



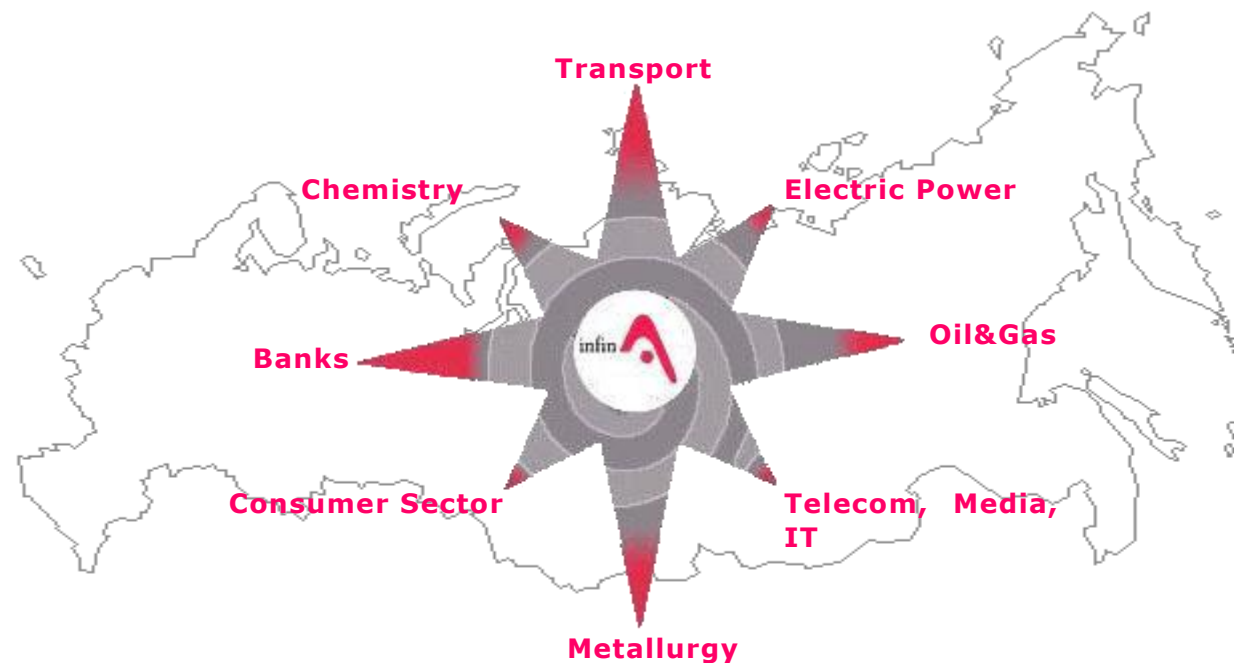
# Инвестиционный Компас

Россия

Октябрь 2012 г.

## Содержание

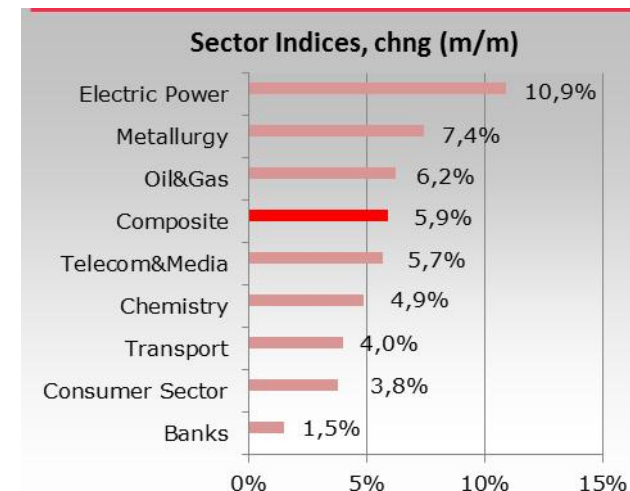
- **Фондовые индексы ФЦ «Инфина»:  
Итоги сентября 2012 г.**
- **Перспектива рынка**
- **Макроэкономика**
- **Нефть и Газ**
- **Металлургия**
- **Банки**
- **Электроэнергетика**
- **Телекоммуникации, Медиа  
и ИТ**
- **Потребительский сектор**
- **Химия и Нефтехимия**
- **Транспортный сектор**



## Фондовые индексы ФЦ «Инфина»

### Итоги сентября 2012 г.

INFINA Index	Weight	Last Value	Fair Value	Risk Value	Chng. 1 M, %	Chng. 2M, %	Chng. 3M, %	Chng. YTD, %
<b>COMPOSITE</b>		99,93	141,44	119,82	5,9	8,4	9,7	5,4
<b>Oil&amp;Gas</b>	50,7%	72,79	106,22	90,15	6,2	9,4	10,2	3,5
<b>Metallurgy</b>	10,9%	97,26	132,24	115,10	7,4	5,8	2,5	-2,4
<b>Banks</b>	11,1%	156,33	224,50	208,33	1,5	7,2	8,6	13,1
<b>Electric Power</b>	6,0%	93,99	161,86	132,32	10,9	7,4	14,4	-8,7
<b>Telecom&amp;Media</b>	9,5%	130,07	143,91	118,08	5,7	14,5	18,3	16,7
<b>Consumer Sector</b>	3,4%	196,35	310,75	206,44	3,8	6,2	9,8	24,6
<b>Chemistry</b>	4,5%	560,68	794,52	657,84	4,9	0,6	5,0	9,8
<b>Transport</b>	1,5%	185,66	250,10	200,11	4,0	6,4	8,3	-0,5



#### Лидеры

Лидирующие позиции на российском рынке акций в сентябре заняли металлургический и электроэнергетический секторы, что во многом явилось следствием их предыдущей значительной перепроданности. В металлургическом секторе безусловными фаворитами стали акции сталелитейных компаний. В электроэнергетике лучший рост показали акции МРСК-Холдинга.

