

QE3 ещё себя проявит

- Запуск программы QE3 в США, скорее всего, приведет к улучшению общемировой экономической конъюнктуры в текущем квартале и повысит оптимизм инвесторов на финансовых рынках. До конца года мы ждем сохранения позитивной динамики фондовых активов, подтверждая наш годовой target по индексу ММВБ на уровне 1720 пунктов (1750 – по индексу РТС).
- В отличие от предыдущих эпизодов ФРС начинает новый раунд монетарного стимулирования на фоне положительной экономической динамики в США и достаточно высоких инфляционных ожиданий. Финансовые власти решили не ждать, когда всё вновь станет плохо, и предпочли сыграть на опережение. Таким образом, можно констатировать, что действия ФРС становятся более агрессивными, и это повышает долгосрочные инфляционные риски. В наибольшей степени от этого может выиграть золото и проиграть доллар.
- Несмотря на то, что наши ожидания до конца года носят умеренно-позитивный характер, мы считаем, что время для агрессивной покупки рисков ещё не пришло. Потенциальную угрозу рынкам представляет развитие ситуации в США (fiscal cliff), в Китае (замедление экономики и сокращение спроса на сырьё) и, конечно, в Европе. Мировая экономика и рынки остаются в области крайне высокой неопределенности. В этих условиях мы рекомендуем придерживаться более консервативных стратегий.
- Инвестиционный портфель. Мы заменяем акции Татнефти на акции Газпром нефти. На сегодняшний день портфель выглядит следующим образом: **Лукойл, Газпром нефть, Сбербанк, Акрон, Е.ОН Россия**.
- Спекулятивный портфель. Мы заменяем акции ФСК ЕЭС на акции НОВАТЭКа. Портфель выглядит следующим образом: **Сургутнефтегаз, НОВАТЭК, ММК, АФК Система, Ростелеком преф**.

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 43 эмитент (50 акций с учетом привилегированных), совокупная капитализация которых составляет около \$ 713 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 212 млрд. (средний free float – 30 %).

По 21 бумаге выставлена рекомендация «покупать», по 23 – «держат», по 6 – «продавать».

Покупать	Держать	Продавать
21	23	6
42%	46%	12%

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 **18.0 %** по индексу РТС и **18.1 %** по индексу ММВБ.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуется российский рынок акций:

P/E12 – **5.6**

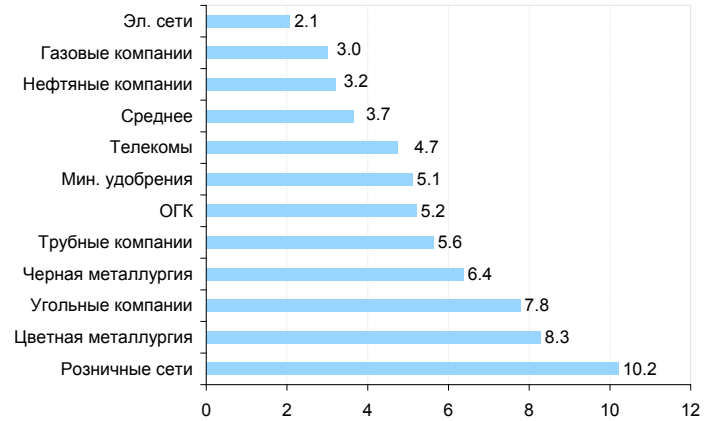
EV/EBITDA12 – **3.7**

Ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012г к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **4.7 %**.

Оценка и динамика по отраслям

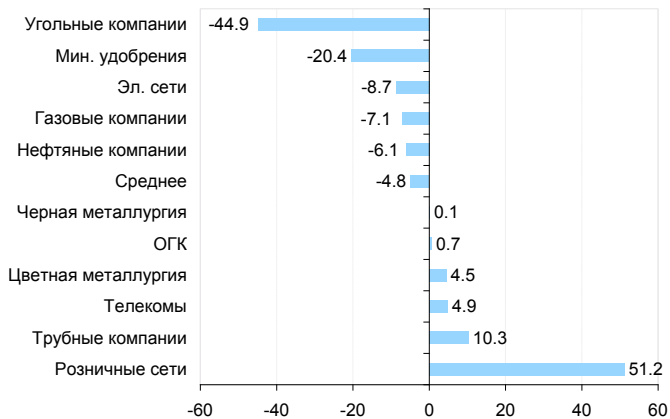
EBITDA CAGR11-13П, %

EV/EBITDA12П



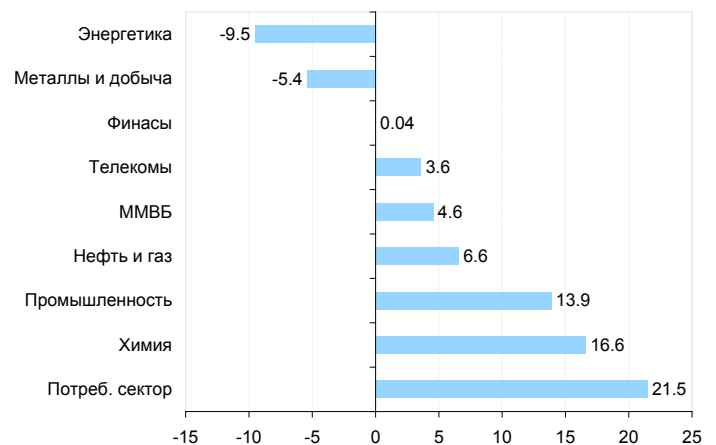
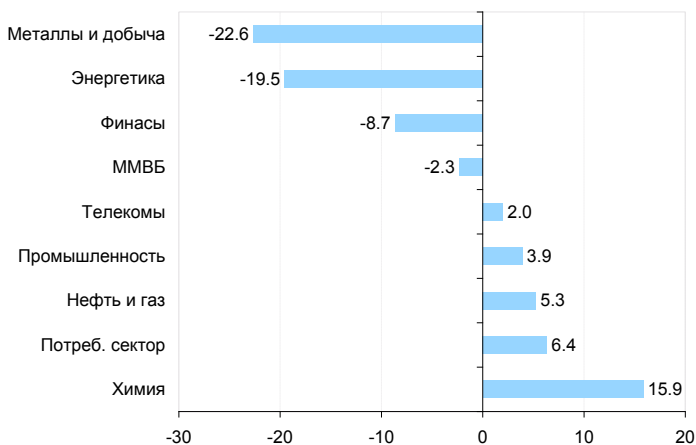
Прибыль CAGR11-13П, %

