

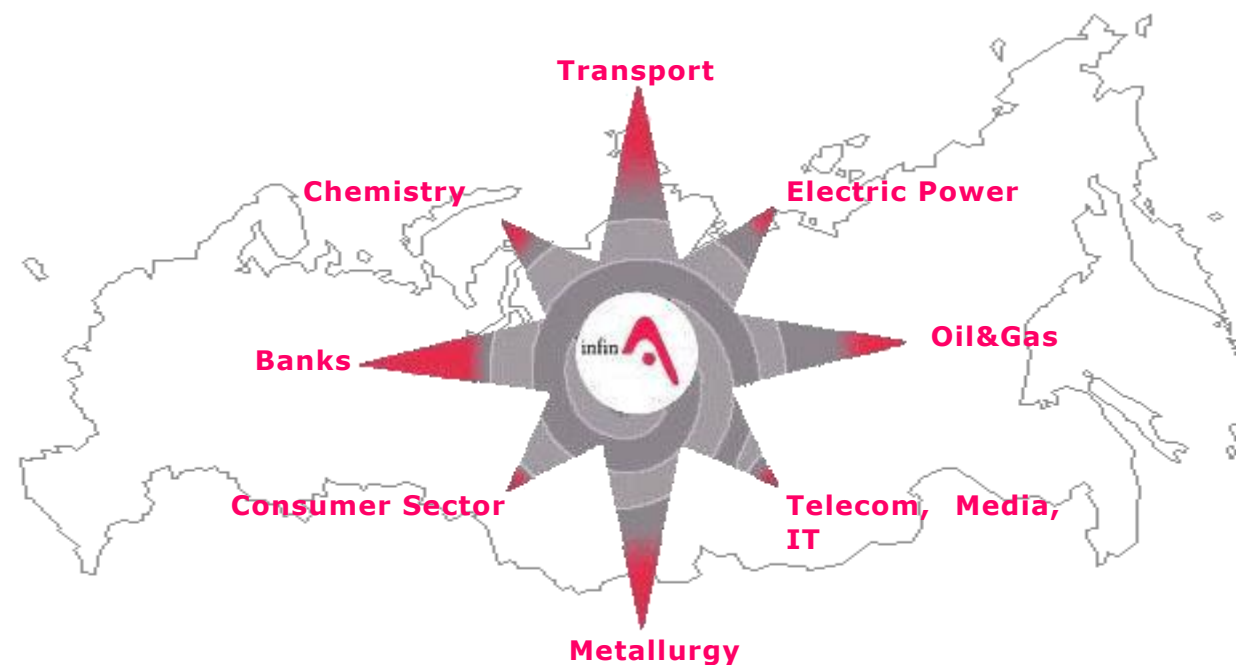
# Инвестиционный Компас

Россия

Август 2012 г.

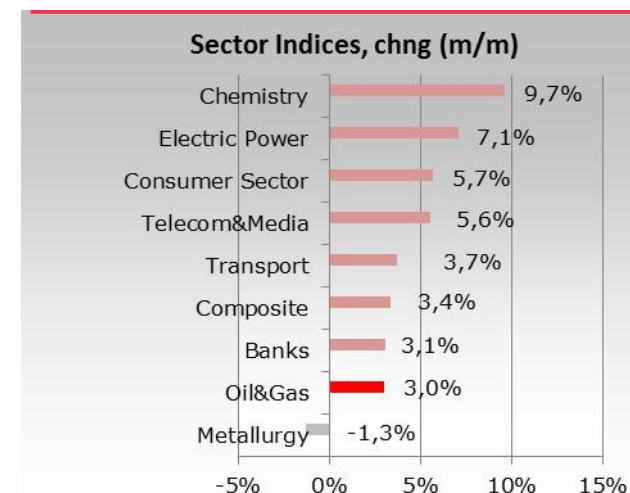
## Содержание

- **Фондовые индексы ФЦ «Инфина»:**  
Итоги июля 2012 г.
- Перспектива рынка
- Макроэкономика
- Нефть и Газ
- Металлургия
- Банки
- Электроэнергетика
- Телекоммуникации, Медиа  
и ИТ
- Потребительский сектор
- Химия и Нефтехимия
- Транспортный сектор



## Фондовые индексы ФЦ «Инфина» Итоги июля 2012 г.

INFINA Index	Weight	Last Value	Fair Value	Risk Value	Chng. 1 M, %	Chng. 2M, %	Chng. 3M, %	Chng. YTD, %
<b>COMPOSITE</b>		91,80	151,09	127,13	3,4	8,1	-13,3	-0,7
<b>Oil&amp;Gas</b>	49,6%	68,02	119,90	98,98	3,0	7,7	-13,7	-3,3
<b>Metallurgy</b>	11,8%	93,67	150,78	140,13	-1,3	0,9	-17,0	-6,0
<b>Banks</b>	11,0%	148,34	226,24	206,98	3,1	10,0	-13,8	7,3
<b>Electric Power</b>	6,4%	87,94	173,97	158,81	7,1	9,0	-22,0	-14,6
<b>Telecom&amp;Media</b>	9,0%	112,91	151,95	114,26	5,6	8,8	-12,1	4,4
<b>Consumer Sector</b>	3,4%	189,17	322,34	217,94	5,7	13,6	-6,7	20,0
<b>Chemistry</b>	4,9%	575,06	764,23	614,23	9,7	22,8	8,2	14,7
<b>Transport</b>	1,5%	177,87	255,25	197,12	3,7	8,4	-6,1	-1,1



### Лидеры

Фаворитами месяца выступили сектор электроэнергетики и производители минудобрений. Драйвером роста акций Акрона стало урегулирование спора с ФосАгро, повышение цен на удобрения для российского АПК и ввод новых производственных мощностей. Переоценка рисков и значительная техническая перепроданность стали причиной восстановления спроса на акции компаний электроэнергетики. Лучший результат показали акции ряда региональных сетевых компаний (Центра и Приволжья, Центра, Волги), а также акции ФСК ЕЭС. В нефтяном секторе лучше рынка вели себя акции Татнефти после повышения рейтинга от S&P.

Акции НЛМК выросли на фоне сообщения о запуске новой доменной печи. Акции АФК Система росли в рамках выполнения программы buy-back. В потребительском секторе лидировали акции М-Видео на фоне значительного роста объема продаж в 1 полугодии. О росте грузооборота в 1 полугодии также сообщил НМТП, акции которого оказались лучшими среди транспортных компаний.

### Аутсайдеры

Главным разочарованием для инвесторов в июле стал металлургический сектор. Акции производителей стали снизиться на фоне негативной динамики мирового производства стали. Акции Евраз упали также из-за сообщения о приобретении 51% акций ГК Тимир, а акции Русала после сообщения о покупке хакасского алюминиевого завода.

Среди компаний нефтегазового сектора худший результат месяца показали акции Роснефти на фоне решения о покупке доли ВР в ТНК-ВР и негативных итогов деятельности компании в 1 полугодии (РСБУ). Дополнительное давление оказал также негативный прогноз по рейтингу Роснефти от агентства S&P. Под давлением по-прежнему остаются акции ОГК-2, что вызвано проходящей реорганизацией бизнеса после объединения с ОГК-6. В секторе интернет-компаний продолжилось падение акции Mail.ru на фоне негативной динамики акций Facebook. Акции МРСК Кавказа также упали сильнее рынка в связи с проведением допэмиссии. В потребительском секторе в роли аутсайдера оказались акции Х5.

## Перспектива рынка

### Факторы роста

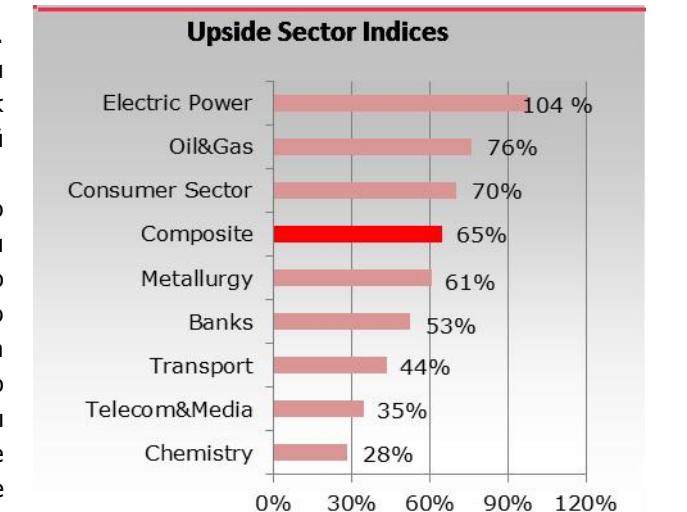
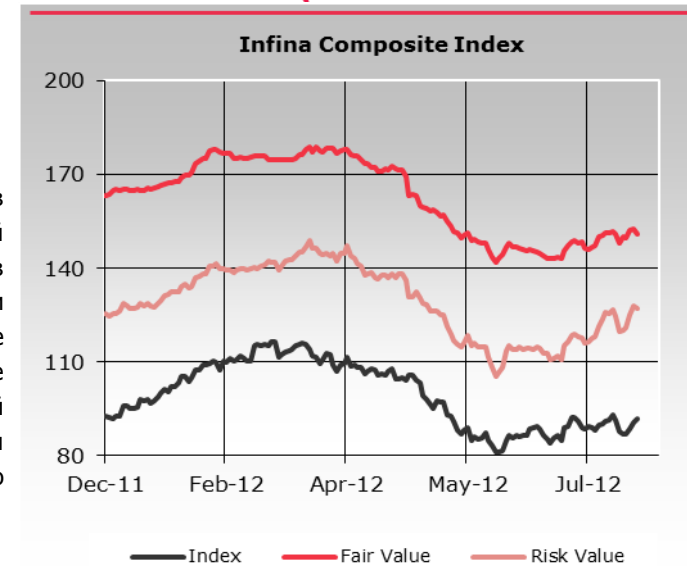
В долгосрочном плане инвестиционная перспектива для вложений в акции российских эмитентов нам представляется в целом благоприятной. В июне 2012 года отмечен значительный рост инвестиций в основной капитал РФ (+16,4% по сравнению с маем 2012 г.). Прирост внешнеторгового оборота РФ в первом полугодии 2012 г. составил 8,3%. Исторически низкая доходность российских еврооблигаций и снижение стоимости страхования кредитного риска РФ на фоне растущего бюджетного профицита – все вместе взятое свидетельствует о позитивной оценке текущего суверенного риска России. Долгожданное вступление в ВТО, как ожидается, позволит в дальнейшем повысить конкурентоспособность российской экономики. Мы также позитивно оцениваем перспективу сырьевых рынков, которые в настоящее время проходят фазу циклического дна, и ожидаем восстановления спроса на сырье, в первую очередь, со стороны экономик стран БРИКС, а также за счет ускорения роста в США во второй половине года.

### Риски

Основные риски по-прежнему имеют внешнее происхождение: европейский долговой кризис, замедление темпов роста в Китае и угроза рецессии в ЕС, обострение геополитической ситуации на Ближнем Востоке. Несмотря на общий позитивный итог отчетов американских компаний за 2 квартал, статистика в США пока не дает ясных сигналов о преодолении негативных тенденций в экономике. Июльское повышение тарифов ожидаемо привело к ускорению темпов потребительской инфляции в РФ. Несмотря на то, что в конце июля показатель недельной инфляции фактически вернулся к своим обычным значениям (~0,2%), инфляционные риски по-прежнему остаются в силе, также как и риск возможного ослабления потребительского спроса. Мы не ждем от августа принципиальных изменений фундаментальной картины мировой экономики.

Текущие рыночные ожидания в основном сфокусированы на идее стимулирования финансового сектора со стороны крупнейших ЦБ. Главным событием месяца могут стать заседания ФРС (1 августа) и ЕЦБ (2 августа). Динамика рынков в августе во многом будет зависеть не только от того, насколько убедительными для инвесторов окажутся заявления ФРС и ЕЦБ, но также от того, насколько долго инвесторы готовы использовать вербальные интервенции как стимул для спекулятивной игры на ожиданиях. В сложившихся условиях на первом плане вновь могут оказаться факторы краткосрочного спекулятивного интереса. Возможный диапазон колебаний индекса Infina Composite в августе мы оцениваем в пределах от -2% до +5% от текущего уровня. Пока мы не видим причин для более глубокого снижения цен по сравнению с минимумами, показанными в третьей декаде июля. В случае роста и при достижении указанного целевого уровня мы рекомендуем позаботиться о защите прибыли, поскольку очень часто августовский рост в итоге оказывался непродолжительным из-за влияния приближающегося завершения финансового года в США. Наши отраслевые приоритеты по-прежнему в пользу акций циклических секторов и банковского сектора. ■

Александр Иванищев, [ivanishev@infina.ru](mailto:ivanishev@infina.ru)





## Макроэкономика

*Промышленное производство в России замедляется, перспективы неопределенны.*

*Рост цен на продовольствие вынудит ЦБ ужесточить денежно-кредитную политику.*

В первом полугодии отечественное промышленное производство увеличилось на 3,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Июньский же выпуск оказался на 1,1% больше, чем годом ранее, но 0,6% меньше чем в мае 2012 г. С исключенной сезонностью он увеличился на 0,1% в апреле, на 1% в мае и замер в июне. Добыча полезных ископаемых за прошедшее полугодие прибавила 0,9%, что почти втрое ниже результата 2011 г., обрабатывающие производства выросли на 4,5% (против 8% годом ранее); лишь производство и распределение электроэнергии газа и воды улучшило прошлогодний результат, расширившись на 1,2%. В дополнение к этому сдержанную динамику демонстрирует грузооборот транспорта, который за 6 месяцев текущего года вырос лишь на 1,7% (+4,5% в 2011 г.) и при этом сократился по сравнению с маем на 5%. Таким образом, российская экономика, по-видимому, в настоящий момент балансирует на грани сползания в стагнационный режим. Ему пока противостоят строительство, торговля и сельское хозяйство. Одна в этих сферах замедляющий эффект может проявиться позже: из-за кредитной паузы конца 2 кв. и ожидаемого ускорения инфляции за счет роста тарифов и вновь резко дорожающего по всему миру продовольствия в связи с неурожаем и засухами.

