

Риск экономической рецессии выходит на первый план

- Мы позитивно оцениваем шаги ЕЦБ по стабилизации долгового рынка. Можно констатировать, что риск финансового коллапса и распада Еврозоны уменьшился. В то же время на первый план выходят риски глобальной экономической рецессии. Пока мы видим лишь ухудшение ситуации в мировой экономике и сомневаемся, что действия монетарных властей способны быстро выправить ситуацию.
- Всплеск оптимизма, вызванный решениями ЕЦБ, на наш взгляд, будет носить краткосрочный характер и закончится в течение нескольких дней, не приведя к кардинальной переоценке рынка. В свете нарастающих макроэкономических угроз мы считаем, что сейчас не время увеличивать риски. Устойчивое восстановление на рынках может начаться лишь после того, как инвесторы убедятся, что экономический бизнес-цикл начинает разворачиваться вверх. Мы рекомендуем сохранять консервативный подход к инвестициям в акции, отдавая предпочтения надёжным компаниям. Время покупать риски (металлургию, электроэнергетику) ещё не пришло. Нынешний рост мы рекомендуем рассматривать, как возможность для фиксации прибыли.
- Инвестиционный портфель. Мы заменяем акции Распадской на акции Сбербанка. На сегодняшний день портфель выглядит следующим образом: **Лукойл, Татнефть, Сбербанк, Акрон, Е.ОН Россия.**
- Спекулятивный портфель. Мы заменяем акции Мечела на бумаги ММК; акции РусГидро – на акции АФК Система. Портфель выглядит следующим образом: **Сургутнефтегаз, ММК, ФСК ЭЭС, АФК Система, Ростелеком преф.**

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Михаил Лямин
Lyamin_MY@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
<u>Мировая экономика</u> : риски рецессии выходят на первый план	10
<u>Рынок металлов</u> : ситуация всё тревожней	14
<u>Отчетность металлургов</u> : оценки по интегрированным производителям выглядят чрезмерно оптимистично	16
<u>Электроэнергетика</u> : ждём решений по сектору	18
<u>Российский рынок акций</u> : не время увеличивать риски	20
Рекомендации по портфелю	21

Основные характеристики российского рынка акций

В настоящий момент Аналитический департамент НОМОС-БАНКа вывел в покрытие 43 эмитента (50 акций с учетом привилегированных), совокупная капитализация которых составляет около \$ 690 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 206 млрд. (средний free float – 30 %).

По 35 бумагам выставлена рекомендация «покупать», по 14 – «держать», по 1 – «продавать».

Покупать	Держать	Продавать
35	14	1
70%	28%	2%

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 **21.8 %** по индексу РТС и **18.2 %** по индексу ММВБ.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуется российский рынок акций:

P/E12 – **5.4**

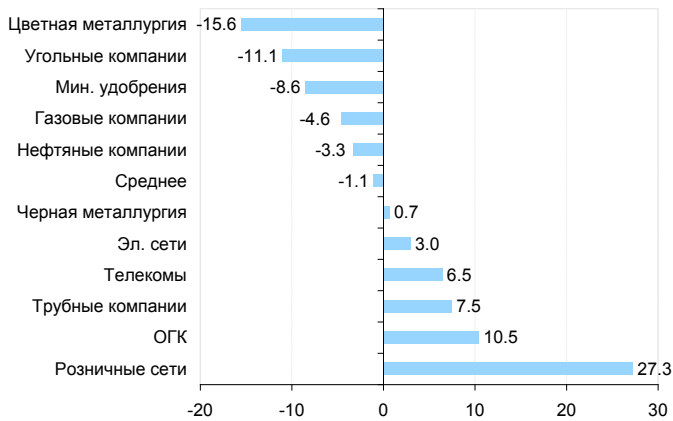
EV/EBITDA12 – **3.5**

Ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012г к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **5.0 %**.

Оценка и динамика по отраслям

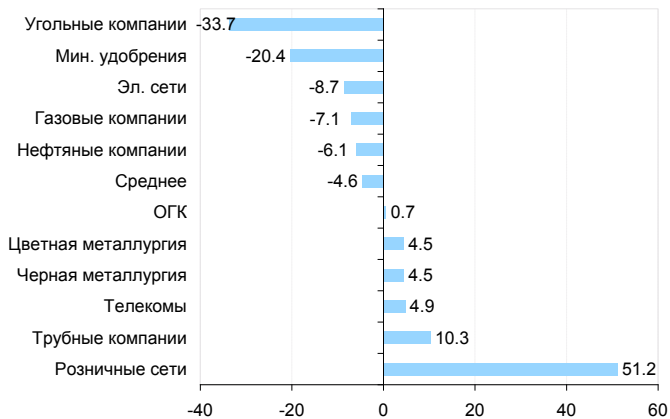
EBITDA CAGR11-13П, %

EV/EBITDA12П



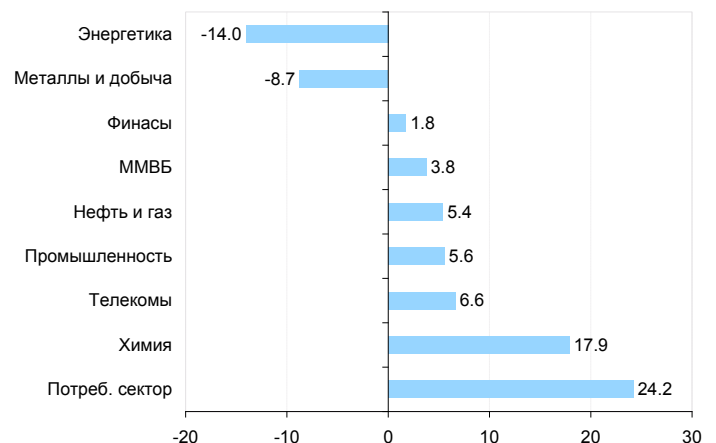
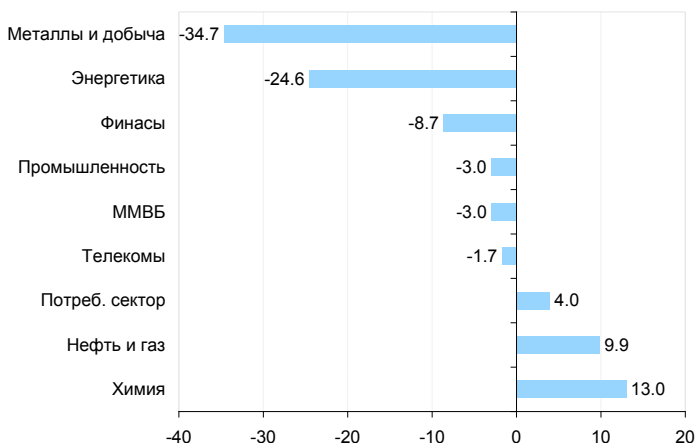
Прибыль CAGR11-13П, %