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	0.36	0.72	95	покупать	4 117	3 438	7 555
Мечел	6.79	12.5	84	покупать	2 827	9 151	11 978
Акрон	45.3	76.8	69	покупать	1 838	1 112	2 950
Сургутнефтегаз	0.92	1.48	61	покупать	32 883	-31 379	1 504
ВТБ	0.0017	0.0025	46	покупать	18 306		18 306
МТС (АДР)	17.6	25.4	44	покупать	18 236	6 899	25 135
Распадская	2.55	3.65	43	покупать	1 994	406	2 400
Энел ОГК-5	0.0607	0.0866	43	покупать	2 148	782	2 930
НЛМК	2.03	2.79	37	покупать	12 204	3 564	15 768
АФК Система	21.1	28.8	36	покупать	10 181	12 722	22 903
Евраз	3.96	5.37	35	покупать	5 299	6 070	11 369
РУСАЛ	5.82	7.69	32	покупать	8 853	10 855	19 708
Ростелеком, п.а.	3.13	4.01	28	покупать	761		761
Э.ОН Россия	0.0882	0.1126	28	покупать	5 563	-900	4 663
Сбербанк, п.а.	2.15	2.68	24	покупать	2 158		
Сбербанк	2.95	3.57	21	покупать	63 793		
Магнит	33.7	38.2	13	покупать	15 959	1 682	17 641
Х5	21.1	23.1	10	покупать	5 724	3 677	9 401
Группа Дикси	10.7	11.7	9	покупать	1 343	753	2 096
О'КЕЙ	9.91	10.3	4	покупать	2 667	549	3 215
ТМК	15.5	15	-4	покупать	3 373	3 573	6 946
Мечел, п.а.	4.81	8.23	71	держать	668		668
МРСК Урала	0.0053	0.0078	47	держать	465	205	671
ИнтерРАО	0.0008	0.0011	28	держать	8 356	-1 043	7 313
НОВАТЭК	11.5	14.3	24	держать	34 933	2 371	37 304
МОЭСК	0.0395	0.048	22	держать	1 924	1 321	3 245
ФСК ЕЭС	0.0075	0.009	20	держать	9 432	3 291	12 723
Банк Возрождение	19.4	22.8	18	держать	461		461
Газпром	5.05	5.92	17	держать	119 773	32 250	152 023
МРСК Волги	0.0024	0.0028	16	держать	432	155	587
Ростелеком	4.34	5.01	15	держать	12 800	3 390	16 190
Лукойл	61.8	70.5	14	держать	52 619	5 256	57 875
МРСК Центра	0.0203	0.0231	14	держать	857	577	1 434
Татнефть, п.а.	3.29	3.67	12	держать	485		485
ТНК-ВР Холдинг	2.68	2.99	11	держать	40 228	986	41 214
Роснефть	6.72	7.45	11	держать	71 301	17 968	89 269
Татнефть	6.45	7.05	9	держать	14 053	1 932	15 985
МРСК Цен. и Привол.	0.0054	0.0059	9	держать	611	597	1 208
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	2.35	2.54	8	держать	1 059		1 059
РусГидро	0.02	0.02	7	держать	8 059	2 771	10 829
Газпром нефть	4.99	5.34	7	держать	23 694	4 527	28 221
Сургутнефтегаз, п.а.	0.67	0.72	6	держать	5 234		5 234
Вымпелком	11.9	12.4	4	держать	19 506	26 431	45 937
Фосагро	42	42.6	1	держать	5 228	312	5 540
Холдинг МРСК	0.0732	0.08	9	продавать	3 146	4 475	7 621
Башнефть, п.а.	41.2	39.2	-5	продавать	1 428		1 428
Северсталь	12.6	11.9	-6	продавать	10 485	3 732	14 217
ГМК	158	146	-8	продавать	30 208	3 528	33 736
Башнефть	64	57.7	-10	продавать	10 891	2 346	13 237
Банк С.-Петербург	2.08	1.42	-32	продавать	628		628

Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	3.1	3.1	2.5	2.5	12.4	-2.5
НОВАТЭК	16.4	13.4	11.9	9.9	3.4	2.2
Газовые компании	9.7	8.2	7.2	6.2	7.9	-0.2
Роснефть	7.5	9.2	4.5	4.8	4.3	3.6
Лукойл	4.3	4.6	2.9	3.0	5.9	4.1
Газпром нефть	5.0	6.8	3.4	4.0	7.5	3.8
Сургутнефтегаз	4.9	5.6	0.7	0.8	8.4	6.9
ТНК-ВР Холдинг	4.6	5.3	3.1	3.5	15.4	11.0
Татнефть	4.9	4.9	3.6	3.6	14.1	15.0
Башнефть	6.3	6.3	4.2	4.2	14.7	5.2
Нефтяные компании	5.3	6.1	3.2	3.4	10.0	7.1
Северсталь	11.1	9.6	6.3	5.6	5.4	4.4
НЛМК	15.5	9.7	8.6	6.0	1.0	7.4
ММК	16.4	6.2	5.0	3.8	9.6	17.3
Евраз	20.2	7.3	5.5	4.4	10.5	18.8
Черная металлургия	15.8	8.2	6.3	4.9	6.6	12.0
Мечел	13.7	11.6	7.2	6.8	-1.3	-19.9
Распадская	235.9	-46.2	13.4	17.4	-18.3	0.4
Уголь	124.8	-17.3	10.3	12.1	-9.8	-9.7
ТМК	7.4	7.3	5.6	5.9	16.1	11.1
Трубные компании	7.4	7.3	5.6	5.9	16.1	11.1
ГМК	7.8	8.0	5.9	6.0	6.9	6.7
РУСАЛ	38.7	20.5	26.6	15.2	1.1	-6.2
Цветная металлургия	23.2	14.3	16.2	10.6	4.0	0.2
Акрон	7.3	7.1	5.4	5.5	20.2	3.3
Фосагро	8.7	9.1	5.0	5.2	9.3	10.9
Мин. удобрения	8.0	8.1	5.2	5.4	14.8	7.1
Э.ОН Россия	9.6	8.7	5.1	4.6	4.9	9.4
Энел ОГК-5	8.4	7.0	6.0	5.1	-5.4	6.2
ИнтерРАО	14.1	9.4	4.5	3.4	-5.6	7.4
РусГидро	11.3	8.7	5.6	4.7	-13.6	-8.3
Генерация	10.9	8.5	5.3	4.5	-4.9	3.7
Холдинг МРСК	5.3	4.3	2.2	1.9	-79.2	-109.1
ФСК ЕЭС	11.9	11.4	4.7	4.0	-30.6	-30.5
МРСК Волги	4.1	3.0	2.3	1.8	-34.6	-91.4
МРСК Урала	8.2	3.4	2.8	1.9	-51.0	-0.2
МОЭСК	7.8	5.7	3.4	2.9	-24.0	-22.8
МРСК Центра и Приволжья	7.8	5.5	4.5	3.8	-3.7	-5.4
МРСК Центра	6.4	3.9	3.1	2.5	-11.6	-6.6
Сети	7.4	5.3	3.3	2.7	-33.5	-38.0
Ростелеком	13.0	10.8	4.5	4.3	7.1	9.2
МТС	13.7	13.6	4.7	4.4	5.3	8.6
Вымпелком	16.9	22.8	4.9	4.7	-2.1	5.7
Телекоммуникации	14.5	15.8	4.7	4.5	3.4	7.8
АФК Система	10.1	7.5	2.5	2.3	12.0	11.2
Многопроф. холдинги	10.1	7.5	2.5	2.3	12.0	11.2
Магнит	26.9	20.5	13.0	10.0	-2.8	-2.1
Х5	22.3	15.8	7.8	6.5	-7.8	-8.8
Группа Дикси	28.4	18.8	7.1	5.4	-10.9	-12.7
О'КЕЙ	21.1	15.3	10.1	7.5	-8.4	-3.4
Розничные сети	24.7	17.6	9.5	7.3	-7.5	-6.7

Оценка (продолжение)

	P/E		P/BV		ROAE, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	5.7	6.0	1.2	1.1	24.7	19.0
ВТБ	4.2	4.2	0.8	0.7	20.3	17.2
Банк С.-Петербург	7.1	4.4	0.5	0.5	7.1	10.7
Банк Возрождение	5.2	3.3	0.7	0.6	14.3	18.7
Банки	5.6	4.5	0.8	0.7	16.6	16.4

