инвестиционной декларацией	Низкая
Торговые операции с активом	Возможна маргинальная торговля внутри торговой сессии, длинные и короткие позиции	Возможна длинная позиция с 13:00	Возможна маргинальная торговля внутри торговой сессии, длинные и короткие позиции
Издержки удержания позиции	Разовые комиссионные брокеру	Комиссия при размещении	Комиссионные брокеру за каждую ЦБ

Структура портфеля биржевого индексного фонда Украины по секторам экономики

#	Наименование эмитента	Тикер	Удельный вес сектора в индексном ETF	Вес в индексном ETF, %	Удельный вес в индексе UX, %	Удельный вес в индексе PFTS, %	Рыночная капитализация, млн. грн.
1	Алчевский металлургический комбинат	ALMK	Металлургия 13,53%	3,05	3,29	2,80	4 526
2	Енакиевский металлургический завод	ENMZ		2,11	2,21	2,00	1 285
3	Азовсталь	AZST		6,74	7,03	6,44	9 774
4	Полтавский ГЗК	PGOK		1,26	-	2,51	6 704
5	ИНТЕРПАЙП Нижнеднепровский трубопрокатный завод	NITR		0,39	-	0,78	1 860
6	Авдеевский коксохимический завод	AVDK	Химия, коксохимия 7,72%	2,57	3,69	1,44	2 367
7	Ясиноватский коксохимический завод	YASK		1,27	1,34	1,19	589
8	Концерн "Стирол"	STIR		2,88	3,00	2,76	1 586
9	Днепроэнерго	DNEN	Энергетика 20,59%	1,01	-	2,01	5 818
10	Западэнерго	ZAEN		3,02	2,93	3,11	4 155
11	Центрэнерго	CEEN		14,41	14,25	14,56	4 938
12	Донбассэнерго	DOEN	3,16	3,36	2,96	1 193	
13	Мотор Сич	MSICH	Машиностроение 19,46%	16,04	16,79	15,29	6 639
14	Стахановский вагоностроительный завод	SVGZ		2,27	2,40	2,14	1 647
15	Крюковский вагоностроительный завод	KVBZ		1,07	-	2,13	2 885
16	Мариупольский завод тяжелого машиностроения	MZVM		0,09	-	0,17	69
17	Райффайзен Аваль	BAVL	Банки 11,03%	6,78	7,44	6,12	10 702
18	Укрсоцбанк	USCB		4,25	4,26	4,24	6 150
19	Укртелеком	UTLM	Коммуникации	11,49	12,41	10,57	11 065
20	Укрнефть	UNAF	Нефтегазовый сектор	16,18	15,60	16,76	43 244
				100%	100%	100%	127 196

График доходности инструмента ETFUA


ETF Ukraine — Banks

Банки — 11,03%

в структуре портфеля ETF Ukraine

Акционеры компании	Вес
Unicredit Bank Austria AG	26,31%
ЗАО «Ферротрейд Интернешнл»	69,19%
Free Float	4,5%

Информация об эмитенте

Тикер	USCB
Отрасль	Банковский сектор
ЕГРПОУ	00039019
ISIN	UA1002231009
Количество акций	10 194 986 050
Капитализация	6 150 720 741
Номинал, грн.	0,10

Дивидендная политика

Год	D/share, грн.
2006	0,005
2007	0,005
2008	Выплата по привилегированным акциям (0.005)
2009	Выплата по привилегированным акциям (0.005)

Ask price for 15.06.2011

0,4626 UAH

ОАО «Укрсоцбанк» — 4,25%

Strong BUY

Банковский сектор представлен в индексном ETF банками Райффайзен Банк Аваль и Укрсоцбанк. Оба принадлежат крупным международным банкам: основным акционером первого является австрийская группа Raiffeisen International (96,2%), второго — UniCredit Group (94,2%). Доля BAVL и USCB в ETF составляет 6,78% и 4,25% соответственно.

В 2011 году рентабельность банка существенно возросла. По итогам 2010 года УкрСоцБанк выделил 2.5 млрд. грн. на формирование резерва сомнительных долгов, увеличив уровень LLR до 19%, что явилось главной причиной снижения уровня чистой прибыли до 37 млн. за 2010 год. Мы полагаем, что в 2011 году банк значительно сократит свои резервы до уровня 1.4 млрд., что позволит по итогам отчетного года показать чистую прибыль на уровне 461 млн. грн. Мы ожидаем, что чистая процентная маржа банка снизится с 7.2% 2010г. до 6.8% 2011г. в связи со снижением процентных ставок на рынке, и нормализуется на уровне 6.4% до 2012 года. Однако учитывая, что USCB—один из наиболее экономически эффективных банков в Украине с соотношением стоимость/чистая прибыль на уровне 32%, мы ожидаем, что банк будет в состоянии увеличить ROE с ожидаемых 7.3% в 2011 до 24% в 2013.