Определенные кризисные явления и ожидания, вероятно, стали проявляться и накапливаться еще в прошлом году. Так, по данным Российского экономического барометра, время, оставшееся до конца экономического кризиса, оцениваемое руководителями промышленных предприятий, возросло с 4 лет в 1 кв. 2011 г. до 5,7 лет на рубеже 2011-2012 гг. (минимум данного показателя за всю историю наблюдений с 1992 г. был зафиксирован в 1 кв. 2009 г. на уровне 3,7 лет). Иными словами, за прошедший год был нивелирован весь оптимизм относительно скорого восстановления отечественной экономики и преодоления кризисных последствий, накопленный в 2010 г. В дополнение к этому можно отметить, что в балансовом индексе занятости сформировался вполне определенный понижательный тренд, а сам показатель находится в отрицательной области – доля предприятий со снижающейся занятостью превышает долю с растущей. К тому же этот дисбаланс усиливается на фоне завышенных с начала 2 кв. ожиданий относительно роста занятости, для которых на август также окажется скорее негативным месяцем.

В итоге, на наш взгляд, вероятен сценарий, в рамках которого сезонное осеннее оживление вряд ли переломит наметившиеся негативные тенденции в промышленности, выпуск которой продолжит замедляться и по итогам года вырастет на более чем на 2,9% по сравнению с 2011 г. ■

*Алексей Полежаев, polezhaev@infin.ru*



Источник: РЭБ

*Балансовый индекс – разница долей позитивных и негативных ответов на вопрос об изменении показателя – принимает значения от -100 до +100. Интерпретация индекса: положительные значения – ситуация позитивная, отрицательные – негативная; индекс растет – ситуация улучшается, падает – ухудшается.*

## Рост цен на продовольствие вынудит ЦБ ужесточить денежно-кредитную политику

На июльском заседании Банк России, как и ожидалось, оставил без изменения ключевые процентные ставки, отметив, что «с учётом текущих внутренних и внешних макроэкономических тенденций складывающийся уровень ставок денежного рынка рассматривается как приемлемый на ближайшее время». Тем не менее, ЦБ видит риски ускорения годовых темпов потребительской инфляции на фоне повышения регулируемых цен и тарифов, а также ускорения роста цен на продовольственные товары из-за неопределенности относительно перспектив урожая основных сельскохозяйственных культур.

Таким образом, в последнем заявлении регулятора прослеживается намек на возможное ужесточение денежно-кредитной политики после более подробного анализа ситуации на российском и мировом рынке зерна с точки зрения дальнейшего роста инфляционных рисков.

Напомним, что в начале июля Минсельхоз РФ ухудшил прогноз урожая зерновых на 2012 г. до 75-80 млн. тонн по сравнению с 94 млн. тонн в 2011 г. В свою очередь Росгидромет прогнозирует урожайность зерновых и зернобобовых культур в 2012 г. на уровне 77-80 млн. тонн, что на 7-10 млн. тонн меньше, чем в среднем за пять лет, и на 15 млн. тонн меньше, чем в прошлом году. По нашему мнению, проливные дожди и наводнение на Кубани, а также необычайно жаркая погода в Сибири ставят под сомнение даже этот осторожный прогноз. Мы полагаем, что урожай зерна в РФ в этом году составит порядка 70 млн. тонн, при этом экспорт из-за плохих климатических условий будет на уровне 11-12 млн. тонн против 16-18 млн. тонн, заложенных в неблагоприятном сценарии Минсельхоза.

Согласно данным компании «ПроЗерно» цены на зерновые с начала месяца уже начали расти. По состоянию на 20 июля продовольственная пшеница 3-го класса на европейской части РФ подорожала до 7780 руб. за тонну (\$240,3), что на 280 руб. больше, чем неделей ранее. В июне средняя цена на данное зерно составила 6946 руб. за тонну, а в июле 2011 г. – 5323 руб. за тонну.

Рост оптовых цен на зерновые повлечет за собой удорожание продуктов питания, и окажет негативное влияние на отечественное животноводство (главным образом, свиноводство и птицеводство). Мы ожидаем, что уже в ближайшее время ускорится рост цен на мясо, муку, хлебобулочные изделия и макароны.

Тенденция к удорожанию цен на сельскохозяйственную продукцию просматривается и на международных рынках. Засуха в США, прежде всего в районах выращивания кукурузы, привела к тому, что мировые цены на зерно в июле обновили полуторагодовые максимумы, составив 315-339 долл. за тонну. Международный совет по зерну в июле снизил прогноз мирового сбора зерна в 2012 г. на 58 млн. тонн - до 1810 млн. тонн. Напомним, что мировой урожай прошлого года оценивается в 1846 млн. тонн.

Мы полагаем, что для того, чтобы удержать инфляцию на уровне 6%, Банк России уже в 3 квартале будет вынужден приступить к ужесточению денежно-кредитной политики. ■

Вероника Чекина, [chekina@infin.ru](mailto:chekina@infin.ru)

Динамика цен на основные зерновые фьючерсы (Чикаго), раз к январю 2005 г.



Динамика российских цен на основные зерновые культуры, раз к январю 2005 г.



Источники: Росстат, Bloomberg



## Нефть и газ

На фоне восстановления мировых нефтяных цен акции российских нефтяных компаний показали в июле смешанную динамику. Лидировали акции Транснефти, выросшие на сообщении о начале строительства нефтепровода Кукумба-Тайшет. Акции Новатэка подорожали на известии о начале строительства порта для нужд Ямала СПГ. Акции Татнефти выросли после повышения рейтинга компании агентством Moody's.

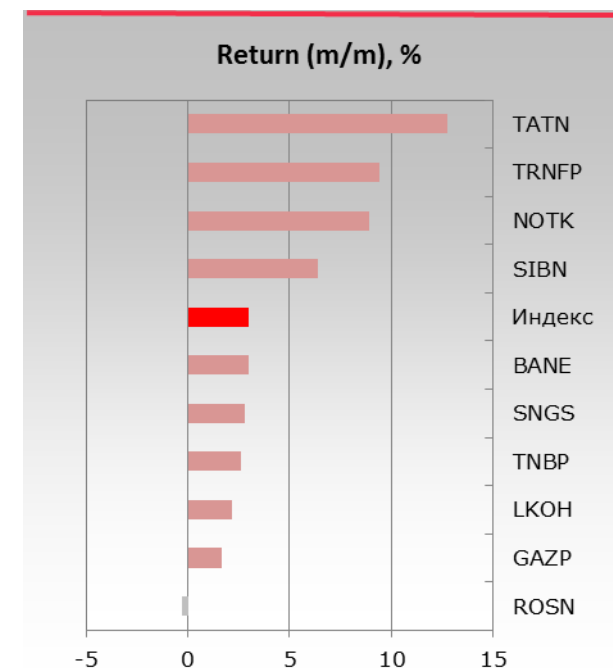
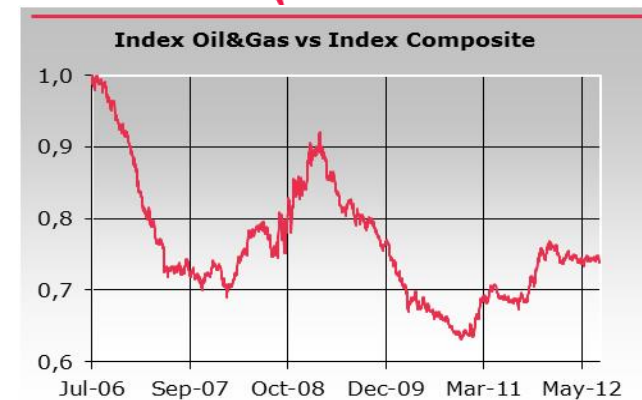
### Конъюнктура

Международное Энергетическое Агентство (IEA) повысило прогноз мирового потребления нефти в 2013 году на 1 млн. барр. При этом спрос на нефть в странах за пределами ОПЕК может превысить спрос на нефть картеля, который согласно прогнозу вырастет в 2013 г. до 30,5 млн. барр.

### Факторы роста

Создание Комиссия по стратегическому развитию топливно-энергетического комплекса и экологической безопасности при президенте РФ (образована в июне 2012 г. указом президента) является важнейшим шагом, способным придать новый импульс развитию российской нефтегазовой отрасли. В последние годы отрасль столкнулась с угрозой снижения объемов добычи углеводородов из-за исчерпания ресурсов разрабатываемых месторождений. Для поддержания устойчивых объемов добычи российские нефтяные компании стоят перед необходимостью значительных капвложений в разведку, обустройство и разработку новых месторождений. Учитывая, что наиболее перспективные месторождения все дальше уходят на север, объемы требуемых вложений исчисляются десятками миллиардами долларов. Без поддержки со стороны государства такие инвестиции не могут позволить даже крупные компании, не говоря уже об остальных. Мы считаем, что создание президентской Комиссии по стратегическому развитию ТЭК призвано наконец-то решить давно назревшие вопросы по развитию частно-государственного партнерства в отечественном ТЭК. Среди наиболее актуальных проблем в текущей повестке перед президентской комиссией стоят доступ частных нефтяных компаний к арктическому шельфу России и налоговая политика властей в отношении нефтяного сектора. Акцент также делается на проблемы добычи и геологоразведки, высокие технологии и современные экологические нормы. В этой связи мы позитивно оцениваем инвестиционную привлекательность нефтяных компаний с долей государственного участия (Роснефть, Газпромнефть) и, конечно, Газпром. В настоящее время на арктическом шельфе имеет право работать только Роснефть. Другим российским компаниям, планирующим реализацию шельфовых проектов, необходимы льготы, в первую очередь по налогу на добычу нефти и экспортным пошлинам.

Мягкое указание президента Путина о целесообразности повышения государственным компаниями дивидендных выплат и быстрая реакция со стороны Роснефти и Газпрома также способствует повышению инвестиционного интереса к акциям компаний с государственным участием.



## Акции

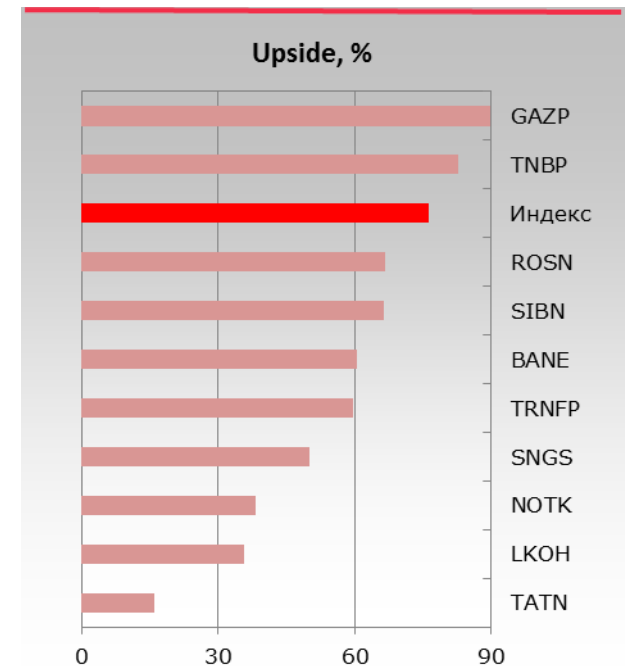
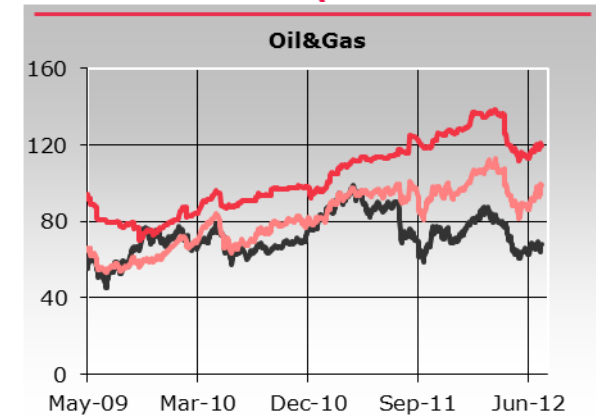
**Газпром:** Крупнейшая российская компания, входящая в Тор-листы мировых рейтингов в настоящее время оценивается рынком на уровне 2,8 (P/E Ratio), что представляется неоправданно низким. Мы оцениваем текущую рыночную ситуацию как благоприятную возможность для открытия длинных позиций на перспективу. В техническом плане мы ожидаем в ближайшей перспективе пробой сопротивления на уровне \$5 с последующим ростом в направлении к долгосрочной скользящей средней (MA200=\$5,5). Поддержку акциям Газпрома продолжит оказывать прошедшая индексация внутренних цен на газ, а также восходящая динамика фьючерсных цен на природный газ, которые в июле достигли максимального годового значения \$3,2 за mmbtu. Справедливая цена акций Газпрома составляет \$8,4-10,4 (RV/FV).