Дивиденды

	Div 2011		Div 2012П	
	руб. на акц.	% к цене	руб. на акц.	% к цене
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	13.37	18.2	11.81	16.1
ТНК-ВР Холдинг	13.37	16.0	11.81	14.2
Татнефть, п.а.	7.08	6.9	9.76	9.5
Сургутнефтегаз, п.а.	2.15	10.2	1.96	9.3
Башнефть, п.а.	99.0	7.7	98.2	7.7
Акрон	175	12.4	101	7.2
Вымпелком	23.51	6.3	25.2	6.8
Газпром	8.97	5.7	9.76	6.2
Евраз	15.87	12.9	6.93	5.6
МТС (АДР)	29.42	5.4	29.23	5.3
Ростелеком, п.а.	4.7	4.8	4.97	5.1
Газпром нефть	7.3	4.7	7.87	5.1
Башнефть	99.0	5.0	98.2	4.9
Татнефть	7.08	3.5	9.76	4.9
Сбербанк, п.а.	2.59	3.9	3.23	4.8
Фосагро	57.5	4.4	60.96	4.7
Лукойл	75.0	3.9	88.2	4.6
Роснефть	7.5	3.6	7.24	3.5
ГМК	196	4.0	159	3.2
НЛМК	2.0	3.2	2	3.2
ММК	0.0	0.0	0.36	3.1
Сбербанк	2.08	2.3	2.59	2.8
ВТБ	0.00088	1.6	0.00133	2.5
Северсталь	15	3.9	9	2.4
НОВАТЭК	6.0	1.7	7.87	2.2
ТМК	3.63	0.7	10.56	2.2
Распадская	5.0	6.3	1.5	1.9
Сургутнефтегаз	0.6	2.1	0.53	1.9
Э.ОН Россия	0.0578	2.1	0.0508	1.9
Энел ОГК-5	0.0	0.0	0.0304	1.6
Ростелеком	4.7	3.5	2.15	1.6
Транснефть, п.а.	716	1.2	601	1.0
О'КЕЙ	0.0	0.0	2.95	1.0
АФК Система	0.28	1.1	0.30	1.2

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	7 747	20 057	18 569	3 090	2 546	15 119	14 522
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	580	637	917	1 007	270	525	387	302
Энел ОГК-5	255	307	492	570	-117	134	474	285
ИнтерРАО	593	890	1 618	2 181	-470	616	1 719	1 060
РусГидро	711	924	1 947	2 296	-1 094	-673	2 597	2 397
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

- 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 - делаю 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
- 13.03.2012** Черная металлургия: прогнозы остаются в силе
- 12.03.2012** Рубль: пересмотр прогнозов
- 11.03.2012** Нефть и газ: цены на нефть – от консерватизма к умеренному оптимизму
- 02.03.2012** Акрон/Фосагро: новые проекты, новая стоимость

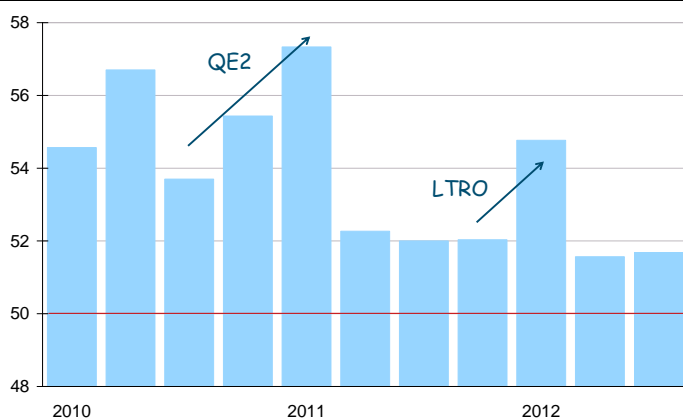
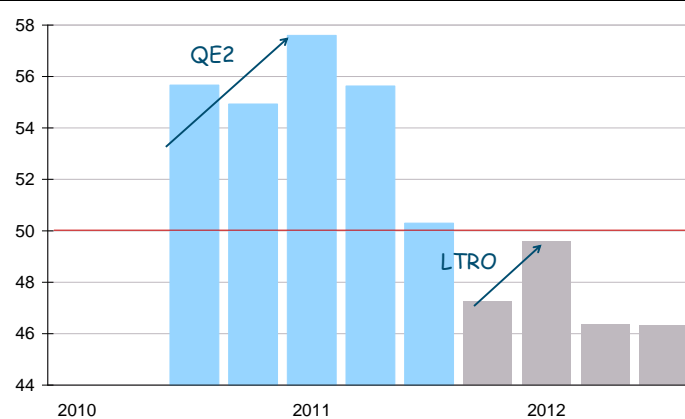
QE3: будет ли эффект?

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

В сентябре произошли два важнейших события: ФРС США объявила о запуске очередной программы количественного смягчения (QE3), предполагающей не лимитированный выкуп ипотечных облигаций по \$ 40 млрд. в месяц. В свою очередь ЕЦБ объявил о запуске программы OMT (Outright Monetary Transactions), предполагающей также не ограниченный выкуп суверенных облигаций проблемных стран. О расширении собственной программы выкупа облигаций объявил и Банк Японии.

Главный вопрос, который волнует сейчас всех участников рынка, - будет ли эффект от этих программ. Если обратиться к истории последних лет, то можно констатировать, что действия Центробанков всегда оказывали положительное влияние, как на общеэкономическую конъюнктуру в мире, так и динамику финансовых активов. Предыдущая масштабная программы выкупа государственных облигаций ФРС (QE2), запущенная два года назад, привела к ускорению экономического роста американской, так и большинства крупнейших экономик мира. Одновременно наблюдалось и восстановление стоимости фондовых рынков и сырья. Программы продолжалась до середины 2011 г., но реальный эффект на рынках и в экономике ощущался примерно два квартала.

Масштабная кредитная накачка банковской системы, осуществленная европейским Центробанком в конце прошлого – начале текущего года (LTRO), привела к всплеску оптимизма на финансовых рынках и прекращению спада в экономике еврозоны. Эффекта хватило на квартал.

Среднеквартальные значения индексов PMI**Global Composite****Eurozone Composite****Динамика фондовых и сырьевых рынков****World MSCI****CRB Commodities**

Источники: Markit, Reuters, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Запущенная в промежутке между этими событиями программа Twist (выкуп ФРС США долгосрочных гособлигаций с одновременной продажей коротких), хотя и привела к снижению ставок на длинном конце кривой, но заметного эффекта на общемировую конъюнктуру не оказала.

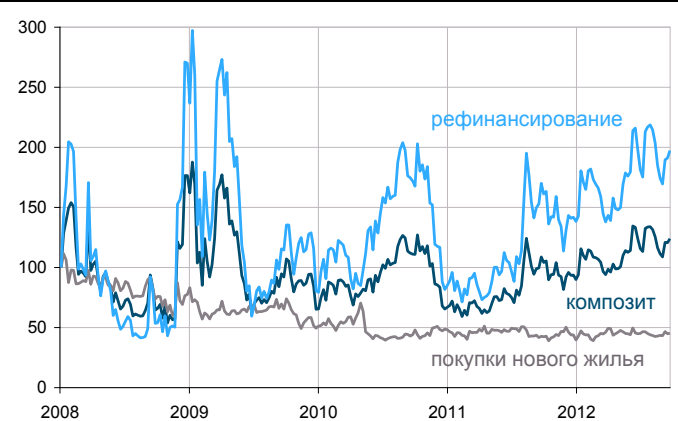
Будет ли эффект от нынешних монетарных стимулов? Программы QE3, в отличие от предыдущей, четко сфокусирована на поддержке ипотечного рынка и преследует своей целью ещё больше снизить средний уровень ипотечных ставок. Надо сказать, что ставки по ипотеке и без того находятся на рекордно-низких уровнях, и активность на ипотечном рынке увеличивается (см. графики ниже). Американцы достаточно активно рефинансируют свои ипотечные кредиты, что положительно сказывается на внутреннем потребительском спросе (у заёмщиков становится больше свободных денежных средств). Но вот что касается покупки нового жилья, то здесь ситуация очень слабая – соответствующий ипотечный индекс находится на многолетних минимумах. Мы полагаем, что признаком успеха QE3 должно стать оживление на рынке первичного жилья, и шансы этого, на наш взгляд, высоки.