Нефтегазовый сектор также оказался лучше рынка. Здесь лидером выступили акции Роснефти на фоне готовящейся сделки приобретения доли ВР в ТНК-ВР и возможного увеличения доли ВР в капитале Роснефти. В акциях Транснефти участники отыгрывали повышение тарифа с 1 октября, т.е. на месяц ранее заявленного срока.

Среди банковских акций лучший результат у акций банка Возрождение на фоне позитивных финансовых результатов по итогам 2 кв. 2012 г.

В секторе телекоммуникаций лидировали акции Ростелекома, Вымпелкома и Яндекса. В потребительском секторе лучший результат показали акции фармацевтических компаний.

#### Аутсайдеры

Банковский сектор оказался в роли отстающего по отношению к остальному рынку в связи с проведенным SPO Сбербанка и продажами акций Банка ВТБ, возросшими на фоне объявленного банком SPO, а также на фоне снижения финансовых результатов во 2 кв. 2012 г.

Акции ГМК Норильский Никель показали один из худших результатов в секторе в связи с падением чистой прибыли по итогам 1 полугодия 2012 г.

Акции транспортного сектора остаются пока в полудепрессивном состоянии за исключением акций ГлобалТранс.

## Перспектива рынка

### Факторы роста

Решения, принятые в сентябре ведущими мировыми центральными банками (ФРС, ЕЦБ и Банк Японии) и направленные на дальнейшее предоставление денежной ликвидности, кардинальным образом улучшили отношение инвесторов к риску. Глобальные рынки получили четкий сигнал о том, что политика центральных банков останется стимулирующей на длительную перспективу. Переоценка фундаментальных рисков и насыщение рынков ликвидностью создают благоприятные возможности для переориентации инвестиционного спроса в сторону рискованных активов, включая высокодоходные валюты, сырье и акции.

Все вместе взятое позволяет говорить о преодолении 1,5-годичной медвежьей тенденции на российском рынке акций и возвращении в рынок инвесторов, ориентированных на долгосрочную перспективу. Российский рынок акций, как один из наиболее дешевых, может вполне рассчитывать на выделение новых лимитов со стороны фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки. Текущая конъюнктура предоставляет инвесторам благоприятную возможность для формирования долгосрочных портфелей.

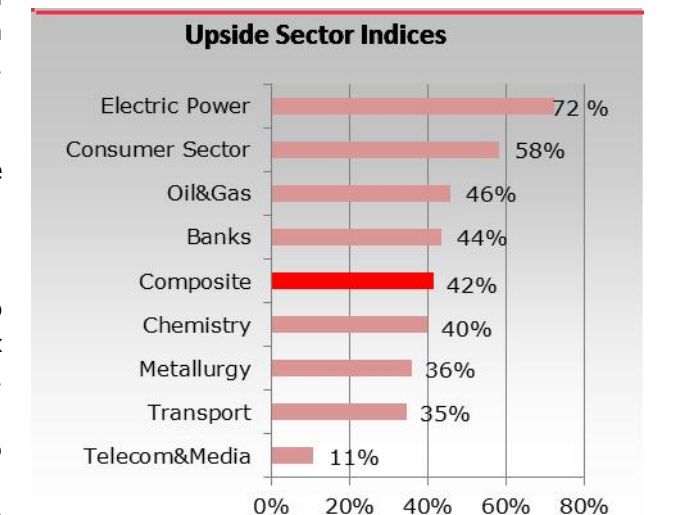
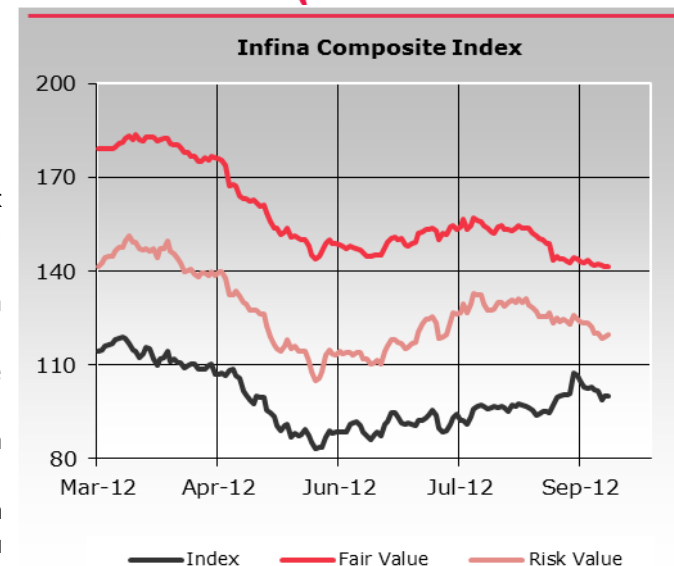
Мы также ожидаем в октябре возросшую инвестиционную активность в связи с началом нового финансового года в США и приближающимися президентскими выборами. Потенциал возможного роста российского рынка акций до выборов в США мы оцениваем в пределах до 10% по индексу Infina Composite. Среди лидеров роста мы по-прежнему выделяем банковский сектор, а также сектора, чувствительные к циклическому росту, нефтегазовый сектор, металлургию и электроэнергетику.