**Роснефть:** Акции Роснефти в июле оказались под давлением из-за снижения агентством S&P прогноза по рейтингу компании, что стало реакцией на решение о покупке Роснефтью доли в ТНК-ВР, принадлежащей британской ВР. Негативной новостью для инвесторов стало также снижение показателя чистой прибыли по РСБУ за 1 полугодие 2012 года на 53% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Тем не менее, мы оставляем целевой ориентир в акциях Роснефти в ближайшей перспективе на уровне \$7,0 и прогнозируем техническую цель роста акций Роснефти на конец года до \$8,0. Наша оценка справедливой стоимости акций Роснефти – \$8,6-10,5 (RV/FV).

**Новатэк:** Компания представила позитивный отчет производственных показателей по итогам деятельности в 1 полугодии 2012 г. Компания увеличила добычу природного газа на 12,3% по сравнению в 1 полугодием 2011 года, до 28,7 млрд. куб. м, а добычу жидких углеводородов - на 3,2% до 2,13 млн. тонн. От годового июньского минимума (\$8,14) цена акций Новатэка восстановилась уже на 34%. Мы полагаем, что в ближайшей перспективе наиболее вероятным сценарием может стать консолидация на достигнутых уровнях в диапазоне \$10,0-12,0 за акцию. В акциях Новатэка может последовать возвратная коррекция из-за фиксации прибыли, но при этом мы не исключаем возможность локального роста вплоть до \$12,8. Наша рекомендация – «держаться». Диапазон справедливой стоимости акций Новатэка по нашей модели равен \$12,5-15,3 (RV/FV).

**ЛУКОЙЛ:** Цена акций Лукойла вплотную приблизилась к принципиальному уровню сопротивления \$57 (MA200), в случае пробоя которого открывается возможность для продолжения роста в направлении к \$60 и далее к повторению годового максимума \$66,2. Наша рекомендация – «покупать». Справедливая стоимость акций по нашей модели равна \$65,5-77,8 (RV/FV).

**ТНК-ВР:** Мы считаем, что негативный эффект, спровоцированный решением ВР свернуть свое участие в проекте ТНК-ВР, уже в основном отыгран рынком. На переговорах с Роснефтью решается главный вопрос о цене пакета. По нашим оценкам, цена сделки окажется выше рынка и может составить от \$2,80 до \$3,0 за акцию. Наша оценка справедливой стоимости акций ТНК-ВР составляет \$3,5-4,3. Рекомендация – «держаться». ■



Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru



## Металлургия

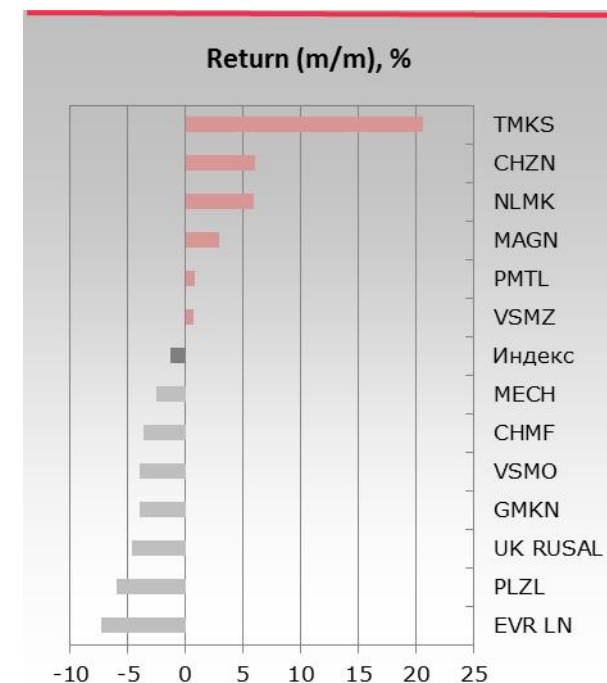
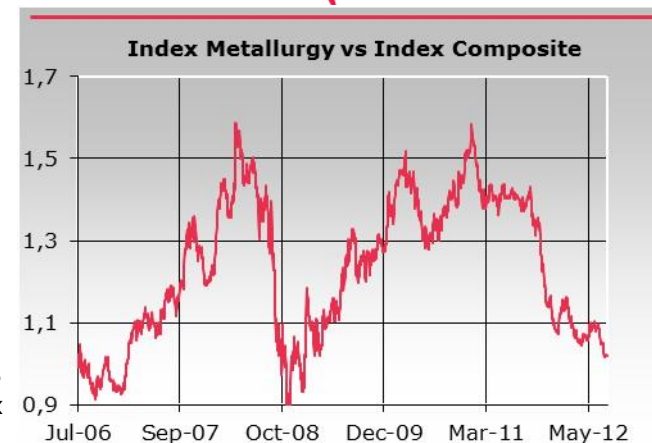
*Металлургия, единственный снизившийся сектор, потеряла в июле 1,3%. Впереди – снижение спроса и рентабельности.*

Прошедший месяц оказался небогат на корпоративные события в металлургическом секторе. Совет директоров Норильского никеля одобрил план погашения 10% пакета своих квазиказначейских акций (17%-й пакет, которым владеет сама компания, образовался в 2010-2011 гг. по итогам серии обратных выкупов), завершение которого ожидается на рубеже 2012-2013 гг. Среди возможных вариантов: выкупа акций у дочерней Norilsk Nickel Investments, ее присоединения или ликвидации, – был выбран последний, в результате чего имущество ликвидируемой компании за минусом ее долгов перейдет к учредителю – Норильскому никелю.

Истекший 30 июня срок эксклюзивного права ММК на покупку австралийской железорудной компании Flinders Mines стал на ряду с продолжающимся судебным разбирательством по иску миноритарного акционера ММК Елены Егоровой поводом для выхода из сделки. В итоге российской компании удалось избежать штрафа порядка \$2,8 млн. за одностороннее расторжение сделки, а также сэкономить около \$550 млн. на покупке и \$1 млрд. на дальнейших инвестициях. Это является позитивным исходом для компании, поскольку позволяет сохранить долговую нагрузку на приемлемом уровне и избежать кредитных санкций.

Российские металлурги, возможно, получают налоговые каникулы по налогу на движимое имущество не только новое, введенное в эксплуатацию с 2013 г., но и на уже используемое с 2006 г. По оценкам министерства экономического развития, ежегодный эффект для отрасли может составить 2-3 млрд. руб.

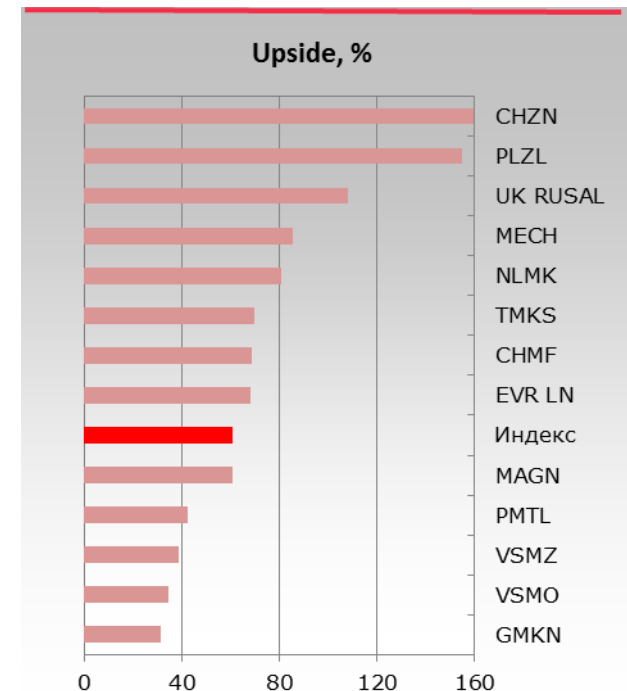
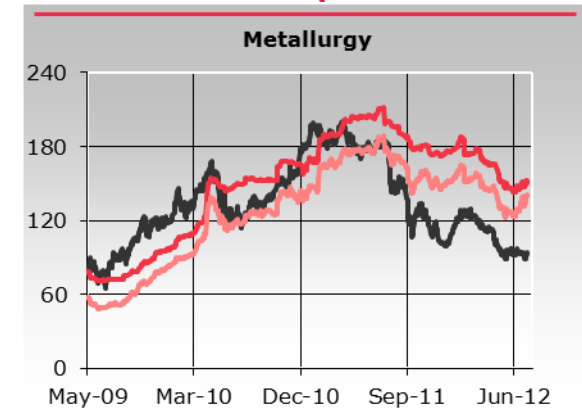
Август – традиционный для металлургической отрасли месяц низкой деловой активности. Отпускной сезон и связанное с этим локальное снижение спроса стимулируют компании проводить плановые ремонты оборудования и профилактические работы. Нынешний же август окрашен дополнительной неопределенностью. Так, снижение деловой активности в Европе, падение британского ВВП, стагнационные процессы в экономике США, замедление Китая – все это на перспективу ближайших 2-3 кварталов будет формировать негативный тренд в спросе на металлопродукцию по всему миру. Особо следует отметить ситуацию, складывающуюся в китайской экономике, где снижение темпов как внутреннего развития, так и экспорта в первом полугодии привело к значительному сокращению прибылей. По сообщениям различных источников, в худшем положении оказались металлургический сектор и его ведущий потребитель – строительство.



Особенность китайских сталепроизводителей состоит в том, что в отличие от своих глобальных или европейских конкурентов (крупнейший мировой производитель стали, ArcelorMittal, в 2011 г. заглушил четыре доменные печи на своих европейских заводах, а в текущем году планирует остановку еще трех европейских домен; Dufergo в конце 1 кв. объявила о планах закрытия слябового производства в Бельгии) они не снижают выпуска и предложения проката в ответ на сужающийся спрос, предпочитая работать даже с отрицательной рентабельностью, наращивая при этом присутствие на мировом рынке и стараясь ликвидировать заполненные склады сырья. Агрессивный китайский экспорт вытесняет менее конкурентоспособных игроков, но, в свою очередь, создает избыток предложения на и без того вялом рынке, что также способствует снижению цен. На LME стальная заготовка – основа для производства сортового проката, например, подешевела за 2 кв. текущего года на 13%, а по сравнению с максимумом 3 кв. 2011 г. (\$600/т) – на 26%. По нашим оценкам, ее средняя цена в 3 кв. может снизиться далее на 16% до \$375/т. На североамериканском рынке горячекатаный лист также потерял в цене во 2 кв. 8% и может еще столько же в 3 кв. 2012 г. или 25% от максимума, достигнутого во 2 кв. 2011 г. В итоге сообразно уменьшатся доходы производителей. Их прибыль может сократиться на меньшую величину, поскольку металлургическое сырье также дешевеет (например, за 2 кв. железная руда в Китае потеряла около 10%), однако это, в свою очередь, негативная новость для компаний, имеющих в своем составе сырьевой дивизион. Так, например, североамериканская угледобывающая компания PBS Coals в составе Северстали, объявила об остановке почти половины своих предприятий и увольнении 225 сотрудников в связи с низким спросом на внутреннем и на внешнем рынках, затовариванием складов, а также по причине роста издержек.

Наметившийся общемировой тренд на снижение рентабельности металлургических производств продолжит уменьшать конкурентоспособность российской отрасли. Некоммерческое партнерство «Русская сталь» в своем докладе отмечает, что «с 2007г. средняя рентабельность по отрасли сократилась с 29% до 12%. Себестоимость продукции с 2001 г. выросла в 5,6 раза, тогда как цены на сталь выросли только в 3,9 раза. В ближайшие годы российская металлургия будет иметь рентабельность на уровне или хуже своих конкурентов».

В краткосрочной перспективе мы рекомендуем воздерживаться от спекулятивных покупок акций российских металлургических компаний, однако сохраняем рекомендацию **«покупать»** для **группы ТМК, Выксунского металлургического завода, Русала и Мечела.** ■



Алексей Полежаев, polezhaev@infin.ru



## Банки

Отраслевой индекс Banks по итогам июня вырос на 3,1%. Главными факторами риска продолжают оставаться внешние факторы, связанные с проблемами еврозоны и общим замедлением мировой экономики. В августе можно ожидать существенного всплеска волатильности в акциях на фоне сжатия ликвидности.