Ключевые моменты:

- ▶ Рентабельность активов увеличилась. Мы прогнозируем 30% рост объема привлеченных банком депозитов в связи с восстановлением экономики и ростом доверия к банковскому сектору. Рост депозитов приведет к увеличению чистых активов банка на 5% до 45млрд. в 2011г. Мы ожидаем, что кредитный портфель Укрсоцбанка до 2015 г. будет расти темпами до 15% годовых.
- ▶ USCB—выгодное вложение инвестиций с 44% потенциалом роста. По текущей рыночной цене 0.56 UAH акции Укрсоцбанка торгуются с 37% и 34% дисконтом к российским и восточно-европейским банкам по мультипликатору P/Book. По этому же мультипликатору USCB торгуется с 35% дисконтом к своему ближайшему локальному сопернику—Райффайзен Банк Аваль.
- ▶ Исходя из наших оценок ожидаемых прибылей и существенного улучшения финансовой эффективности, ожидаемой в 2011 и 2012 г., справедливая стоимость акций банка составляет 0.81 UAH, т.е. имеется 44% потенциал роста.

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

	USCB	2009	2010	2011e	2012f
Net Revenue		6 972	2 220	21 438	21 877
EBITDA		n/a	n/a	7 106,65	7 050,76
Net Income		110,81	(31,48)	544,58	1 133,87
Рентабельность		1,6%	(1,4%)	2,5%	5,2%
EPS		0,01	0,00	0,04	0,09
P/S		0,60	3,00	0,30	0,30
EV/EBITDA		n/a	n/a	n/a	n/a

ETF Ukraine — Banks

Банки — 11,03%

в структуре портфеля ETF Ukraine

Акционеры компании	Вес
Raiffeisen International Bank Holding AG	95,93%
Free Float	4,07%

Информация об эмитенте

Тикер	BAVL
Отрасль	Банковский сектор
ЕГРПОУ	14305909
ISIN	UA4000069603
Количество акций	30 027 350 000
Капитализация	10 702 056 421
Номинал, грн.	0,10

Дивидендная политика

Год	D/share, грн.
2006	0,005
2007	0,009
2008	0,009
2009	Выплата по привилегированным акциям (0,014)

Ask price for 15.06.2011

0,3446 UAH

РЕЗЮМЕ

по банковскому сектору в ETF

ОАО «Райффайзен Банк Аваль» — 6,78%

BUY

Raiffeisen Bank Aval—один из крупнейших украинских банков, ранжированный #3 по активам (56 млрд. грн.). К началу 2011 г. банк выделил на резерв сомнительных долгов сумму, равную 25% от кредитного портфеля, по которому было зафиксировано 2 млрд. убытков в 2009 и только 47 млн. прибыли в 2010. BAVL является одной из наиболее ликвидных «голубых фишек» Украинской Биржи и включена в расчет двух основных украинских фондовых индексов—UX и PFTS. В 2010 г. динамика акций банка очень тесно коррелировала с динамикой индекса UX. Доля акций BAVL в портфеле ETF Ukraine—6.78%.

Ключевые моменты:

- ▶ Мы ожидаем, что чистые активы банка будут расти темпами в среднем в 8% годовых до 2015 г. Рост активов в 2011-2012 г. (на 3% и 5% соотв.) будет обусловлен списанием проблемных долгов и сокращением портфеля ценных бумаг (преимущественно инструментов с фиксированной доходностью).
- ▶ Мы ожидаем, что итоговая строка в отчете о прибылях и убытках существенно возрастет в связи с сокращением отчислений в резерв сомнительных долгов, что отразится на размере чистой прибыли с уровня 40 млн. в 2010 до 720 млн. в 2011.
- ▶ Однако, наша оценка стоимости акций BAVL говорит о том, что справедливой является цена в 0.42 UAH, что обуславливает 5% потенциал для роста данной акции.

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

	2009	2010	2011e	2012f
BAVL				
Net Revenue	9 982	5 547	31 040	33 239
EBITDA	n/a	n/a	6 875	7 378
Net Income	(1 825)	97,57	1 287	1 882
Рентабельность	(18,3%)	1,8%	4,2%	5,7%
EPS	(0,06)	0,00	0,04	0,06
P/S	0,70	2,10	0,40	0,30
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a

Почему мы решили уделить банковскому сектору особое внимание?