Ипотечные ставки в США и активность на ипотечном рынке

30-летняя ставка по ипотеке и композитный индекс ипотечного рынка

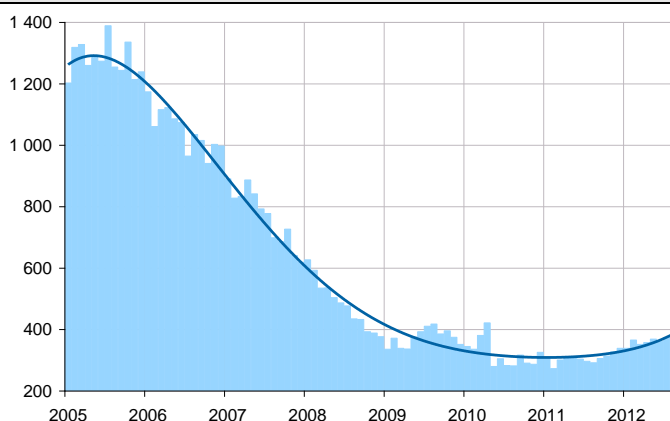


Ипотечные индексы

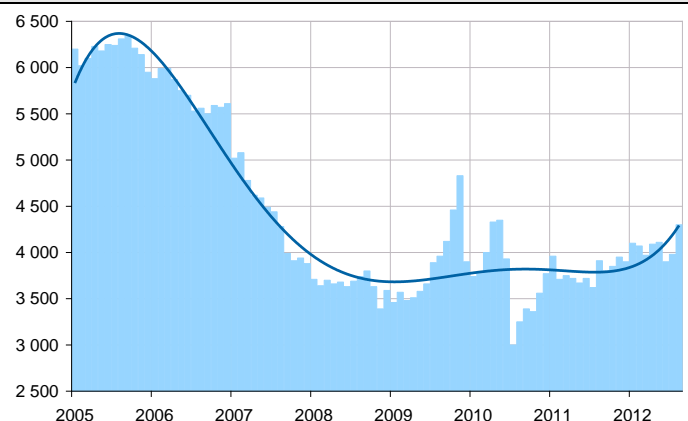


Рынок недвижимости в США

Покупки новых домов, тыс. штук в год



Покупки домов на вторичном рынке, тыс. штук в год



Источники: Reuters, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

У нынешней программы QE3 есть одно существенное отличие от предыдущих программ. В прошлых эпизодах ФРС начинала действовать лишь в тот момент, когда всё уже было плохо. Сейчас же ФРС запустила новую программу в условиях пусть и слабого, но всё-таки роста экономики.

Очень показателен нижеприведенный график. Если QE1 запускалась в момент, когда в экономике присутствовали дефляционные ожидания, QE2 – в момент

низких инфляционных ожиданий, то QE3 запускается в условиях, когда инфляционные ожидания близки к многолетним максимумам. На наш взгляд, неслучайна резкая реакция рынка золота на QE3 (золото в отличие от акций и сырья не корректировалось в последние дни, а продолжает штурмовать вершины). Такая реакция – четкий индикатор того, что рынок воспринимает запуск QE3, как однозначное увеличение инфляционных рисков. Кстати, этого нельзя сказать про Европу – долгосрочные инфляционные ожидания в крупнейших экономиках региона остаются умеренными.

Действия регуляторов и инфляционные ожидания

Долгосрочные инфляционные ожидания в долларовой зоне (спред UST10-TIPS10)



Долгосрочные инфляционные ожидания в крупнейших европейских странах



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Итак, программы монетарного стимулирования, реализованные в последние годы, всегда приводили к оживлению и в экономике, и на финансовых рынках. Мы считаем, что общее улучшение конъюнктуры будет иметь место и сейчас (по крайней мере, в текущем квартале). В первую очередь, это относится к США, экономика которых, скорее всего, продемонстрирует ускорение в краткосрочной перспективе. Сложно сказать, смогут ли Штаты вытянуть Китай, экономическая ситуация в котором продолжает ухудшаться и, возможно, в ближайшее время выйдет на первый план в числе глобальных рисков. Влияние монетарных стимулов на европейские экономики, по-видимому, будет носить более ограниченный характер.

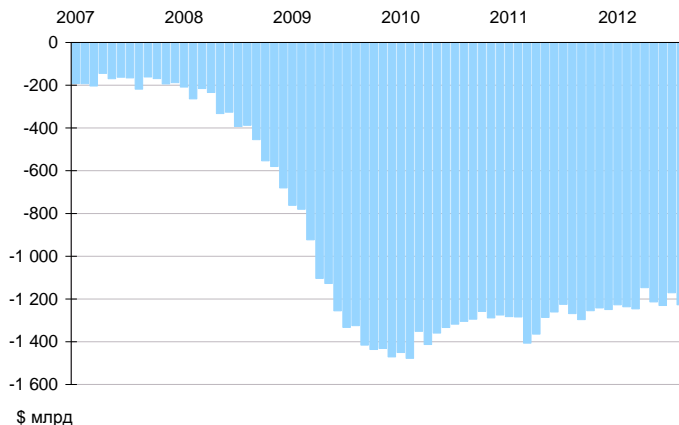
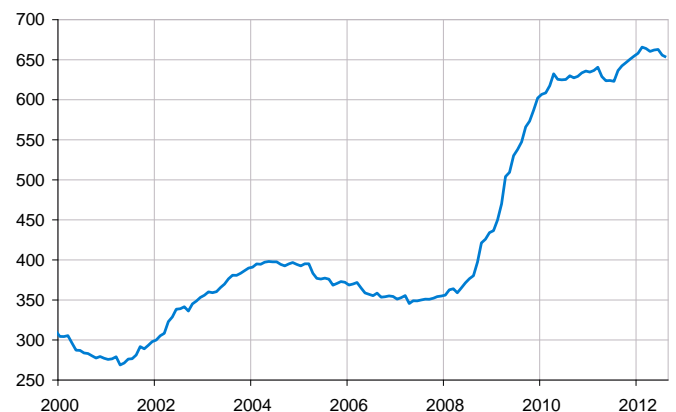
Несмотря на то, что монетарные стимулы всегда вызвали оживление в экономике, структурных проблем, вызвавших нынешний кризис, они не решали. За два с половиной года с начала европейского долгового кризиса долговые метрики европейских стран только ухудшались, и пока разворота этого тренда не видно (см. табл. ниже). То же самое справедливо и для США.

Долг / ВВП, %

Страна	2010	2011	2012 П
Греция	144.5	165.4	162.6
Италия	118.7	120.1	125.8
Ирландия	92.5	108.2	117.6
Португалия	93.4	107.8	114.4
Бельгия	96.2	98.5	99.1
Испания	61.2	68.5	90.3
Великобритания	75.1	82.3	88.6
Франция	82.4	86.1	88.2
Германия	83.5	81.2	82.2

Источник: МВФ

Долг и бюджетный дефицит США

Дефицит федерального бюджета США, \$ млрд.
накопленным итогом за 12 мес.Долг федерального правительства США к
доходам федерального бюджета, %

Источники: REUTERS, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

В прошлой Стратегии мы уже останавливались на проблеме «фискального обрыва» в США. Пока эта проблема никаким образом не решается, и, скорее всего, что по мере приближения конца года напряжение на рынках, связанное с этой угрозой, будет нарастать. В случае победы на президентских выборах Б.Обамы (наиболее вероятный сценарий) повышение налогов практически предreshено. Если же победит Ромни, то «fiscal cliff», по-видимому, удастся избежать (республиканцы продлят tax cuts и сократят социальные расходы, но для будущих периодов). В этом случае удар по экономике будет смягчен, но может последовать негативная реакция рейтинговых агентств.