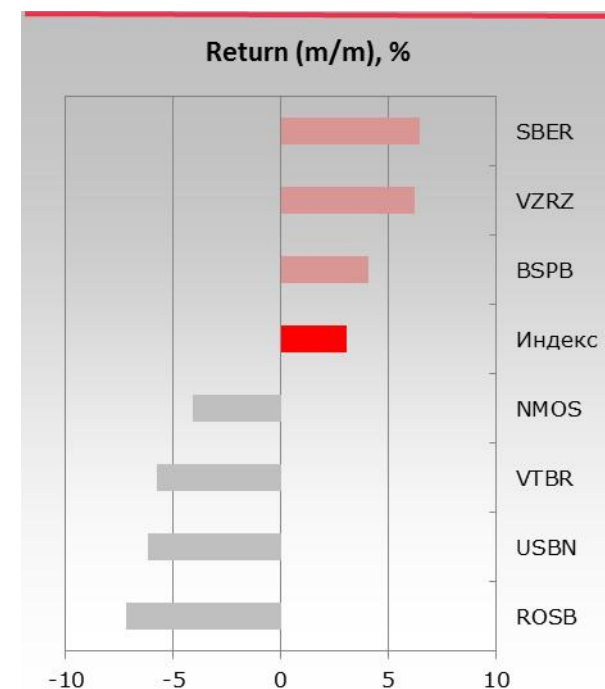
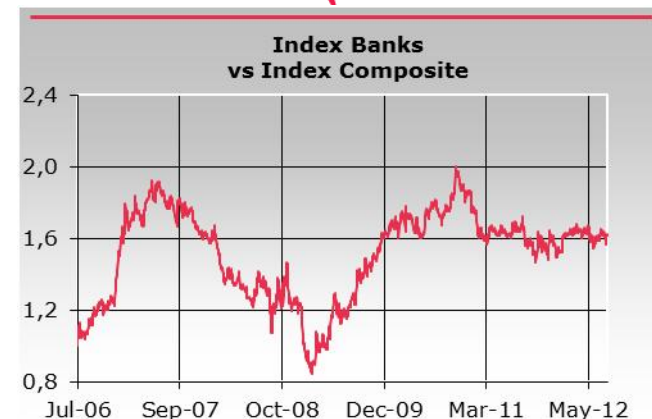
### Ситуация в российском банковском секторе

По итогам 1 полугодия совокупные активы российского банковского сектора увеличились на 6,3%. Основной вклад в рост показателя внесло кредитование. С начала года кредитный портфель прибавил 8,4 %, главным образом, за счет опережающей динамики рынка розничного кредитования. Так, если кредиты корпоративным клиентам за январь-июль выросли на 6,2%, то кредиты физлицам – на 18,4%. Мы полагаем, что данная тенденция сохранится и во второй половине года, в результате чего рынок розничного кредитования может продемонстрировать рост порядка 40-45% год-к-году. Даже в случае ухудшения ситуации в банковском секторе из-за проблем на международных финансовых рынках, эффект отложенного спроса, а также увеличение социальных расходов в предвыборный период, выступят драйверами кредитного бума. Несмотря на то, что кредитование физлиц не является приоритетным для российских банков (его доля в совокупных активах по состоянию на 01.07.2012 составляет 14,85%, доля кредитов нефинансовым организациям - 42,48%), наблюдаемый на протяжении последних полутора лет бурный рост «розницы» на фоне замедления корпоративного кредитования чреват ухудшением качества кредитных портфелей банков.

Ресурсная база банков во 2 квартале расширялась главным образом счет заимствований у Банка России. В июне их объем вырос на 32,7%. Объем средств, привлеченных от юридических лиц, за январь-июнь снизился на 1,8%, приток вкладов физлиц составил 8,1%.

В условиях сжатия ликвидности банки продолжают увеличивать ставки по депозитам: усредненная максимальная ставка по вкладам 10 банков РФ, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, в 3 декаде июля выросла до 10,15%. Данный уровень ставки стал максимальным с января 2012 г., а минимальное значение – 6,1% - было зафиксировано в марте. За первое полугодие 2012 г. российскими кредитными организациями получена прибыль в размере 507,0 млрд. руб., что на 14,1% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

В целом, ситуация в банковском секторе стабильна. Однако следует отметить, что рост активов на фоне более слабого роста капитала (с начала года капитал совокупный капитал российских банков увеличился на 4,3%) привел к тому, что среднее значение норматива достаточности капитала по банковской системе в целом по состоянию на 1 июля 2012 г. опустилось до уровня 13,8%.



Причем, уровень достаточности собственного капитала крупных банков (900 млн.руб. и более) составил лишь 13,5%. В случае реализации негативного сценария развития мировой экономики российским банкам вновь может потребоваться существенные денежные вливания со стороны акционеров и государства.

Среди системообразующих банков наиболее остро вопрос докапитализации стоит для ВТБ, норматив достаточности капитала (Н1) которого по состоянию на 1 июля составлял 11,89% при минимально допустимых 10%. Ситуация с капитализацией у Сбербанка выглядит лучше - 14,44% по состоянию на 1 июля, однако учитывая его активный рост, а также недавние зарубежные приобретения, достаточность капитала Сбербанка также находится под угрозой. Напомним, что еще в начале года уровень Н1 банка оставял 18,2%.

В этой связи на повестку дня вновь выносится вопрос об увеличении капитализации Сбербанка и ВТБ путем снижения госдоли за счет ее продажи на открытом рынке или проведения допэмиссии. Окончательного решения о том, когда и каким образом будет проведена приватизация, еще не выработано, что оказывает дополнительное давление на котировки акций крупнейших российских банков.

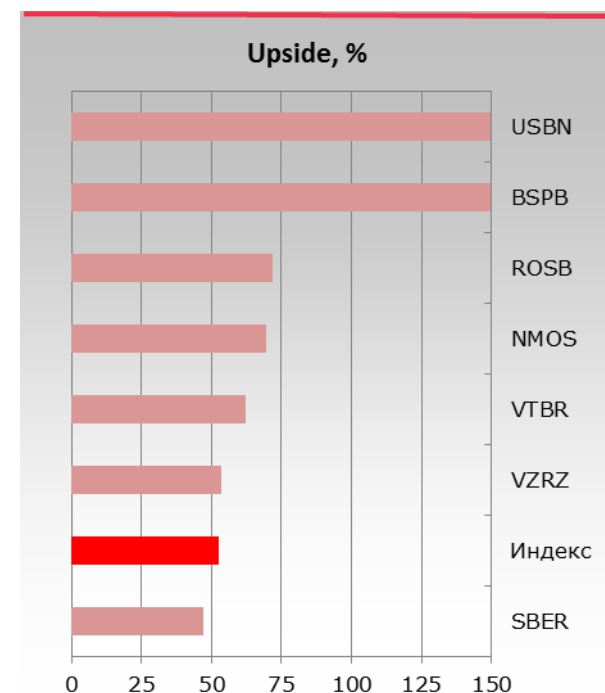
#### Инвестиционные идеи

В августе котировки акций российского банковского сектора по-прежнему будут отталкиваться не от фундаментальных показателей эмитентов, а следовать в фарватере движения зарубежных фондовых площадок. Учитывая, что на западе август традиционно является месяцем корпоративных "каникул", можно ожидать существенного всплеска волатильности в акциях на фоне сжатия ликвидности.

Нашим фаворитом в акциях банковского сектора остается **Сбербанк**. Мы полагаем, что если в августе новостной фон будет оставаться нейтральным, обыкновенные акции банка смогут протестировать отметку 96,8-97,0 руб./акция.

Кроме того, мы рекомендуем обратить внимание на GDR **Номос-Банка**. В июле появилась информация о возможном слиянии «Номос-банка» и банка «Открытие». В России частным банкам традиционно сложно конкурировать с государственными и квазигосударственными банками. В этих условиях консолидация представляется логичным шагом, следствием которого с большой долей вероятности станет повышение рейтингов международными агентствами, что поможет объединенному банку более активно выходить на рынки заимствований. Для миноритарных акционеров Номос-банка в среднесрочной перспективе основными рисками может стать появление на рынке избыточного предложения акций, в случае, если для консолидации «Открытия» Номос-банк проведет допэмиссию. ■

Вероника Чекина, [chekina@infin.ru](mailto:chekina@infin.ru)





## Электроэнергетика

Индекс акций электроэнергетики в июле вырвался в число лидеров российского рынка акций за счет восстановления цен на акции ФСК ЕЭС и ряда региональных сетевых компаний (Центра и Приволжья, Центра, Волги).

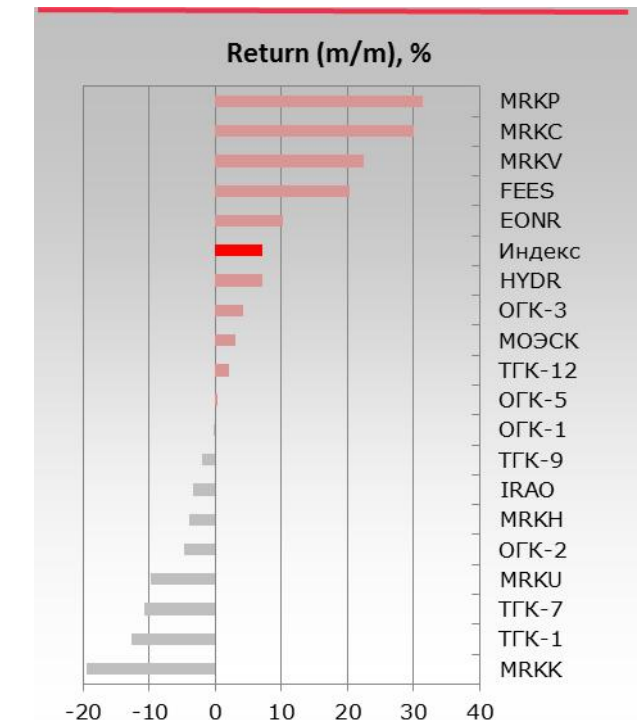
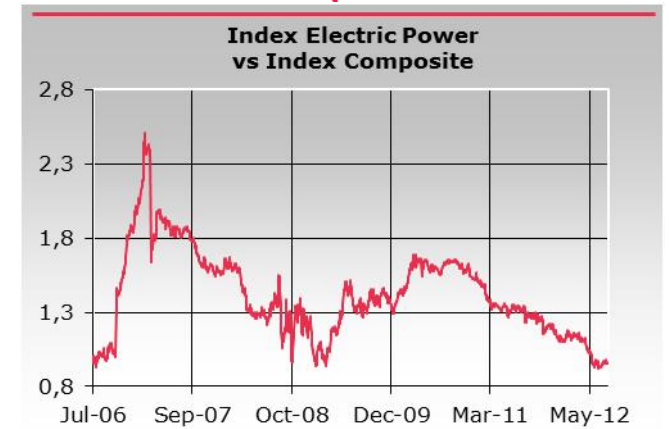
По нашим оценкам, данная тенденция опережающего роста электроэнергетического сектора может получить продолжение и в августе.

### Отрасль

Инвестиционная программа электроэнергетической отрасли остается по-прежнему одной из наиболее амбициозных в российской экономике по объемам капитальных вложений. Минэнерго подтвердило объемы финансирования программы модернизации электроэнергетики России на период до 2020 г. в размере 8 226 млрд. руб., из которых на генерирующие мощности будет направлено 4 950 млрд. руб., на электрические сети - 3 276 млрд. руб. Инвестпрограмма Холдинга МРСК на 2012 - 2017 г.г. запланирована в объеме 825 млрд. руб., в т. ч. на 2012 г. приходится 124 млрд. руб. Средства будут направлены на ввод в эксплуатацию 11,02 тыс. МВА трансформаторной мощности и 16,7 тыс. км линий электропередачи. В 2013-2017 г.г. планируется ввести в эксплуатацию более 76 тыс. км. линий электропередачи и свыше 54 тыс. МВА трансформаторной мощности.

Российская энергетика стоит на пороге важных структурных преобразований. На базе государственного Роснефтегаза планируется создание многопрофильного холдинга. В частности, Роснефтегаз в итоге может получить пакет в РусГидро (более 70%), выкупив в т. ч. допэмиссию за 85 млрд. руб. Кроме того под управление компании могут перейти объединенные активы ФСК ЕЭС с холдингом МРСК, а также блокирующий пакет в Интер РАО ЕЭС. Предполагается, что Роснефтегаз может также получить в управление Транснефть и Зарубежнефть. Программа реорганизации может продлиться до 2013-2015 гг. Предполагается, что участие Роснефтегаза в капиталах компаний ТЭК обеспечит им поддержку за счет имеющегося у Роснефтегаза финансового и административного ресурса. Таким образом, в целом ряде бумаг энергетического сектора появились стимулы для долгосрочного роста.

Первый этап докапитализации РусГидро с участием Роснефтегаза может завершиться в первом-втором кварталах 2013 г. Полученные денежные средства компания сможет направить на выкуп у ИнтерРАО 40%-пакета акций Иркутскэнерго.



**ФСК ЕЭС:** Акции сохраняют шансы на продолжение технического отскока в направлении к целевым уровням 0,262 и 0,289 руб. за акцию с поддержкой на уровне среднесрочной скользящей средней 0,21 руб. (MA60). **Рекомендация – «держать».** ФСК ЕЭС и Холдинг МРСК подписали договор, согласно которому ФСК получила полномочия единого исполнительного органа Холдинга. Однако пока остается неопределенной схема объединения. Тем не менее, это решение способствовало стабилизации цен акций МРСК Холдинга в диапазоне 1,61-1,88 руб. В случае пробоя уровня сопротивления 1,79 руб. возможно продолжения технического отскока цены акций **МРСК Холдинга** в направлении к цели 2,0 руб. **Рекомендация – «спекулятивная покупка».**

Несмотря на внушительный рост в акциях ряда региональных сетевых компаний (Центра и Приволжья, Центра, Волги), мы рекомендуем пока воздержаться здесь от активных действий, учитывая возросшие риски технической фиксации прибыли после прошедшего роста.