### Риски

Основной риск для инвесторов обусловлен замедлением роста мировой экономики. Наиболее уязвимым местом сейчас является еврозона. Высоки также риски жесткой посадки китайской экономики, хотя Китай в ближайшее время может объявить о новых стимулирующих мерах. Долговой кризис в проблемных странах еврозоны также остается в центре внимания инвесторов. Ключевым событием месяца станет саммит лидеров ЕС (18-19 октября), посвященный созданию банковского союза. Источником рисков также могут стать итоги доклада Тройки международных кредиторов (Еврокомиссии, МВФ и ЕЦБ) о размерах бюджетного дефицита Греции и, соответственно, судьба второго транша помощи.

Возможное снижение сводного индекса Infina Composite в октябре мы допускаем в пределах 3-4% от текущего уровня и при этом отмечаем растущую вероятность более глубокой технической коррекции в ноябре. Рост американского рынка акций с начала года составил около 15%, что после выборов может спровоцировать усиление продаж с целью промежуточной фиксации прибыли и, тем самым, вызвать общее ухудшение конъюнктуры на внешних рынках. ■

Александр Иванищев, [ivanischev@infin.ru](mailto:ivanischev@infin.ru)





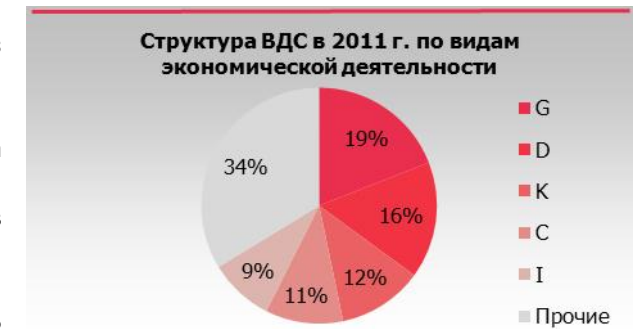
## Макроэкономика

За последние 13 лет производительность труда была ведущим фактором увеличения российского ВВП, однако с 2010 г. ее рост замедляется; во 2 кв. 2012 г. в промышленности он вовсе прекратился. Риски кратко- и среднесрочного замедления роста отечественной экономики повышаются.

За 11 лет, прошедших между кризисами 1998 и 2008 гг., российский ВВП вырос на 94,7%, при этом годовая производительность труда увеличилась на 74,6%, тогда как среднегодовая численность занятых – лишь на 11,5%. Таким образом, рассматривая показатель ВВП как произведение численности занятых на годовую производительность труда одного работающего и исследуя вклад каждого из названных факторов в динамику валового продукта, можно сделать вывод о том, что практический весь рост отечественного ВВП был обеспечен повышением эффективности использования трудовых ресурсов и в небольшой своей части ростом затрат труда. Причем максимальный вклад прироста производительности труда в увеличение ВВП наблюдался в послекризисном 1999 г., а также в 2003 г. на уровне 7,6 п.п., тогда как изменение численности занятых в эти годы вносило отрицательный вклад в размере 1,2 и 0,3 п.п. соответственно.

В 2009 г. падение ВВП на 7,9% было также во многом обусловлено изменением производительности (-5,5 п.п.), тогда как за счет сокращения занятости валовой продукт уменьшился на 2,4 п.п. В дальнейшем оба фактора работали в плюс – в результате ВВП 2011 г. вернулся на уровень 2008 г. (+0,3%), численность занятых оказалась ниже значений базового года, тогда как производительность труда превысила ранее достигнутый максимум на 0,6%.

Величина производительности труда значительно отличается по видам экономической деятельности. Так, в 2011 г. разброс между ее максимальным и минимальным годовым значением превысил 16(!) раз: от 0,2 млн. руб. в образовании до 3,4 млн. руб. в добыче полезных ископаемых, тогда как среднероссийский уровень составлял 772 тыс. руб. Производительностью труда выше среднего уровня характеризовались также финансовая деятельность (1,9 млн. руб.), операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг (1,1 млн. руб.), рыболовство и рыбоводство (0,8 млн. руб.). При этом на долю указанных лидеров пришлось только 27% созданной в России валовой добавленной стоимости (ВДС), тогда как наибольший объем ВДС был создан в 2011 г. в таких видах деятельности как оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов (19%); обрабатывающие производства (16%). Этот дисбаланс становится более отчетливым, если учесть, что в упомянутых лидерах производства ВДС трудится 31% занятых, тогда как на лидеров производительности приходится 10,8% работников, а разброс их производительности труда составляет 2,2 раза от 0,7 до 1,6 млн. руб., соответственно.