Динамическое развитие украинских банков продолжается. Несмотря на определенное снижение темпов роста основных показателей их деятельности во время рецессии 2008-09 гг., они значительно опережают общеэкономическую динамику.

- ▶ Высокими темпами растёт капитал и активы украинских банков.
- ▶ Высокими темпами увеличивается кредитование.
- ▶ Нарастает ресурсная база банков.
- ▶ Привлекательность банковского сектора Украины для иностранных инвесторов остается высокой.

Веса в портфеле индексного ETF:

BAVL - 6,78 %

USCB - 4,25 %

ETF Ukraine — Telecoms

Телекоммуникации — 11,49%

в структуре портфеля ETF Ukraine

Акционеры компании	Вес
EPIC Services Ukraine	92,79%
Free Float	7,21%

Информация об эмитенте

Тикер	UTLM
Отрасль	Телекоммуникации
ЕГРПОУ	21560766
ISIN	UA1004311007
Количество акций	18 726 248 000
Капитализация	11 404 285 032
Номинал, грн.	0,25

Дивидендная политика

Год	D/share, грн.
2006	0,008
2007	0,008
2008	0,004
2009	-

Ask price for 15.06.2011

0,6090 UAH

Отчет о прибылях и убытках

млн. грн.	2009	2010	2011e
Net Sales	6,871	6,751	8,190
COGS	(4,291)	(4,219)	(4,996)
Sales exp.	(731)	(722)	(844)
Admin exp	(448)	(500)	(590)
Other oper. exp.	(77)	(92)	(106)
EBITDA	1,324	1,218	1,654
Depr.	(1,360)	(1,206)	(1,254)
EBIT	(36)	12	400
Interest exp.	(272)	(304)	(316)
Other inc./ (exp.)	(160)	32	0
EBT	(468)	(258)	84
Tax	13	0	(20)
Net Income	(455)	(258)	64

ОАО «Укртелеком» — 11,49%

HOLD

Фундаментальные факторы роста по UTLM уже учтены рынком

Мы рекомендуем держать акции «Укртелекома», поскольку они торгуются по справедливой стоимости и нет никаких предпосылок к снижению. Укртелеком в 2010 г. сократил чистый убыток на 43,9% – до 258,77 млн грн., его чистый доход снизился на 1,7% – до 6,749 млрд грн. В первом квартале 2011 г. чистый убыток компании по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вырос в 5,5 раз – до 200,23 млн грн., ее чистый доход сократился на 2,7% – до 1,631 млрд грн. Непокрытый убыток к началу апреля достиг 2,264 млрд грн. Мы видим в акциях Укртелекома 25% потенциал роста до конца 2011г.

Напомним, что Фонд госимущества Украины по итогам объявленного осенью 2010 г. конкурса в этом году продал 92,79% акций Укртелекома украинской дочерней компании австрийской EPIC—000 «ЕСУ» за 10,575 млрд грн. Сделка была закрыта в мае 2011г. по приватизационной цене 0,608 за акцию, что было на 7% выше рыночной цены на момент совершения сделки.

Ожидаемыми последствиями приватизации являются:

1. Реструктуризация компании и организация эффективного управленческого учета.
2. Разработка новой нормативной базы.
3. Выход на IPO, повышение капитализации, привлечение стратегических инвесторов.
4. Переход на более дешевые кредитные ресурсы.
5. Концентрация денежных потоков всех предприятий, связанных с Укртелекомом.

Мобильное подразделение «Укртелекома» владеет единственной в Украине лицензией на связь третьего поколения стандарта UMTS (3G), благодаря чему имеет уникальную возможность развивать данную мобильную связь в Украине. Одним из стратегических планов акционеров компании «Укртелеком» является выделение мобильного бизнеса с целью его дальнейшей перепродажи. Предполагается, что он должен обойтись будущему покупателю не менее чем в 25% от СЧА «Укртелекома» на конец 2010 г.

Оборот рынка связи в Украине по итогам 2010г. составил 45 млрд грн. В ближайшее десятилетие прогнозируется 10% среднегодовой темп роста рынка телекоммуникаций и Укртелеком на этом рынке занимает монопольное положение.

Укртелеком владеет тысячами километров магистральных каналов связи, которые пролегают под всеми городами Украины. По мере развития технологий капитализация активов "Укртелекома" будет неуклонно расти, и рыночный потенциал компании выше любого нашего мобильного оператора.