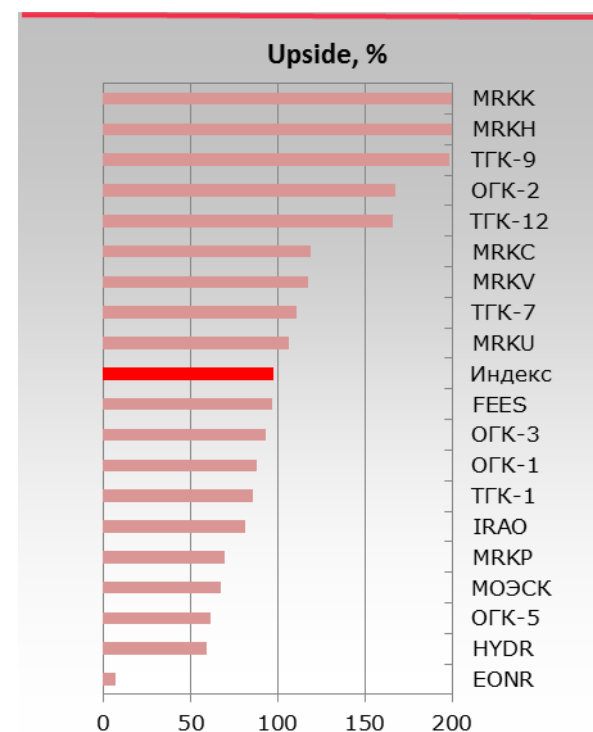
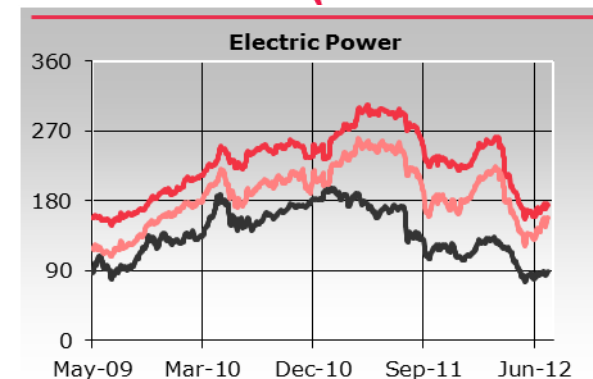
**ИнтерРАО ЕЭС:** Неопределенность в отношении параметров присоединения генерирующих активов (Башкирэнерго, ОГК-1, ОГК-3 и др.) к ИнтерРАО снята. Компания проведет допэмиссию (7,95 трлн. бумаг) с целью их конвертации в акции «генераторов». В акциях ИнтерРАО существует высокая вероятность завершения периода ценовой консолидации и выхода из двухмесячного диапазона 0,025-0,286 руб. вверх в направлении к принципиальному уровню сопротивления 0,0311 руб. (MA200). Наша фундаментальная оценка справедливой стоимости остается прежней и составляет 0,048-0,049 руб. (RV/FV). Мы по-прежнему считаем акции ИнтерРАО одной из наиболее перспективных бумаг в отрасли.

**РусГидро:** Вхождение государственного Ростнефтегаза в уставной капитал РусГидро и планируемая допэмиссия акций РусГидро несет для миноритарных акционеров риск из-за размывания их доли в уставном капитале и неопределенности в отношении цены размещения планируемой допэмиссии. Поэтому ранее мы рекомендовали воздержаться от активных действий в акциях РусГидро. Справедливая стоимость акций РусГидро по нашей финансовой модели составляет 1,30-1,35 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «держать».**

**Э.ОН Россия:** Компания в 1 полугодии 2012 г. увеличила производство электроэнергии на 7% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. Объем продаж электроэнергии Э.ОН Россия на оптовом рынке в 1 полугодии также вырос на 7% больше. Прирост производственных показателей компании обусловлен работой новых, высокоэффективных мощностей, введенных в эксплуатацию в 2010 - 2011 г.г. Наиболее вероятным сценарием на ближайшую перспективу нам представляется продолжение консолидации цены акций в диапазоне 2,46-2,70 руб. При этом не исключен вариант локального роста цены к отметке 2,90 руб. Наша оценка справедливой стоимости акций ЭОН.Россия составляет 2,75/2,80 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «покупать».**

**ОГК-5:** Компания является признанным лидером отрасли в плане прозрачности ведения бизнеса и демонстрирует устойчивый рост финансовых показателей. Мы оцениваем текущий ценовой уровень (1,67 руб.) как благоприятную возможность для восстановления длинных позиций по данной бумаге. В случае преодоления сопротивления (1,71 руб.) следующей технической целью роста может стать зона 1,93-2,05 руб. Наша оценка справедливой стоимости акций ОГК-5 составляет 2,70 руб. ■

*Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru*



## Телекоммуникации, Медиа и ИТ



Бумаги нашего индекса Telecom, Media & IT торговались в июле разнонаправленно, однако индекс по итогам месяца подрос на 5,6%. Бумаги МТС, Армады, Yandex Group и АФК Системы толкали индекс вверх. В плюсе завершили месяц и расписки VimpelCom (+4,9%). Аутсайдером по итогам июля стала Mail.Ru Group (-12%), расписки которой снижаются вслед за падением котировок Facebook и Zynga. Неутешительный результат продемонстрировала и СТС-Медиа (-6,5%).

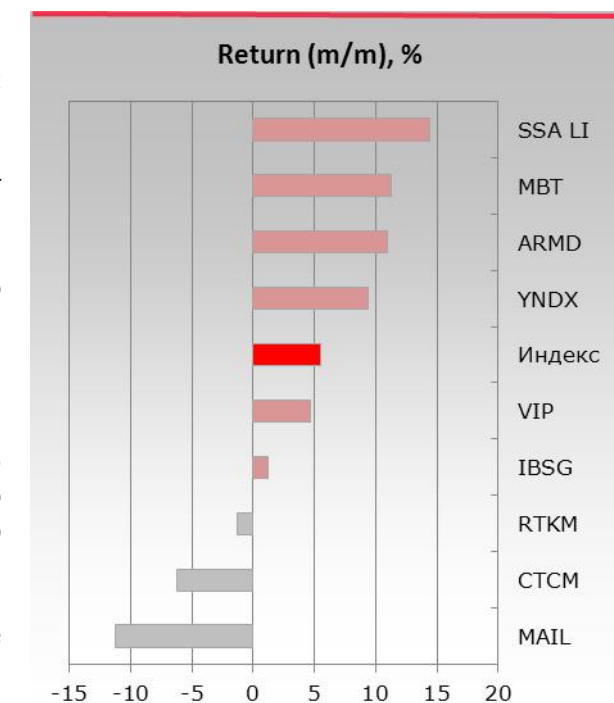
### Ситуация в отрасли

В июле были проведены конкурсы на распределение частотного спектра между игроками телекоммуникационного рынка. Совершенно ожидаемо комплект федеральных частот 4G получили МегаФон, Вымпелком, МТС и Ростелеком. До этого единственным оператором, который получил федеральный комплект частот LTE, был Скартел (бренд Yota). Тем не менее, итоги проведенных конкурсов спровоцировали ряд вопросов.

Во-первых, у операторов разные оценки того, в какую сумму обойдется строительство федеральной сети LTE. Называются цифры от \$3 млрд. до \$4-5 млрд., при условии что сеть будет строиться с нуля в крупном городе. Пока точно известно только то, что победители гарантировали, что смогут ежегодно в течение семи лет (начиная с 1 июля 2013 г.) инвестировать в строительство сети LTE не менее 15 млрд. руб., и к 2019 г. операторы должны будут обеспечить техническую возможность оказания услуг связи на базе собственной сети LTE и последующих модификаций во всех населенных пунктах с населением от 50 тысяч человек. Кроме того, операторам придется за свой счет проводить работы по конверсии радиочастотного спектра в связи с тем, что часть выделенных частот может быть занята военными и специальными средствами связи.

Во-вторых, пока не понятно, как будут распределяться затраты на конверсию. По требованию ГКРЧ победители конкурса должны создать консорциум, который займется расчисткой спектра, но как будут распределяться обязанности операторов в рамках консорциума, также не ясно. Известно лишь, что сами лоты отличаются друг от друга по степени «засоренности». Наиболее «проблемные» лоты, несомненно, потребуют больше вложений и времени для развертывания сети.

В-третьих, проведенный конкурс лишней раз доказал, что перекосы в сложившейся системе распределения частотного спектра практически гарантируют победу крупнейшим операторам связи. В связи с этим Минкомсвязи планирует подготовить соответствующие изменения в нормативно-правовую базу в части организации распределения частотного ресурса, однако, как заметил



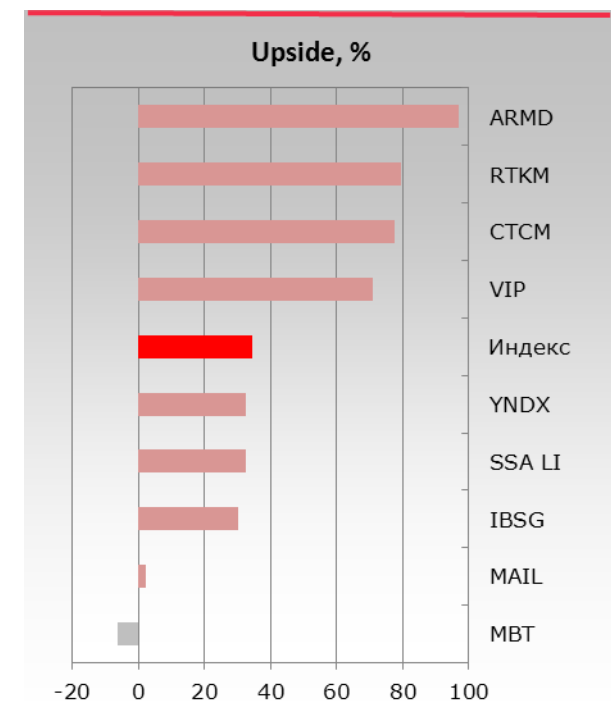
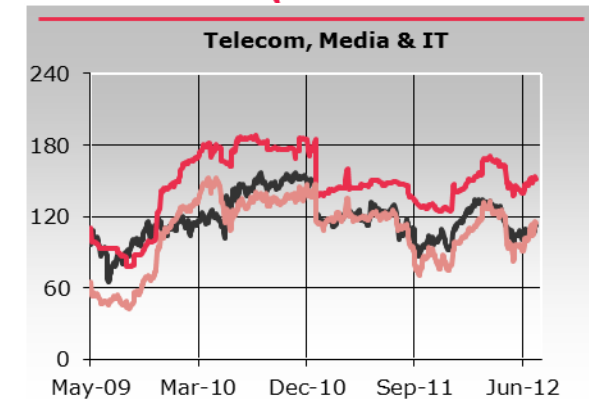
замглавы Минкомсвязи Д. Свердлов, «к счастью или сожалению, обратной силы новые нормы иметь не будут».

**VimpelCom Ltd.:** Прошедший месяц оказался спокойный для бумаг компании, которые остаются, на наш взгляд, недооцененными по мультипликаторам в сравнении с конкурентами. Несмотря на сохраняющиеся риски, неразрешенные корпоративные конфликты и неблагоприятную динамику валютных курсов, мы рассчитываем на продолжение позитивных трендов в основных для компании сегментах прибыли и сохраняем рекомендацию **«держать» для инвестиционных целей и «покупать» на локальных минимумах – для спекулятивных целей.** Справедливая стоимость расписок компании согласно нашей модели составляет \$8,90-14,77 за бумагу.

**МТС:** В июле власти Узбекистана продлили еще на три месяца приостановление действия лицензии дочерней компании МТС – ИП ООО «Уздунробит», что в случае негативного развития ситуации грозит МТС потерей бизнеса в Узбекистане. Как мы уже писали, «дочка» МТС не только лишилась возможности оказывать услуги населению Узбекистана (9,5 млн. абонентов, около 9% от общей базы МТС), но и возможности осуществлять какую-либо другую деятельность, в том числе по проектированию, строительству и эксплуатации своих сетей связи. Руководство МТС по-прежнему считает факт приостановки лицензии необоснованным и направило официальное обращение в адрес президента Узбекистана И. Каримова с целью прояснения и урегулирования ситуации вокруг дочерней компании. В настоящее время ООО «Уздунробит» начало выплачивать денежные средства абонентам, пожелавшим расторгнуть контракты на обслуживание. Таким образом, компания не только теряет выручку (предварительную оценку упущенной выгоды см. в нашем предыдущем компасе), но и наращивает издержки в связи с сохраняющимися операционными и административными расходами.