Подведём итоги «горячего» сентября:

- Европа «отползла» от края пропасти, вероятность краха долговых рынков и распада еврозоны существенно снизилась; пока что ЕЦБ выиграл время, но хватит ли его, чтобы переломить негативные тренды в экономике, непонятно.
- Экономика США получила новый импульс к росту и в текущем квартале, скорее всего, продемонстрирует ускорение. В то же время тучи над Америкой продолжают сгущаться; «fiscal cliff» - это то, что рынки не смогут игнорировать.

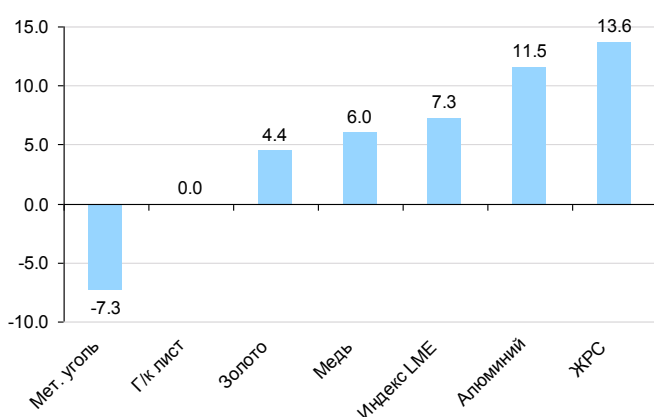
В целом мировая экономика и финансовые рынки, по-прежнему, остаются в области крайне высокой неопределенности. Сейчас есть определенные предпосылки для краткосрочного улучшения конъюнктуры, но наличие серьезных угроз и со стороны США, и со стороны Европы, и со стороны Китая, заставляет по-прежнему сохранять осторожность. Как и месяц назад, мы вновь говорим, что время покупать риски ещё не пришло, и лучше оставаться в рамках более консервативных стратегий.

Металлургия: на физическом рынке без перемен

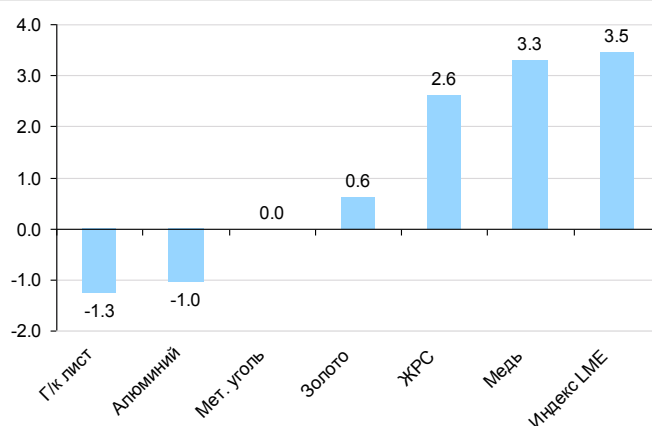
Для рынков большинства промышленных и драгоценных металлов сентябрь стал одним из самых удачных месяцев за последние полтора года. На фоне появления информации об одобрении ряда инфраструктурных проектов в Китае, позитивной таможенной статистики из этой страны, решения ЕЦБ о запуске программы выкупа суверенных облигаций и ожиданий запуска QE3 в первой половине месяца котировки биржевых металлов продемонстрировали уверенный рост. Впрочем, ключевое событие месяца - непосредственно запуск новой программы количественного смягчения (QE3) «эффекта разорвавшейся бомбы» на рынки не произвел, и динамика котировок во второй половине сентября была заметна хуже, чем в первой.

Рынки металлов продемонстрировали ралли в преддверии QE3, но достаточно сдержанно отреагировали на официальное объявление о запуске программы

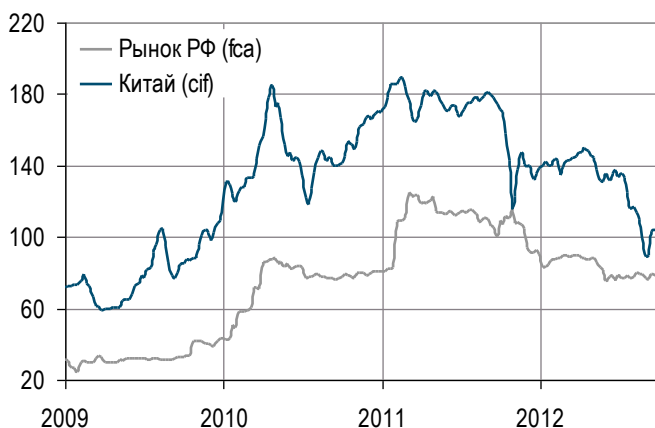
Динамика цен с 1 по 13 сентября



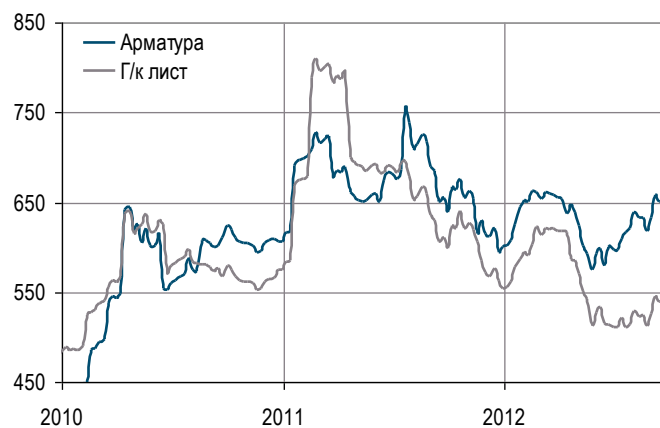
Динамика цен с 13 сентября (запуск QE-3)



Динамика цен на железную руду, \$/т



Динамика цен на сталь (рынок РФ), \$/т.



Источники: Металл-Курьер, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Стоит отметить, что сентябрьский рост цен стал своеобразным «авансом» металлургическим рынкам, выданным инвесторами в связи с запуском новых стимулирующих мер, в то время как фундаментальных изменений рынок за последний месяц не претерпел. Этот факт хорошо виден по динамике цен на менее спекулятивный металлопрокат в сравнении, например, с биржевыми металлами. Физический рынок в целом, за исключением, пожалуй, испытавшего резкий обвал в июле-августе рынка железной руды, не продемонстрировал какого-то заметного оптимизма в связи с новыми стимулирующими мерами от ФРС. Ситуация на внутреннем рынке стали в РФ также оставалась достаточно спокойной: рублевые котировки по большинству видов продукции в сентябре не претерпели существенных изменений, в то время как долларовые – несколько увеличились на фоне ослабления американской валюты по сравнению с

августовским уровнем.