Ключевые моменты:

- ▶ Приватизация грозит монопольному положению Укртелекома в области 3G. Мобильное подразделение «Укртелекома» владеет единственной в Украине лицензией на связь третьего поколения стандарта UMTS (3G), однако мы считаем, что после приватизации правительство может выдать аналогичные лицензии другим игрокам рынка телекоммуникаций, таким как KyivStar, MTS и Astelit (Life:)). Напомним, доля рынка мобильной связи Укртелекома сост. 1,2%.
- ▶ Интернет-технологии являются главным фактором роста прибыли для Укртелекома. В Украине домашний интернет имеет 20% населения (17 млн.), в России и Польше—30% и 58% соответственно. Мы ожидаем, что данный показатель вырастет до 40% к 2015г. Учитывая, что доля Укртелекома на рынке - 31%, ожидается рост клиентской базы широкополосного доступа в интернет с 1.1 млн. в 2010 до 2.1 млн. в 2015г. Ожидается совокупный среднегодовой темп роста продаж интернет-услуг в 10,2%, что в денежном эквиваленте составит 2,5 млрд грн. к 2015г. (в 2010г.—1,4 млрд грн.)

ETF Ukraine — Telecoms

Телекоммуникации — 11,49%

в структуре портфеля ETF Ukraine

ОАО «Укртелеком» — 11,49%

HOLD

Баланс		
млн. грн.	2010	2011e
Assets		
Cash & equiv.	200	214
Accounts rec.	858	1,018
Inventories	337	246
Other curr. assets	126	144
Total curr. assets	1,521	1,622
PPE, net	8,540	8,628
Investments	12	12
Other assets	430	438
Total assets	11,503	10,700
Liabilities & Equity		
Accounts payable	786	890
Short-term debt	325	325
Other ST liabilities	1,932	2,036
LT debt	1,881	1,881
Other LT liabilities	155	184
Total liabilities	3,968	4,101
Total equity	6,535	6,599
Liabilities & Equity	10,503	10,700

Анализ коэффициентов		
	2010	2011e
EBITDA margin	18,1%	20,2%
Net profit margin	(3,8%)	0,8%
ROE	0,7	0,7
ROA	(2,5%)	0,6%
Net debt/Equity	0,4	0,4

- ▶ Рост тарифов на стационарную связь приведет к росту доходов, но будет препятствовать росту абонентской базы. Учитывая доминирующее положение мобильной связи на рынке телекоммуникаций, мы не ожидаем роста абонентов стационарной связи. Более того, возможно даже сокращение кол-ва абонентов стационарной связи с темпами в 1% в год до 2015г. Во втором квартале 2011г. тарифы на стационарную связь выросли на 15%.
- ▶ Рост тарифов негативно повлияет на клиентскую базу, однако приведет к росту доходов в данном сегменте до 8,8 млрд. грн. к 2015г. (в 2010г. 5,0 млрд. грн.)
- ▶ Оптимизация кол-ва персонала не сразу отразится на финансовых результатах. Кол-во сотрудников Укртелекома—86,814 человек, а фонд заработной платы составляет 2,3 млрд. грн. Российский Ростелеком имеет доходы на 88% выше доходов Укртелекома (15,3 млрд. грн. против 8,1 млрд. грн. в 2009), а кол-во сотрудников составляет 22,000 человек, что делает российского провайдера в 7 раз экономически эффективнее по доходу на в расчете на 1 сотрудника.
- ▶ Рост тарифов на стационарную связь приведет к росту доходов, но будет препятствовать росту абонентской базы. Учитывая доминирующее положение мобильной связи на рынке телекоммуникаций, мы не ожидаем роста абонентов стационарной связи. Более того, возможно даже сокращение кол-ва абонентов стационарной связи с темпами в 1% в год до 2015г. Во втором квартале 2011г. тарифы на стационарную связь выросли на 15%. Мы считаем, что правительство защитит за сотрудников Укртелекома от немедленного увольнения, введя условия для менеджмента по постепенному сокращению персонала с одновременными компенсационными выплатами. Так было сделано на момент выкупа Криворожстали группой ArcelorMittal.

Оценка стоимости акций

- ▶ Мы видим большие перспективы роста для Укртелекома только в сегменте интернет-услуг, поскольку расширению 3G сети препятствуют жесткие конкурентные условия. В соответствии с нашей моделью справедливая стоимость акций Укртелекома составляет 0,598 грн. за акцию. Исходя из того, что рыночная цена составляет 0,609 грн. а цена, по которой проведена приватизация составляет 0,608 грн., текущая цена является фундаментально обоснованной и акции Укртелекома торгуются по справедливой цене. Вместе с тем, учитывая что компания была приватизирована, мы ожидаем организации эффективного управленческого учета в компании, разработки новой нормативной базы, выхода в ближайшем будущем на IPO, что приведет к повышению капитализации и привлечению стратегических инвесторов. Поэтому мы рекомендуем инвесторам держать данную бумагу. Акции UTLM торгуются с более чем 1,000% премией по мультипликатору P/E 2011f и 98% и 43% премией по мультипликатору EV/EBITDA 2011f по отношению к развивающимся и развитым рынкам соответственно. Поэтому мы не ожидаем, что доходность по данной акции превзойдет среднерыночную в ближайшие 12 месяцев.