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	0.30	0.65	115	покупать	3 384	3 438	6 822
Евраз	3.61	7.67	112	покупать	4 826	6 070	10 896
Мечел	6.08	12.5	106	покупать	2 530	9 694	12 224
Энел ОГК-5	0.0540	0.1	85	покупать	1 913	858	2 770
ОГК-1	0.0195	0.036	85	покупать	1 276	-112	1 165
ОГК-3	0.0327	0.06	83	покупать	1 553	-756	797
Распадская	2.30	4.04	75	покупать	1 803	433	2 236
ИнтерРАО	0.0008	0.0015	72	покупать	8 453	-1 059	7 394
Сургутнефтегаз	0.88	1.48	67	покупать	31 750	-31 379	371
Акрон	46.1	76.8	66	покупать	1 872	1 112	2 984
НЛМК	1.77	2.75	55	покупать	10 640	3 564	14 204
ВТБ	0.0017	0.0025	50	покупать	17 783		17 783
Э.ОН Россия	0.0850	0.1264	49	покупать	5 361	-914	4 447
Ростелеком, п.а.	2.78	4.01	44	покупать	675		675
РУСАЛ	5.48	7.69	40	покупать	8 328	10 855	19 183
ФСК ЕЭС	0.0065	0.009	38	покупать	8 176	3 291	11 467
Северсталь	11.9	16.1	35	покупать	9 932	3 732	13 664
АФК Система	21.5	28.8	34	покупать	10 374	12 722	23 096
МТС (АДР)	19.4	25.4	31	покупать	20 065	6 899	26 964
НОВАТЭК	11.5	14.3	23	покупать	35 164	2 371	37 535
Сбербанк, п.а.	2.18	2.68	22	покупать	2 189		
Сбербанк	2.93	3.57	22	покупать	63 410		
Роснефть	6.22	7.45	20	покупать	65 921	17 968	83 889
Лукойл	59.1	70.5	19	покупать	50 297	5 256	55 553
Газпром	4.97	5.92	19	покупать	117 675	32 250	149 925
Магнит	32.2	38.2	19	покупать	15 222	1 682	16 904
Татнефть, п.а.	3.18	3.67	15	покупать	470		470
Татнефть	6.30	7.05	12	покупать	13 731	1 932	15 663
Х5	20.8	23.1	11	покупать	5 656	3 677	9 333
О'КЕЙ	9.45	10.3	9	покупать	2 543	549	3 091
Сургутнефтегаз, п.а.	0.68	0.72	5	покупать	5 258		5 258
Группа Дикси	11.4	11.7	3	покупать	1 424	753	2 177
Мечел, п.а.	4.89	8.23	68	держать	679		679
Холдинг МРСК	0.0553	0.08	45	держать	2 376	4 475	6 851
МРСК Урала	0.0055	0.0078	40	держать	486	205	692
МРСК Волги	0.0021	0.0028	28	держать	391	155	546
Ростелеком	3.91	5.01	28	держать	11 535	3 390	14 925
МОЭСК	0.0388	0.048	23	держать	1 894	1 321	3 215
МРСК Центра	0.0187	0.0231	23	держать	792	577	1 369
МРСК Центра и Прив.	0.0050	0.0059	17	держать	568	597	1 165
РусГидро	0.02	0.02	11	держать	7 580	2 384	9 964
Башнефть	52	57.7	11	держать	8 849	2 346	11 195
Газпром нефть	4.81	5.34	11	держать	22 825	4 527	27 352
ТНК-ВР Холдинг	2.70	2.99	11	держать	40 560	986	41 546
Вымпелком	11.3	12.4	10	держать	18 431	26 431	44 863
Фосагро	39.0	42.6	9	держать	4 858	312	5 170
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	2.38	2.54	7	держать	1 072		1 072
ТМК	14.6	15.0	3	держать	3 161	3 573	6 734
Башнефть, п.а.	39.5	39.2	-1	держать	1 368		1 368
ГМК	152	146	-4	продавать	29 132	3 528	32 660

Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	3.0	3.0	2.5	2.5	12.7	-2.5
НОВАТЭК	16.5	13.5	11.9	10.0	3.4	2.1
Газовые компании	9.7	8.2	7.2	6.2	8.0	-0.2
Роснефть	7.0	8.5	4.2	4.5	4.7	3.9
Лукойл	4.1	4.4	2.8	2.8	6.2	4.3
Газпром нефть	4.8	6.5	3.3	3.9	7.8	3.9
Сургутнефтегаз	4.7	5.4	0.6	0.7	8.7	7.1
ТНК-ВР Холдинг	4.6	5.4	3.2	3.5	15.3	10.9
Татнефть	4.8	4.8	3.5	3.6	14.4	15.3
Башнефть	5.1	5.1	3.6	3.6	18.1	6.4
Нефтяные компании	5.0	5.7	3.0	3.2	10.7	7.4
Северсталь	7.3	6.2	5.1	4.2	8.0	8.5
НЛМК	11.6	9.0	6.9	5.6	3.0	7.3
ММК	36.5	8.4	5.3	4.1	7.9	12.3
Евраз	9.2	5.4	4.5	3.9	11.8	21.4
Черная металлургия	16.2	7.3	5.4	4.4	7.7	12.4
Мечел	12.2	10.4	7.4	6.9	-1.4	-22.2
Распадская	44.8	24.3	10.6	8.1	-18.3	1.7
Уголь	28.5	17.3	9.0	7.5	-9.9	-10.2
ТМК	6.9	6.8	5.5	5.7	17.2	11.8
Трубные компании	6.9	6.8	5.5	5.7	17.2	11.8
ГМК	7.5	7.7	5.7	5.8	7.2	7.0
РУСАЛ	36.4	19.3	25.9	14.7	1.1	-6.6
Цветная металлургия	22.0	13.5	15.8	10.3	4.1	0.2
Акрон	7.4	7.3	5.5	5.6	19.9	3.3
Фосагро	8.1	8.5	4.6	4.8	10.0	11.7
Мин. удобрения	7.8	7.9	5.1	5.2	14.9	7.5
ОГК-1	12.4	6.3	5.3	3.3	-19.3	-9.1
ОГК-3	26.9	5.9	6.6	1.8	-35.1	-24.3
Э.ОН Россия	9.2	8.4	4.8	4.4	5.0	9.8
Энел ОГК-5	7.5	6.2	5.6	4.9	-6.1	7.0
ИнтерРАО	14.3	9.5	4.6	3.4	-5.6	7.3
РусГидро	10.7	8.2	5.8	4.7	-14.4	-8.9
Генерация	13.5	7.4	5.5	3.7	-12.6	-3.0
Холдинг МРСК	4.0	3.3	2.0	1.7	-104.9	-144.5
ФСК ЕЭС	10.3	9.8	4.2	3.6	-35.3	-35.2
МРСК Волги	3.8	2.7	2.1	1.6	-38.3	-101.0
МРСК Урала	8.5	3.6	2.9	2.0	-48.8	-0.2
МОЭСК	7.7	5.6	3.3	2.8	-24.3	-23.1
МРСК Центра и Приволжья	7.3	5.1	4.4	3.7	-4.0	-5.8
МРСК Центра	5.9	3.6	3.0	2.4	-12.6	-7.1
Сети	6.8	4.8	3.1	2.5	-38.3	-45.3
Ростелеком	11.7	9.7	4.2	3.9	7.9	10.2
МТС	15.1	15.0	5.0	4.7	4.8	7.9
Вымпелком	15.9	21.6	4.7	4.6	-2.3	6.0
Телекоммуникации	14.2	15.4	4.7	4.4	3.5	8.0
АФК Система	10.3	7.6	2.5	2.3	11.7	11.0
Многопроф. холдинги	10.3	7.6	2.5	2.3	11.7	11.0
Магнит	25.6	19.6	12.5	9.6	-2.9	-2.2
Х5	22.0	15.6	7.8	6.4	-7.9	-8.9
Группа Дикси	30.1	20.0	7.3	5.6	-10.3	-12.0
О'КЕЙ	20.1	14.6	9.7	7.2	-8.9	-3.5
Розничные сети	24.5	17.4	9.3	7.2	-7.5	-6.6

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	4.1	4.0	0.7	0.6	20.3	17.2
Банки	4.9	5.0	1.0	0.8	22.5	18.1

