

QE3: и всё-таки она работает!

- Экономическая информация, поступившая на рынки в последний месяц, является достаточно противоречивой. Тем не менее, мы усматриваем некоторые сигналы того, что общая ситуация на рынках и в экономике (прежде всего, в экономике США), хоть и медленно, но начала улучшаться, что отражает в том числе и эффект от QE3.
- Несмотря на ряд позитивных сигналов, традиционные для последнего времени поводы для беспокойства (проблемы в Европе, замедление в Китае, ухудшение ожиданий бизнеса) – остаются в силе. На этом фоне мы считаем полномасштабную «покупку рисков» пока преждевременной.
- Позитива на рынки в ближайший месяц может добавить риторика вокруг разрешения проблемы Fiscal Cliff в США. До конца года ясность в этом вопросе должна появиться, и, скорее всего, именно на этих новостях мы увидим традиционное «рождественское ралли». С текущих уровней мы по-прежнему смотрим на рынок скорее вверх, чем вниз.
- Инвестиционный портфель. Мы увеличиваем в портфеле долю акций нефтегазового сектора, заменяя Акрон на Татнефть. На сегодняшний день портфель выглядит следующим образом: **Лукойл, Газпром нефть, Татнефть, Сбербанк, Е.ОН Россия**.
- Спекулятивный портфель. Мы увеличиваем в спекулятивном портфеле долю акций металлургического сектора, заменяя Ростелеком преф. на ТМК. Кроме того, бумаги АФК Система мы заменяем на акции Акрона. Портфель выглядит следующим образом: **Сургутнефтегаз, НОВАТЭК, ММК, ТМК, Акрон**.

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Содержание

Основные характеристики российского рынка акций	3
Оценка и динамика по отраслям	4
Целевые уровни и рекомендации	5
Оценка	6
Дивиденды	7
Прогнозы финансовых показателей	8
Последние обзоры НОМОС-БАНКа	9
QE3: будет ли эффект?	10
Металлургия: на физическом рынке без перемен	14
Банковский сектор: ключевые события сентября	16
Рекомендации по портфелю	19

Основные характеристики российского рынка акций

В настоящий момент Аналитический департамент НОМОС-БАНКа вывел в покрытие 44 эмитента (51 акция с учетом привилегированных), совокупная капитализация которых составляет около \$ 684 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 205 млрд. (средний free float – 30 %).

По 21 бумаге выставлена рекомендация «покупать», по 23 – «держат», по 7 – «продавать».

Покупать	Держать	Продавать
21	23	7
41%	45%	14%

Основные предпосылки, которые мы закладываем в модели: средняя за год цена Urals - **\$ 100**, средний за год курс доллар/рубли – **31.5**.

Средний WACC, который мы используем в долларовых DCF-моделях, составляет 12.7%, в рублевых – 15.8%.

Наша оценка справедливого значения индекса РТС на конец года составляет **1750** пунктов, индекса ММВБ - **1720** пунктов. Таким образом, потенциал роста до своих справедливых значений составляет **21.4 %** по индексу РТС и **19.4 %** по индексу ММВБ.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуется российский рынок акций:

P/E12 – **5.5**

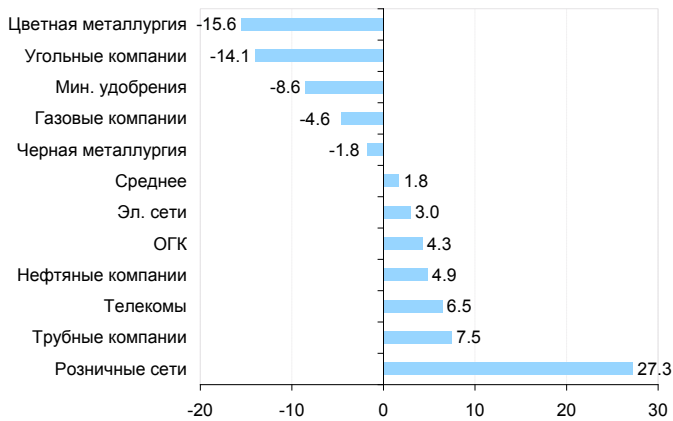
EV/EBITDA12 – **3.7**

Ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012г к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **4.9 %**.

Оценка и динамика по отраслям

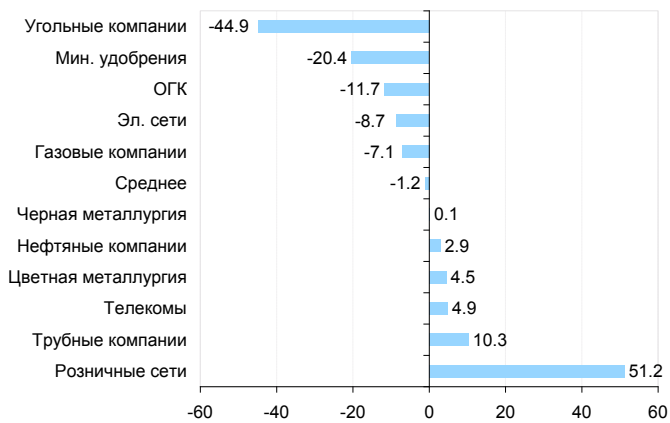
EBITDA CAGR11-13П, %

EV/EBITDA12П



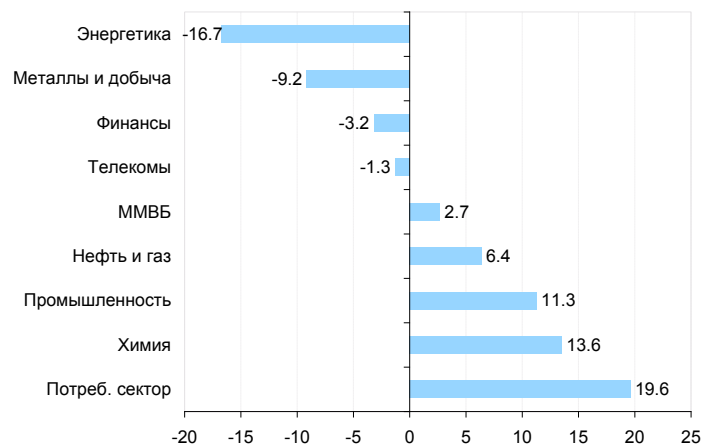
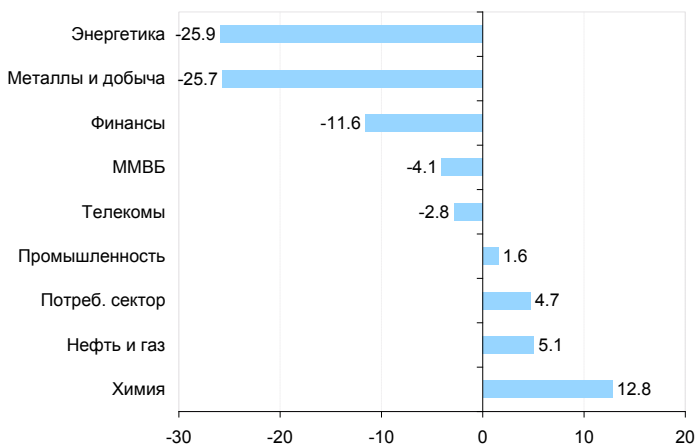
Прибыль CAGR11-13П, %

P/E12П



Отраслевые индексы ММВБ, % 12m

Отраслевые индексы ММВБ, % Ytd



Целевые уровни и рекомендации

Эмитент	Текущая цена, \$	Целевой уровень, \$	Потенциал %	Рекомендация	Мсар, \$ млн.	Net debt, \$ млн.	EV, \$ млн.
ММК	0.34	0.72	110	покупать	3 829	3 438	7 267
Мечел	6.60	12.5	89	покупать	2 749	9 151	11 900
Акрон	40.6	76.8	89	покупать	1 648	1 112	2 760
Распадская	2.04	3.65	78	покупать	1 600	406	2 006
Сургутнефтегаз	0.88	1.48	67	покупать	31 597	-31 379	218
АФК Система (АДР)	17.7	28.8	63	покупать	8 540	12 722	21 263
Энел ОГК-5	0.0554	0.0866	56	покупать	1 961	836	2 797
МТС (АДР)	16.9	25.4	51	покупать	17 461	6 899	24 360
ВТБ	0.0017	0.0025	49	покупать	17 992		
НЛМК	1.98	2.79	41	покупать	11 894	3 564	15 458
Евраз	3.86	5.37	39	покупать	5 168	6 070	11 238
Ростелеком, п.а.	2.90	4.01	38	покупать	705		
РУСАЛ	5.58	7.69	38	покупать	8 481	10 855	19 336
Э.ОН Россия	0.0832	0.1126	35	покупать	5 249	-900	4 349
Сбербанк, п.а.	2.10	2.68	27	покупать	2 108		
Сбербанк	2.92	3.57	22	покупать	63 116		
Х5	19.1	23.1	21	покупать	5 187	3 677	8 864
Группа Дикси	10.1	11.7	16	покупать	1 270	753	2 022
ТМК	14.4	15	4	покупать	3 131	3 573	6 704
Магнит	37	38.2	3	покупать	17 475	1 682	19 157
О'КЕЙ	10	10.3	3	покупать	2 691	549	3 239
Мечел, п.а.	4.29	8.23	91	держать	597		
МРСК Урала	0.0050	0.0078	54	держать	444	205	650
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	1.72	2.54	47	держать	777		
НОВАТЭК	10.1	14.3	41	держать	30 726	2 371	33 097
ТНК-ВР Холдинг	2.11	2.99	41	держать	31 788	986	32 774
ФСК ЕЭС	0.0065	0.009	38	держать	8 176	3 291	11 467
Банк Возрождение	17.4	22.8	31	держать	415		
Ростелеком	3.88	5.01	29	держать	11 445	3 390	14 835
Газпром	4.64	5.92	27	держать	109 926	32 250	142 176
МРСК Волги	0.0022	0.0028	23	держать	405	155	560
РусГидро	0.02	0.02	23	держать	7 031	2 769	9 800
МРСК Центра	0.0187	0.0231	23	держать	792	577	1 370
МОЭСК	0.0395	0.048	21	держать	1 927	1 321	3 248
Сургутнефтегаз, п.а.	0.61	0.72	18	держать	4 716		
ИнтерРАО	0.0008	0.0009	18	держать	7 870	-1 010	6 860
Лукойл	61.7	70.5	14	держать	52 551	5 256	57 807
Татнефть	6.21	7.05	13	держать	13 536	1 932	15 468
Татнефть, п.а.	3.25	3.67	13	держать	480		
МРСК Цен. и Привол.	0.0052	0.0059	12	держать	594	597	1 191
Вымпелком	11.2	12.4	11	держать	18 252	26 431	44 684
Газпром нефть	4.95	5.34	8	держать	23 512	4 527	28 039
Фосагро	41.2	42.6	3	держать	5 134	312	5 446
Роснефть	7.92	7.63	-4	держать	83 991	72 800	156 791
Холдинг МРСК	0.0618	0.08	29	продавать	2 656	4 475	7 131
ОГК-2	0.0109	0.0127	17	продавать	647		
Башнефть	59	57.7	-2	продавать	10 040	2 346	12 386
Северсталь	12.2	11.9	-3	продавать	10 179	3 732	13 911
Башнефть, п.а.	41.2	39.2	-5	продавать	1 428		
ГМК	154	146	-6	продавать	29 505	3 528	33 033
Банк С.-Петербург	1.80	1.42	-21	продавать	543		

Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	2.8	2.8	2.4	2.3	13.6	-2.7
НОВАТЭК	14.4	11.8	10.5	8.8	3.9	2.4
Газовые компании	8.6	7.3	6.4	5.6	8.7	-0.1
Роснефть	8.9	5.2	7.8	5.0	3.7	7.7
Лукойл	4.3	4.6	2.9	3.0	5.9	4.1
Газпром нефть	4.9	6.7	3.4	4.0	7.5	3.8
Сургутнефтегаз	4.7	5.4	0.5	0.6	8.7	7.2
ТНК-ВР Холдинг	3.6	4.2	2.5	2.8	19.5	13.9
Татнефть	4.7	4.8	3.5	3.5	14.6	15.6
Башнефть	5.8	5.8	3.9	4.0	15.9	5.6
Нефтяные компании	5.3	5.2	3.5	3.3	10.8	8.3
Северсталь	10.8	9.3	6.1	5.4	5.6	4.5
НЛМК	15.1	9.4	8.4	5.9	1.0	7.6
ММК	15.3	5.7	4.9	3.6	10.3	18.6
Евраз	19.7	7.1	5.4	4.4	10.8	19.3
Черная металлургия	15.2	7.9	6.2	4.8	6.9	12.5
Мечел	13.3	11.3	7.1	6.7	-1.3	-20.4
Распадская	189.3	-37.1	11.2	14.6	-22.7	0.5
Уголь	101.3	-12.9	9.2	10.6	-12.0	-10.0
ТМК	6.9	6.8	5.4	5.7	17.4	11.9
Трубные компании	6.9	6.8	5.4	5.7	17.4	11.9
ГМК	7.6	7.8	5.8	5.8	7.1	6.9
РУСАЛ	37.1	19.7	26.1	14.9	1.1	-6.5
Цветная металлургия	22.3	13.7	15.9	10.4	4.1	0.2
Акрон	6.5	6.4	5.1	5.2	22.6	3.7
Фосагро	8.6	9.0	4.9	5.1	9.5	11.1
Мин. удобрения	7.6	7.7	5.0	5.1	16.0	7.4
Э.ОН Россия	9.6	9.6	4.9	4.7	7.8	10.1
Энел ОГК-5	8.8	7.7	5.7	5.2	0.6	4.8
ИнтерРАО	-18.8	31.7	7.6	6.1	-12.9	-13.1
РусГидро	9.5	7.5	5.0	4.3	-15.9	-10.0
ОГК-2	-16.2	26.0	8.5	5.9	-46.8	-85.8
Генерация	-1.4	16.5	6.4	5.2	-13.4	-18.8
Холдинг МРСК	4.4	3.6	2.1	1.8	-93.9	-129.2
ФСК ЕЭС	10.3	9.8	4.2	3.6	-35.3	-35.2
МРСК Волги	3.9	2.8	2.2	1.7	-36.9	-97.5
МРСК Урала	7.8	3.3	2.7	1.9	-53.4	-0.2
МОЭСК	7.8	5.7	3.4	2.9	-23.9	-22.7
МРСК Центра и Приволжья	7.6	5.4	4.5	3.8	-3.8	-5.5
МРСК Центра	5.9	3.6	3.0	2.4	-12.6	-7.1
Сети	6.8	4.9	3.1	2.6	-37.1	-42.5
Ростелеком	11.6	9.7	4.1	3.9	8.0	10.3
МТС	13.1	13.0	4.6	4.3	5.5	9.0
Вымпелком	15.8	21.4	4.7	4.6	-2.3	6.1
Телекоммуникации	13.5	14.7	4.5	4.3	3.7	8.5
АФК Система	8.5	6.3	2.3	2.1	14.2	13.3
Многопроф. холдинги	8.5	6.3	2.3	2.1	14.2	13.3
Магнит	29.4	22.5	14.2	10.8	-2.5	-1.9
X5	20.2	14.3	7.4	6.1	-8.6	-9.7
Группа Дикси	26.9	17.8	6.8	5.2	-11.6	-13.4
О'КЕЙ	21.3	15.5	10.2	7.5	-8.4	-3.4
Розничные сети	24.4	17.5	9.6	7.4	-7.8	-7.1

Оценка (продолжение)

	P/E		P/BV		ROAE, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	5.6	5.9	1.2	1.0	24.7	19.0
ВТБ	4.2	4.1	0.8	0.7	20.3	17.2
Банк С.-Петербург	6.1	3.8	0.4	0.4	7.1	10.7
Банк Возрождение	4.7	3.0	0.6	0.5	14.3	18.7
Банки	5.1	4.2	0.8	0.6	16.6	16.4

Дивиденды

	Div 2011		Div 2012П	
	руб. на акц.	% к цене	руб. на акц.	% к цене
Татнефть, п.а.	7.08	6.9	9.76	9.6
Сургутнефтегаз, п.а.	2.15	11.2	1.77	9.3
Акрон	175	13.7	101.6	8.0
Башнефть, п.а.	99.0	7.6	98.2	7.6
Вымпелком	23.51	6.7	25.20	7.2
Газпром	8.97	6.2	9.76	6.7
Евраз	15.87	13.1	6.93	5.7
МТС (АДР)	29.42	5.5	29.23	5.5
Ростелеком, п.а.	4.70	5.2	4.97	5.5
Башнефть	99.0	5.3	98.2	5.3
Газпром нефть	7.3	4.7	7.87	5.1
Татнефть	7.08	3.6	9.76	5.0
Сбербанк, п.а.	2.59	3.9	3.23	4.9
Фосагро	57.5	4.4	60.96	4.7
Лукойл	75.0	3.9	88.2	4.5
ММК	-	0.0	0.36	3.3
ГМК	196.0	4.0	159.6	3.3
НЛМК	2.0	3.2	2.0	3.2
Роснефть	7.50	3.0	7.24	2.9
Сбербанк	2.08	2.3	2.59	2.8
НОВАТЭК	6.00	1.9	7.87	2.5
ВТБ	0.00088	1.6	0.00133	2.5
Северсталь	15.10	4.0	9.38	2.4
Распадская	5.0	7.8	1.5	2.3
ТМК	3.63	0.8	10.56	2.3
Э.ОН Россия	0.0578	2.2	0.0508	1.9
Сургутнефтегаз	0.6	2.2	0.53	1.9
Ростелеком	4.7	3.9	2.15	1.8
Энел ОГК-5	-	0.0	0.0304	1.8
АФК Система	0.28	1.2	0.299	1.3
Транснефть, п.а.	716	1.1	601.6	0.9
О'КЕЙ	-	0.0	2.95	0.9
РусГидро	0.0078	1.0	0.0050	0.7
Магнит	4.58	0.4	5.36	0.5
Банк Возрождение	-	0.0	1.17	0.2
Банк С.-Петербург	-	0.0	0.11	0.2

Прогнозы финансовых показателей

	Прибыль, \$ млн		ЕБИТДА, \$ млн		FCF, \$ млн		CAPEX, \$ млн	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	39 225	39 188	59 981	60 535	14 907	-2 949	36 573	53 528
НОВАТЭК	2 135	2 613	3 145	3 767	1 201	752	1 511	2 370
Роснефть	9 478	16 055	20 057	31 492	3 090	6 452	15 119	21 047
Лукойл	12 359	11 534	19 945	19 510	3 118	2 158	13 869	14 328
Газпром нефть	4 752	3 510	8 311	7 044	1 769	895	5 391	5 331
Сургутнефтегаз	6 711	5 868	9 128	8 278	2 763	2 262	4 852	4 808
ТНК-ВР Холдинг	8 975	7 704	13 487	12 077	6 197	4 416	5 544	6 099
Татнефть	2 945	2 898	4 592	4 517	1 981	2 105	1 618	1 604
Башнефть	1 968	1 959	3 520	3 472	1 600	567	1 402	2 449
Транснефть, п.а.	5 298	5 907	11 077	12 159	2 511	3 689	7 000	6 500
Северсталь	941	1 090	2 271	2 561	565	459	1 557	1 288
НЛМК	789	1 260	1 840	2 616	119	901	1 820	1 399
ММК	250	666	1 498	2 004	394	712	808	834
Евраз	262	727	2 071	2 561	556	997	1 093	790
Мечел	259	305	1 754	1 872	-37	-562	1 253	1 359
Распадская	8	-43	179	138	-364	8	101	115
ТМК	456	462	1 234	1 181	544	373	315	333
ГМК	3 874	3 763	5 710	5 649	2 089	2 030	2 806	2 432
РУСАЛ	229	431	741	1 301	94	-553	514	824
Акрон	253	257	546	533	372	61	1	274
Фосагро	598	572	1 114	1 072	486	569	401	289
Э.ОН Россия	546	548	893	930	409	531	387	302
Энел ОГК-5	222	256	486	537	12	94	474	285
ИнтерРАО	-419	249	897	1 133	-1 016	-1 033	1 719	1 060
РусГидро	741	938	1 947	2 296	-1 119	-701	2 597	2 397
ОГК-2	-40	25	194	279	-303	-555	0	0
Холдинг МРСК	599	730	3 482	4 071	-2 493	-3 433	5 349	6 619
МРСК Волги	104	145	260	333	-150	-395	372	674
МРСК Урала	57	136	241	345	-237	-1	447	288
МОЭСК	247	337	961	1 135	-461	-438	1 310	1 385
МРСК Центра и Приволжья	78	111	267	315	-23	-33	240	286
МРСК Центра	134	220	464	580	-100	-57	478	502
ФСК ЕЭС	792	831	2 728	3 194	-2 887	-2 880	5 036	5 185
Ростелеком	1 017	1 222	3 745	3 984	914	1 173	2 170	2 179
МТС (АДР)	1 331	1 338	5 340	5 682	967	1 577	2 617	2 538
Вымпелком	1 156	854	9 454	9 789	-416	1 108	5 972	5 384
АФК Система	1 006	1 366	9 164	9 966	1 217	1 137	5 312	6 467
Магнит	594	778	1 353	1 766	-439	-331	1 300	1 400
Х5	257	363	1 200	1 451	-448	-502	1 079	1 400
Группа Дикси	47	71	297	387	-147	-170	333	447
О'КЕЙ	126	174	317	429	-225	-90	500	476