Целевая цена: 0,76 грн.

Внутрисекторная оценка Укртелекома

Company	P/E			P/Sales			EV/EBITDA		
	2010	2011e	2012f	2010	2011e	2012f	2010	2011e	2012f
Peer Average Emerging Market	16,8	11,1	9,7	1,5	1,2	1,1	6,3	3,9	3,3
Peer Averaging Developed Market	12,4	12,1	11,1	1,1	1,0	1,0	5,5	5,4	5,3
Ukrtelecom	NMF	162,7	25,4	1,6	1,3	1,1	10,5	7,7	5,9
Ukrtelecom premium/(discount) to EM peers	NMF	1,364%	161%	1%	9%	(2%)	66%	98%	65%
Ukrtelecom premium/(discount) to DM peers	NMF	1,246%	129%	44%	22%	4%	91%	43%	12%

ETF Ukraine — Engineering

Машиностроение — 19,46%

в структуре портфеля ETF Ukraine

ОАО «Мотор Сич» - 16,04% - «двигатель» индексного ETF

Strong BUY

Акционеры компании	Вес
Менеджмент	46,28%
В. Богуслаев	14,98%
Bartens Alliance Ltd.	9,7%
Банк Финансы и Кредит	5,7%
Free Float	23,34%

Информация об эмитенте	
Тикер	MSICH
Отрасль	Машиностроение
ЕГРПОУ	14307794
ISIN	UA0800541007
Количество акций	2 077 990
Капитализация	6 639 178 050
Номинал, грн.	135

Дивидендная политика	
Год	D/share, грн.
2006	1,45
2007	2,4
2008	-
2009	3

Ask price for 15.06.2011

3 175,06 UAH

В 2011 г. мы ожидаем увеличение объема заказов на фоне увеличения спроса со стороны российских и украинских производителей гражданских самолетов, а также со стороны российских, китайских и индийских ВВС. Новый Налоговый кодекс Украины освобождает компании авиастроительной отрасли от налога на прибыль на след. 10 лет, позволяя тем самым направлять существенные капиталовложения на разработку двигателей нового поколения и запуск производства собственных вертолетов (ожидаемые капиталовложения составляют 295 млн. долл. в течение 4 лет). Наша целевая цена по MSICH—5,233 грн. за акцию, с 75% потенциалом роста.

Ключевые моменты:

- ▶ Компания существенно зависит от объема поставок в Китай и Индию, с которыми на 2011 г. подписано немало контрактов на поставку. Компания продолжает работать над выполнением 3-х летнего контракта на сумму 110 млн. долл. по переоснащению самолетов АН-32 для индийских ВВС. Также компания успешно закончила тестирование двигателей серии АI-225-25F для китайских учебных L-15 и намерена продать Китаю 60-100 экземпляров в 2011 г., что составляет только 7-12% прогнозного валового дохода компании за 2011 г. (всего 6.8 млрд. грн.). Компания также занимается вопросами глобализации, а именно создает сеть региональных представительств, способных принимать участие в тендерах и устанавливать сервисные центры. Как результат—небольшие заказы из Перу, Колумбии, Алжира, Бангладеша и Шри-Ланки.
- ▶ Российские заказы до сих пор составляют важную часть, поскольку в России до полного импортозамещения в области авиастроения все еще далеко. На торговлю с Россией приходится 56% общего валового дохода, поэтому намерения России заместить украинский D-436 двигателем PowerJet SaM-146, порождают существенный риск для компании. Двигатели SaM-146 производятся компанией PowerJet, которое является совместный российско/французским предприятием, и уже устанавливаются на семейство новых самолетов Sukhoi Superjet 100. Однако данный риск нивелируется несколькими факторами: 1) подписан контракт между АКБ «Антонов» и «Мотор Сич» на поставку двигателей для первых 50 АН-148. 2) двигатели MSICH конкурентоспособны по производительности и эффективности расхода топлива. Следовательно, в 2011 г. мы ожидаем сохранение объема заказов со стороны российских партнеров и удвоение спроса у Азиатских партнеров, что позволит повысить продажи на 31% до 6.8 млрд. грн. в 2011, и сохранить 22% среднегодовой темп роста в ближайшие 5 лет. Ожидается рост EBITDA на 27% или 2 млрд. грн. в 2011 г.