Дивиденды

	Div 2011		Div 2012П	
	руб. на акц.	% к цене	руб. на акц.	% к цене
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	13.37	17.4	11.81	15.4
ТНК-ВР Холдинг	13.37	15.4	11.81	13.6
Татнефть, п.а.	15.87	13.6	12.6	10.8
Сургутнефтегаз, п.а.	7.08	6.9	9.76	9.5
Евраз	2.15	9.8	1.96	9.0
Башнефть, п.а.	99	7.8	98.2	7.7
Акрон	23.51	6.5	25.2	6.9
Газпром	175	11.8	101.	6.8
Ростелеком, п.а.	8.97	5.6	9.76	6.1
Башнефть	99	5.9	98.2	5.9
Газпром нефть	4.7	5.2	4.97	5.6
Сбербанк, п.а.	7.3	4.7	7.87	5.1
МТС	57.5	4.6	60.96	4.9
Северсталь	7.08	3.5	9.76	4.8
Татнефть	29.42	4.7	29.23	4.7
Лукойл	75	3.9	88.2	4.6
Роснефть	2.59	3.7	3.23	4.6
НЛМК	7.5	3.7	7.24	3.6
Распадская	2	3.5	2.03	3.6
ГМК	196	4.0	159.	3.2
Сбербанк	15	3.9	11	2.9
ВТБ	2.08	2.2	2.59	2.7
ТМК	0.00088	1.6	0.00133	2.4
НОВАТЭК	3.63	0.8	10.56	2.2
ММК	6	1.6	7.87	2.1
Сургутнефтегаз	0	0.0	0.189	1.9
Э.ОН Россия	0.6	2.1	0.53	1.9
Ростелеком	0.0578	2.1	0.0508	1.9
Фосагро	5	6.7	1.36	1.8
Энел ОГК-5	0	0.0	0.0304	1.8
Транснефть, п.а.	4.7	3.7	2.15	1.7
О'КЕЙ	716	1.3	601.	1.1
АФК Система	0	0.0	2.95	1.0
РусГидро	0.28	0.0	5.99	0.9
Магнит	0.0078	0.9	0.0050	0.6

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	1 359	1 599	2 674	3 231	791	847	1 557	1 288
НЛМК	921	1 188	2 070	2 546	323	777	1 820	1 399
ММК	93	402	1 291	1 683	269	416	858	834
Евраз	525	890	2 404	2 779	569	1 033	1 266	920
Мечел	259	305	1 754	1 872	-37	-562	1 253	1 359
Распадская	40	74	210	277	-330	31	156	171
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
ОГК-1	103	204	218	357	-246	-116	419	378
ОГК-3	58	266	121	434	-546	-378	680	675
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	1 728	2 127	-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	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

Последние обзоры НОМОС-БАНКа

- 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
- 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: 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: 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: 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
- 21.02.2012** Стратегия: За две недели до выборов пора подумать о сокращении рисков
- 15.02.2012** АФК Система: вопреки рискам
- 14.02.2012** ТМК: щедрые дивиденды не за горами
- 08.02.2012** ФСК: консервативная оценка больших перспектив
- 07.02.2012** МТС и Вымпелком: надейся на рост, а сам не плошай
- 02.02.2012** Нефть и газ: компании «второго эшелона» – есть из чего выбирать

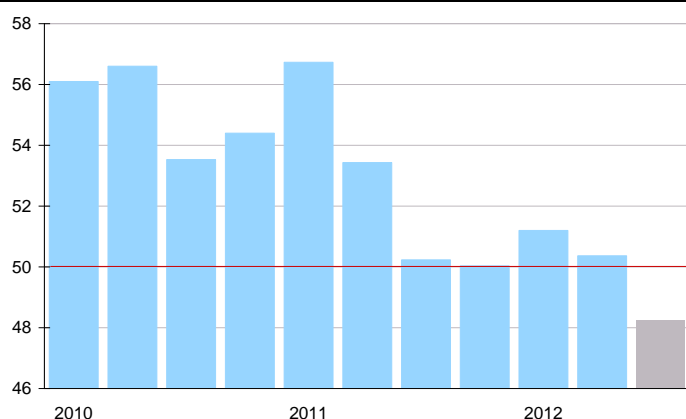
Мировая экономика: риски рецессии выходят на первый план

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

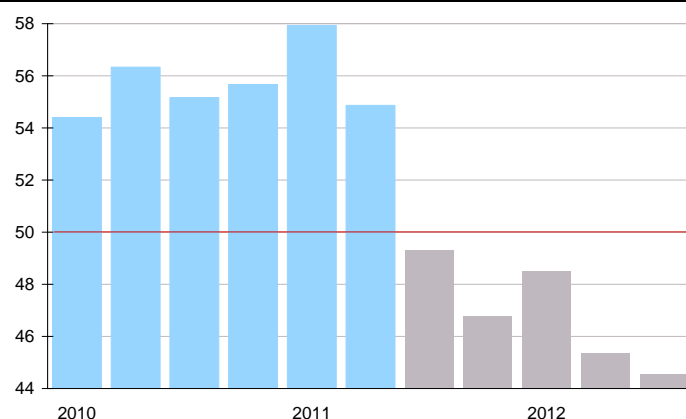
Экономическая ситуация в мире продолжает ухудшаться. В третьем квартале фактически начался спад в глобальной промышленности. Ещё более усилился спад в промышленности Еврозоны, причем особенно сильно пошел вниз промышленный сектор Германии. На грани остановки оказалась американская промышленность – индекс ISM, характеризующий деловую конъюнктуру в промышленном секторе США, впервые со 2-го квартала 2009 г. оказался ниже отметки 50 пунктов, служащей водоразделом между ростом и падением. Не видно пока признаков улучшения ситуации в промышленности Китая, хотя новости о стимулирующих программах со стороны китайского Правительства появляются достаточно регулярно. Так на этой неделе национальная комиссия по развитию и реформам одобрила инфраструктурные проекты в области железных дорог общей стоимостью до 1 трлн. юаней (более 2 % ВВП). Эти меры могут вызвать некоторое оживление в 4-ом квартале и компенсировать сокращающийся внешний спрос. В августе мы получали преимущественно негативные новости из Китая, при этом наиболее тревожным сигналом стал настоящий обвал цен на железорудное сырье, что может служить четким индикатором ослабления внутреннего спроса. Подобная динамика рынка никак не согласуется с планами по увеличению инфраструктурных инвестиций.

Среднеквартальные значения индексов PMI в промышленном секторе

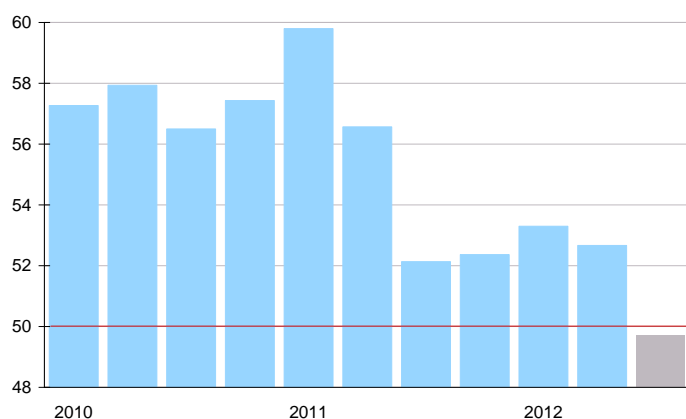
Мировая промышленность в целом



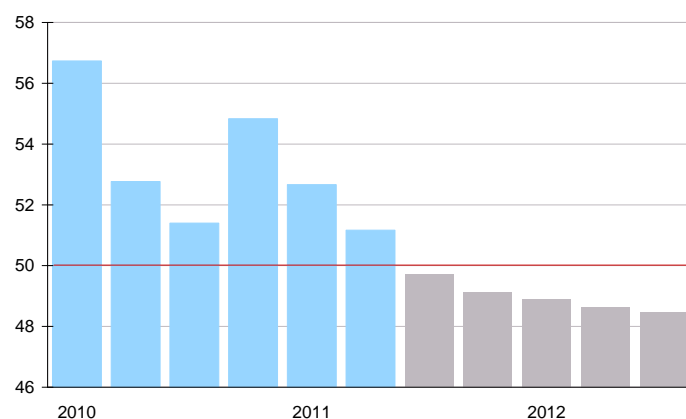
Еврозона



США



Китай



Источники: Markit, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

В то же время, несмотря на заметное ухудшение промышленной конъюнктуры, говорить о начале глобальной экономической рецессии ещё рано. По большому

счету в состоянии рецессии находится лишь экономика еврозоны – негативная динамика здесь наблюдается с 4-го квартала прошлого года с небольшой паузой в начале текущего года. При этом до весны 2012 г. еврозону тянули вниз периферийные экономики, но, начиная со 2-го квартала, в области негативной динамики ВВП оказались экономики Германии и Франции.