	Прибыль, \$ млн		BV, \$ млн		Опер. доход, \$ млн		Опер. расх., \$ млн	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	11 282	10 680	51 989	60 713	28 333	30 191	14 063	16 683
ВТБ	4 315	4 406	23 724	27 601	11 481	12 170	5 952	6 524
Банк С.-Петербург	88	141	1 256	1 377	349	435	239	258
Банк Возрождение	89	139	671	812	389	505	273	328

Последние обзоры НОМОС-БАНКа

- 23.10.2012** Роснефть - ТНК-ВР: сделка десятилетия состоялась!
- 19.10.2012** ОГК-2: Борьба за выживание
- 11.10.2012** ИнтерРАО: Бизнес слабеет – амбиции растут
- 05.10.2012** Стратегия октябрь: QE3 ещё себя проявит
- 26.09.2012** Банки «второго эшелона»: доходность не оправдывает риски
- 25.09.2012** Распадская: восстановление производства замедлилось
- 24.09.2012** Генерация: сложный год
- 11.09.2012** Черная металлургия: тенденции десятилетия поменялись!
- 07.09.2012** Стратегия сентябрь: Риск экономической рецессии выходит на первый план
- 05.09.2012** FOREX: Рубль останется слабым
- 21.08.2012** Распадская: восстановление производства замедлилось
- 15.08.2012** UC Rusal: год будет тяжелым
- 07.08.2012** Стратегия август: Неоправданный оптимизм
- 30.07.2012** X5 Retail – рекомендация снижена на фоне возросших рисков
- 30.07.2012** Магнит – повышение цены на фоне сильных результатов
- 30.07.2012** Нефтегазовый сектор: ценовая корректировка
- 05.07.2012** Стратегия июль: Кризис откладывается
- 29.06.2012** Экономика: Наступает время испытаний
- 26.06.2012** ВТБ: тяжелый бой за прибыль
- 26.06.2012** Черная металлургия: конъюнктура ухудшается, прогнозы снижаются
- 21.06.2012** Русгидро: слишком долгосрочные инвестиции
- 14.06.2012** Сбербанк: дальнейшая экспансия лидера
- 05.06.2012** Стратегия июнь: Момент истины приближается
- 06.06.2012** Российские розничные сети - делая ставку на рост
- 30.05.2012** Рубль: в заложниках у Европы
- 24.05.2012** Сетевой комплекс: крутой поворот реформы
- 11.05.2012** Нефть и газ: повышение НДПИ на газ – терпимо для GAZP и болезненно для NVTK
- 02.05.2012** Beta анализ: как обыграть рынок
- 27.04.2012** Стратегия май: пациент требует новой инъекции
- 12.04.2012** Транснефть: навстречу IPO
- 09.04.2012** Распадская: в ожидании восстановления мощностей
- 22.03.2012** МТС и Вымпелком: новые вызовы - новые цены
- 21.03.2012** Холдинг МРСК: «фальстарт» или попытка зайти на новые уровни?
- 21.03.2012** Стратегия апрель: Долгожданная коррекция – отличный провод для покупок
- 20.03.2012** UC RUSAL: алюминий дорожает, риски растут
- 19.03.2012** Экономика: Россия не заметила кризиса
- 16.03.2012** Норильский никель: по-прежнему дорого
- 15.03.2012** Нефтегазовый сектор: новые ценовые реалии на фоне увеличения CAPEX

QE3: и всё-таки она работает!

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Месяц назад в нашей октябрьской Стратегии мы анализировали влияние монетарных стимулов на мировую экономику и высказали мнение, что новые шаги ФРС и ЕЦБ должны повысить уровень оптимизма инвесторов, способствовать оживлению экономического роста и поддержать финансовые рынки.

Информация, поступавшая на рынки за это время, была достаточно противоречивой и пока не дала однозначного ответа на вопрос – действуют или нет монетарные стимулы. Тем не менее, в массиве общей экономической информации мы усматриваем сигналы того, что общая ситуация на рынках и в экономике пусть и медленно, но начала улучшаться. Наиболее оптимистично мы оцениваем процессы, происходящие в экономике США. Во-первых, рынок труда вновь демонстрирует признаки оздоровления. В середине года наблюдалась некоторая пауза в процессе создания новых рабочих мест, однако статистика за сентябрь-октябрь показала, что темпы появления рабочих мест в частном секторе вновь ускорились. Улучшение ситуации на рынке труда подтверждается и опросами населения – нижеприведенные индексы доверия потребителей от Conference Board наглядно показывают, что оптимизм американцев увеличивается, а это явное свидетельство того, что искать работу становится проще. Продолжается рост цен на рынке жилой недвижимости. Текущий год станет первым с 2005 г., когда цена на жильё в США покажут рост. Вслед за ценами начинается восстановление в секторе жилищного строительства – в этом году этот сектор оторвался от своего дна, где он находился на протяжении более трёх лет. Этот очень важный момент в анализе общей экономической ситуации в США, т.к. до сих пор строительный сектор оказывал сдерживающее влияние на рост экономики США; сейчас же оживляющаяся стройка начнет подталкивать экономику вверх, создавая новые предпосылки для ускорения экономического роста.

В то же время нельзя и не отметить негативные сигналы из США. К таковым мы относим в первую очередь ухудшившиеся ожидания бизнеса, что наглядно продемонстрировали квартальные отчеты (подробнее см. ниже). Однако при внимательном рассмотрении отчетов становится очевидным, что ухудшение прогнозов связано в первую очередь с ухудшением ожиданий на азиатских и европейских рынках, а не в самих США. Это ещё один важный момент текущей ситуации в мире – действительно, последние монетарные стимулы оказывают более-менее заметное влияние пока лишь на американскую экономику, в то время как в Европе продолжается рецессия. Азия, в том числе и Китай, также страдают из европейских проблем. Но никто и не ожидал, что действия ЕЦБ моментально развернут тренды в европейских экономиках. Пока заявления ЦБ смогли лишь отодвинуть ситуацию на долговых рынках от края пропасти. По сути, ЕЦБ лишь выигрывает время, необходимое для проведения болезненных процедур бюджетной консолидации. Признаки улучшения ситуации в Европе начнут появляться, скорее всего, не ранее первой половины 2013 г.

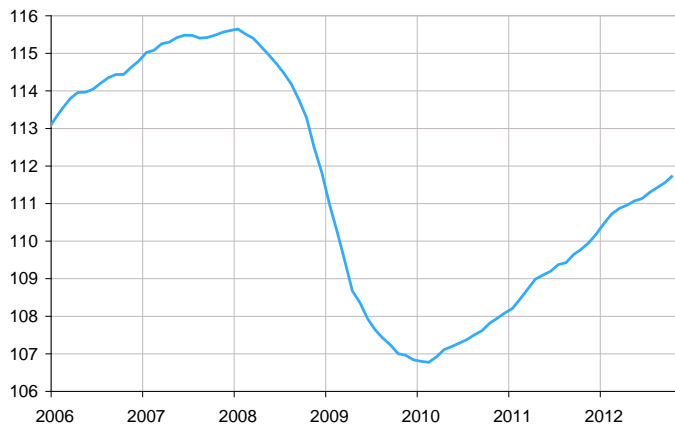
Итак, резюмируя вышесказанное, мы возьмём на себя смелость утверждать, что QE3 всё-таки работает, и экономика США продолжает двигаться по траектории восстановления. Пока это не столь очевидно, как в предыдущих эпизодах, но, надо понимать, что внешний фон для США сейчас более негативный, чем в 2010 г., когда запускалась предыдущая программа монетарных стимулов. Безусловно, фактором, сдерживающим корпоративные инвестиции, является и приближающаяся проблема бюджетного обрыва. Появление определённости в этом вопросе, по-видимому, станет решающим фактором оживления экономической конъюнктуры.

Ну и в завершении, нельзя не сказать про самую горячую тему сегодняшнего дня - выборы Президента США. На рынке присутствует мнение, что победа Ромни окажет позитивное влияние на рынок акций. В то же время, его шансы,

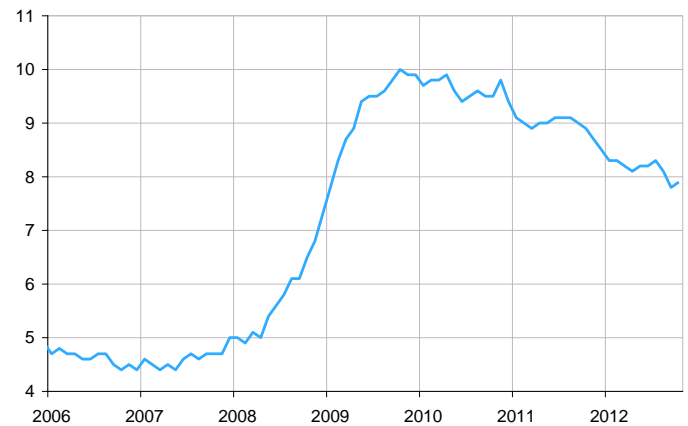
объективно, невысоки – букмекерские конторы дают в среднем 85-15 в пользу Обамы. Таким образом, можно смело утверждать, что победа Обамы «в цене» и заметной реакции на рынок это событие не окажет. Намного важнее будет первая риторика переизбранного Президента относительно решения проблемы Fiscal Cliff. До конца года ясность в этом вопросе должна появиться, и, скорее всего, именно на этих новостях мы увидим традиционное «рождественское ралли». С текущих уровней мы по-прежнему смотрим на рынок скорее вверх, чем вниз.