- ▶ Компании авиастроительной отрасли на 10 лет освобождены от налога на прибыль в целях оживления отечественной авиаиндустрии, т.е. Налоговый кодекс обязывает направлять данные средства на капитальные инвестиции. Мы ожидаем, что по итогам 2011 г. Мотор Сич покажет прибыль до выплаты налогов на уровне 1.7 млрд. грн., что позволит сохранить 407 млн. грн. и повысить чистую маржу на 25%. В течение последующих пяти лет новые налоговые условия позволят компании Мотор Сич аккумулировать 295 млн. долл., чего, по словам гендиректора компании В. Богуслаева, достаточно чтобы профинансировать проект по производству вертолетов на базе предприятия Мотор Сич и т.о. создать 10.000 рабочих мест.
- ▶ Оценка. В связи с ожиданием роста чистой прибыли до 1.7 млрд. грн., в 2011 г. коэфф. P/E равен 3.7, против 4.2 до введения налоговых льгот. По мультипликатору P/E компания торгуется с 34% и 76% дисконтом в сравнении с компаниями соотв. развивающихся и развитых рынков. Мы сохраняем целевую цену на уровне 5,233 грн. за акцию, с 65% потенциалом роста.
- ▶ **Вес акции в индексном ETF—16,04%.**

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

	2009	2010	2011e	2012f
MSICH				
Net Revenue	3 740	4 629	5 912	6 407
EBITDA	1 223	1 387	1 822	1 859
Net Income	741,23	869,00	1 541,00	1 551,86
Рентабельность	19,8%	18,8%	26,1%	24,2%
EPS	356,71	418,19	741,58	746,81

ETF Ukraine — Steel

Металлургия — это:

Более **50 %** в структуре экспорта Украины...

Более **20 %** ВВП Украины...

13,53 % в структуре портфеля ETF Ukraine

Акционеры компании	Вес
Корпорация «Индустриальный Союз Донбасса»	96,13%
Free Float	3,87%

Информация об эмитенте

Тикер	ALMK
Отрасль	Металлургический сектор
ЕГРПОУ	05441447
ISIN	UA4000075014
Количество акций	25 775 254 803
Капитализация	4 526 134 743
Номинал, грн.	0,10

Дивидендная политика

Год	D/share, грн.
2006	-
2007	-
2008	-
2009	-

Ask price for 15.06.2011

0,1729 UAH

ОАО «Алчевский металлургический комбинат» — 3,05%

BUY

Алчевский Металлургический комбинат является четвертым в Украине по объему производства стали. Меткомбинат изготавливает плоский прокат в основном для судостроения и машиностроения. До 62% продукции—это полуфабрикаты. 90% продукции Алчевский меткомбинат поставляет на экспорт, а следовательно снижение курса гривны открывает широкие перспективы для данного предприятия на мировых рынках.

АМК является предприятием с полным циклом производства, и использует наиболее эффективные производственные мощности среди аналогичных предприятий Украины, среди которых 63% мощностей по производству чугуна в чушках оборудованы PCI технологией, и 79% стали производится в кислородных конвертерах. Однако, внедрение наукоемкого и высокотехнологичного производства отразилось на долговой нагрузке предприятия, так как финансирование на 79% (6.4 млрд. грн. исходящего денежного потока в течение 2005-2009 г.) было проведено за счет внешних заимствований.

Ключевые моменты:

- ▶ В 2010 г. мощности компании по производству чугуна в чушках были загружены на 54%, при этом компания сократила продажи на 20%, так как высокая доля заемных средств в структуре капитала привела к падению ликвидности по финансовым операциям. Ожидается, что в 2011 г. долги родительской группы IUD будут реструктурированы, использование мощностей увеличится до 85% на фоне лучшего спроса. Это должно привести к росту валового выпуска на 55% до 4.1 млн. тонн проката. В связи с ожидаемым среднегодовым 10% ростом цен на сталь, чистый объем продаж должен вырасти на 70% с 11,0 млрд. грн. в 2010 до 18,8 млрд. грн. в 2011.
- ▶ Рост объема продаж повысит прибыль. 2010 г. был худшим для компании с точки зрения рентабельности, мы предполагаем, что маржа EBITDA вырастет с 0,8% до 5,9% в 2011 г. в связи с большей загрузкой мощностей. И хотя цены на сталь на 11% ниже дорецессионного уровня, мы ожидаем рост EBITDA в 12 раз в связи с увеличением чистых продаж.