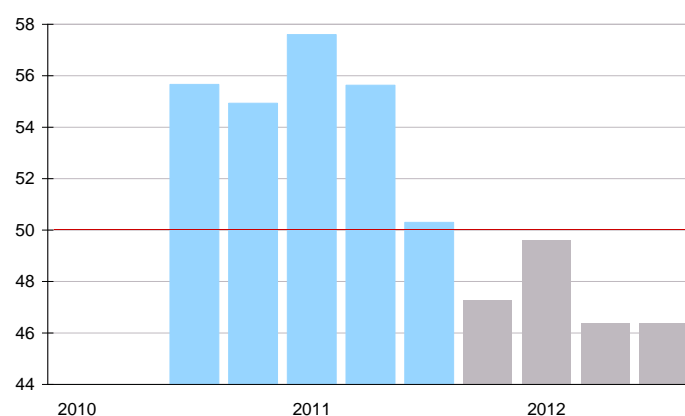
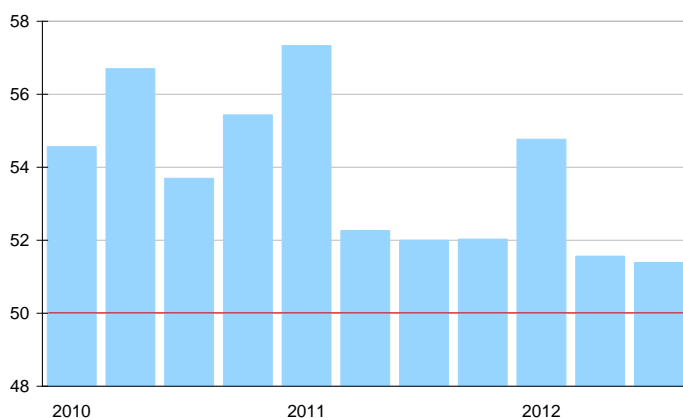
Китайская экономика, несмотря на слабость промышленного сектора, остается в области положительных темпов роста – консенсус-прогноз по году находится в рамках 7-8 %, официальный правительственный прогноз – 7.5 %. Но общая тенденция, по-прежнему, направлена в сторону замедления.

Главным локомотивом мировой экономики по-прежнему остаются США. Здесь мы по-прежнему получаем хорошие сигналы с рынка недвижимости – наблюдаемое оживление в этом сегменте экономики можно признать наиболее значимым с 2005 г. Американские компании в июле-августе несколько активизировали процесс создания новых рабочих мест, но пока что эти темпы недостаточны, чтобы обеспечить устойчивое снижение безработицы. Момент истины для американской экономики, по-видимому, наступит в конце года, когда станет понятно, что будет с так называемым «fiscal cliff». Этот термин подразумевает одновременное повышение налогов и сокращение бюджетных расходов, которое должно вступить в силу с начала 2013 г. Бюджетный офис Конгресса прогнозирует драматичное влияние этих мер на динамику американской экономики, которая окажется в состоянии рецессии – сокращение ВВП в 2013 г. до 4 % (!) и потеря 2 млн. рабочих мест (для сравнения, в 2008/09 гг экономика США потеряла чуть менее 9 млн. рабочих мест и пока восстановила лишь половину этих потерь). По большому счету, с экономикой США может произойти то же самое, что и с Европой, которая оказалась в состоянии рецессии вслед за ужесточением бюджетной политики. Такая ситуация не устраивает ни демократов, ни республиканцев, но взгляды двух партий на решение проблемы разные – республиканцы хотят оставить налоги на прежнем уровне, но сократить расходов; демократы настаивают на повышении налогов, но более мягком подходе к сокращению расходов. Найти компромисс не удастся, и в преддверие выборов это сделать ещё сложнее. Компромисс пока лишь видится в возможности замораживания «fiscal cliff» на некоторое время, но это несёт риски, связанные с потерей доверия инвесторов к долговому рынку (перемещение долгового кризиса из Европы в США). Дефицит федерального бюджета США уже 4-й год подряд превышает \$ 1.2 трлн., а размер государственного долга уже превысил \$ 16 трлн. (более 100 % ВВП). Такая ситуация не может тянуться бесконечно, и если инвесторы не увидят решений, направленных на сокращение бюджетного дефицита, могут начаться большие неприятности.

Среднеквартальные значения PMI Composite (совокупный выпуск в промышленности и сфере услуг)

Мировая экономика в целом

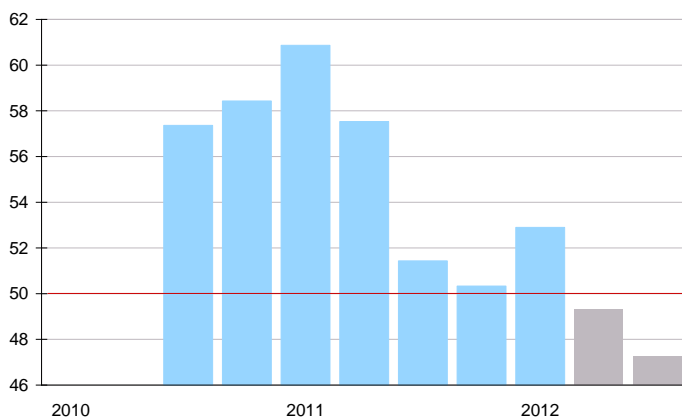
Еврозона



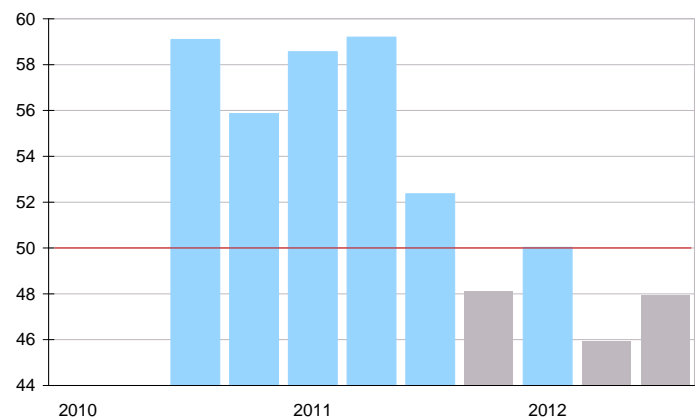
Источники: Markit, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Среднеквартальные значения PMI Composite (совокупный выпуск в промышленности и сфере услуг)