Рынок труда США: восстановление рабочих мест ускорилось, хотя общий уровень безработицы пока что остается достаточно высоким

Динамика рабочих мест в частном секторе (за исключением сельского хозяйства), млн. чел.



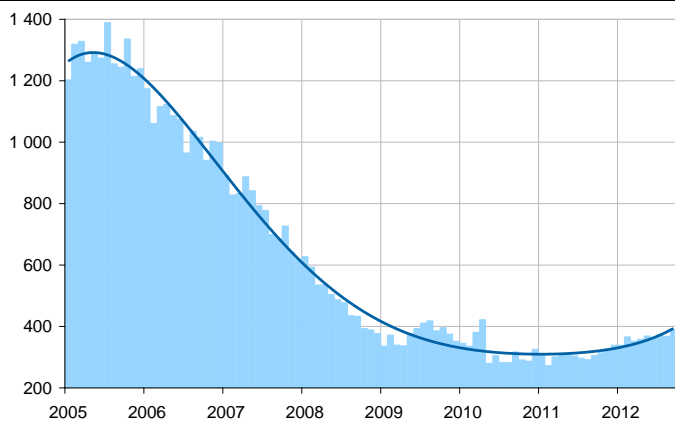
Норма безработицы, %



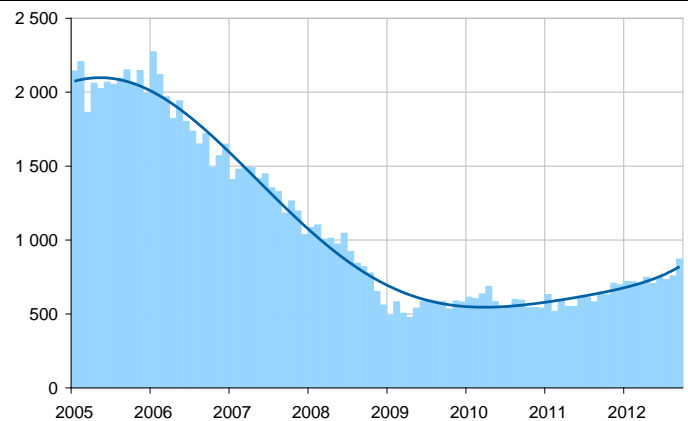
Источники: Reuters, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Рынок недвижимости: похоже, что нынешний год стал разворотным для рынка недвижимости США, что создает предпосылки для ускорения экономического роста в США в 2013 г.

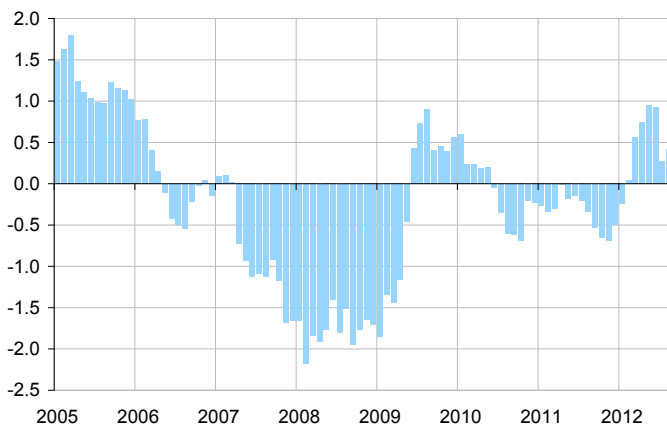
Годовые темпы продаж новых домов в США, тыс. домов в год



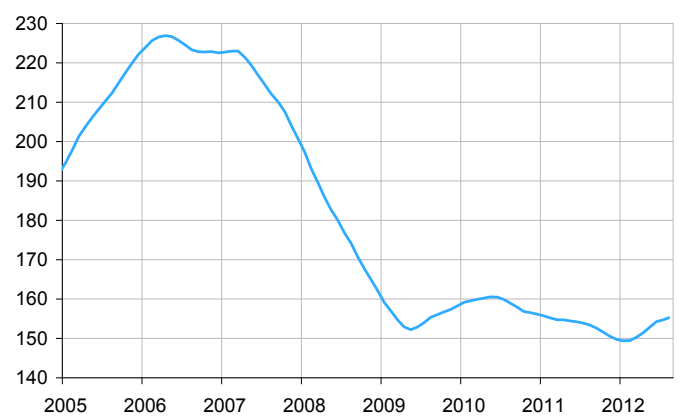
Годовые темпы строительства новых домов в США, тыс. домов в год



Средние цены на дома в 10 крупнейших городах США, % месяц к месяцу



Индекс цен на дома в 10 крупнейших городах США



Источники: Reuters, S&P, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Доверие потребителей в США находится на максимальном уровне с весны 2008 г., при этом текущая ситуация характеризуется как лучшая за всё время с момента банкротства Lehman Brothers

Индексы доверия потребителей



Источники: Reuters, Conference Board, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Сезон отчетности в США: результаты неплохие, но прогнозы ухудшились

Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

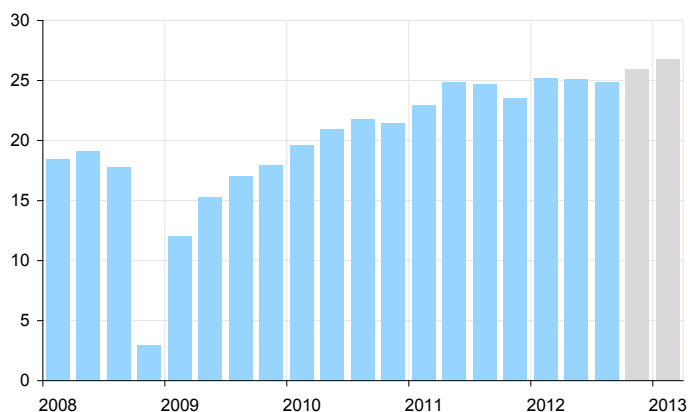
Традиционно к сезону отчетности в США повышенное внимание. Состояние корпоративного сектора в стране – важный индикатор положения дел не только в экономике Штатов, но и мира в целом, т.к. многие компании списка S&P 500 глобальные и имеют бизнес по всему миру.

Результаты за 3 кв. 2012 г. интересны еще и тем, что впервые за 11 кварталов аналитики прогнозировали снижение прибыли на акцию эмитентов входящих в индекс S&P 500 (на 1.5%). Пока эти ожидания не оправдываются: суммарная прибыль уже отчитавшихся компаний снизилась относительно 2 кв. 2012 г. на 0.3%. При этом на текущий момент из 233 уже отчитавшихся эмитентов (56% от капитализации индекса S&P 500) лучше ожиданий прибыль показали 114 компаний (29% от капитализации), а по выручке прогноз превзошли 108 компаний (27% от капитализации).

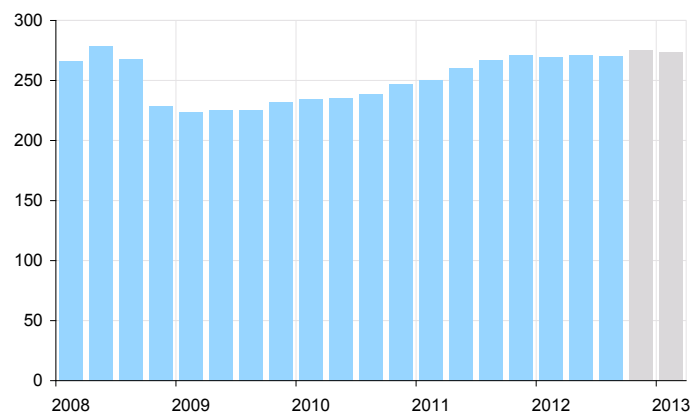
Если результаты за 3 кв. 2012 г. в целом не вызывают особых негативных эмоций у инвесторов, то вот прогнозы, которые дают эмитенты на 4 кв. 2012 г. менее оптимистичны. Многие компании пересматривают ожидания по финансовым и производственным показателям на последний квартал года или дают оценки, которые ниже рыночного консенсуса. Надо отметить, что в их числе достаточно крупные корпорации такие, как Apple, Alcoa, Intel, IBM, General Electric. Основным поводом для пессимистических оценок являются ожидания падения спроса со стороны Европы и Азии. Не исключено, что такие опасения вызваны и внутренними факторами, а именно fiscal cliff, в случае реализации которого налоговое бремя на корпорации может возрасти, а госзаказы сократятся.

В тоже время, несмотря на ухудшение прогнозов, ожидания по динамике прибыли остаются позитивными: по итогам 4 кв. 2012 г. ожидается рост выручки компаний, входящих в индекс S&P 500, на 2.2%, а прибыли – на 5.5%.

Динамика прибыли на акцию индекса S&P



Динамика выручки индекса S&P



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Компании, прогнозы показателей которых были пересмотрены менеджментом или их оценки отличаются от ожиданий рынка

Эмитент	Пересмотренные прогнозы
Alcoa	Компания снизила свой прогноз роста мирового спроса на алюминий в текущем году до 6% с ранее озвученных 7%.
Intel	В четвертом квартале Intel планирует выручку в размере \$13.6 млрд. плюс-минус \$500 млн, в то время как средний прогноз экспертов, опрошенных Thomson Reuters, составляет \$13.78 млрд. Валовая рентабельность Intel в четвертом квартале, по оценкам самой компании, составит 57% при консенсус-прогнозе аналитиков 61.4%.
IBM	Операционная прибыль по итогам 2012 года повысится по крайней мере до \$15.1 на акцию при ожидающемся рынком в среднем \$15.14 на акцию. Вместе с тем операционная прибыль по US GAAP, вероятно, составит не менее \$14.29 на акцию, а не \$14.40 и более, как ожидалось в июле
eBay	По итогам четвертого квартала eBay прогнозирует прибыль без учета разовых факторов в диапазоне 66-69 центов в расчете на акцию и выручку на уровне \$3.85-4 млрд. Ожидания рынка составляют соответственно 68 центов на акцию и \$3.94 млрд.
General Electric	Компания объявила, что ее выручка по итогам этого года увеличится примерно на 3%, тогда как на встрече с инвесторами и аналитиками в сентябре прогнозировался рост в 5%.
UPS	UPS уточнила прогноз скорректированной прибыли на 2012 год до \$4.55-4.65 на акцию с ранее ожидавшихся \$4.5-4.7 на акцию. Эксперты прогнозируют показатель в размере \$4.55 на акцию.
3M	3M ухудшила прогноз прибыли на 2012 год до \$6.27-6.35 в расчете на акцию, включая расходы на покупку активов в размере 3 цента на акцию. Ранее по итогам года ожидалась прибыль в \$6.35-6.5 на акцию без учета расходов, говорится в сообщении.
Apple	Компания прогнозирует прибыль на акцию в октябре-декабре на уровне \$11.75 при выручке \$52 млрд, тогда как аналитики ожидают прибыль в \$15.41 на акцию при выручке в \$55 млрд.
Amazon.com	В четвертом квартале компания планирует получить операционный результат в диапазоне от прибыли в \$310 млн до убытка в \$490 млн при выручке в районе \$20.25-22.75 млрд. По данным Thomson Reuters, эксперты прогнозируют выручку на уровне \$22.79 млрд.