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

	ALMK	2009	2010	2011e	2012f
Net Revenue		10 074	11 155	15 602	19 170
EBITDA		424,66	56,75	816,50	1260,00
Net Income		(890)	(1 359)	(639)	(38)
Рентабельность		(8,8 %)	(12,2 %)	(4,1 %)	(0,2 %)
EPS		(0,04)	(0,05)	(0,03)	(0,00)
P/S		0,30	0,40	0,30	0,20
P/E		(4,00)	(3,50)	(7,50)	(124,20)
EV/EBITDA		(4,10)	(5,10)	(0,80)	0,20

ETF Ukraine — Steel

Металлургия — это:

Более **50 %** в структуре экспорта Украины...

Более **20 %** ВВП Украины...

13,53 % в структуре портфеля ETF Ukraine

Акционеры компании	Вес
Метинвест	95,7%
Free Float	3,87%

Информация об эмитенте

Тикер	AZST
Отрасль	Металлургический сектор
ЕГРПОУ	00191158
ISIN	UA4000075758
Количество акций	4 204 000 000
Капитализация	9 774 300 000
Номинал, грн.	0,25

Дивидендная политика

Год	D/share, грн.
2006	-
2007	0,309
2008	-
2009	-

Ask price for 15.06.2011

2,311 UAH

РЕЗЮМЕ

по металлургическому сектору в ETF

ОАО «Азовсталь» — 6,74%

BUY

Азовсталь — производитель стали, занимающий третью позицию в Украине по потенциалу производственных мощностей, самый весомый представитель металлургической отрасли в индексном ETF. AZST является предприятием с полным циклом производства. Являясь дочерней компанией холдинга Метинвест, полностью обеспечена железной рудой и коксом.

Азовсталь — экспортно-ориентированная компания (80% общего выпуска в 2010), оставшаяся часть реализуется внутри группы Метинвест. В структуре продукции компании преобладают полуфабрикаты (62% - металлопрокат), что позволяет преодолеть некоторые торговые ограничения за пределами Украины. Финансовый риск компании является приемлемым, о чем говорит коэффициент платежеспособности (debt-to-equity ratio) равный 6% на конец 2010 г.

Ключевые моменты

- ▶ В 2010 г. рентабельность по EBITDA была на уровне 3,1%, что является плохим показателем. В связи с вялым ростом спроса на сталь и высокими ценами на вторсырье, мы ожидаем медленного восстановления рентабельности до уровня 13% в 2013.
- ▶ В 2010 г. компания увеличила выпуск продукции на 24%, при загрузке мощностей по производству чугуна на 87%. Компания планирует повысить загрузку доменных печей до 95% до 2012 г., в течение 2011-2012 г. валовый выпуск проката будет расти с совокупным среднегодовым темпом роста в 4,4%. В течение 2011-2012 г. ожидается рост цен на прокат с темпом в 7% годовых, что позволит повысить чистый объем продаж на 12%.
- ▶ У акции AZST 23% потенциал роста до конца 2011 г., что соответствует целевой цене в 2,85 грн.

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

AZST	2009	2010	2011e	2012f
Net Revenue	15 705	22 902	27 957	30 086
EBITDA	829,19	913,00	1 193,67	1 795,83
Net Income	(211,94)	192,60	217,86	817,83
Рентабельность	(1,4 %)	0,8 %	0,8 %	2,7 %
EPS	(0,05)	0,05	0,05	0,2
P/S	0,70	0,50	0,40	0,40
P/E	(53,20)	55,10	48,70	13,00
EV/EBITDA	11,00	10,00	7,40	5,60

Почему мы решили уделить металлургической отрасли особое внимание?

Украина занимает седьмое место в мире по производству стали. Металлопроизводство дает пятую часть ВВП, в структуре экспорта занимает более 50%, кроме того, в данном секторе занято свыше полумиллиона граждан страны. Часть данного сектора в промышленном производстве составляет до 30%. На прибылях, которые зарабатывают металлурги, держится мощь нескольких восточнукраинских ПФГ.

Веса в портфеле индексного ETF:

AZST - 6,74 %

ENMZ - 2,11 %

ALMK - 3,05 %

ETF Ukraine — Oil & Gas

Нефтегазовый сектор—
16.18%

в структуре портфеля ETF Ukraine

ОАО «Укрнефть» — 16,18%

BUY

Акционеры компании	Вес
НАК «Нефтегаз»	50%
Группа «Приват»	41,8%
Free Float	8,2%

Информация об эмитенте	
Тикер	UNAF
Отрасль	Нефте-газовая промышленность
ЕГРПОУ	00135390
ISIN	UA1004781001
Количество акций	848 535 009
Капитализация	43 244 525 299
Номинал, грн.	0,25

Дивидендная политика	
Год	D/share, грн.
2006	44,48
2007	22,82
2008	26,51
2009	-

Ask price for 15.06.2011	
780,15 UAH	

Укрнефть контролирует 97% добычи нефти в Украине, и в 2010 г. по сравнению с 2009 г. увеличила валовый доход на 85,7% - до 3,5 млрд. долл., а чистую прибыль более чем на 600% — до 335 млн. долл.