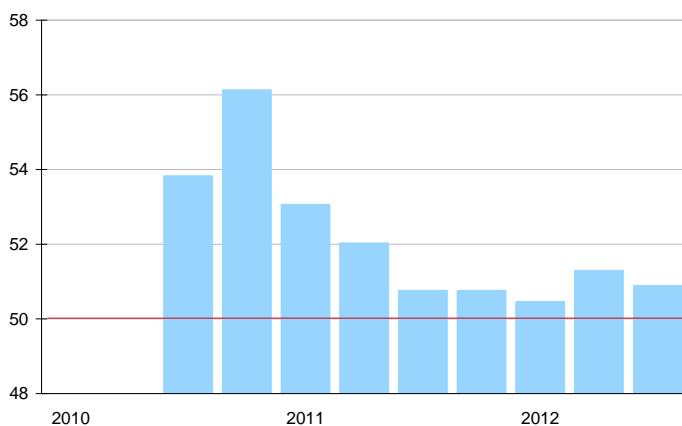
Германия



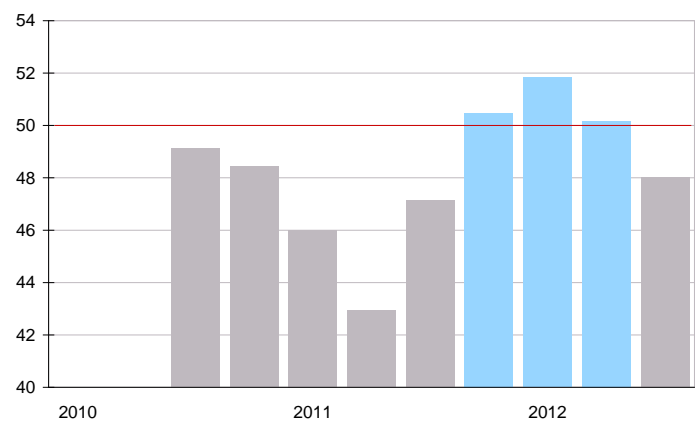
Франция



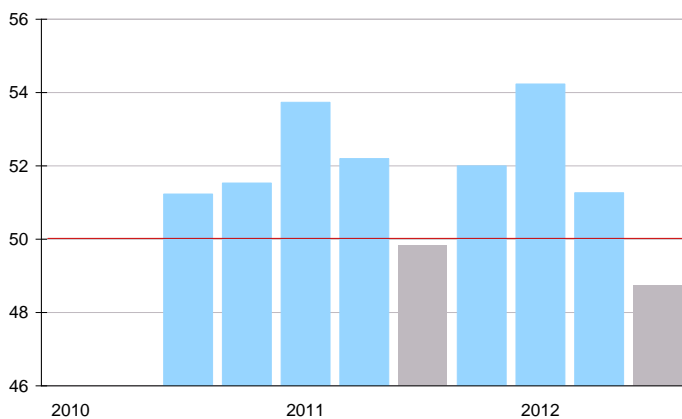
Китай



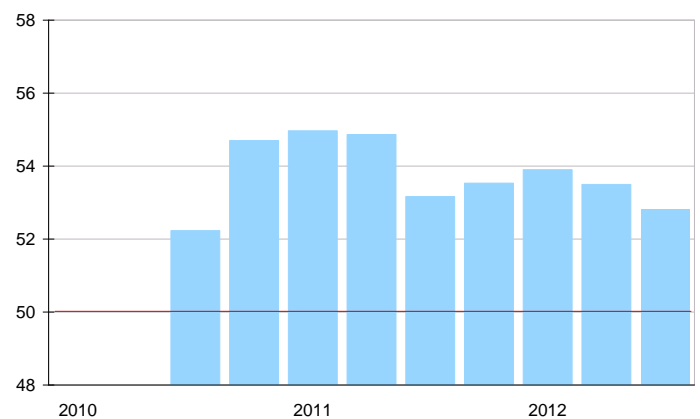
Япония



Бразилия



Россия



Источники: Markit, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

В целом мы позитивно оцениваем действия ЕЦБ, анонсировавшего программу безлимитного выкупа краткосрочных облигаций проблемных стран на вторичном рынке (Outright Monetary Transactions). Мы сомневались, что ЕЦБ может начать интервенции до тех пор, пока не будут реализованы все решения июньского саммита Еврогруппы и запущен механизм ESM. То, что ЕЦБ начинает действовать, очень хорошая новость, способная, хотя бы на время, успокоить рынки. Мы думаем, что эта программа всё-таки приведет к снижению ставок на долговых рынках проблемных стран, а это в свою очередь, будет способствовать улучшению бюджетных показателей.

Что касается возможных аналогичных действий со стороны ФРС (ближайшее

заседание FOMC пройдет 13 сентября), то здесь мы сохраняем скептицизм. Во-первых, текущая экономическая ситуация не дает явных оснований для запуска QE3. Во-вторых, ФРС ещё может понадобиться сильнодействующее лекарство на случай обострения ситуации в Европе, либо появления собственных проблем, связанных с «fiscal cliff».

Последние новости позволяют сделать вывод, что финансовые рынки отошли ещё на один шаг от пропасти. Риск финансового коллапса и развала Еврозоны существенно уменьшился (по крайней мере, до конца текущего года). Но теперь на первый план выходят риски глобальной рецессии. Важно посмотреть, приведут ли действия финансовых властей к улучшению общеэкономической ситуации. У нас есть большие сомнения в этом.

Рынок металлов: ситуация всё тревожней

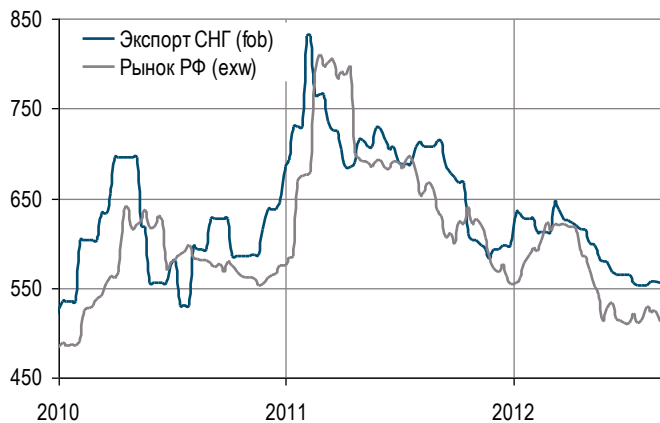
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@nomos.ru

В последний месяц рынки металлургического сырья вновь оказались в центре внимания из-за резкого снижения цен на железную руду, котировки которой по итогам месяца уверенно преодолели невиданную с 2009 года отметку в \$100 за тонну (cif Китай). Немногоим лучше обстоят дела на рынке коксующегося угля, где после стабилизации во втором квартале в августе цены вновь устремились вниз, хотя и не столь драматически, как на рынке ЖРС.

Примечательно, что цены на сталь практически не реагируют на происходящие на сырьевых рынках события, и в последние 2-3 месяца демонстрируют относительную стабильность. С началом 4-ого квартала, когда ряд производителей, закупающих сырье по квартальным контрактам, получит новые, более низкие цены на уголь и ЖРС, эту стабильность будет ждать серьезное испытание, однако практически на всех рынках, за исключением Китая, в последние недели не было заметно никаких признаков серьезного ослабления цен или хотя бы попыток потребителей их снизить.

Рынки металлопроката

Цены на г/к лист, \$/тонна



Складские цены на арматуру (РФ), \$/тонна

**Рынки сырья**

Цены на ЖРС, \$/тонна



Цены на коксующийся уголь, \$/тонна



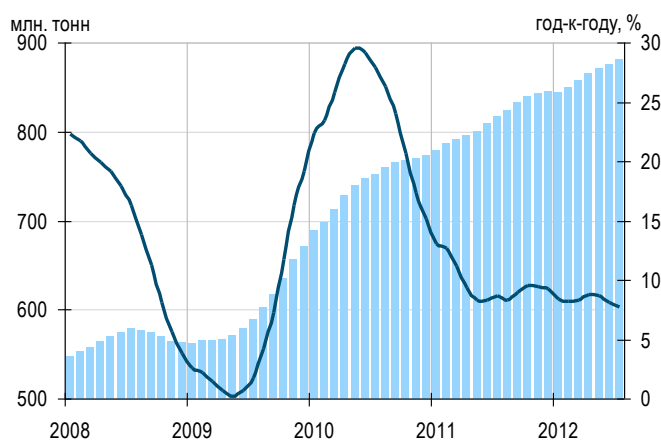
*- среднее между марками

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

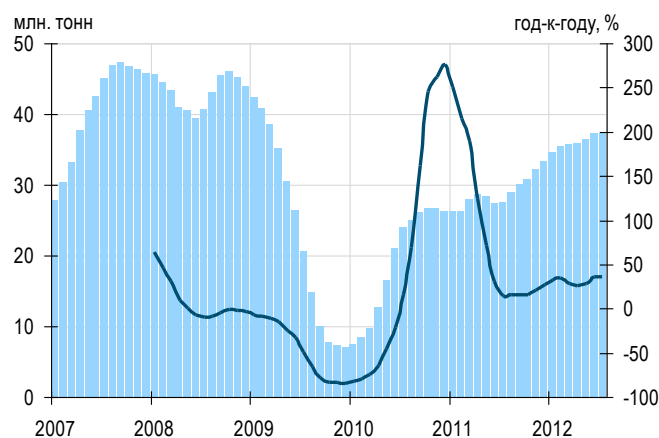
Китайский рынок при этом действительно является главным поводом для беспокойства, которое подкрепляется не только снижением котировок железной руды, но и неуклонным падением внутренних цен на сталь в самом Китае. Исходя из доступных данных за январь-июль, внутреннее потребление

металлопроката в Китае в последние месяцы росло с темпами в 5-10% г/г, однако, судя по динамике цен, в августе-сентябре можно ожидать более скромных цифр. В этих условиях, китайские производители стали могут столкнуться с очевидным выбором: сокращать производство (что пагубно отразится на мировом рынке сырья) или увеличивать экспорт (наводнив новой продукцией мировой рынок стали). Вероятнее всего, в том или ином виде на первоначальном этапе будут реализованы оба этих сценария, однако с сильным перекосом в сторону первого: существенному увеличению экспорта со стороны китайских производителей мешает неблагоприятный налоговый режим, непростая логистика и, зачастую, качественные характеристики металла. Кроме того, экономически стимулов для роста поставок не так уж и много: сейчас цены в Китае ниже мировых лишь на \$15-25 за тонну, подобный же спред наблюдался в течение 2-3 месяцев в каждом из последних 3 лет и не приводил к серьезным изменениям на рынке.