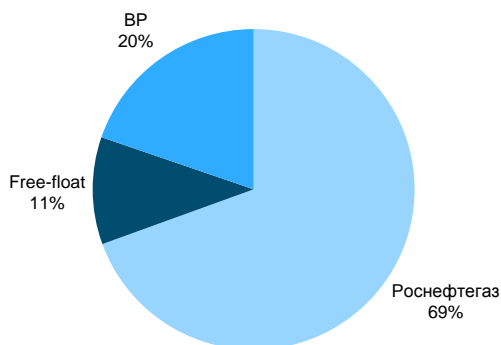
Источники: данные СМИ, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Нефть и газ: первые итоги мегасделки

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

В октябре произошло событие (во многом ожидавшееся, но от этого не являющееся менее значимым), ставшее квинтэссенцией той национальной политики в сфере ТЭК, которая стала формироваться с приходом во власть Владимира Путина и его команды. На этот раз усиление государственного влияния в секторе выразилось в увеличении производственных активов Роснефти за счет покупки 100% в ТНК-ВР Ltd. у британской ВР и консорциума ААР. Исходя из условий соглашений, цена вопроса составляет \$ 56 млрд., из них \$ 45.1 млрд. будут выплачены Роснефтью «живыми» деньгами (\$ 28 млрд. получит ААР и \$ 17.1 млрд. – ВР). Кроме того в пользу ВР перейдут 12.84 % казначейских акций Роснефти. Наряду с этим ВР обязуется купить у Роснефтегаза (владелец 75 % акций Роснефти) 5.66 % бумаг ROSN, доведя свою долю в компании до 19.75 %. Это, вероятнее всего, позволит британской компании отражать ряд финансовых показателей Роснефти в собственной отчетности по методу долевого участия.

Планируемая структура акционеров Роснефти после покупки ТНК-ВР Int.



Источники: оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

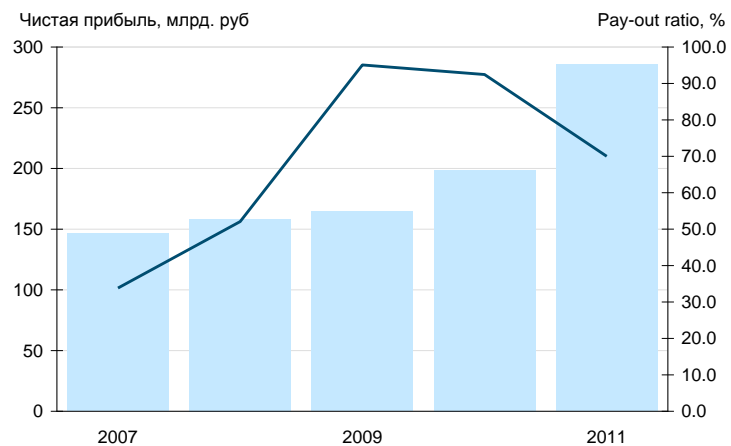
Теперь, по завершении сделки на долю государственных компаний (Роснефть, Газпром нефть, Славнефть) будет приходиться около 50 % от общероссийской добычи и переработки нефти. При этом, исходя из операционных показателей, Роснефть во главе с экс-вице-премьером Игорем Сечиным станет безоговорочным мировым лидером в сегменте upstream среди публичных ВИНКов. Так доказанные запасы нефти госкомпании по методике SEC увеличатся с 14.3 до примерно 20-21 млрд. барр. (следом за Роснефтью идет ЛУКОЙЛ с 13.4 млрд. барр запасов нефти, затем ВР, PetroChina, Petrobras и Еххон с запасами нефти в районе 10 млрд. барр, далее Chevron – 7.5 млрд. барр.) Суточная добыча нефти Роснефти вырастит с 2.4 млн. баррелей до примерно 4.2 млн. баррелей (у ближайшего российского конкурента ЛУКОЙЛа – 1.85 млн. баррелей в день, у Еххон -2.2 млн баррелей в день, ВР – 2,3 млн. баррелей в день). По уровню добычи углеводородов (4.6 млн. барр. в сутки) Роснефть также сможет обогнать Еххон (4.55 млн. барр. в сутки) и ВР (3.8 млн. барр. в сутки). Впрочем, исходя из-за целого ряда особенностей структуры бизнеса Роснефти в сравнении с majors (невысокое соотношение Переработка/Добыча, ограниченная возможность по монетизации газовых запасов, меньшее кол-во АЗС и т.п.) суммарная EBITDA после поглощения ТНК-ВР (достигнет \$ 30 - 35 млрд.) останется ниже, чем у Еххон (более \$ 80 млрд.), Газпрома (\$ 60 млрд.), Chevron (\$ 59 млрд.), ВР (\$ 45 млрд.) и целого ряда других мировых компаний.

Однако очевидно, что для участников рынка основной интерес представляют не столько места в условных рейтингах, сколько параметры договоренностей и ожидаемые синергетические эффекты. Исходя из этого критерия сделка не вызвала у нас особого прилива оптимизма: мы считаем уплаченную за актив стоимость справедливой и поэтому не ожидаем появления отрицательного гудвилла. При этом в возможности образования значимых синергетических эффектов от сделки менеджменту компании еще предстоит убедить рынок. Однако мы видим рост фундаментальной стоимости Роснефти за счет продажи казначейских акций (сделка состоится исходя из цены акций ROSN на уровне \$ 8, что на 14 % выше цены бумаг компании на дату достижения договоренностей). Кроме того BP становится долгосрочным миноритарным акционером Роснефти, который способен оказывать положительное влияние на уровень корпоративного управления в компании. Мы повысили целевую цену по акциям ROSN за счет эффекта от монетизации казначейских акций и ожидаемой синергии с \$ 7.45 до \$ 7.63, сохраняя рекомендацию «Держать». Более подробно см. наш обзор «Роснефть - ТНК-BP: сделка десятилетия состоялась!» от 23.10.2012 г.

Какие же ключевые факторы лежали в основе сделки? По нашему мнению, катализатором переговорного процесса стала позиция BP, менеджмент которой неоднократно указывал на два ключевых риска для долгосрочного развития компании: последствия аварии в Мексиканском заливе и конфликт акционеров в ТНК-BP Ltd. (несмотря на высокие денежные потоки, которые генерировал актив для британской компании). Выход из ТНК-BP (пусть и не полностью в денежной форме) не только позволил BP реализовать «проблемный» актив, но и создал возможности для участия в BP в совместных проектах на территории РФ (прежде всего, на арктическом шельфе). На этом фоне приход в Роснефть нового CEO (на этом посту Эдуарда Худайнатову заменил Игорь Сечин) повысил степень амбициозности планов госкомпании, а значит, предложение о продаже крупного актива не могло не остаться вне зоны внимания менеджмента. В результате взаимные интересы компаний совпали. Что касается консорциума AAR, то, вероятнее всего, его владельцы решили также выйти в «кэш» из-за возникновения рисков необходимости выстраивания отношений с новым партнером, который мог настаивать на кардинальном изменении сложившихся корпоративных процедур (в т.ч. в вопросе дивидендных выплат).

Первая реакция рынка на произошедшее в бумагах ROSN и TNBP (95 %-ная «дочка» ТНК-BP Int.) была диаметрально противоположной, став очередным наглядным подтверждением негласного правила: после сделок, чаще всего растут акции тех компаний, на базе которых происходит объединение активов. С середины октября акции Роснефти выросли почти на 10 %, бумаги TNBP снизились примерно на 20 %. Рост бумаг Роснефти мы связываем с наличием дисконта между стоимостью бумаг ROSN, установленной в рамках сделки и рыночной ценой. Снижение котировок ТНК-BP Холдинга последовало вслед за словами Игоря Сечина о том, что вопрос по дивидендам ТНК-BP в принципе не стоит в повестке дня Роснефти и его рекомендации одному из миноритариев ТНК-BP Холдинга становиться акционером ROSN. С учетом низких free-float (около 5 %) и ликвидности падение вылилось в обвал котировок TNBP, впрочем, ситуация далеко не так однозначна как кажется, т.к., вероятнее всего, CEO Роснефти, отвечая на вопрос о дивидендах, имел в виду сложившуюся дивидендную практику ТНК-BP Int., денежные потоки которой не являются зеркальным отражением потоков ТНК-BP Холдинга. Впрочем, угроза изменения нынешних корпоративных процедур (включая дивиденды и действующую систему отношений между добывающими/перерабатывающими подразделениями, ТНК-BP Холдингом, ТНК-BP Int. и Роснефтью) в экс-российско-британской компании действительно существуют. Как следствие, мы ставим на пересмотр планируемые дивиденды по ТНК-BP.

Динамика дивидендных выплат ТНК-ВР Холдинга



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Что же будет дальше? В ближайшее время Роснефть будет пытаться «переварить» актив, при этом, по нашим оценкам, кредитные метрики компании угрожающе не поменяются (соотношение чистый долг/ЕВITDA Роснефти к середине следующего года может составить 2.0-2.2 (базовый сценарий: чистый долг - \$ 72.8 млрд., ЕВITDA - \$ 33 млрд.), что не выглядит критичным. При снижении цен на нефть ЕВITDA компании будет сокращаться, однако не столь существенно за счет особенностей действующей налоговой системы и ослабления курса, поэтому сложности у Роснефти могут появиться только при падении цен на нефть до \$ 50/bbl и ниже.