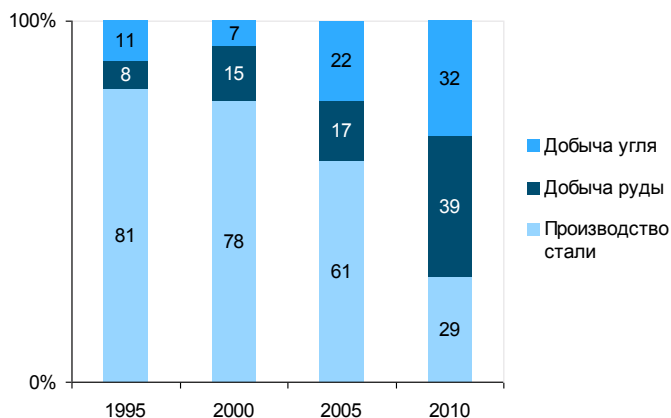
В сентябре мы пересмотрели свои оценки по большинству компаний металлургического сектора, существенно снизив таргеты и прогнозы по финансовым показателям вертикально-интегрированных производителей стали, которым мы предпочитаем менее интегрированные компании (см. обзор «Черная металлургия: тенденции десятилетия поменялись!» от 11.09.12). Последовавший затем запуск QE3, на наш взгляд, принципиально не меняет эту точку зрения. Мы считаем, что наблюдаемый в этом году резкий спад на сырьевых рынках является отражением не только общей слабости мировой экономики вообще и замедления экономики Китая в частности, но и результатом избыточных инвестиций, которые направлялись в сырьевой сектор в последние годы и продолжают направляться по сей день. В результате, продукция вводимых в эксплуатацию проектов рискует оказаться невостребованной.

Ситуация может измениться в обратную сторону, разве что, при резком ускорении экономики Китая, которое бы вернуло двузначные темпы роста спроса на импортное сырье со стороны КНР. Однако, с учетом фактических результатов последних месяцев, такое развитие событий представляется практически невероятным даже при наличии воли к новым стимулирующим программам со стороны центральных китайских властей.

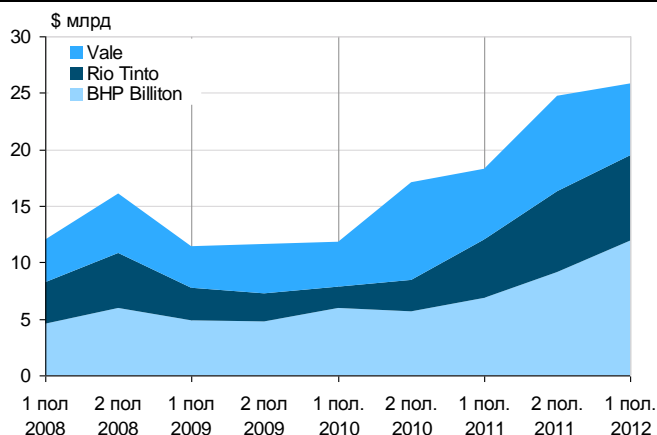
При этом непосредственно сталеплавильный сектор, на наш взгляд, сейчас острой конкуренции со стороны новых игроков не испытывает и в этих условиях будет способен удержать цены, вернув (за счет снижения цен на сырье) свою маржу к более исторически привычным уровням.

Нашим фаворитом в секторе остаются бумаги ММК.

Распределение EBITDA при производстве г/к листа



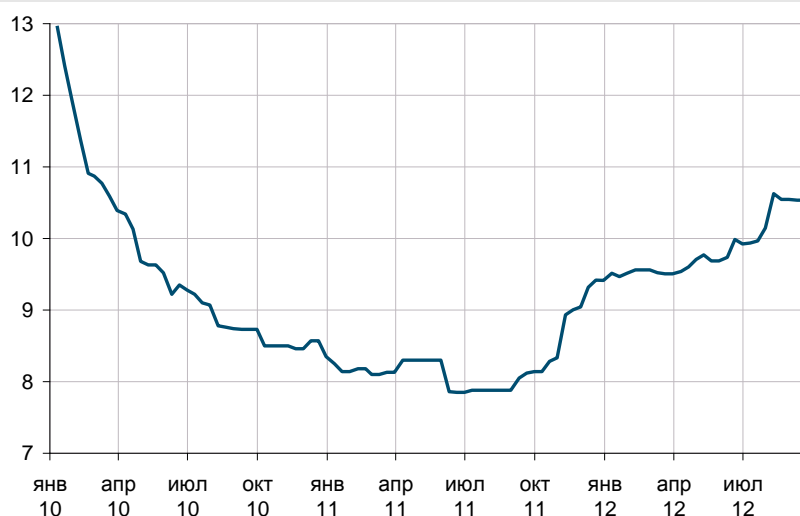
Капитальные затраты крупнейших мировых горнодобывающих компаний



Источники: НЛМК, данные компаний, оценки аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Банковский сектор: ключевые события сентября**Процентные ставки: повышение стоимости розничных кредитов после роста ставок по депозитам в августе**

В сентябре максимальная ставка по банковским депозитам продолжала ожидаемо повышаться на фоне непрекращающегося бурного роста потребительского кредитования и связанного с этим дефицита фондирования. В то же время, крупнейшие банки, в частности, Сбербанк и ВТБ также начали повышать процентные ставки по розничным кредитам – очевидно, по этой же причине. Таким образом, одномоментное повышение ставок по розничным кредитам в сентябре с учетом того, что основной рост процентных ставок по депозитам пришелся на август должно поддержать чистую процентную маржу Сбербанка и ВТБ.

Динамика максимальной процентной ставки по банковским депозитам в РФ, %

Источник: Банк России

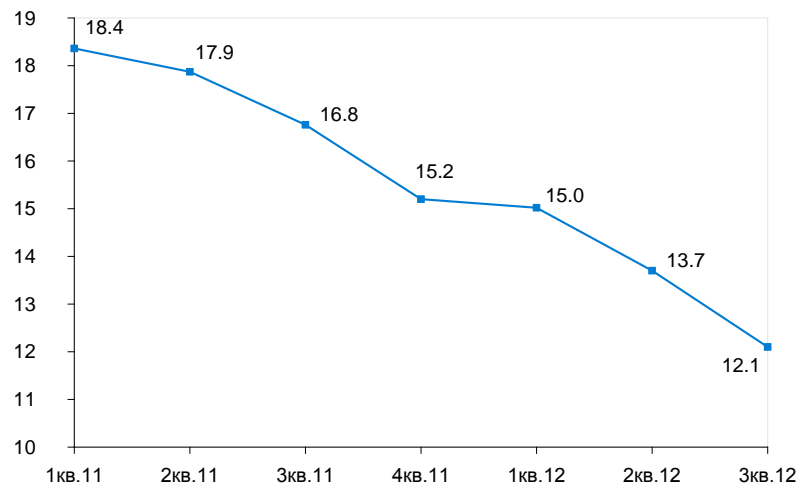
Сбербанк: завершение важнейших сделок

В сентябре Сбербанк закрыл три знаковых сделки:

- Приватизация 7.6% обыкновенных акций по цене 93 рубля за одну акцию, что лишь незначительно превышало рыночные котировки на момент приватизации;
- Приобретение 99.85% акций турецкого DenizBank у франко-бельгийской Dexia примерно за 3 млрд. евро, что эквивалентно мультипликатору P/BV=1.36;
- Приобретение 70% в Cetelem Россия, дочерней структуре BNP Paribas, занимающейся потребительским кредитованием в России, за 5.1 млрд. руб., что соответствует мультипликатору P/BV=1.1.

Мы полагаем, что период крупных сделок для Сбербанка, по крайней мере временно, завершен. Одна из причин – резкое снижение норматива Н1 в 2011-12 годах, на которое также повлияли покупка Тройки-Диалог и Volksbank International.