Источник: Росстат, расчеты компании.

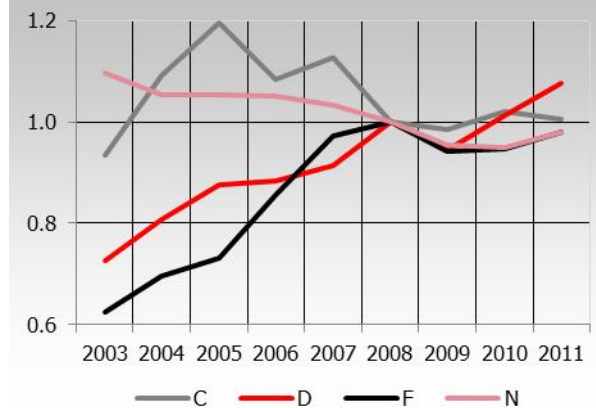
Примечание: G – оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, D – обрабатывающие производства, K – операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, C – добыча полезных ископаемых, I – транспорт и связь, M – образование.

На уровне отдельных видов деятельности различия в производительности труда проявляются и в долговременной динамике. Так, здесь можно выделить четыре группы. Во-первых, это виды деятельности, где наблюдается долговременный рост показателя и где после снижения в 2009 г. производительность превысила уровень 2008 г. Это, например, обрабатывающие производства, где по итогам 2011 г., эффективность использования труда увеличилась на 40% к 2003 г. и на 7,7% к 2008 г. Во-вторых, это виды деятельности, в которых производительность стабилизировалась на уровне 2008 г. Здесь можно отметить добычу полезных ископаемых, где максимум производительности пришелся на 2005 г., после чего к 2008 г. она снизилась на 16,3%. В-третьих, это виды деятельности с долговременной негативной динамикой показателя, сохранившей этот тренд и после 2008 г., например, здравоохранение и предоставление социальных услуг, где за период 2003-2011 гг. производительность снизилась на 10,6% и лишь в прошлом году был отмечен рост на 3,1%. И, наконец, в-четвертых, это виды деятельности, где 2008 г. оказался годом максимальной производительности, после чего она не смогла вернуться к этому уровню как, например, в строительстве, упавшем в 2009-2010 гг. по отношению к 2008 г. на 5,5% и на 2,1% в 2011 г.

В первой из выделенных групп видов деятельности в 2011 г. было создано 24,3% совокупной ВДС. Таким образом,  $\frac{3}{4}$  прошлогоднего ВВП было произведено в условиях нерастающей производительности труда. На более широком временном горизонте можно говорить о снижении эффективности использования трудовых ресурсов и возможном скором исчерпании резервов экономического роста за счет повышения производительности труда. Ресурсы обеспечения роста за счет увеличения занятости, по-видимому, уже исчерпаны – безработица в России находится на историческом минимуме (4,3 млн. чел. или 5,5% от экономически активного населения во 2 кв. 2012 г.), демографическая обстановка работает в перспективе на снижение численности населения в трудоспособном возрасте, а повышение возраста выхода на пенсию болезненно воспринимается обществом.) Если до кризиса 2008 г. производительность труда как в экономике в целом, так и в промышленности уверенно росла не менее чем на 5% по отношению, например, к аналогичному кварталу прошлого года, то, начиная с 2010 г. российская экономика перешла в новый для себя режим, когда производительность год к году повышается заведомо не более чем на 5%. В промышленности же после восстановления 2009-2010 гг. замедление роста производительности проявляется весьма отчетливо. При этом уже по итогам 2 кв. текущего года ее рост вовсе остановился. Это, в свою очередь, дает основания предполагать дальнейшее замедление положительной динамики производительности труда и по экономике в целом. В краткосрочной перспективе риски замедления экономического роста подкрепляются ожидаемым сезонным снижением численности занятых во втором полугодии на фоне возросших в июле запасов готовой продукции среди промышленных предприятий (практически до уровня рубежа 2008-2009 гг.). В среднесрочной перспективе среди таких рисков можно отметить оформившийся в середине прошлого года тренд на снижение доли промышленных предприятий, где происходит увеличением занятости. В итоге в 2013 г. экономический рост может сместиться к 2-3% значениям, а при обострении кризисных явлений в мировой экономике – к нулевым. ■

Алексей Полежаев, polezhaev@infina.ru

Индекс производительности труда в отдельных видах деятельности к 2008 г.



Примечание: F – строительство, N – здравоохранение и предоставление социальных услуг.

Индекс производительности труда к аналогичному кварталу прошлого года



Источник: Росстат, расчеты компании.



## Нефть и газ

Нефтегазовый сектор показал в сентябре позитивную динамику на уровне лучше остального рынка. Лидерами роста стали акции Роснефти, Башнефти и Транснефти-преф.

Возможный потенциал роста отраслевого индекса Infina Oil&Gas в октябре мы оцениваем на уровне 10%, а потенциал снижения – 3%.