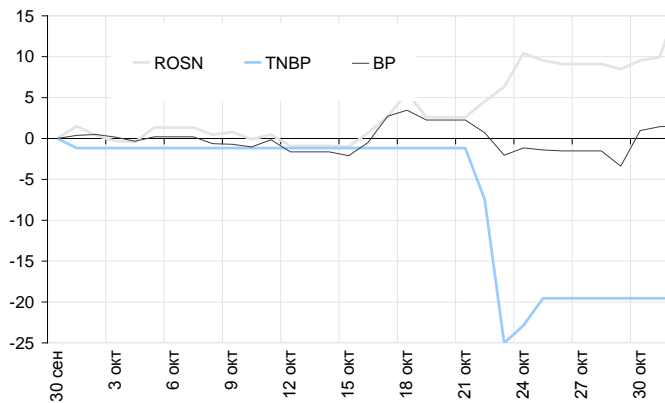
Также мы не ожидаем появления претензий ФАС к сделке. После приобретения ТНК-ВР Роснефть (с учетом 50 % -ной доли в Славнефти) будет добывать около 40 % и перерабатывать порядка 30 % российской нефти. Однако мы не видим серьезной угрозы по монополизации российского рынка: профицит экспортных трубопроводных мощностей делает зависимыми внутренние цены на нефть исключительно от внешней конъюнктуры и таможенной политики государства. В downstream какие-либо претензии ФАС к Роснефти могут появиться только на отдельных региональных рынках и только в сегменте розничных продаж (при условии превышения доли в 35 %). Это связано с тем, что самые большие НПЗ ТНК-ВР (Рязанский) и Славнефти (Ярославнефтеоргсинтез) расположены в Центральном федеральном округе, т.е. в том регионе, где Роснефть не имеет собственных перерабатывающих мощностей.

Также интерес для рынка представляет вопрос будущей приватизации Роснефти: в конце октября министр экономического развития Андрей Белоусов заявил о том, что его ведомство не отменяет планов по приватизации компании в связи со сделкой. С точки зрения сохранения влияния государства на деятельность Роснефти мы также не видим особых проблем в доведении доли Роснефтегаза в УК ROSN до 50 % + 1 акция (по завершению сделки с ВР эта величина составит 69.3 %). Однако Роснефти требуется еще завершить огромное количество корпоративных процедур по интеграции ТНК-ВР в структуру компании и достижения синергетических эффектов. В частности, СЕО Роснефти Игорь Сечин оценивает их в \$ 3-5 млрд., однако пока остается не совсем понятным, за счет каких факторов может быть получена столь значимая выгода (оптимизация использования инфраструктуры по Нижневартовскому и Нефтеюганскому районам ХМАО едва ли способна привести к такому эффекту). Как следствие мы полагаем, что приватизация ROSN может состояться не ранее 2014 года.

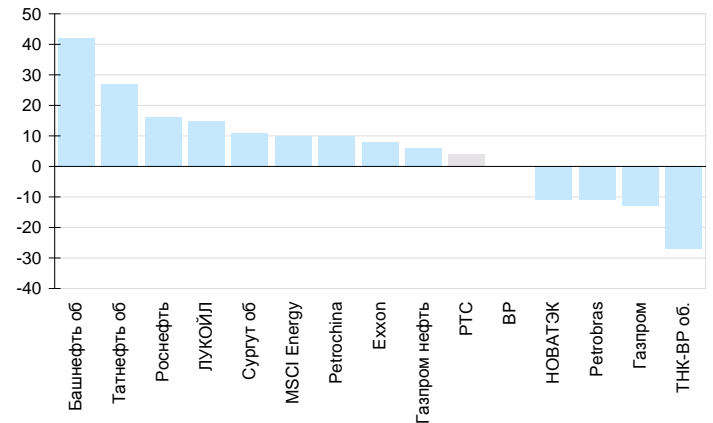
Ну и наконец, сделка может служить ориентиром для всего рынка исходя из базовых мультипликаторов. Ориентиры для рынка EV/ЕВITDA на уровне 4.3, P/E

- 6.2, EV на баррель запасов – чуть более \$ 4, что выше в сравнении с текущими мультипликаторам. Теоретически это может привести и к переоценке сектора в целом (сейчас эти величины составляют 3.4, 5.1 и \$ 3.5), хотя это процесс в условиях сохраняющихся макроэкономических вызовов может оказать небыстрым.

Динамика акций Роснефти, ТНК-ВР Холдинга и ВР
октябре 2012 г, %



Динамика акций нефтегазовых компаний с начала года, %



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Электроэнергетика: в подвешенном состоянии

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Октябрь не стал решающим месяцем для формирования долгосрочной стратегии в энергетике. По нашему мнению, принятые и озвученные в октябре решения правительства, как и ранее не носят окончательный характер. Анонсированный ранее запуск новой модели рынка с 2014 г и перенос сроков решения проблем последней мили с высокой вероятностью могут стать новым поводом пересмотра тарифных решений уже к середине следующего года. На первый квартал перенесен и вопрос объединения ФСК и Холдинга МРСК. Вопрос докапитализации РусГидро, скорее всего, будет решен по схеме участия Роснефтегаза, что только удлинит процесс формирования новой стратегии. Изменения коснулись и частных компаний. В октябре менеджмент ЭОН объявил о подготовке 5-ти летней стратегии, в том числе направленной на расширения бизнеса на российском рынке.

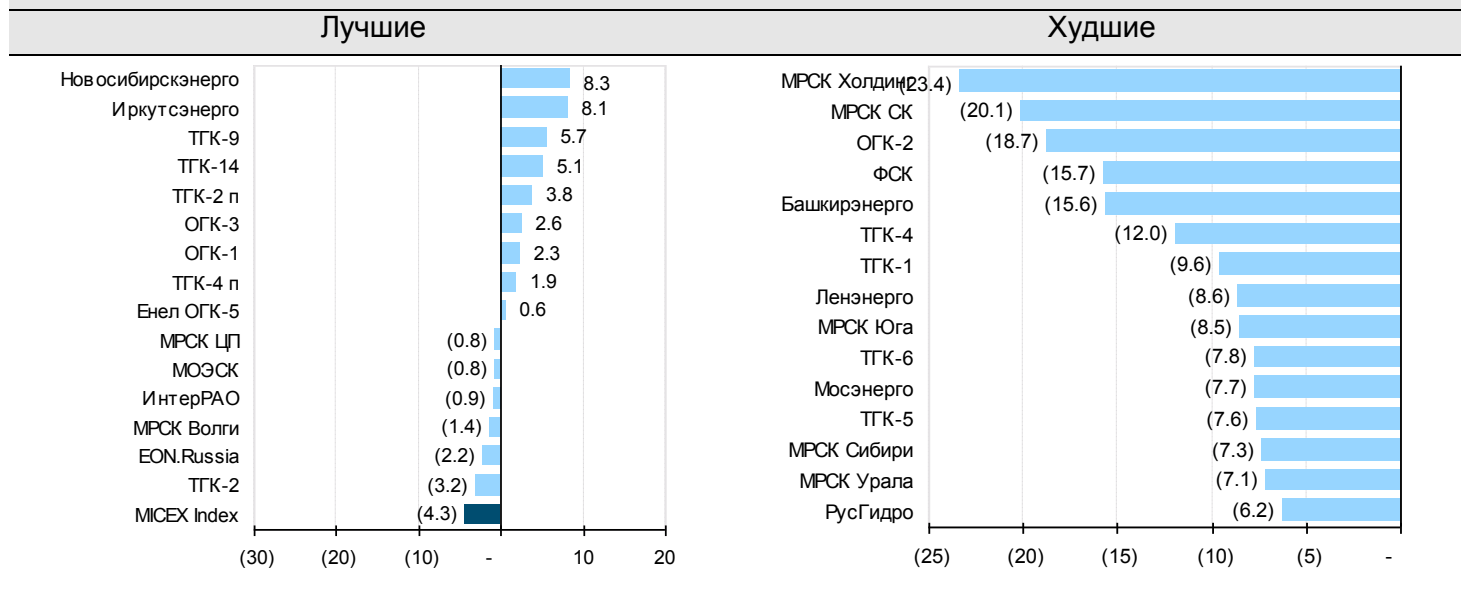
Основные события октября:

- **Тарифные решения: RAB-регулирование сохраняется.** К ноябрю ФСТ опубликовала новые параметры RAB-регулирования для отдельных регионов МРСК. По нашим оценкам, основным методом корректировки стало: снижение первоначальной базы капитала и сокращение норм доходности на «старый» капитал. В итоге, новые вводные для долгосрочного тарифного регулирования с меньшими проблемами укладываются в обозначенные уровни роста конечного тарифа на электроэнергию.
- **Объединения сетей не будет.** Новая схема управления сетевым комплексом предполагает создание единой управляющей компании для ФСК и Холдинга МРСК. В новой модели работы ФСК и Холдинга МРСК по-прежнему много неопределенного. Тем не менее, сохранение независимой структуры с большей вероятностью указывает на сохранение прежних идей реформирования комплекса.
- **Допэмиссия Холдинга МРСК.** В октябре объявили цену размещения акций допэмиссии Холдинга МРСК, которая оказалась на уровне котировок акций Холдинга на ММВБ. Таким образом, с одной стороны Холдинг начал привлекать средства на рыночных условиях. Но с другой стороны, в условиях ограничения роста тарифов крупные инвестиционные проекты, скорее всего, будут иметь низкие параметры окупаемости. Кроме того, Холдинг проводит политику выкупа миноритарных долей в МРСК по более высокой, чем рыночная, цене. В данной связи, мы считаем снижение котировок вполне оправданной компенсацией рисков. Цена акции в рамках масштабного размещения (около 35% УК) в среднесрочной перспективе может стать существенным ограничением для роста стоимости акций на рынке.
- **РусГидро** объявило о проведении собрания акционеров по вопросам допэмиссии. До конца месяца ожидается оценка акций РусГидро и вносимых в оплату активов, крупнейшим из которых может стать 40% пакет акций Иркутскэнерго. Данное событие всегда относилось к важным, как для ИнтерРАО, так и для РусГидро. С 2011 г рассматривалось много схем обмена и назывались разные оценки вносимого пакета. Но как следует из последних новостей, прямого обмена, скорее всего, не будет. В допэмиссии РусГидро может принять участие Роснефтегаз, предварительно выкупив акции Иркутскэнерго у ИнтерРАО.