Динамика норматива Н1 Сбербанка, %



Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

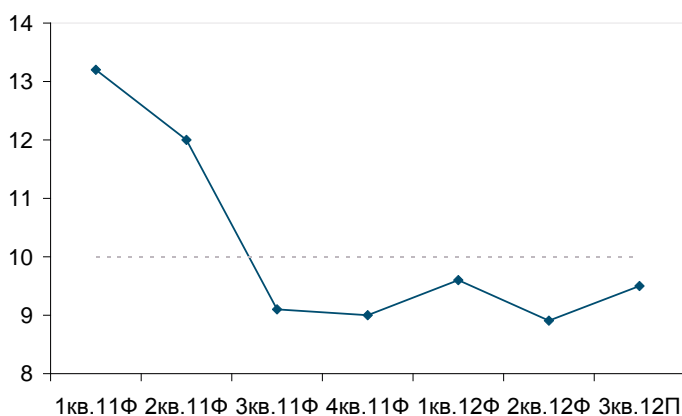
ВТБ: прибыль за 2-й квартал серьезно снизилась – отчетность за 3-й квартал будет ключевой

В сентябре ВТБ опубликовал отчетность за 2-й квартал по МСФО. Чистая прибыль ВТБ во 2-ом квартале снизилась до 10.3 млрд. руб. с 27.5 млрд. руб. в 1-ом. Основным фактором снижения стали результаты от операций с финансовыми инструментами: доходы в 23.6 млрд. руб. в 1-ом квартале сменились убытками в 8.3 млрд. руб. во 2-ом. Это демонстрирует, что ВТБ пока не удастся зарабатывать торговый доход на «падающем рынке» и банк остается крайне зависимым от конъюнктуры.

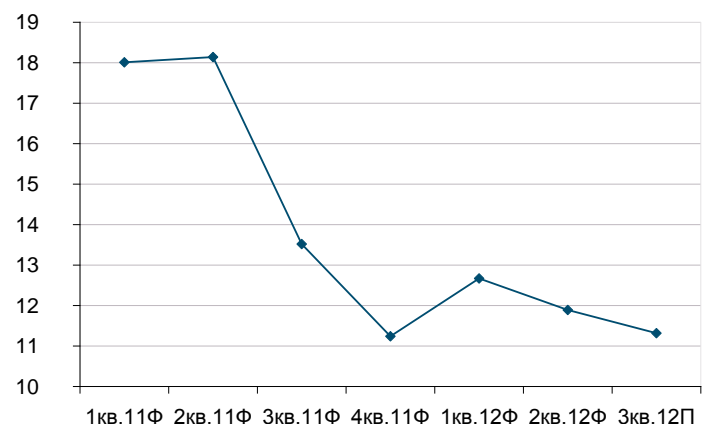
Торговый убыток ВТБ был в основном вызван операциями с деривативами, привязанными к российским акциям, которые ВТБ остановил к началу 3-го квартала. Менеджмент ВТБ утверждает, что банк также уменьшил степень риска своего торгового портфеля. Таким образом, отчетность ВТБ за 3-й квартал 2012 года будет ключевой для понимания того, уменьшилась ли волатильность результатов от операций с финансовыми инструментами.

Неопределенность, связанная с торговыми операциями ВТБ, также является одной из причин более низких ценовых мультипликаторов ВТБ по сравнению со Сбербанком. В свою очередь, низкие котировки пока не позволяют ВТБ провести очередное размещение акций, изначально запланированное на 2011 год. В то же время размещение акций ВТБ через допэмиссию может стать необходимостью в связи с продолжающимся снижением уже относительно низкого уровня достаточности капитала.

Динамика уровня достаточности капитала ВТБ
1 уровня по Базелю, %



Динамика норматива Н1 ВТБ, %



Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Мы считаем, что единственной бесспорной инвестиционной идеей в банковском секторе в настоящее время является покупка акций Сбербанка. Сбербанк остается одним из самых рентабельных российских банков, а его акции – самой ликвидной «голубой фишкой». При этом мы ожидаем поддержки чистой процентной маржи Сбербанка благодаря проведенному в сентябре повышению ставок по розничным кредитам.

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

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 1.5 %, что практически совпало с изменением основного индекса за тот же период (-1.2 %). Динамику лучше рынка показали акции E.On Russia, в то время как в аутсайдерах оказались бумаги Акрона.

Динамика инвестиционного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	7 сен.	4 окт.	%
Лукойл	1 924.0	1 916.8	-0.4
Татнефть	204.20	199.99	-2.1
Сбербанк	93.86	91.47	-2.5
Акрон	1 478.0	1 400.0	-5.3
ЭОН Россия	2.670	2.750	3.0
Индекс ММВБ	1 474.1	1 456.7	-1.2
Портфель в среднем			-1.5

Отставание Акрона, на наш взгляд, объясняется исключительно техническими факторами (до этого на протяжении 2-х месяцев подряд Акрон с большим отрывом обыгрывал рынок).

Отставание Сбербанка, который мы включили в портфель в прошлом месяце, - также временное явление. Спекуляции на тему нового SPO кажутся нам неактуальными – Сбербанку, действительно, может потребоваться капитал, но вряд ли он сможет осуществить допэмиссию и размещение акций раньше, чем

через год (у ВТБ вопрос с капиталом актуальней, и Сбербанк наверняка будет пропускать его вперёд). Мы ждём, что до конца года Сбербанк будет демонстрировать опережающую динамику в сравнении с рынком.

В новом месяце мы вносим одно изменение в инвестиционный портфель, заменяя акции Татнефти на акции Газпром нефти (подробнее см. ниже).

Лукойл

Несмотря на понижение нашей рекомендации по акциям ЛУКОЙЛа с «Покупать» до «Держать», мы сохраняем бумаги концерна в нашем инвестиционном портфеле. Это связано с тем, что исходя из мультипликаторов ЛУКОЙЛ остается самой дешевой нефтяной «фишкой» как в сравнении с российскими (дисконт по EV/EBITDA'12 к среднему по сектору составляет около 10 %, к Роснефти – 35 %), так и зарубежными аналогами (дисконт по показателю P/E'12 к majors составляет 45 %, к компаниям с развивающихся рынков – 55 %). Помимо этого, дополнительную поддержку акциям может оказать принятие решения о выплате промежуточных дивидендов за 1 пол. 2012 г (ожидается в ближайшее время, оценочный уровень – 40-45 руб. на акцию), продолжающаяся стабилизация уровней добычи, а также важные заявления, которые могут прозвучать во время Capital Day ЛУКОЙЛа в Лондоне, намеченного на 10 октября.

Замена Татнефти на Газпром нефть

При сравнимых (относительно невысоких) фундаментальных потенциалах для роста в настоящее время акции Газпром нефти нам нравятся больше бумаги Татнефти, которые долгое время оставались одними из наших фаворитов. И дело не столько в вышедшей отчетности Татнефти за 2 кв. 2012 г по US GAAP (EBITDA компании снизилась кв-к-кв более чем на 50 %), сколько в отсутствии новой яркой инвестиционной идеи, которой до недавнего времени оставалась переоценка стоимости компании за счет запуска Танеко. Однако завод работает уже около года, и по нашим оценкам, значительная часть его стоимости нашла отражение в текущих котировках TATN.

Что касается Газпром нефти, то мы видим, 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, а также расширение льгот по НДС на север ЯНАО). Кроме того, с начала года бумаги SIBN выросли всего на 8 % (Татнефти – на 32 %, ЛУКОЙЛа – на 18 %), и у участников рынка едва ли возникнет желание зафиксировать полученную прибыль.

Акрон

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. На середину октября, по информации СМИ, намечено размещение облигаций еще на 5 млрд. рублей. 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).