Видимое потребление металлопроката в Китае*



Чистый экспорт металлопроката из Китая*



Динамика цен на сталь в КНР, \$/тонна



Спред цен внутри Китая и экспортных цен СНГ (г/к лист, \$/тонна)



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

Делать, прогнозы, в условиях высокой турбулентности и снижения цен достаточно трудно, однако мы считаем наиболее вероятным до конца года сохранение текущего статус-кво и текущего уровня цен на рынке стали, в то время как цены на железную руду, на наш взгляд, продолжат снижаться и далее. Мы считаем уровень \$60-70 за тонну (cif Китай), когда о сокращении производства начнут думать не только производители в Китае, но и европейские компании, наиболее вероятной целью для наблюдаемого движения цен. В ближайшее время мы планируем выпустить отраслевой обзор, где представим свои новые прогнозы более детально.

Отчетность металлургов: оценки по интегрированным производителям выглядят чрезмерно оптимистично

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@nomos.ru

За последний месяц компании «большой четверки» представили свои финансовые результаты за 2-й квартал (1-ое полугодие) 2012 г. В большинстве случаев фактические результаты превзошли ожидания рынка. В условиях ухудшения рыночной конъюнктуры компаниям сектора удалось продемонстрировать неплохую динамику издержек, а сокращение оборотного капитала и инвестиционных программ привело к существенному увеличению свободных денежных потоков: FCF «большой четверки» за полугодие составил \$762 млн. – почти втрое больше, чем за весь прошлый год. Тем не менее, с учетом последних событий на рынке стали и металлургического сырья, можно с уверенностью говорить, что наши годовые прогнозы по компаниям с высокой степенью вертикальной интеграции начинают смотреться чрезмерно оптимистично – мы полагаем, что в действительности EBITDA Северстали и Evraz во 2-м полугодии может сократиться примерно на 15-25% по сравнению с уровнем 1-ой половины года, в то время как наши текущие прогнозы предполагают рост этого показателя за счет операционных улучшений и восстановления цен к концу года.

Основные финансовые результаты металлургических компаний

\$ млн.	Выручка	EBITDA	Рентабельность, %	Чистая прибыль	OCF	Capex	FCF
НЛМК							
1 пол. 11	5 341	1 422	26.6	979	827	1072	-245
2 пол. 11	6 388	861	13.5	378	978	991	-13
1 пол. 12	6 351	1 028	16.2	449	807	967	-160
2 пол. 12 (п)*	6 276	1 042	16.6	472	1 336	853	483
ММК							
1 пол. 11	4 669	782	16.7	154	351	946	-595
2 пол. 11	4 637	555	12.0	-274	135	691	-556
1 пол. 12	4 941	662	13.4	-35	867	366	501
2 пол. 12 (п)*	4 730	629	13.3	128	283	492	-209
Северсталь							
1 пол. 11	7 566	1 799	23.8	1 133	715	702	13
2 пол. 11	8 245	1 785	21.6	460	1 865	1014	851
1 пол. 12	7 397	1 283	17.3	582	821	649	172
2 пол. 12 (п)*	7 753	1 399	18.0	783	1 181	908	273
Evraz							
1 пол. 11	8 380	1 629	19.4	258	1 279	468	811
2 пол. 11	8 020	1 269	15.8	203	790	790	0
1 пол. 12	7 761	1 175	15.1	-38	818	569	249
2 пол. 12 (п)*	8 514	1 690	19.8	1 022	1286	299	987

* исходя из текущих годовых прогнозов

Источники: данные компаний, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Для наименее вертикально-интегрированного ММК наши прогнозы (и рыночный консенсус), напротив, выглядят чрезмерно консервативными. Во втором полугодии компания, как можно теперь ожидать, сможет существенно сократить затраты за счет снижения цен на сырье, что в совокупности с увеличением выпуска на новых проектах (Турция, стан 2000) даст увеличение EBITDA по сравнению с уровнем первого полугодия.

Интегрированный «наполовину» НЛМК смог существенно улучшить показатели по сравнению с провальным вторым полугодием 2011-го и, по-видимому, более-менее сохранит достигнутые результаты во второй половине года, что и предполагают наши текущие прогнозы.

В ближайшее время, мы намерены провести корректировку своих оценок финансовых показателей по компаниям сектора, однако общая идея о предпочтительности компаний с менее высокой вертикальной интеграцией, высказываемая нами в последних обзорах, лишь укрепится.

Электроэнергетика: ждем решений по сектору

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Реорганизация сектора: Роснефтегазу интересны активы КЭС Холдинга

В августе акции электроэнергетических компаний продемонстрировали смешанную динамику. На фоне 50-120% взлета котировок ТГК, входящих в КЭС Холдинг (ТГК-9, ТГК-7, ТГК-6 и ТГК-5), наиболее ликвидные компании сектора опустились на 3-6%. Ситуация в секторе в августе определялась корпоративными событиями, крупнейшим из которых стало появление информации об интересе Роснефтегаза к активам КЭС Холдинга. Ранее активами КЭС Холдинга интересовался Газпром энергохолдинг, планировавший объединить со своими энергетическими компаниями на базе новой компании. Но сделка так и не была завершена. Безусловно, приход нового стратега может придать краткосрочный позитив динамике акций ТГК-9, ТГК-7, ТГК-6 и ТГК-5, так как может привести к оферте.

С другой стороны, мы полагаем, что новость может иметь более долгосрочный негатив для акций всего сектора, т.к. указывает на широкий интерес Роснефтегаза, выходящий за рамки объявленного ранее участия в госкомпаниях. Инвесторы в целом воспринимают эти намерения с большой тревогой. Планам Роснефтегаза противостоит новый кабинет министров, но итоги этого противостояния неочевидны. Курирующий отрасль вице-премьер Аркадий Дворкович ранее заявлял об отсутствии целесообразности и дороговизне участия Роснефтегаза в отрасли.

Получив новый актив, Роснефтегаз может использовать его для продолжения расширения ИнтерРАО. На данном этапе, это всего лишь наши рассуждения, но их подтверждение или опровержение может произойти уже в сентябре-октябре, когда ожидается обсуждение в правительстве вопросов по развитию отрасли. Позиция правительства, от лица которого выступает Дворкович – ограничить участие Роснефтегаза в отрасли контролем ИнтерРАО.

Финансовые результаты ОГК: слабое полугодие

Подведенные в июле-августе полугодовые результаты ОГК по МСФО отразили смешанные результаты. Отсутствие индексации тарифов и слабая конъюнктура рынка РСВ предполагали резкое ухудшение финансовых показателей. Тем не менее, совокупная EBITDA по 5 ОГК увеличилась на 3%, что стало следствием роста показателей ЭОН Россия и ЭнеЛОГК-5. Даже несмотря на плохие условия работы в первом полугодии, обе компании увеличили EBITDA на 25-30%, чему способствовало начало поставки мощности по ДПМ. Остальные ОГК продемонстрировали противоположную динамику.

Второе полугодие традиционно является более слабым периодом. В данной связи итоги года, очевидно, будут хуже результатов полугодия. Важным моментом является то, что в 2012 г существенно сократилась разница в цене реализации электроэнергии и топлива, потраченного на ее производство. По нашим оценкам, в первом полугодии премия к стоимости производства была менее 20%. Таким образом, без существенного роста цен на РСВ, проведенная в середине года индексация цен на газ снизит маржу до 5-10%.