Взгляд на компании

Краткосрочные факторы скорее указывают на снижение финансовых показателей компаний в 2012-2013 гг, в то время как долгосрочные станут понятней в лучшем случае в начале следующего года. Мы полагаем, что как и месяц назад текущие условия не создают благоприятной ситуации для инвестирования в сектор.

Динамика акций компаний электроэнергетики в октябре



Источники: Reuters, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Сетевые компании

В октябре в акциях ФСК и Холдинга прошли мощные распродажи. По итогам месяца котировки акций сетевых холдингов упали на 16 и 24%, соответственно, полностью растеряв весь сентябрьский рост. Как и ранее выходявшие новости базировались на ожиданиях и предположениях, что по нашему мнению не способно повлиять на ключевую компоненту риска – неопределенность. Мы полагаем, что прошедшее снижение котировок может стать поводом для краткосрочного роста стоимости акций ФСК и Холдинга МРСК в начале ноября. Тем не менее, как и ранее, мы не видим поводов для среднесрочного роста. Пока мы сохраняем наши рекомендации для акций ФСК на уровне «держат» и «продавать» для акций Холдинга МРСК.

РусГидро и ИнтерРАО

Опубликованные в октябре финансовые результаты РусГидро и ИнтерРАО за полугодие оказались слабыми. Обе компании теряют маржу, при этом сохраняя достаточно высокий объем инвестиций. Реакция котировок акций ИнтерРАО и РусГидро на опубликованные результаты оказалась умеренной, что во многом связано с их предсказуемостью. Второе полугодие, как мы полагаем, не станет лучше. Официально о снижении прогнозов 2012г уже объявила ИнтерРАО.

Мы полагаем, что появление оценки Иркутскэнерго при участии Роснефтегаза не снимет давление с акций РусГидро. Напротив, мы полагаем, что приход нового стратега в сектор и, таким образом, начало реализации крупных планов в энергетике Роснефтегазом, скорее создаст негативный фон как для акций РусГидро, так и для ИнтерРАО.

ЭОН Россия

Пересмотр прогнозов финансовых результатов 2013 г со стороны менеджмента компании и увеличение инвестиционной активности, не согласуется с восприятием компании рынком. Тем не менее, по нашим оценкам, новые прогнозы по уровню EBITDA и CAPEX не приводит к 2-5% снижению стоимости компании или около 10-11% по потенциальным дивидендам. Более существенное влияние на оценку может оказать новая пятилетняя стратегия ЭОН Россия, появление которой ожидается в конце первого квартала.

Мы полагаем, что в прошедшее снижение котировок ЭОН России в большей степени имело эмоциональный характер и уже отражает изменение среднесрочных прогнозов.

Банковский сектор: ключевые события октября

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Сбербанк и ВТБ не остались в стороне от тренда по росту процентных ставок

В середине октября Сбербанк и ВТБ 24 объявили о повышении процентных ставок розничным депозитам:

- Сбербанк повысил ставки по ряду розничных депозитов на 0.3-0.8 процентных пункта и депозитным сертификатам для сроков от 1 года и сумм от 50 000 рублей на 0.25 процентных пункта.
- ВТБ 24 повысил процентные ставки по вкладам на 0.5-1.5 п.п.

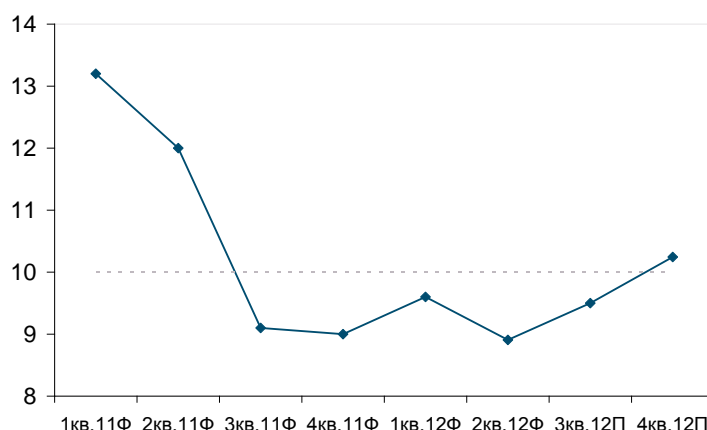
Мы считаем оправданным повышение депозитных ставок Сбербанком с учетом недавнего приобретения контроля в Cetelem, занимающемся высокодоходным потребительским кредитованием. Сентябрьская отчетность Сбербанка по РСБУ показала заметное замедление розничного кредитования и снижение объема розничных вкладов (-0.1%). Повышение ставок по депозитам поддержит объемы привлекаемого фондирования и, соответственно, кредитования. При этом, по нашему мнению, рост процентных расходов по розничным продуктам будет компенсирован ростом процентных доходов по высокомаржинальным розничным кредитам, в первую очередь, выдаваемым в торговых сетях.

Аналогичная логика применима и к ВТБ с той лишь разницей, что проект ВТБ по POS-кредитованию, Лето-банк, пока находится в стадии запуска. В то же время, текущая линейка высокомаржинальных кредитных продуктов ВТБ 24, в первую очередь, кредиты наличными и кредитные карты, позволяет компенсировать рост процентных расходов по депозитам.

ВТБ увеличил капитал за счет размещения второго транша «вечных» евробондов

В последний день октября ВТБ разместил второй транш «вечных» евробондов на \$1.25 млрд. Размещение прошло по цене 100.5% от номинала, что соответствует доходности в 9.42% годовых. Общий объем размещения «вечных» евробондов с учетом обоих траншей составил \$2.25 млрд.

Динамика капитала ВТБ 1-го уровня по Базелю



Источники: данные ВТБ, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Это размещение позволит ВТБ увеличить капитал 1-го уровня по Базелю, который должен превысить минимальный порог целевого диапазона в 10%. Оно позволит ВТБ увеличить капитал 1-го уровня по Базелю, который должен превысить минимальный порог целевого диапазона в 10%. Рост капитала, в свою очередь, поддержит рост активов банка по меньшей мере до весны

2013 г., когда возможно проведение дополнительной эмиссии акций ВТБ.

Банк Санкт-Петербург и Банк Возрождение: стагнация кредитного портфеля

В октябре Банки Санкт-Петербург и Возрождение опубликовали отчетность за 3-й квартал по РСБУ, которая для этих двух банков является неплохим приближением к ожидающейся позже отчетности по МСФО. Кредитный портфель как БСПБ, так и Возрождения за 3-й квартал 2012 г. практически не изменился несмотря на рост розничной части портфелей. В то же время, учитывая тот факт, что доля розничных кредитов у Возрождения заметно выше, чем у БСПБ (19% против 10% соответственно) перспективы роста кредитного портфеля в 4-ом квартале у Возрождения выглядят более предпочтительно.

Таким образом, мы считаем, что единственной инвестиционной идеей в банковском секторе остается покупка акций Сбербанка. Ожидающееся продолжение снижения процентного спреда у российских банков в октябре затронет Сбербанк в гораздо меньшей степени, чем другие торгуемые российские банки, благодаря развитому бизнесу Сбербанка по высокомаржинальному потребительскому кредитованию.

Рекомендации по портфелю

Наш подход к выбору бумаг заключается в формировании двух типов портфелей в зависимости от Вашей склонности к риску и горизонта инвестирования.

Инвестиционный портфель – это портфель, ориентированный на консервативных инвесторов с длинным горизонтом инвестирования. В этот портфель мы отбираем акции компаний, которые имеют следующие характеристики:

- относительно высокий уровень корпоративного управления
- нацеленность на повышение акционерной стоимости
- устойчивые положительные денежные потоки для акционеров
- относительно высокие дивиденды
- умеренная долговая нагрузка
- адекватная оценка по мультипликаторам
- приемлемая ликвидность акций

Как правило, компании с такими характеристиками имеют коэффициент β ниже 1, поэтому динамика инвестиционного портфеля на длинных интервалах менее волатильна в сравнении с динамикой рынка.

Спекулятивный портфель – это портфель, ориентированный на инвесторов с повышенным «аппетитом к риску», а также инвесторов, использующих активные стратегии торговли. Мы включаем в этот портфель бумаги, в которых видим те или иные конъюнктурные идеи, за счет которых акции могут обыграть рынок на краткосрочных интервалах.

Как правило, компании, представленные в спекулятивном портфеле, имеют коэффициент β выше 1, поэтому динамика спекулятивного портфеля оказывается более волатильной в сравнении с динамикой основных индексов.

Инвестиционный портфель

За месяц с момента выхода нашей предыдущей Стратегии средняя стоимость инвестиционного портфеля снизилась на 3.3 %. Таким образом, портфель проиграл индексу, падение которого составило 2.5 %. Основной причиной падения явилась негативная динамика акций Акрона и E.On Russia, в то время как три остальные бумаги обыграли индекс.

Динамика инвестиционного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	5 окт.	2 нояб.	%
Лукойл	1 935.0	1 944.0	0.5
Газпром нефть	155.25	156.74	1.0
Сбербанк	93.01	91.95	-1.1
Акрон	1 423.0	1 279.8	-10.1
E.On Russia	2.810	2.625	-6.6
Индекс ММВБ	1 476.9	1 440.3	-2.5
Портфель в среднем			-3.3

Мы приняли решение исключить акции Акрона из инвестиционного портфеля, переместив их в раздел спекулятивных акций. В целом нам нравится Акрон, но повышенная волатильность его акций и достаточно высокий левередж компании, на наш взгляд, больше подходит для спекулятивного, чем для инвестиционного портфеля. Вместо бумаг Акрона мы включаем в портфель акции Татнефти, по которым по итогам 2012 года можно рассчитывать на

неплохую дивидендную доходность.

Лукойл, target price - \$ 70.5

В настоящее время акции ЛУКОЙЛа по-прежнему торгуются с дисконтом к рыночным аналогам исходя из значений базовых мультипликаторов. Так, дисконт по показателю EV/EBITDA'12 бумаг ЛКОН (2.9) к среднему по сектору составляет примерно 15 %, по P/E'12 – около 20 % к российским аналогам и около 50 % к компаниям с развивающихся рынков. На фоне последних операционных успехов ЛУКОЙЛа (менеджменту удалось стабилизировать уровни добычи) такая картина кажется нам не вполне закономерной. Если в качестве индикатора стоимости российских ВИНКов использовать параметры сделки «Роснефть – ТНК-ВР» (баррель доказанных запасов углеводородов категории 1P обошелся госкомпании примерно в \$ 4), то акции ЛУКОЙЛа должны стоить примерно на 25 % дороже. Помимо этого, дополнительную поддержку акциям может оказать принятие Советом Директоров компании решения о выплате промежуточных дивидендов за 1 пол. 2012 г в размере 40 руб. на акцию (ожидается в начале ноября).