### Факторы роста

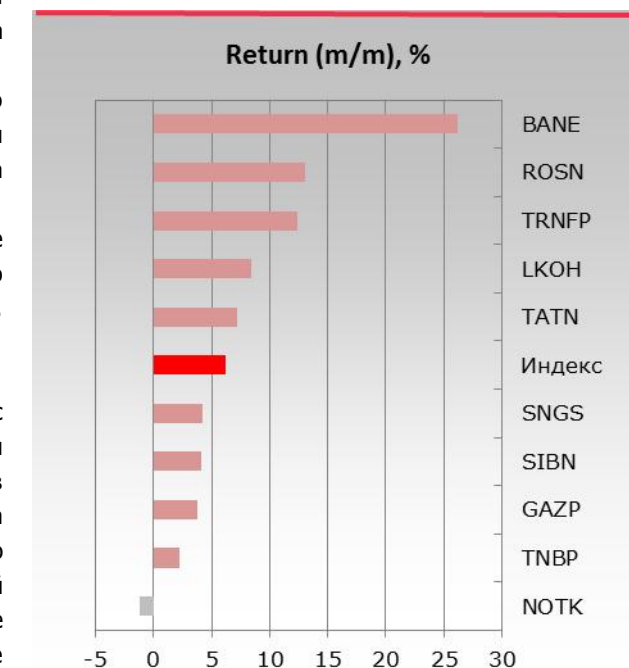
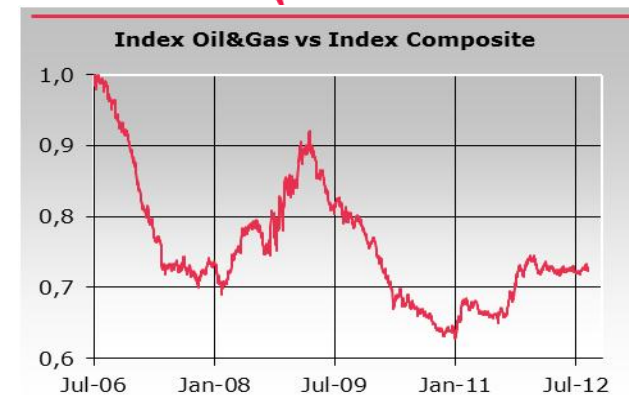
Министерство финансов заявило о снижении со второго полугодия 2013 г. ставки НДС для Газпрома (на 20%) и независимых производителей газа (на 40%). Экономия Газпрома за счет низких ставок НДС только в 2013 г. составит \$6 млрд. Правительством также принято решение о снижении почти в два раза налоговой нагрузки по экспортным пошлинам на нефть с новых месторождений в Восточной Сибири.

Газпром и Роснефть сообщили об объединении своих технических и финансовых потенциалов по разработке и воспроизводству ресурсной базы на арктическом шельфе. Подготовлена совместная инвестиционная программа до 2015 г. объемом 500 млрд. руб. При этом компании рассчитывают на законодательные нормы, серьезно стимулирующие разработку шельфа и трудноизвлекаемых запасов.

Крупнейшие российские нефтегазовые компании подтвердили свою готовность направлять не менее 25% чистой прибыли (РСБУ) на выплату дивидендов. В начале октября СД Лукойла рассмотрит вопрос о промежуточных дивидендах, размер которых по итогам года будет близок к 25% от чистой прибыли. Дивиденды Роснефти также могут вырасти до 25% от чистой прибыли по МСФО уже в ближайшее время.

### Акции

**Газпром:** Приближение сроков окончания целого ряда долгосрочных соглашений Газпрома с европейскими потребителями обостряет вопрос расчета контрактной цены российского газа. Европейцы усиливают давление на Газпром с целью снижения контрактной цены. Падение объемов поставок газа в Европу и необходимость предоставления скидок европейским потребителям оборачивается для Газпрома финансовыми потерями. В частности, в 1 кв. 2012 г. доходы Газпрома сократились на 23% по сравнению с 2011 г. В этих условиях Газпром делает ставку на ускоренную реализацию восточной газовой программы с целью наращивания экспорта газа в страны Азиатско-Тихоокеанского региона. В сентябре Газпром и консорциум японских компаний подписали соглашение о строительстве во Владивостоке завода по сжижению природного газа. Мощность завода составит 10 млн. т в год, а объем инвестиций – около \$7 млрд. Газпром намерен усилить свои позиции на рынке сжиженного природного газа и также обсуждает поставки СПГ в Аргентину. Мы рассматриваем цену \$5,0-5,15 в акциях Газпрома как благоприятную возможность для открытия длинных позиций и рассчитываем на рост цены с целью \$5,7-6,0 на конец года. Справедливая цена акций Газпрома понижена до \$7,1-8,4 (RV/FV).