В течение многих лет компания Укрнефть продавала свою продукцию дочерним компаниям мажоритарных акционеров по цене, ниже рыночной. Теперь, в соответствии с новым налоговым кодексом, компания обязана продавать нефть на открытых аукционах по мировым рыночным ценам, причем стартовая цена украинской нефти и конденсатов, реализуемых на аукционах, должны рассчитываться на основании таможенной стоимости нефти без учета НДС, затрат на транспортировку, поставку и хранение, т.е. нефть продается по ценам, на 18,5% ниже импортных аналогов.

Хорошей новостью для акционеров стало решение компании в феврале 2011 г. направить на дивиденды 100,5 млн. долл. или 30% чистой прибыли за 2010 г. На 1 акцию пришлось 1,8 долл. дивидендов. Также руководство заявило, что оставшиеся 235 млн. пойдут на пополнение оборотных средств и техническое переоснащение.

Ключевые моменты:

- ▶ В 2011 г. мы ожидаем снижения цен на энергоносители на международных рынках, что повлечет за собой снижение валового дохода компании на 7% и чистой прибыли на 32%.
- ▶ Стоимость продукции вырастет несмотря на падение объемов производства, связанное с устареванием производственных мощностей компании и сокращением издержек на капитальный ремонт за последние 4 года.
- ▶ Мы ожидаем, что Укрнефть повысит отчисления в фонд капитальных затрат с 0,3 млрд. 2010 г. до 1,5 млрд. в 2011 г., чего должно быть достаточно, чтобы активизировать рост объемов добычи нефти в 2012 г.

Целевая Цена: U/R

Ключевые финансовые показатели и мультипликаторы, млн. грн.

	2009	2010	2011e	2012f
UNAF				
Net Revenue	9 979	15 420	20 641	21 566
EBITDA	1 329	4 453	5 710	6 142
Net Income	378	2 804	3 715	4 118
Рентабельность	3,8 %	18,2 %	18,0 %	19,1 %
EPS	6,99	51,71	68,52	75,94
P/S	0,90	2,70	2,00	1,90
P/E	24,10	15,00	11,30	10,20
EV/EBITDA	7,20	9,60	7,20	6,90

РЕЗЮМЕ

по нефтегазовому сектору в ETF

Почему мы инвестируем в Укрнефть?

- ▶ Укрнефть - ведущее нефтегазодобывающее предприятие Украины. Контрольным пакетом акций владеет государство через НАК «Нафтогаз України». Мы ожидаем, что Укрнефть повысит отчисления в фонд капитальных затрат с 0,3 млрд. 2010 г. до 1,5 млрд. в 2011 г., чего должно быть достаточно, чтобы инициировать рост объемов добычи нефти в 2012 г., и при условии роста международных цен на нефть, компания продолжит показывать высокие темпы роста прибыли.
- ▶ В структуре портфеля индексного ETF доля UNAF составляет 16,18%.

Foyil Asset Management Ukraine

Наталья Матусевич
Генеральный Директор

Верхний Вал 4А
04071, Киев, Украина
Тел.: +38 (044) 390 4390, вн. 243,
E-mail: nmatusevich@foyil.com
Факс: +38 (044) 393 2314

Департамент инвестиционного консалтинга:

Илья Иванов
Директор департамента инвестиционного консалтинга
ilvanov@foyil.com

Ольга Мальцева
Заместитель директора департамента инвестиционного консалтинга
omaltseva@foyil.com

Александр Саул
Заместитель директора департамента инвестиционного консалтинга по развитию региональной сети
asaul@foyil.com

Ярослав Ткачук
Специалист департамента инвестиционного консалтинга
YTkachuk@foyil.com

Любовь Куцан
Руководитель направления интернет-трейдинга
lkutsan@foyil.com

Отказ от ответственности

Данный документ предоставляется исключительно в ознакомительных целях и не является предложением по купле или продаже ценных бумаг, а также не должен быть воспринят, как рекомендация или совет совершить определенные действия относительно ценных бумаг. ООО «КУА «Фойл Эссет Менеджмент Юкрейн» не несет ответственности за операции, проведенные третьими лицами, и совершенные на основе информации, которая находится в данном документе. Данный документ не может быть расценен как единственное руководство для совершения операций на рынке ценных бумаг и может быть использован только в качестве одного из источников информации при принятии инвестором решений, учитывая его финансовые возможности и цели.