Сбербанк

После проведенного в сентябре вторичного размещения обыкновенных акций Сбербанка по цене 93 руб. за акцию их котировки немного снизились (до 92.5

рубля на момент написания этого отчета). Тем не менее, несмотря на некоторое замедление роста в сентябре, Сбербанк остается самым успешным российским банком, которому удастся поддерживать высокий уровень чистой процентной маржи за счет наращивания присутствия на рынке розничного кредитования. При этом стоимость акций Сбербанка (мультипликаторы P/BV12 – 1.3, P/BV13 – 1.1) на фоне высокой доходности его бизнеса предполагает существенный потенциал для роста котировок, который мы оцениваем более чем в 20%.

ЭОН Россия

Акции ЭОН Россия остаются нашей топовой рекомендацией в секторе электроэнергетики. С 2011 г свободные потоки компании стали положительными. На конец июля на счетах компании скопилось более 30 млрд. руб. С 2013 г по нашим оценкам ЭОН Россия может ежегодно увеличивать остатки денежных средств на 12-20 млрд. руб. Компания не сообщает об альтернативных проектах, которые планируется реализовать в будущем. С выходом на положительный результат по денежным потокам ЭОН начала выплачивать дивиденды. В 2011 г акционерам было передано 25% чистой прибыли. Ожидаемый рост денежных потоков и высокое значение остатков денежных средств на счетах компании позволяют ожидать роста выплат акционерам.

Спекулятивный портфель

Спекулятивный портфель за последний месяц уверенно обыграл рынок, прибавив 3 % при снижении индекса ММВБ на 1.2 %. Наилучшую динамику показали включенные нами месяц назад в портфель акции ММК, а главным разочарованием стали также включенные месяц назад акции АФК Системы. На наш взгляд, рынок «наказал» Систему не совсем заслуженно (подробнее см. ниже). Мы оставляем эти бумаги в портфеле.

Мы исключаем из портфеля акции ФСК ЕЭС в связи с продлением срока принятия решений по отрасли до середины следующего года (ожидалось, что ключевые решения могут быть приняты нынешней осенью). Одновременно мы включаем в портфель акции НОВАТЭКа.

Динамика спекулятивного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	7 сен.	4 окт.	%
Сургутнефтегаз	28.80	28.43	-1.3
Ростелеком, преф	89.72	96.95	8.1
ММК	10.17	11.41	12.2
ФСК ЕЭС	0.216	0.232	7.4
АФК Система	28.00	24.86	-11.2
Индекс ММВБ	1 474.1	1 456.7	-1.2
Портфель в среднем			3.0

Сургутнефтегаз – сохраняем в портфеле

Мы сохраняем акции Сургутнефтегаза в спекулятивном портфеле. Основная игра, связанная с повышением уровня корпоративного управления компании (предстоящая в следующем году публикация консолидированной финансовой отчетности по МСФО за 2012 г.) еще впереди, и поэтому мы полагаем, что в нынешних конъюнктурных условиях только бумаги SNGS имеют неплохие шансы на масштабную переоценку рынком. Достаточно сказать, что текущая стоимость Сургутнефтегаза без учета «финансовой подушки» по-прежнему находится на крайне низком уровне (всего чуть более \$ 6 млрд.), EV на баррель добычи оценивается рынком всего в \$ 15 (такого низкого значения данного

показателя нет ни у одной относительно крупной публичной нефтяной компании).

Ростелеком, преф. – сохраняем в портфеле

Привилегированные акции Ростелекома были включены нами в спекулятивный портфель два месяца назад. За прошедшее время эти бумаги стабильно обыгрывали индекс, прибавив с 7 августа (дата включения в портфель) чуть более 22 %. Идея включения Ростелекома в портфель была связана как с появившимися спекуляциями о возможном объединении сотовых активов Ростелекома и Tele2 (сейчас очевидно, что эти слухи были беспочвенны), так и с темой возможной конвертации привилегированных акций в обычные (эта идея пока сохраняет актуальность).

Несмотря на бурный рост в последние пару месяцев, мы рекомендуем сохранять эти бумаги в портфеле. Страховкой для инвесторов в «префы» Ростелекома по-прежнему остается достаточно неплохая дивидендная доходность, составляющая около 5 %.

АФК Система – сохраняем в портфеле

Акции АФК Система, включенные нами в спекулятивный портфель месяц назад, стали самым большим разочарованием, потеряв за это время более 11 %. Падение было спровоцировано слухами о покупке Системой ещё одного индийского оператора за \$ 3 млрд. Слухи не получили никакого развития и, похоже, оказались беспочвенными.

Второе важное событие, произошедшее с Системой за последний месяц, - покупка железнодорожного оператора СГ-Транс за 22.77 млрд. рублей. Система, похоже, действительно переплатила за этот актив. Однако в преддверие реформы РЖД спрос на подобные активы крайне высок, и вряд ли у Системы была бы возможность войти в этот бизнес дешевле. Создание крупного железнодорожного оператора стало одним из стратегических направлений развития Системы и, как говорят представители компании, данная покупка не была последней (в середине октября Система примет участие в торгах по продаже 25 % Первой грузовой компании). Оценить отдачу от этих инвестиций сейчас достаточно сложно, однако огромный интерес к отрасли со стороны различных бизнес-групп показывает, что здесь действительно могут быть скрыты возможности для повышения акционерной стоимости.

Мы сохраняем акции Системы в спекулятивном портфеле, связывая привлекательность этих бумаг с хорошими показателями основных активов (МТС и Башнефть), обеспечивающих Систему хорошими денежными потоками и имеющих перспективы повышения стоимости.

ММК – сохраняем в портфеле

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 лeverеджа головной компании, существенно увеличив привлекательность ее акций. Кроме того, компания является бенефициаром от снижения цен на уголь и ЖРС на мировом рынке в последние месяцы, что может найти отражение в ее финансовых результатах в конце 2012-начале 2013 гг.

ФСК ЕЭС – исключаем из портфеля

В прошлой стратегии мы отмечали улучшение новостного фона по сетевому комплексу, что могло стать поводом для появления спекулятивного спроса на акции сетевых компаний. Наши ожидания оправдались. За прошедший месяц акции ФСК показали динамику лучше рынка, прибавив более 7 %. Между тем, с приходом осени конкретных решений по сектору так и не появилось. Напротив,

последние заявления чиновников свидетельствуют о переносе сроков утверждения стратегии сектора на середину следующего года.

На данном этапе мы сохраняем наше отношение и целевые уровни по акциям сетевых компаний. Тем не менее, после прошедшего роста котировки ФСК уже на 50% превышают локальные минимумы, достигнутые в конце мая. Мы полагаем, что в настоящее время в отсутствии конкретных предложений делать ставку на долгосрочный рост очень рискованно.

НОВАТЭК – включаем в портфель

После некоторого перерыва мы возвращаем в наш спекулятивный портфель акции НОВАТЭКа, которые с фундаментальной точки зрения выглядят совсем неплохо (по нашим оценкам, потенциал роста составляет около 20 %). Мы полагаем, что катализаторами роста бумаг компании (несмотря на общее настороженное отношение рынка к акциям газовых компаний) может стать принятие Правительством окончательно решения по будущей конфигурации налогового режима в секторе (ожидается до конца месяца). Мы убеждены, что повышение налогов для независимых будет умеренным (в противном случае целый ряд перспективных долгосрочных проектов может быть свернут), и ожидаем частичного введения дифференцированного подхода к ставкам НДС (по аналогии, с тем, как это происходит сейчас в нефтяном секторе). Кроме того, октябрь (а, значит, и фактор сезонности) может вдохнуть новую жизнь в операционную динамику НОВАТЭКа, которая последние месяцы выглядела разочаровывающей (менеджмент пока не отказывается от планов 7-11 %-ного повышения уровней добычи в 2012 г).

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 и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные 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 банков 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 и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательство 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 и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.