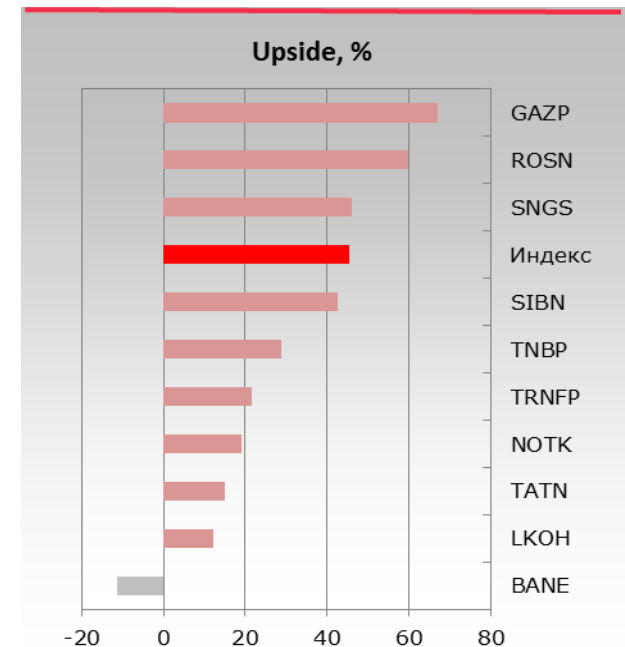
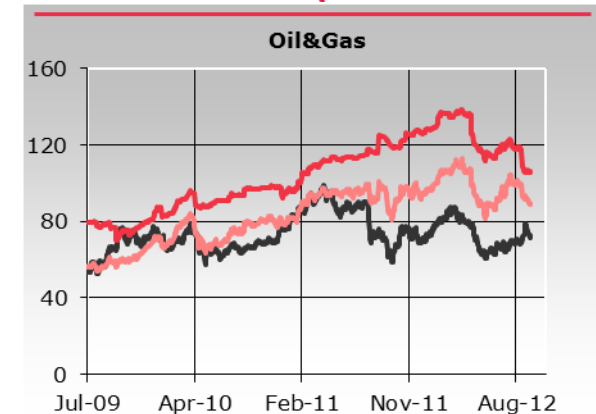


**Роснефть:** Роснефть готовит сделку с британской BP и уже обратилась к международным банкам за кредитом в размере \$15 млрд. для ее финансирования. В случае успеха Роснефть возобновит сотрудничество с BP по освоению Арктики, а за счет высоких дивидендов ТНК-BP данная сделка может окупиться в течение четырех-пяти лет. Более того, BP намерена увеличить свою долю в Роснефти. Для сделки BP будет использовать средства от продажи доли в ТНК-BP и намерена инвестировать средства в новые проекты в России. Еще одной позитивной новостью является создание СП Роснефти и венесуэльской PDVSA. В ходе сентябрьского роста цена акций Роснефти достигла промежуточной цели на \$7,0. Полагаем, что целью роста в октябре является уровень \$7,40, а на конец года – \$8,0. Наша оценка справедливой стоимости акций Роснефти – \$9,0-10,7 (RV/FV).

**Новатэк:** Стратегия развития компании нацелена на значительный рост объемов производства газа. Компания намерена до 2020 г. увеличить свою долю в общероссийском производстве до 14% с нынешних 8%. Объем добычи газа должен вырасти более, чем в 2 раза – до 112,5 млрд. куб. м, из которых 22,5 млрд. куб. м будут реализованы на экспорт. Первый экспортный контракт на поставку газа Новатэк заключил с немецким концерном EnBW, начиная с 4 кв. 2012г. в объеме 2 млрд. куб. м в год в течение 10 лет. Центральное место в реализации этих планов занимает запуск добычи газа в проекте Ямал-СПГ, намеченного на 4 кв. 2016 г. Планируется, что пик добычи составит к 2019 г. 25,2 млрд. куб. м газа и 1,4 млн. т газового конденсата в год. Наша **рекомендация – «держать»**. Диапазон справедливой стоимости акций Новатэка составляет \$11,5-13,5 (RV/FV). Мы рассчитываем на продолжение локального роста до уровня \$12,8-13,0, по достижении которого целесообразно зафиксировать результат.

**ЛУКОЙл:** В соответствии с новой стратегией развития компании до 2020 г., Лукойл намерен увеличить долю газа в общей добыче компании до 40 млрд. куб. м, затратив на это \$12 млрд. инвестиций. Лукойл уже начал экспортные поставки в Китай природного газа, добываемого на месторождениях в Узбекистане. Цена акций Лукойла достигла в сентябре годового максимума \$66,6, что вызвало фиксацию прибыли. Мы считаем, что коррекция в акциях состоялась, и **рекомендуем откупать от уровней \$60-61**. Справедливая стоимость акций ЛУКОЙла равна \$59,4-69,1 (RV/FV).

**ТНК-BP:** Цена акций достигла в сентябре технической цели роста \$2,95 руб., что предопределило последующую фиксацию прибыли. Мы рассчитываем на поддержку **на уровне \$2,55**, где **рекомендуем восстанавливать длинные позиции**. Полагаем, что главным драйвером роста может стать сделка между Роснефтью и BP. В середине октября истекает срок согласования вопросов преимущественного выкупа доли BP в компании ТНК-BP консорциумом ААР. Ранее ААР заявлял о готовности выкупить у BP лишь 25% ТНК-BP по цене от \$7 до \$10 млрд. за пакет или максимально \$2,67 за акцию, но теперь (до середины октября) планирует сделать предложение о выкупе всего пакета. Роснефть также заявила о желании войти в капитал ТНК-BP и при этом готова предложить за 50% BP \$20 млрд., т.е. вдвое дороже. Наша оценка справедливой стоимости акций ТНК-BP составляет \$2,95-3,55. **Рекомендация – «покупать»**. ■



Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru



## Металлургия

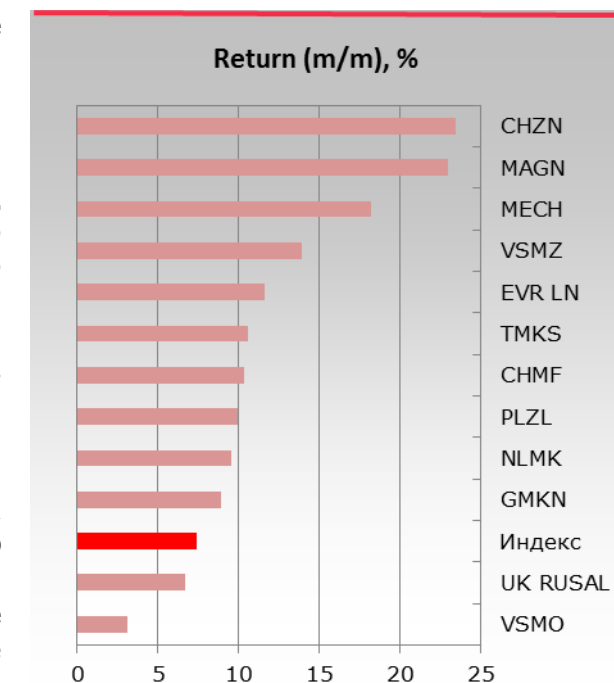
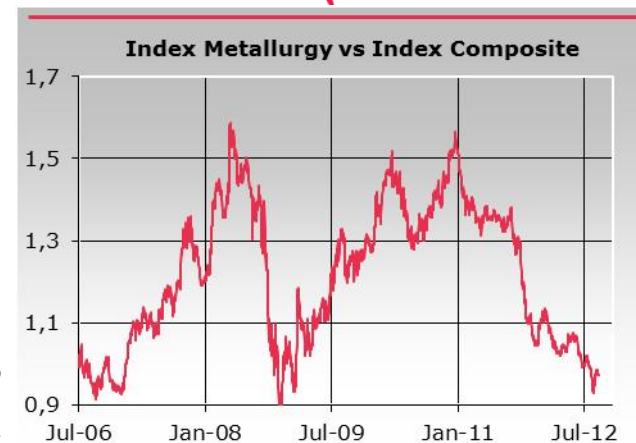
Сентябрьские результаты металлургического сектора стали итогом отскока после значительной перепроданности. Октябрьский потенциал роста индекса Infina Metallurgy, по нашей оценке, составляет около 35%.

За сентябрь индекс Infina Metallurgy вырос на 7,4%, лидерами здесь стали акции Челябинского цинкового завода (+23,5%), ММК (+23%) и Мечела (18,2%).

На состоявшемся 21 сентября заседании Совета директоров **ОАО «Мечел»** в рамках утвержденной ранее стратегии развития компании с упором на горную добычу и металлургию полного цикла (с акцентом на производство длинного проката) было принято одобренное единогласно решение о реализации ряда активов Группы, не вписывающихся в новую стратегию. Сюда вошли предприятия энергетического, ферросплавного, торгового сегментов, а также ряд металлургических предприятий в Западной Европе, Великобритании и на Украине: предприятия Восточно-Европейского металлургического дивизиона «Мечел», Частное акционерное общество «Донецкий Электрометаллургический Завод» (Украина), Инвикта Мёрчант Бар Лимитед (Великобритания), ЗАО «Мечел Нямунас» (Литва), «Мечел-Сервис Глобал» (за исключением ООО «Мечел-Сервис» (Россия)), ТОО «Восход Хром» (Казахстан), ТОО «Восход Oriel» (Казахстан), ООО «Тихвинский ферросплавный завод» (Россия), ОАО «Южно-Уральский никелевый комбинат» (Россия), ОАО «Кузбассэнергосбыт» (Россия), ТЭЦ «Топлофикация Русе» (Болгария).

По различным оценкам, в зависимости от рыночной конъюнктуры реализация указанных активов может принести Мечелу от \$0,5 до \$2 млрд. в самом благоприятном случае. Это заведомо не больше суммы, потраченной ранее на их приобретение. Вырученные средства компания направит на погашение наиболее коротких и дорогостоящих заимствований (по итогам 2011 г. общий долг Мечела составлял около \$9,4 млрд., а в текущем году компания должна погасить \$2,7 млрд.). В дополнение к этому компания рассматривает возможность продажи стратегическому партнеру до 25% акций ОАО «Мечел-Майнинг», своей горнодобывающей «дочки», IPO которой планировалось дважды: в 2008 и 2011 гг., но не состоялось из-за неблагоприятной конъюнктуры. Такое партнерство наиболее вероятно с азиатскими компаниями, например, с южнокорейской Posco, с которой у Мечела уже подписаны соглашения о поставке угля и реализации возможных совместных проектов.