Газпром нефть, target price - \$ 5.34

Мы полагаем, что компания может стать одним из главных бенефициаров от сделанных/планируемых дополнений в действующую налоговую систему (в частности, умеренный рост акцизов на нефтепродукты с сохранением их дифференциации в зависимости от классов моторных топлив, расширение льгот по НДС на север ЯНАО, а также уравнивание НДС на газ, уплачиваемый компанией со ставками «независимых» производителей). Кроме того, с начала года бумаги SIBN выросли всего на 6 % (Татнефти – на 27 %, Роснефти – на 16%, ЛУКОЙЛа – на 15 %, Сургутнефтегаза об. – на 11 %), и у участников рынка едва ли возникнет желание зафиксировать полученную прибыль. Дополнительную поддержку акциям SIBN может оказать публикация консолидированной финансовой отчетности за 3 кв. 2012 г (ожидается в ноябре), которая, как и в случае с уже отчитавшимися Роснефтью и ТНК-ВР Int., может порадовать инвестиционное сообщество.

Татнефть, target price - \$ 7.05

По нашим оценкам, в настоящее время акции Татнефти торгуются исходя из среднегодовой цены Brent на уровне около \$ 95/bbl в то время как фактические котировки «черного золота» продолжают консолидацию в коридоре \$ 105-115/bbl, и пока не видим особых предпосылок для быстрого изменения текущих тенденций нефтяного рынка. Как следствие, после некоторой коррекции бумаг TATN мы возвращаем данный инструмент в список наших ключевых рекомендаций. Дополнительную поддержку бумагам могут оказать хорошие результаты компании по РСБУ за 9 мес. 2012 г., представленные в самом начале ноября. Так величина чистой прибыли по РСБУ, на которую, как правило, ориентируется компания при выплате дивидендов (pay-out ratio – порядка 30 %) увеличилась на 28.6 % г/г. Если четвертый квартал не преподнесет неприятных сюрпризов, то акционеры TATN могут рассчитывать на получение в виде дивидендов порядка 9.5 руб. на акцию, текущая дивидендная доходность – около 5 %.

Сбербанк, target price - \$ 3.57

Мы считаем, что единственной инвестиционной идеей в банковском секторе остается покупка акций Сбербанка. Ожидающееся продолжение снижения процентного спреда у российских банков в ноябре затронет Сбербанк в гораздо меньшей степени, чем другие торгуемые российские банки, благодаря развитому бизнесу Сбербанка по высокомаржинальному потребительскому

кредитованию. В то же время, при улучшении состояния мировой экономики, ожидания чего сформировал ряд благоприятных статистических отчетов в США, обыкновенные акции Сбербанка в силу их ликвидности будут одним из основных растущих инструментов на российском фондовом рынке.

ЭОН Россия, target price - \$ 0.1127

Мы полагаем, что в прошедшее в октябре снижение котировок ЭОН России в большей степени имело эмоциональный характер и уже отражает изменение среднесрочных прогнозов менеджмента компании. По нашим оценкам, новые прогнозы по уровню EBITDA и CAPEX приводит к 2-5% снижению стоимости компании. Более существенное влияние на оценку может оказать новая пятилетняя стратегия ЭОН Россия, появление которой ожидается в конце первого квартала. Тем не менее, мы полагаем, что решение о новых инвестициях не отразится на уровне дивидендов за 2012 г. Исходя из 9 мес. результатов ЭОН Россия по РСБУ по итогам 2012 года чистая прибыль компании приблизится к 19 млрд. руб. Соответственно, даже сохранение прошлогоднего уровня отчислений на дивиденды (около 25% от чистой прибыли) уровень дивидендной доходности составляет 3%.

Спекулятивный портфель

Спекулятивный портфель за последний месяц проиграл рынку, потеряв 7.3 % против падения индекса ММВБ на 2.5 %. Это обстоятельство отражает тот факт, что в спекулятивном портфеле представлены в основном бумаги с высоким β, поэтому на коррекции они закономерно проигрывают индексу.

Главным разочарованием в спекулятивном портфеле стали акции НОВАТЭКа, потерявшие за месяц почти что 12 %. Мы считаем, что реакция рынка на последние новости вокруг компании была избыточной. Мы ожидаем отскока в этих бумагах и оставляем их в портфеле.

Мы включаем в портфель акции ТМК, заменяя ими Ростелеком преф.

Мы переводим в спекулятивный портфель из инвестиционного акции Акрона и исключаем из портфеля акции АФК Система.

Динамика спекулятивного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	5 окт.	2 нояб.	%
Сургутнефтегаз	28.75	27.95	-2.8
Ростелеком, преф	98.5	91.68	-6.9
ММК	11.71	10.82	-7.6
НОВАТЭК	360.4	318.2	-11.7
АФК Система	25.01	23.12	-7.5
Индекс ММВБ	1 476.9	1 440.3	-2.5
Портфель в среднем			-7.3

НОВАТЭК, target price - \$ 14.3

Масштабная распродажа акций НОВАТЭКА на фоне информации о достижении договоренностей между Роснефтью и Интер РАО по поставкам госкомпанией 875 млрд. куб м газа в течение 25 лет начиная с 2016 г. стала неприятным сюрпризом для акционеров NVTК. Действительно, рост конкуренции на внутреннем рынке является неотъемлемой частью последних тенденций развития газовой промышленности (о таких угрозах мы писали еще в январе нынешнего года в обзоре «Газпром и НОВАТЭК: предстоят нелегкие времена» от 17.01.2012 г). Однако почти 10 % снижение котировок NVTK на последних новостях кажется нам чрезмерным.

Во-первых, по уверению менеджмента, компания принимала во внимание сроки

действия контракта с Интер РАО и учитывала их в планировании своей сбытовой деятельности. Во-вторых, стратегия маркетинговой деятельности НОВАТЭКа направлена на максимальную диверсификацию портфеля контрактов, и прекращение поставок в адрес Интер РАО с 2016 года вполне вписывается в рамки данной концепции. При этом менеджмент уверен, что компания не будет испытывать проблем с поиском новых покупателей для высвобождаемых через 3 года объемов газа. В-третьих, цена вопроса, по нашим оценкам, составляет около \$ 2 млрд. в год: исходя из мультипликатора EV/EBITDA'17 НОВАТЭКа на момент начала падения (около 4-х), даже при наихудшем сценарии развития (т.е. если компания не найдет покупателей на высвобождаемый объем) это привело бы к снижению нашей target price по NVTK с \$ 14.3 до \$ 11.5, что подразумевает наличие примерно 15 %-ного потенциала для роста. Как следствие, если в основе договоренностей между Роснефтью и Интер РАО не лежат какие-либо политические причины, которые могут привести к пересмотру участниками рынка долгосрочных перспектив НОВАТЭКа, то мы не ожидаем дальнейших распродаж бумаг NVTK.

Сургутнефтегаз, target price - \$ 1.48

Ключевой инвестиционной идеей в бумагах Сургутнефтегаза остается ожидаемый в следующем году переход компании к стандартам МСФО, который, как мы убеждены, послужит катализатором для переоценки рыночной стоимости компании. Достаточно сказать, что текущая стоимость Сургутнефтегаза без учета «финансовой подушки» по-прежнему находится на крайне низком уровне (всего порядка \$ 5 млрд.), EV на баррель добычи оценивается рынком менее, чем в \$ 15, и такого низкого значения данного показателя нет ни у одной относительно крупной публичной нефтяной компании (для сравнения сделка «Роснефть – ТНК-ВР» проходила по мультипликатору EV/Добыча на уровне около \$ 100/bbl).

Акрон, target price - \$79.4

Мы сохраняем позитивное отношение к бумагам Акрона. Фундаментальная ситуация на мировом рынке минеральных удобрений остается благоприятной, что позволяет компании генерировать хорошие денежные потоки. Нам также импонирует сбалансированная стратегия развития компании, включающая в себя фосфатный и калийный проекты. На конец полугодия Акрон накопил "денежную подушку", превышающую размеры его краткосрочного долга, а в середине октября привлек еще 5 млрд. рублей, разместив облигации.. Мы не исключаем, что компания, как и в прошлом году, может выплатить щедрые промежуточные дивиденды за 9 месяцев с.г. (в прошлом году выплаты составили около 5.2 млрд. рублей или примерно 10% от капитализации).

ММК, target price - \$ 0.72

В июле с запуском второй очереди стана-2000 компания формально завершила свою многолетнюю инвестиционную программу стоимостью более \$5 млрд. и теперь может сконцентрироваться на сокращении долговой нагрузки, что, на наш взгляд, будет позитивно воспринято рынком. Мы считаем, что ММК в 2012-2013 гг. может повторить путь Северстали 2010-11, т.е. реструктурировать или продать низкорентабельные и убыточные активы и привести в порядок уровень левереджа головной компании, существенно увеличив привлекательность ее акций. Мы считаем, что рынок пока недооценивает перспективные денежные потоки ММК: снижение цен на сырье позволит компании сократить издержки и высвободить часть оборотного капитала, а текущие потребности компании в инвестициях уже заметно ниже, чем у конкурентов.

ТМК, target price - \$ 3.75

Цены на нефть находятся на достаточно высоком уровне, что благоприятствует основному бизнесу ТМК - продаже труб нефтяного сортамента. Кроме того, в

последние недели были приняты решения об увеличении инвестиционной программы Газпрома и, в частности, о реализации нового крупного трубопроводного проекта на востоке РФ, что в совокупности со стартом Южного потока уже в ближайшие месяцы может серьезно оживить рынок труб большого диаметра, который в течение последнего года пребывал не в лучшем состоянии. В результате, 2013-й обещает стать одним из самых успешных лет для трубной отрасли.

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
 Факс. (495) 797-52-48
 research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
 Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
 Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
 Volov_YM@nomos.ru

Электрозэнергетика

Михаил Лямин
 Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
 Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
 Tremasov_KV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
 Mikhajlov_AS@nomos.ru

Игорь Нуждин
 Nuzhdin_IA@nomos.ru

Ольга Ефремова
 Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
 Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
 IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров
 Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков
 Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова
 Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.