Однако позитивной для МТС новостью стало сообщение о том, что уже в октябре компания сможет возобновить свою деятельность в Туркменистане, конфликт с властями которого развивался по схожему с узбекским сценарию. Напомним, что в конце 2010 г. туркменские власти не стали продлевать действие лицензий туркменской «дочки» МТС – ВСТІ, занимавшей 83% местного рынка и обслуживающей 2,4 млн. абонентов. В начале 2011 г. были расторгнуты договоры по аренде площадок под базовые станции, антенно-мачтовые сооружения и цифровые порты. МТС оценили свой общий ущерб от прекращения операций в Туркмении от \$594 млн. до \$1,3 млрд. Вполне вероятно, что и с узбекскими властями со временем МТС придут к консенсусу, «уступив» им часть своей прибыли.

Несмотря на озвученные «недоразумения» расписки МТС прибавили с начала 2012 г. около 30%, лидируя в списке наиболее торгуемых российских бумаг на американских фондовых площадках, по оценке агентства Bloomberg. Мы сохраняем рекомендацию **(«держать»)** и диапазон справедливой стоимости расписок МТС прежними (\$14,52-18,10).



**Ростелеком:** В июле компания наконец-то предоставила финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г. Консолидированная выручка Ростелекома достигла 84,4 млрд. руб., на 17% превзойдя показатель 2011 г. Показатель OIBDA вырос на 29% до 34,8 млрд. руб., рентабельность OIBDA составила 41,2% против 37,1% в 1 кв. 2011 г. Чистая прибыль в отчетном периоде выросла на 38% по сравнению с 1 кв. 2011 г. и составила 14,6 млрд. руб. CAPEX составил 20,4 млрд. руб., или 24,1% от общей выручки за отчетный период. Чистый долг компании на 31 марта 2012 г. был на уровне 179,5 млрд. руб.; соотношение чистый долг/OIBDA приблизилось к 1.4х.

По итогам опубликованной отчетности мы подтверждаем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций компании на уровне \$5,75-6,41, сохраняя рекомендацию **«покупать»**.

**СТС-Медиа:** Редко балующая инвесторов новостями СТС-Медиа сообщила в июле, что готовит «серьезную перезагрузку» канала с целью привлечения более интересной с коммерческой точки зрения аудитории (14-44 года) и соответственно рекламодателей. Компания также сообщила, что инвестиции в контент «увеличились в разы» по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что не может не настораживать, так как за 2011 г. и за 1 кв. 2012 г. компания не порадовала своей финансовой отчетностью. В связи с этим мы пока осторожно оцениваем дальнейшие перспективы развития компании, сохраняя рекомендацию **«держаться»** расписки СТС-Медиа.

**IBS Group:** Группа, отчитывающаяся раз в год, предоставила финансовую отчетность по US GAAP за финансовый год, завершившийся 31 марта 2012 г. Консолидированная EBITDA группы выросла на 55% до \$80 млн. г/г, рентабельность по этому показателю повысилась до 9,8% с 7,8%. В минувшем фингоду наибольший темп прироста показал Luxoft (+37% до \$271 млн.) благодаря росту клиентской базы, а большую долю выручки генерировал ориентированный на Россию сегмент IT-услуг (+22% до \$477 млн.). Чистая прибыль холдинга в отчетном периоде увеличилась до \$40,9 млн. с \$25,8 млн. При этом президент IBS Group А. Карачинский, комментируя финансовые показатели компании, сообщил, что ожидает в этом финансовом году замедления темпов роста выручки до 9-15%, и подтвердил ориентацию компании на российский рынок, который, по его мнению, «по-прежнему имеет большую емкость, по сравнению с развитыми странами».

Драйвером роста расписок IBS Group в текущем фингоду, на наш взгляд, может стать прогнозируемое размещение на одной из американских площадок акций разработчика программного обеспечения и дочки IBS - Luxoft.

С учетом того, что группа предоставляет финотчетность раз в год, затрудняя оценку своих бумаг, мы сохраняем рекомендацию **«покупать»** и устанавливаем диапазон справедливой стоимости расписок IBS Group на уровне \$26,60-31,88 за бумагу.

**Mail.Ru Group:** В июле бумаги компании продемонстрировали сильное снижение – только в день публикации финансовой отчетности Zynga группа потеряла более 5% своей капитализации. Произошедшее снижение, во-первых, связано с тем, что 25% выручки Mail.Ru в 2011 г. пришлось

на сегмент многопользовательских онлайн-игр. А судя по отчетности Zynga, для которой данный сегмент также является основным, он демонстрирует ощутимое замедление роста. Хотя источник, близкий к Mail.ru, сообщил СМИ, что игровое направление группы в 1 полугодии 2012 г. «демонстрирует рост и не скажется негативно на отчетности», многомиллионные убытки Zynga не могут не вызывать беспокойства. Во-вторых, Mail.Ru принадлежит 1,16% акций Zynga, что также оказывает негативное давление на расписки группы. Более того, почти 40% снижение после IPO стоимости акций Facebook, в которой Mail.Ru также имеет миноритарную долю, стало еще одним фактором, продавившим расписки группы. В силу произошедшего снижения рыночная цена расписок компании приблизилась к нашей оценке справедливой стоимости ее бумаг. Мы подтверждаем рекомендацию **«держать»** и диапазон стоимости расписок группы на уровне \$25,78-31,04 за GDR.

**Yandex Group:** Компания опубликовала финансовую отчетность за 2 кв. 2012 г. по US GAAP. Консолидированная выручка в отчетном периоде выросла на 50% до 6,8 млрд. руб. по сравнению со 2 кв. 2011 г. Операционная прибыль составила 2,2 млрд. руб., показав прирост на 63% г/г. Скорректированный показатель EBITDA составил 3,1 млрд. руб., увеличившись на 60% г/г. Чистая прибыль группы во 2 кв. 2012 г. составила 2 млрд. руб., что на 76% больше, чем во 2 кв. 2011 г. Хорошие финансовые результаты компании ее генеральный директор А. Волож объяснил лидерством на российском рынке поиска (доля группы в российском поисковом сегменте во 2 кв. 2012 г. составила 60,4%, по данным LifeInternet; количество запросов поиску Яндекса за 2 кв. 2012 г. увеличилось на 30% г/г) и динамичным ростом продаж контекстной рекламы. А. Волож полагает, что «ряд важных мобильных, геоинформационных и облачных сервисов», которые компания запустила во 2 кв. 2012 г., будет способствовать дальнейшему росту выручки и повышению рентабельности.

Однако некоторую обеспокоенность вызвало одобрение в июле Государственной думой РФ внесения изменений в ФЗ «О защите детей от информации, причиняющей вред их здоровью и развитию» и отдельные законодательные акты РФ по вопросу ограничения доступа к противоправной информации в сети Интернет. Данные поправки предполагают фильтрацию Интернет-ресурсов, что, по мнению представителей Yandex, «снизит скорость работы всего Интернета и приведет к закрытию многих добропорядочных сайтов». Было выдвинуто предположение, что слишком широкий перечень ресурсов, может быть заблокирован с помощью «ряда субъективно-оценочных категорий», а «критерии формирования реестра запрещенных ресурсов могут быть расширены и на иные материалы», что негативно может сказаться на операционной деятельности российских Интернет-компаний.

С учетом сложившейся в июле ситуации и хорошей отчетности Yandex Group мы не исключаем, что институциональные инвесторы проявят больше интереса к бумагам Yandex Group в ущерб бумагам Mail.Ru Group. Мы подтверждаем рекомендацию **«покупать»** расписки Yandex Group, устанавливая справедливую стоимость бумаг группы на уровне \$21,16-25,16 за ADR. ■

---

*Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru*



## Потребительский сектор

Отраслевой индекс акций потребительского сектора в июле вырос на 5,7%, показав средний результат. Лидерами роста стали акции М.Видео (+20,2%) и О'кей (+15,6%), Верофарма (+11,8%). В аутсайдерах по итогам месяца оказались бумаги X5 Retail Group (-14.1%) на фоне негативных корпоративных новостей.

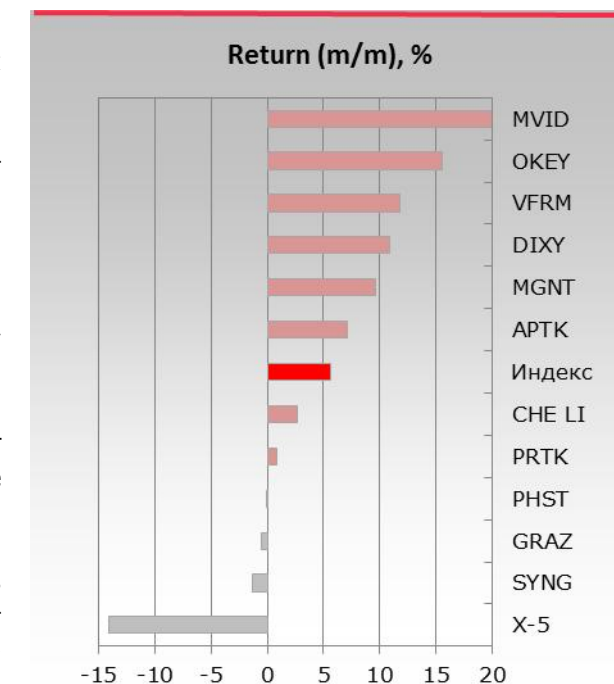
По данным ведущего мирового агентства в области маркетинга Nielsen, индекс глобального потребительского доверия упал на 3 п. до 91 п. во 2 кв. 2012 г. Доверие потребителей потеряло позитивную динамику на фоне обострения проблем в еврозоне и замедления экономик Китая и США. Во 2 кв. 2012 г. индекс потребительского доверия в России вырос на 3 п. по сравнению с 1-м кварталом 2012 и на 5 п. по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Россияне настроены более оптимистично, чем европейское население. Количество респондентов позитивно оценивающих свое финансовое положение выросло до 43%. Восходящая динамика индекса потребительского доверия и более уверенный настрой потребителей на будущее являются сильными драйверами роста для российского потребительского сектора. В случае разрешения ситуации в еврозоне можно будет увидеть внушительное ралли в бумагах отрасли.

### Ритейл

**Магнит:** Магнит опубликовал операционные результаты по итогам 1 полугодия 2012 г. Выручка выросла на 32,5% до 207,5 млрд. руб., чистая прибыль за тот же период выросла на 158% до 10,4 млрд. руб. Компания на новостях о росте чистой прибыли более чем в 2 раза вошла в пятерку мировых ритейлеров по стоимости. Впечатляющие результаты деятельности связаны с увеличением торговых площадей на 31% и ростом LFL-продаж на 3,5%. В отчетном периоде торговая сеть открыла 413 магазинов, общее число точек составило 5722. Капитальные затраты сети в текущем году могут также возрасти - с планируемых 1,4 миллиарда долларов до 1,8-2 миллиардов. Опубликованные данные дают основание полагать, что финансовые результаты также будут очень сильными.

Магнит рассчитывает на бурный рост доли гипермаркетов в продажах продуктов питания, опираясь на опыт зарубежных рынков. По словам А. Барсукова, директора по продажам в гипермаркетах Магнита, доля магазинов крупного формата в продажах продуктов питания может вырасти до 35-40% с нынешних 10% в течение десяти лет. Рекомендация «**покупать**», RV/FV \$125-\$156,9.

**X5:** В преддверии публикации операционных результатов за 2 кв. 2012 г. Андрей Гусев, бывший глава X5, покинул свой пост. Внезапный уход ключевой фигуры из компании сигнализирует о внутренних противоречиях среди топ-менеджмента, скорее всего, камнем преткновения послужили будущие планы развития и расширения сети. Своим уходом А. Гусев серьезно спутал процесс по приобретению сибирской сети Холидей Классик. Напомним, что срок приобретения истек 1 июля,



а новые документы подписаны не были. Представители Холидей Классик в своих комментариях поставили под сомнение вероятность заключения сделки. Договором была предусмотрена продажа 51% акций сети, а до 2014 г. Х5 хотела увеличить долю до 100%. Общая сумма сделки оценивалась в \$550 млн.

На пост нового главы компании претендует Стефан Дюшарм, временно исполняющий обязанности директора. Скорее всего, С. Дюшарм станет главным исполнительным директором торговой сети на постоянной основе, так как он на хорошем счету у основного акционера Альфа-груп, по сообщению Ведомостей.

В середине июля компания опубликовала операционные результаты за 2 полугодие 2012 г. Выручка Х5 выросла на 7,2% до 240 млрд. руб. в годовом сопоставлении, при этом LFL-продажи снизились на 2,5%. Количество магазинов увеличилось на 296, а чистая торговая площадь на 93 тыс. кв. м. Однако расписки компании в течение июля показали отрицательную динамику (-14%), что преимущественно связано с отставкой А. Гусева. Рекомендация **«держать»**, RV/FV \$24,7–\$33,9.