Вторым негативным моментом отчетности является то, что несмотря на слабую рыночную конъюнктуру, генерирующие компании ускоряют исполнение обязательных инвестиционных программ, что трансформируется в рост долга.

Финансовые результаты ОГК, МСФО, млн. руб.

	Выручка	ЕВITDA	Рентабельность, %	Чистая прибыль	OCF	Capex	FCF	Чистый долг
ОГК-1								
1 пол. 11	28 337	4 715	16.6	2 928	4 801	1 540	3 261	-11 286
2 пол. 11	27 416	3 053	11.1	1 690	-2 218	5 866	-8 084	-10 801
1 пол. 12	24 833	3 526	14.2	-1 740	2 209	4 165	-1 956	-3 663
ОГК-2								
1 пол. 11	54 286	6 622	12.2	4 175	4 868	7 816	-2 948	
2 пол. 11	50 610	-198	отр	-4 165	-3 928	9 449	-13 377	32 411
1 пол. 12	48 113	4 454	9.3	429	6 901	4 938	1 963	31 810
ОГК-3								
1 пол. 11	21 265	2 570	12.1	1 585	3 190	8 569	-5 379	-37 023
2 пол. 11	22 289	441	2.0	-856	-190	5 465	-5 656	-32 433
1 пол. 12	21 088	1 688	8.0	-1 649	6 623	17 067	-10 444	-24 813
ЭОН Россия								
1 пол. 11	31 323	10 153	32.4	7 092	7 441	4 466	2 975	-15 555
2 пол. 11	34 767	12 497	35.9	7 515	15 086	8 625	6 461	-22 709
1 пол. 12	35 211	13 581	38.6	8 673	11 070	4 930	6 140	-29 535
Энел ОГК-5								
1 пол. 11	29 685	6 140	20.7	2 775	6 245	5 297	947	20 230
2 пол. 11	30 418	6 327	20.8	2 615	6 322	12 024	-5 702	27 443
1 пол. 12	31 238	7 720	24.7	2 976	9 042	5 814	3 228	25 635

Источники: данные компаний, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Инвестиционная стратегия. В качестве единственной инвестиционной идеи мы по-прежнему видим покупку акции ЭОН Россия. На фоне остальных компаний сектора итоги ЭОН Россия оказались вполне достойными. Операционная деятельность генерирует сильные потоки, а обязательства по CAPEX сокращаются.

Спекулятивная стратегия. Смещение интереса Роснефтегаза в сторону генерации теоретически может означать, что электросетевой комплекс будет развиваться по предложенной ранее схеме «нового» кабинета министров, которая более позитивна для миноритариев сетевых компаний. В данной связи, можно ожидать с 2013 года начала приватизации отдельных МРСК, а консолидация ФСК и МРСК Холдинга если и произойдет, то на базе ФСК.

Наше предположение базируется на следующих доводах:

- По действующим правилам совмещать деятельность производства и распределения электроэнергии запрещено. Соответственно, покупка активов КЭС ограничит возможности Роснефтегаза по инвестициям в сети.
- Мы полагаем, что Роснефтегаз ограничен в возможностях финансирования, и соответственно, маловероятно, что компания сможет найти средства на покупку активов КЭС и докапитализацию сетей.

Мы полагаем, что инвесторы с высоким уровнем риска могут попытаться сыграть на опережение. Окончательное решение по стратегии может появиться в сентябре-октябре.

Российский рынок акций: не время увеличивать риски

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Всплеск оптимизма, вызванный решениями ЕЦБ, на наш взгляд, будет носить краткосрочный характер и закончится в течение нескольких дней, не приведя к кардинальной переоценке рынка.

После того, как осенью 2010 г. ФРС запустила QE2, на рынках начался устойчивый подъём, продолжавшийся два квартала. Мы считаем, что аналогии неуместны, так как сейчас в мировой экономике наблюдается принципиально иная ситуация. У нас нет уверенности в том, что действия монетарных властей способны вернуть экономику Европы на траекторию роста. Всё возрастающую озабоченность вызывает Китай. Тучи сгущаются над экономикой США. В свете этого мы считаем, что сейчас не время увеличивать риски. Устойчивое восстановление на рынках может начаться лишь после того, как инвесторы убедятся, что экономический бизнес-цикл начинает разворачиваться вверх. Пока же экономика движется по наклонной.

Мы сохраняем наши оценки справедливого значения индекса ММВБ на конец года на уровне 1720 пунктов, по индексу РТС – 1750 пунктов. С текущих уровней – это всего лишь 16 % роста (для индекса ММВБ), что немного для одного из самых рискованных emerging market. В целом нельзя сказать, что российский рынок акций чрезмерно дешёв.

Мы рекомендуем сохранять консервативный подход к инвестициям в акции, отдавая предпочтения надёжным компаниям. Время покупать риски (металлургию, электроэнергетику) ещё не пришло.

Нынешний рост мы рекомендуем рассматривать, как возможность для фиксации прибыли. Не стоит надеяться на долгосрочный устойчивый восходящий тренд.

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 инвестиционный портфель показал незначительный прирост на уровне индекса ММВБ. Второй месяц подряд великолепную динамику продемонстрировали акции Акрона, в которых мы по-прежнему видим потенциал и рекомендуем сохранять в портфеле. В то же время акции Распадской, второй месяц подряд приносят сплошные разочарования, что во многом отражает ухудшение конъюнктуры рынка коксующегося угля.

Динамика инвестиционного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	7 авг.	6 сен.	%
Лукойл	1 875.0	1 891.1	0.9
Татнефть	204.43	201.01	-1.7
Распадская	78.99	73.80	-6.6
Акрон	1 360.0	1 478.9	8.7
Е.Оп Russia	2.686	2.720	1.3
Индекс ММВБ	1 450.7	1 455.1	0.3
Портфель в среднем			0.5

Мы исключаем из инвестиционного портфеля бумаги Распадской. Восстановление операционных показателей компании, ранее являвшееся основной идеей для ее акций, в условиях обвала цен на металлургическое сырье может существенно затянуться: увеличение продаж на падающем рынке представляется трудновыполнимой задачей.

Мы включаем в портфель акции Сбербанка, ожидая роста интереса к эмитенту в преддверие SPO, которое, на наш взгляд, состоится до конца года.

Лукойл

В прошлом месяце произошло важное событие, которое, на наш взгляд, пока не получило должной оценки участников рынка: ЛУКОЙЛу впервые с конца 2009 г удалось вывести темпы прироста нефтедобычи в зону положительных значений (+0.4 % г/г). Мы убеждены, что дисконт в оценке стоимости компании в значительной мере обусловлен ожиданиями низких темпов роста. Однако предпринимаемые менеджментом усилия по стабилизации добычи уже находят свое отражение в фактических результатах, и пока у нас нет оснований сомневаться в реалистичности исполнения тех ключевых операционных целей, которые были озвучены компанией (рубеж в 100 млн. т будет преодолен в 2014 г vs. 91 млн. т добытых ЛУКОЙЛом в 2011 г). Как следствие с фундаментальной точки зрения бумаги ЛКОН имеют хорошие шансы нивелировать тот уровень дисконта (примерно 17 % к аналогам и около 40 % к ROSN), с которым компания торгуется по базовым мультипликаторам P/E и EV/EBITDA. Дополнительную поддержку бумагам может оказать планируемая выплата промежуточных дивидендов.

Татнефть

Фундаментальный потенциал для дальнейшего роста стоимости акций Татнефти уже не выглядит столь впечатляющим (всего чуть более 10 %), впрочем, на фоне обновления бумагами своих исторических максимумов (в рублевом эквиваленте) акции еще какое-то время могут чувствовать себя лучше рынка. При этом котировки TATN имеют одну из самых высоких степеней корреляцией с динамикой нефтяных фьючерсов (возможно, вследствие высокого удельного веса сегмента upstream в структуре бизнеса), а значит, в отсутствие предпосылок для обвального падения котировок Brent акции Татнефти будут чувствовать дополнительную поддержку и в случае ухудшения конъюнктуры на фондовых рынках. В ближайшее время наиболее важным корпоративным событием может стать публикация отчетности за 2 кв. 2012 г по US GAAP (ожидается в конце сентября – начале октября).