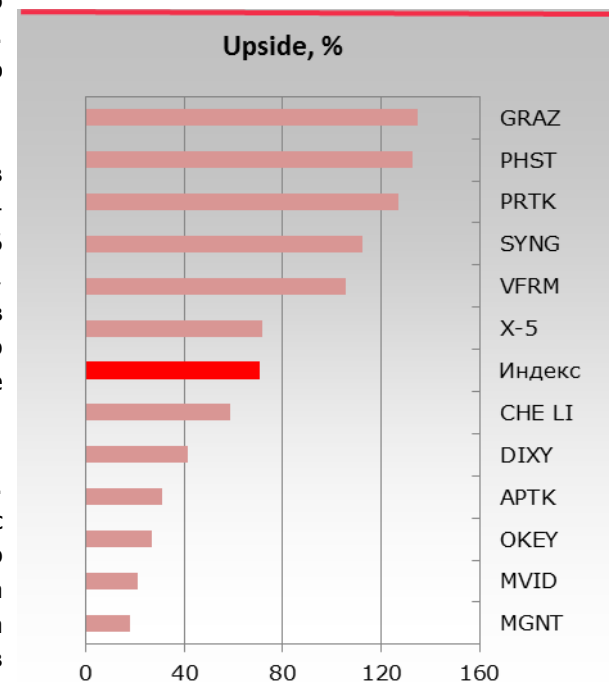
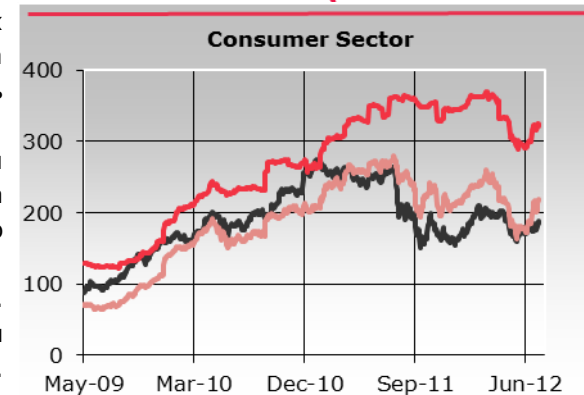
Объем общих позиций (OBV) находится на отрицательной территории, что свидетельствует об открытии шорта в бумагах. Стратегические инвесторы очень негативно восприняли уход Гусев. Скорее всего, нисходящий тренд продолжится, а игроки сосредоточатся на акций покупках главного конкурента – Магните.

#### Продукты питания

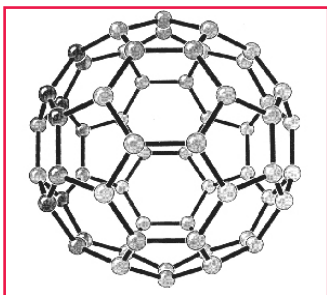
**Группа Черкизово:** Миноритарным акционерам компании удалось провести своего кандидата в совет директоров холдинга. В. Подольский будет представлять интересы акционеров (бывший топ-менеджер Х5). Миноритарии были недовольны покупкой предприятия Воронежмясопром за 4,46 млрд. руб. В материалах к собранию акционеров они указывали, что покупка Орелсельпром, приобретенного группой в 2011 г., при идентичных показателях и отдельных активах была оценена в сумму два раза ниже. Избрание Подольского свидетельствует о росте уровня корпоративного управления и прозрачности Черкизово, а деловая репутация избранного директора укрепит доверие инвесторов и повысит капитализацию. Рекомендация **«покупать»**, RV/FV \$13,4–\$17,4.

#### Фармацевтика

**Фармстандарт:** Продажи компании в 1 полугодии 2012 г. снизились до 16,2 млрд. руб. Органические продажи компании Фармстандарт составили 8,4 млрд. руб. (-5,6% г/г), в сравнении с 8,9 млрд. руб. годом ранее. В поквартальной динамике производитель демонстрирует восходящую динамику: в 1 кв. продажи снизились более чем на 30%, а во 2 кв. текущего года выручка выросла на 14,7%. Конъюнктура рынка на данном этапе благоприятствует компании, что в конце года позволит достичь прогнозных показателей. Напомним, ранее Фармстандарт испытывал проблемы в связи с отсутствием эпидемии гриппа в России. Бумаги компании выглядят недооцененными по сравнению с аналогами на развивающихся рынках. Прогнозная цена составляет \$72,2, что соответствует потенциалу роста в 63,4%. Рекомендация **«покупать»**. ■



Максим Цитович, [tsitovich@infina.ru](mailto:tsitovich@infina.ru)



## Химия и нефтехимия

В июне отраслевой индекс Chemistry вырос на 9,7%

Основными рисками для рынка минеральных удобрений остается снижение спроса на фоне охлаждения мировой экономики и риски незаконтрагованных объемов производства.

В лидерах роста: Акрон (+21,5%), Метафракс (+12,7%), Уралкалий (+10,6%). Наиболее слабо выглядели бумаги Казаньоргсинтеза (-13,2%).

### Минеральные удобрения

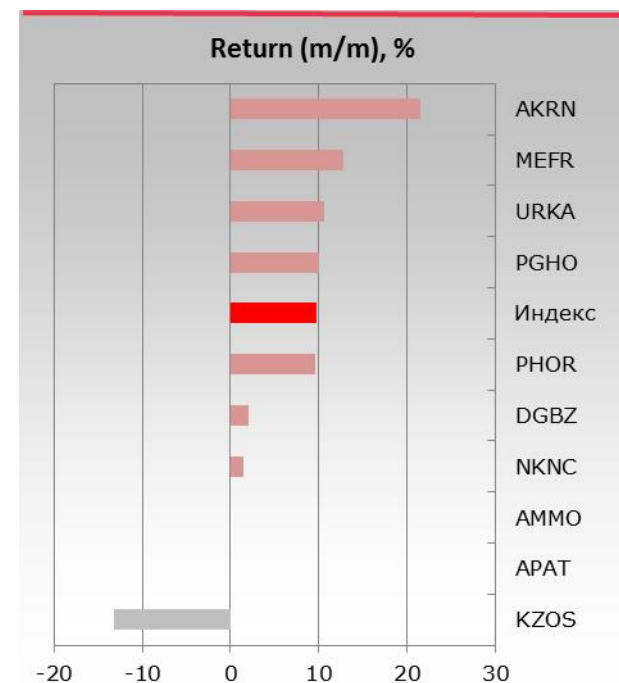
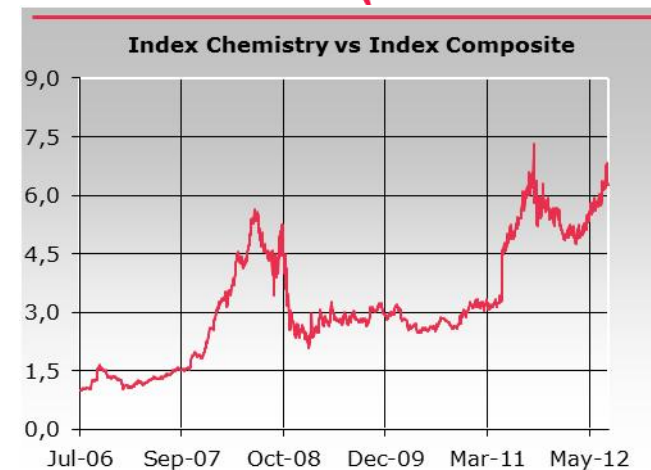
ФосАгро и Группа Акрон во внесудебном порядке урегулировали разногласия, связанные с поставками апатитового концентрата на производственные мощности последнего. Участники спора пришли к соглашению по цене концентрата, поставляемого Группе Акрон до конца 2012 г. Напомним, что Акрон подал иск в суд в конце мая 2012 г. на Апатит в связи с перебоями в поставках сырья для производства. Основной причиной спора стали разногласия в цене, которая различалась значительно: 3,7 тыс. руб. против 6,9 тыс. руб. за тонну.

В рамках урегулирования конфликта Апатит согласился приобретать апатит-нефелиновую руду с месторождения Олений Ручей (принадлежит Акрону) и перерабатывать ее. Акрон в свою очередь принял решение не участвовать в приватизации 20% пакета Апатита, в связи с этим Акрон отозвал исковое заявление в ФАС РФ о предварительном согласовании сделки и исковое заявление к Росимуществу с требованием признать недействительными правила тендера. Компании пошли на обоюдные уступки. Акрон отказался участвовать в аукционе по продаже пакета Апатита, а ФосАгро в свою очередь согласился поставлять азотные удобрения по оговоренной цене.

На данном этапе борьбы за государственный пакет Апатита осталось 4 заинтересованных игрока: ФосАгро (уже владеет 75% акций компании), Уралхим, Ренова и банк Траст.

**ФосАгро:** По сравнению с аналогичным периодом прошлого года объем продаж фосфорсодержащих удобрений и кормовых фосфатов компании в первом полугодии 2012 г. вырос на 6,6%, при этом их производство увеличилось на 6,4%. По сообщению генерального директора М. Волкова результаты были достигнуты за счет стратегии органичного роста при увеличении объемов переработки собственного апатитового концентрата, а также повышения гибкости производства и продаж. Мы ожидаем, что во втором полугодии 2012 г. группа продемонстрирует не менее сильные операционные результаты. Рекомендация по распискам ФосАгро **«покупать»**, RV/FV \$15,7–\$19.

**Акрон:** Компания после долгих споров и борьбы приобрела 12,03% акций Azoty Tarnov за \$12,9 млн. Первоначально планировалось купить 66% акций, однако польское правительство не одобрило сделку. Позже Azoty Tarnov объявила о намерении провести слияние с польской Pulawy при дополнительном выпуске акций.



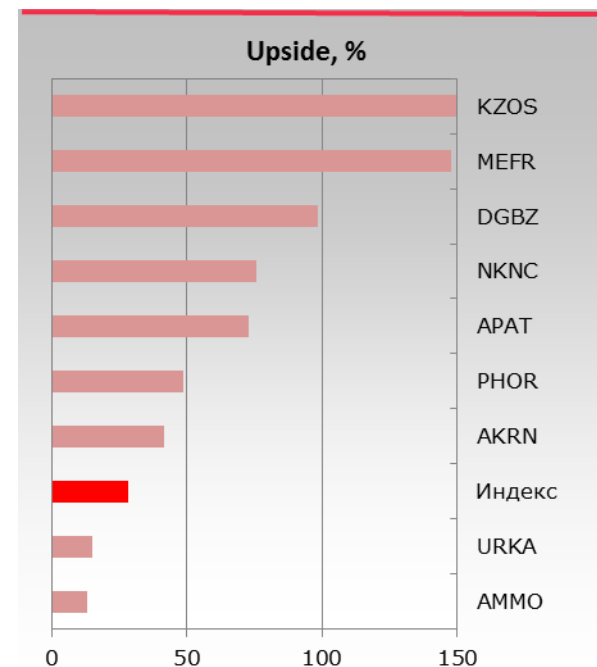
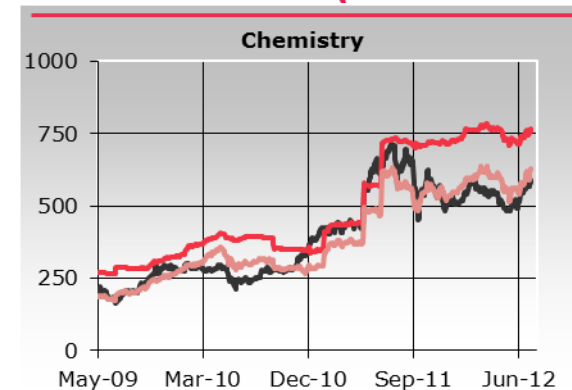
В случае если это произойдет, то доля Акрона будет размыта до 7%. Дальнейшее увеличение доли в компании затруднено в связи с резко негативной реакцией правительства. Цели покупки пакета неясны, поскольку миноритарный пакет, пусть и существенный, не дает Акрону контроль над Azoty Tarnow.

**Уралкалий:** По сообщению Bloomberg, Индия может отложить подписание контрактов на поставку калия до следующего года, данный шаг позволит индийскому правительству сэкономить на субсидиях с/х копаниям для приобретения удобрений. Обычно импорт калия в Индии составляет 6 млн. т, в текущем году ожидается снижение до 4 млн. т. Новость является умеренно негативной для Уралкалия, поскольку прогнозы по производству 10 млн. могут оказаться под угрозой срыва. Ранее законтрактованные поставки в Китай и Индию уже почти полностью осуществлены. В данный момент участники рынка обеспокоены вопросом о заключении будущих контрактов на поставку калия на второе полугодие 2012 г. Есть вероятность, что они будут заключены только в следующем году.

Индикатор общего объема позиций (OBV) с начала 2012 г. снижался, что находило отражение в слабой динамике акций Уралкалия. Бумага консолидировалась на уровне 220 руб. Однако с конца мая общий объем позиций начал расти: инвесторы заинтересовались в бумаге, также поддержку оказала обратный выкуп на сумму \$2,5 млрд. Акции Уралкалия уже полтора года торгуются в широком боковике и в данный момент они достигли верхней границы канала 270 руб. Мы считаем, что наиболее вероятный сценарий дальнейшего развития событий является коррекционное движение цены к уровню поддержки 258 руб., что соответствует потенциалу снижения около 6%.

#### Нефтехимия

**Нижнекамскнефтехим:** Акционеры приняли решение о выплате дивидендов за 2011 г. в размере 4,32 млрд. руб. Таким образом, прибыль на акцию выросла в 2 раза - с 1,17 руб. до 2,36 руб. Размер выплаченных дивидендов вырос на 100%, а чистая прибыль компании выросла на 86% по итогам года. Опережающая динамика дивидендов связана с политикой менеджмента по повышению привлекательности бумаг и ликвидности. Акции компании находятся в восходящем канале с января 2009 г. Несмотря на отсутствие коррекции, бумаги являются недооцененными рынком в связи с низкой ликвидностью. Фундаментальные показатели НКНХ очень сильные. Рекомендация «**покупать**», RV/FV \$1,26-\$1,54. ■



Максим Цитович, [tsitovich@infina.ru](mailto:tsitovich@infina.ru)



## Транспортный сектор

По итогам июня транспортный индекс Инфина вырос на 3,7%. Наилучший результат продемонстрировали бумаги НМТП (+17,9%), Трансконтейнер (+8,5%) на фоне позитивных корпоративных новостей. В аутсайдерах – Глобалпортс (-8,4%).

По данным Росстата, грузооборот транспорта в России в 1 полугодии 2012 г. вырос на 1,7% до 2486 млрд. тонно-км. Грузооборот ж/д транспорта составил 1103 млрд. тонно-км (+5,4%), воздушного – 2,4 млрд. (+4,5%), морского – 30,1 млрд. (-22,3%), трубопроводного – 1219 млрд. (-1,3%). Темпы роста значительно замедлились: рост грузооборота в 1 полугодии 2011 г. по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. составили 4,4%. Негативная динамика транспортных перевозок обусловлена внешними экономическими факторами.

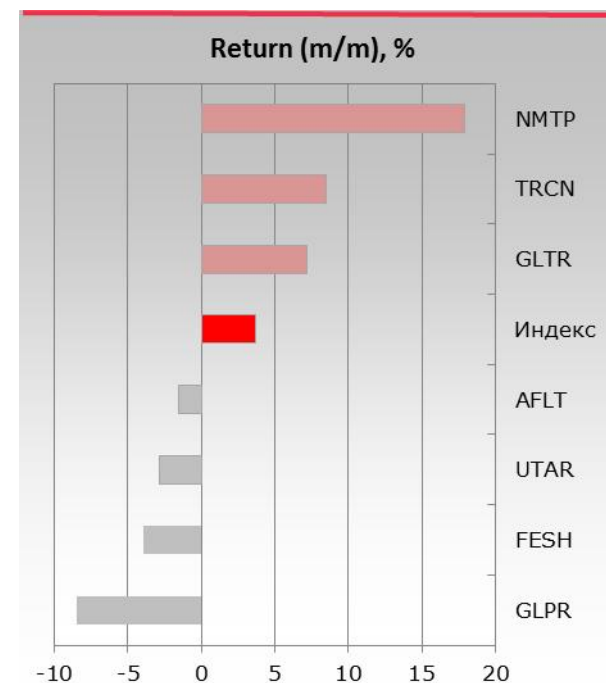
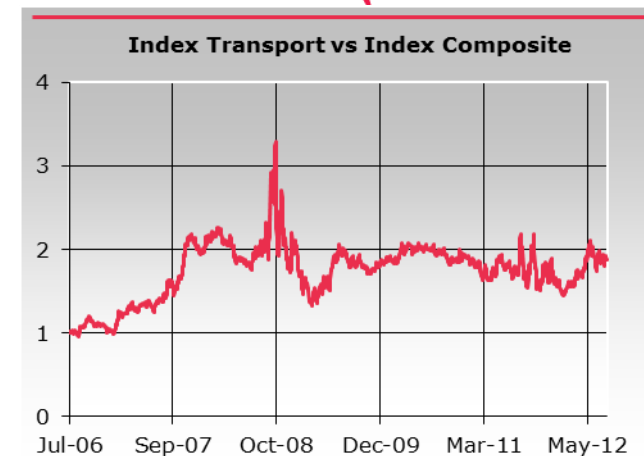
### Контейнерные перевозки

**Трансконтейнер:** Компания опубликовала позитивные финансовые результаты по итогам 1 кв. 2012 г. Выручка в отчетном периоде выросла на 33,6% до \$283 млн., EBITDA – на 61% до \$80,7 млн., чистая прибыль – в два раза до \$39,9 млн. Маржа по чистой прибыли выросла до 14,1% по сравнению с 9,2% в прошлом периоде. Маржа по EBITDA составила 28,5%, увеличившись с 23,5%. По сообщению компании, позитивная динамика финансовых показателей компании связана с ростом объемов операций на фоне продолжающегося увеличения спроса на железнодорожные контейнерные перевозки. Менеджмент Трансконтейнера ожидает продолжения расширения рынка контейнерных перевозок во 2 полугодии 2012 г. Наша рекомендация по бумагам компании «покупать», RV/FV \$123,2–\$154,4.

### Авиаперевозки

Д. Медведев в начале июля текущего года заявил о необходимости развития региональных перевозок и рассмотрения вопроса о квотировании – на беспоплатный ввоз ближнемагистральных самолетов вместимостью 72 пассажира. Потребность в таких самолетах с учетом старения авиапарка и выбывания большинства самолетов с такой вместимостью высока, а производственные мощности в России ограничены. Также премьер-министр сообщил, что государство намерено выделить 1,9 млрд. руб. на расширение лизинга для развития малой авиации.

**Аэрофлот:** На фоне заявлений премьера Аэрофлот объявил о планах развития региональных перевозок и создания на Дальнем Востоке перевозчика на базе Сахалинских авиатрасс и Владивосток Авиа. Глава Аэрофлота сообщил, что они собираются полностью обновить парк новой авиакомпании (15-20 самолетов). Отсутствие квот позволит существенно сократить затраты Аэрофлота на обновление парка дочерней компании.



Операционные результаты компании за 5 мес. 2012 г. продемонстрировали рост: количество перевезенных пассажиров составило 6,33 млн. (+27,8% г/г), процент занятости пассажирских кресел составил 74%. В связи с летним активным сезоном производственные показатели продемонстрируют более бодрую динамику. Мы рекомендуем **«покупать»** акции Аэрофлота, RV/FV \$1,99–\$2,53.

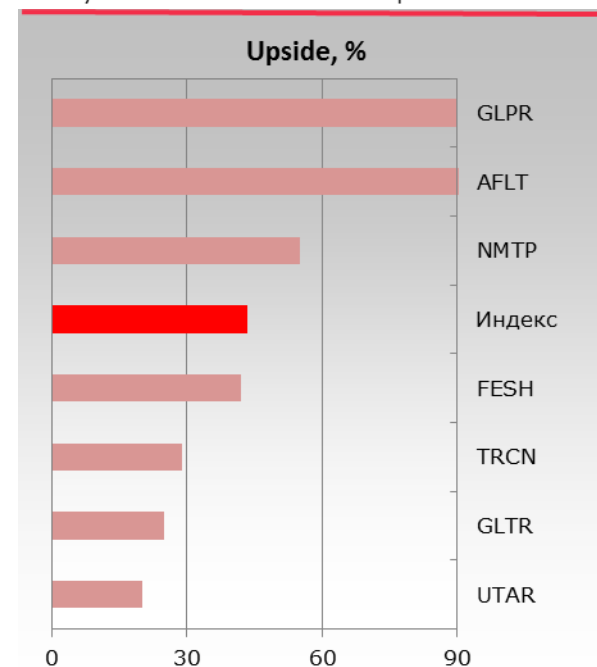
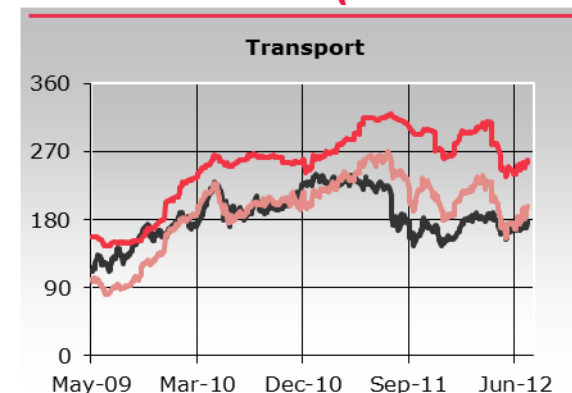
**Ютэйр:** Авиакомпания Ютэйр на авиасалоне Фарнборо в Великобритании подписала контракт на 20 самолетов А321 каталожной стоимостью более \$2 млрд. Поставка воздушных судов начнется в 2013 г. По сообщению компании, лайнеры выбраны в рамках программы модернизации парка. В связи с этим возникает вопрос о том, где компания возьмет денежные средства на финансирование данной сделки. Соотношение Net Debt/EBITDA на конец 2011 г. составило 4,3х, значительная часть денежных средств идет на погашение процентов, причем также Ютэйр не имеет достаточно собственных средств для покупки. В связи с рисками увеличения долговой нагрузки и неопределенностью с источниками финансирования сделки мы рекомендуем **«держать»** бумаги компании, RV/FV \$0,46–\$0,75.

#### Морские перевозки

**НМТП:** Доля Группы НМТП на российском рынке стивидорных услуг по итогам двух кварталов составила 30%. Морской торговый порт в 1 полугодии 2012 г. увеличил грузооборот на 6,2% до 81,6 млн. тонн: перевалка наливных грузов выросла на 2,8% до 66,7 млн. тонн на фоне снижения оборота по российским портам, перевалка навалочных грузов увеличилась на 41,7% до 6,39 млн. тонн. Мы ожидаем, что финансовые показатели по итогам 1 полугодия 2012 г. также продемонстрируют положительную динамику на основе данных по операционной деятельности.

Драйвером роста для стоимости акций Группы НМТП являются новости о скорой приватизации на открытом рынке государственного 20%-го пакета акций и 5%-го пакета, принадлежащего РЖД. Причиной реализации пакета на фондовом рынке является желание правительства не допустить монопольного контроля над портом Группой Сумма (владеет 50,1% НМТП вместе с Транснефтью на паритетных условиях). Размещение на бирже может сильно разогнать стоимость акций, что будет препятствием для Суммы при покупке, т.к. структуры Магомедова не хотят получить контроль над портом по завышенной цене.

Стоит отметить, что акции компании торгуются со значительным дисконтом к рынку и продажа на фондовом рынке может значительно поднять ликвидность бумаг, сделав их более интересными для инвесторов. Мы сохраняем текущую рекомендацию по акциям **«покупать»**, RV/FV \$0,11–\$0,16. ■



Максим Цитович, [tsitovich@infin.ru](mailto:tsitovich@infin.ru)



**Сергей Шевчук, Генеральный директор**

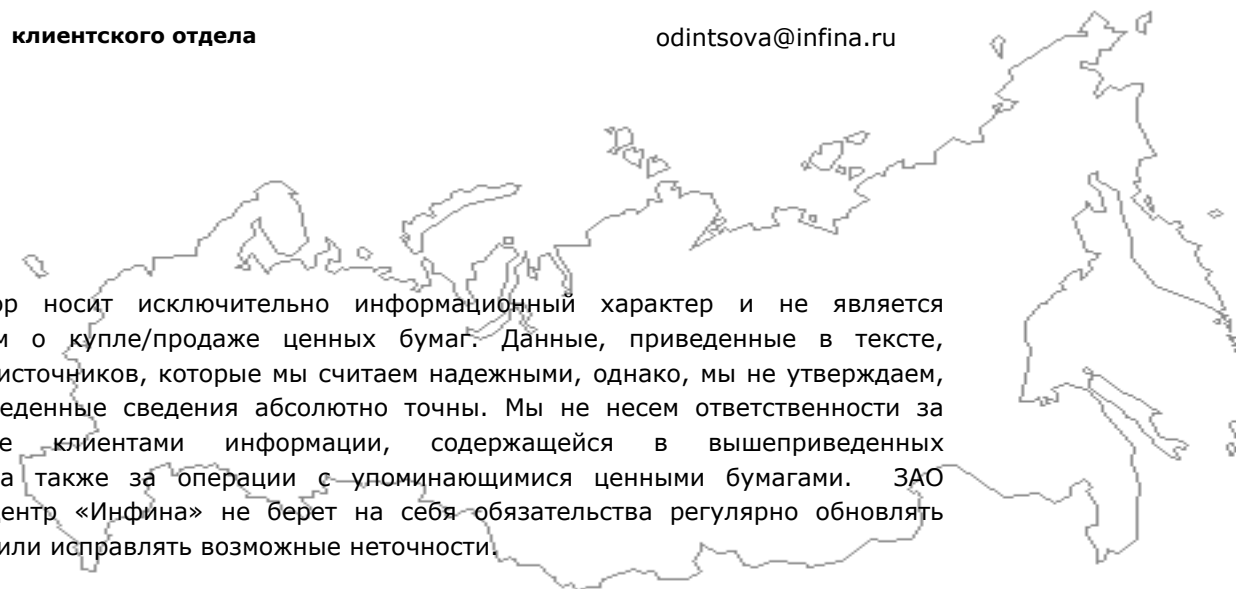
shevchuk@infina.ru

**Александр Иванищев, Начальник аналитического отдела**

ivanishev@infina.ru

**Ольга Одинцова, Начальник клиентского отдела**

odintsova@infina.ru



Данный обзор носит исключительно информационный характер и не является предложением о купле/продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако, мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО «Фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.