Акрон

Мы сохраняем позитивное отношение к бумагам Акрона. Фундаментальная ситуация на мировом рынке минеральных удобрений остается весьма благоприятной, что позволяет компании генерировать хорошие денежные потоки. На конец 1-ого полугодия компания накопила солидную сумму наличности (около 60% капитализации), что, учитывая отказ от участия в аукционе по 20% акций Апатита и неудачу в сделке с Azoty Tarnow, позволяет рассчитывать на неплохие дивиденды, возможно, в виде промежуточных выплат. Кроме того, нам импонирует сбалансированная стратегия развития компании, включающая в себя фосфатный и калийный проекты.

Сбербанк

В течение ближайших 1-3 месяцев мы ожидаем проведения вторичного размещения обыкновенных акций Сбербанка на одной из мировых площадок по цене не ниже 100 рублей за акцию. Это событие должно повысить интерес к акциям крупнейшего банка России, ликвидность которых возрастет. С фундаментальной точки зрения Сбербанк выглядит великолепно – ему удастся поддерживать высокие темпы роста кредитного портфеля и впечатляющий уровень чистой процентной маржи, в том числе за счет наращивания присутствия на рынке розничного кредитования. Стоимость Сбербанка (P/BV12 – 1.2, P/BV13 – 1.0) на текущих уровнях выглядит достаточно умеренной; наш

target по этим акциям предполагает 20-процентный потенциал роста.

Е.ON Россия

Мы сохраняем позитивное отношение к бумагам компании. Сильной стороной Е.ON Россия является высокая эффективность производства, что наглядно демонстрируют итоги первого полугодия 2012 г. Даже несмотря на плохие условия работы в этот период, компания увеличили EBITDA на 34%. На конец июля чистый долг снизился с -23 до -30 млрд. руб. ЭОН Россия завершает реализацию инвестиционной программы, что позволит ей начать делиться прибылью с акционерами. Компания может применять практику материнской компании направлять на выплаты акционерам около 40-70% прибыли (25% в 2011 г). Таким образом, инвестиции в акции Э.ОН Россия – это ставка на рост российской энергетики в целом и увеличение потоков за счет щедрых дивидендов.

Спекулятивный портфель

Снижение «аппетита к риску», наблюдавшееся на мировых рынках во второй половине августа, наиболее негативно повлияло на самые рискованные отрасли российского рынка – металлургию и электроэнергетику. Именно представители этих отраслей утянули наш спекулятивный портфель вниз. В то же время в полной мере сработала идея, связанная с включением в спекулятивный портфель привилегированных акций Ростелекома – рост этих бумаг на 12 % за месяц позволил в значительной мере компенсировать общие потери портфеля. Мы видим сохранение спекулятивного потенциала в этих бумагах, и рекомендуем держать их в портфеле.

Динамика спекулятивного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	7 авг.	6 сен.	%
Сургутнефтегаз	28.35	28.39	0.1
Ростелеком, преф	79.42	88.96	12.0
Мечел	225.3	195.1	-13.4
ФСК ЕЭС	0.225	0.209	-7.1
Русгидро	0.865	0.833	-3.6
Индекс ММВБ	1 450.7	1 455.1	0.3
Портфель в среднем			-2.4

Мы исключаем из спекулятивного портфеля бумаги Мечела, которые представляются все менее привлекательными в условиях резкого снижения цен на металлургическое сырье.

Мы включаем в портфель акции ММК, который, напротив, выигрывает от падения цен на уголь и ЖРС.

Мы исключаем из спекулятивного портфеля акции РусГидро. Механизм докапитализации РусГидро по-прежнему не ясен. Но общей схемой становится выкуп акций Иркутскэнерго за деньги, что по нашему мнению, менее привлекательно для миноритариев, чем обмен на акции ИнтерРАО. Для завершения обмена предлагаемые сейчас схемы подразумевают доэмиссию на 30-50 млрд. руб., которые добавятся к собственным потребностям компании на инвестиционные цели. Кроме того, высказанная выше идея об усилении интереса Роснефтегаза к генерации только усиливает риски РусГидро.

Мы включаем в спекулятивный портфель акции АФК Система (подробнее, см. ниже).

Сургутнефтегаз

Текущая стоимость Сургутнефтегаза без учета «финансовой подушки» по-прежнему находится на крайне низком уровне (всего чуть более \$ 6 млрд.): при этом EV на баррель добычи оценивается рынком всего в \$ 15 (такого низкого значения данного показателя нет ни у одной относительно крупной публичной нефтяной компании) против \$ 65-85 в среднем для российских компаний. Как следствие, механизм для запуска переоценки рынком бумаг SNGS в сторону кратного повышения, безусловно, существует, и катализатором может стать начало публикации отчетности на понятном для инвесторов языке (стандарты МСФО). Дополнительную поддержку бумагам оказывает достаточно слабый в текущих конъюнктурных условиях курс рубля: практически все финансовые ресурсы Сургутнефтегаза размещены в долларовых инструментах (на конец первого квартала - \$ 31.8 млрд.).

Ростелеком, преф.

Месяц назад мы рекомендовали включить акции Ростелекома в портфель в связи с появлением сообщений о возможном объединении сотовых активов Ростелекома и Tele2. Для подстраховки мы рекомендовали покупать привилегированные акции, в которых, помимо идеи со слиянием есть ещё идея (более долгосрочная), связанная с возможной конвертацией (привилегированных акций в обычные).

За прошедший месяц первая идея не получила развития (возможно, эти слухи были беспочвенны). В то же время имели место спекуляции вокруг темы конвертации, возможно, они получат продолжение. Мы рекомендуем сохранять эту позицию в портфеле. Страховкой для инвесторов в эти акции по-прежнему остается достаточно неплохая дивидендная доходность (более 5 %).

АФК Система

АФК Система продолжает осуществлять выкуп с рынка собственных акций, в результате которого в распоряжении компании могут оказаться около 2.5% собственных GDR. Мы считаем, что buy back продолжит оказывать поддержку акциям АФК Системы, а вероятное последующее погашение выкупленных бумаг будет способствовать "высвобождению" лимита GDR и, как следствие, сокращению дисконта к GDR, с которым торгуются локальные акции (в настоящий момент дисконт составляет 28%). Кроме того, мы также отмечаем, что фундаментальные показатели компаний холдинга остаются на высоком уровне. В частности, отличная отчетность Башнефти за 2 кв. 2012 г по МСФО (свободный денежный поток составил рекордные \$ 726 млн), опубликованная в начале сентября, позволяет надеяться на возвращение практики высоких дивидендных выплат (в 2011 г. этот показатель упал по сравнению с 2010 г примерно в 2 раза), что может оказать позитивное влияние и на денежные потоки самой Системы. Кроме того, снижающийся долг Русснефти (сейчас уже меньше \$ 5 млрд. или примерно 2.5 от прогнозной EBITDA) также увеличивает стоимость компании (Системе принадлежит 49 % акций) и увеличивает вероятность полной консолидации нефтяных активов.

ММК

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. Кроме того, компания является бенефициаром от снижения цен на уголь и ЖРС на мировом рынке, которое, в последние недели приобрело обвальный характер.

ФСК ЕЭС

Смещение интереса Роснефтегаза в сторону генерации теоретически может означать, что электросетевой комплекс будет развиваться по предложенной ранее схеме нового кабинета министров, которая более позитивна для миноритариев сетевых компаний. В данной связи, можно ожидать, что консолидация ФСК и МРСК Холдинга если и произойдет, то на базе ФСК. В сентябре глава сетевой компании объявил о выборе консультантов для объединения. Окончательное решение по способу консолидации ожидается в октябре. Мы рекомендуем, сохранять позиции в акциях ФСК.

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 Полютов
 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.