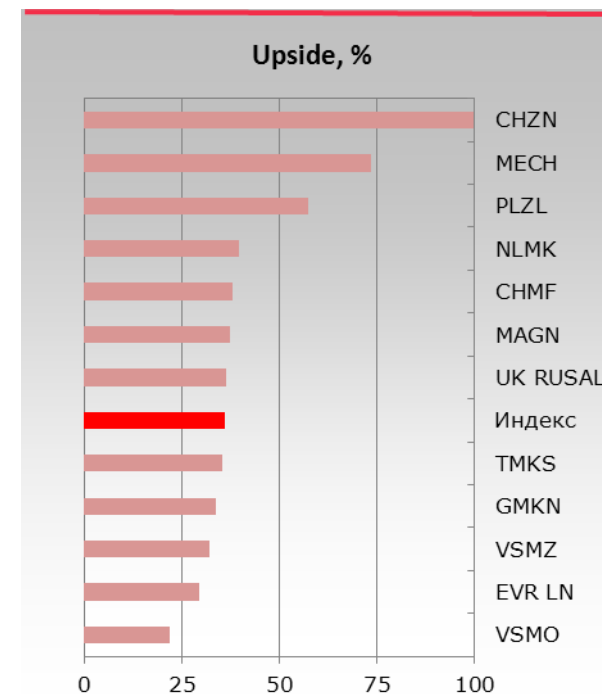
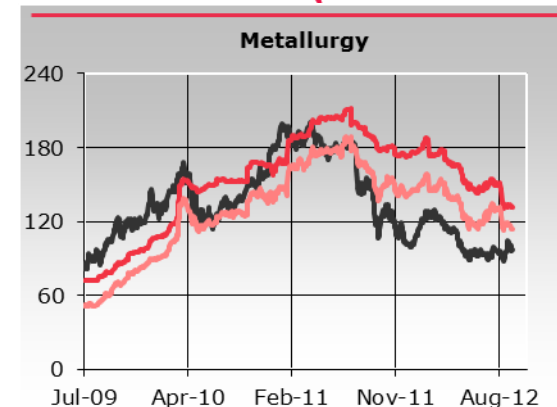
Мы положительно оцениваем стремление компании реструктуризировать бизнес и сосредоточиться на сырьевом и металлургическом направлениях и сохраняем рекомендацию **«покупать»**.



Один из самых неэффективных алюминиевых заводов **Русала**, Богословский (Свердловская обл.), сохранит алюминиевое производство. По итогам специального совещания, состоявшегося 16 сентября, министр экономического развития Андрей Белоусов заявил: «На завод будет поставляться дешевая электроэнергия по тарифам ниже, чем рыночный тариф, в 2 раза. Я об этом буквально вчера договорился с [руководителем „Росатома“ Сергеем] Кириенко. В течение двух лет цена будет 3 цента за кВт». Компания также сообщила о том, что подготовит и вынесет на рассмотрение Внешэкономбанка инвестиционную заявку на финансирование проекта модернизации Богословского и уральского алюминиевых заводов в размере \$55 млн. При этом эффективность модернизации производства, по мнению компании, достигается при стоимости кредитных ресурсов не более 7% годовых в рублях. Незадолго до этого компания «в связи с популистским заявлением губернатора Свердловской области Евгения Куйвашева о принципиальном решении сохранить на БАЗе алюминиевое производство» заявила: «Для сохранения на БАЗе алюминиевого производства „принципиального решения“ о его сохранении, к сожалению, недостаточно. Необходим тариф, позволяющий предприятию работать безубыточно. Завод продолжает за счет электролизного производства приносить ежемесячно более \$2 млн. убытков, что осложняет работу глиноземных цехов. Для того чтобы компания могла провести модернизацию с заменой устаревшего оборудования на более совершенное (модернизация на заводе не проводилась последние 20 лет), необходимо обеспечить производство алюминия тарифом порядка 3 цента за 1 квт/час. <...> Глиноземное производство БАЗа продолжит работу в любом случае. <...> Ни один человек на заводе, как это уже заявлялось ранее, не будет сокращен». В отношении акций Русала мы **сохраняем рекомендацию «покупать»**.

Министерство природных ресурсов и экологии Российской Федерации согласилось с **ОАО «Норильский никель»** в том, что при проведении конкурса на право разработки южной части месторождения Норильск-1 были допущены нарушения, а победа «Русской платины» неправомерна. Министерство направило письмо премьеру Дмитрию Медведеву с предложением не утверждать результаты конкурса. Впоследствии (14 сентября) компания обратилась в Арбитражный суд г. Москвы с заявлениями о признании незаконными действий и решений Федерального агентства по недропользованию и сформированных им конкурсных комиссий по конкурсам на право пользования участками недр федерального значения (южная часть месторождения Норильск-1 и Западный фланг Октябрьского месторождения). Компания выразила надежду на то, что «Правительством Российской Федерации не будут утверждены итоги конкурсов, проведенных Федеральным агентством по недропользованию, <...> и будет принято решение о предоставлении прав пользования участками недр <...> путем проведения аукциона». Наша **рекомендация – «держаться»**. ■

Алексей Полежаев, polezhaev@infin.ru





## Банки

*В сентябре акции банковского сектора выросли на 1.5%. Основную поддержку бумагам банков будут оказывать дальнейшие действия мировых ЦБ по предоставлению ликвидности и смягчению монетарной политики. Среди главных факторов риска можно выделить общее ухудшение рыночной конъюнктуры в связи с обострением ситуации на Ближнем Востоке.*

Главным событием в банковском секторе России в сентябре стало блиц-SPO Сбербанка.

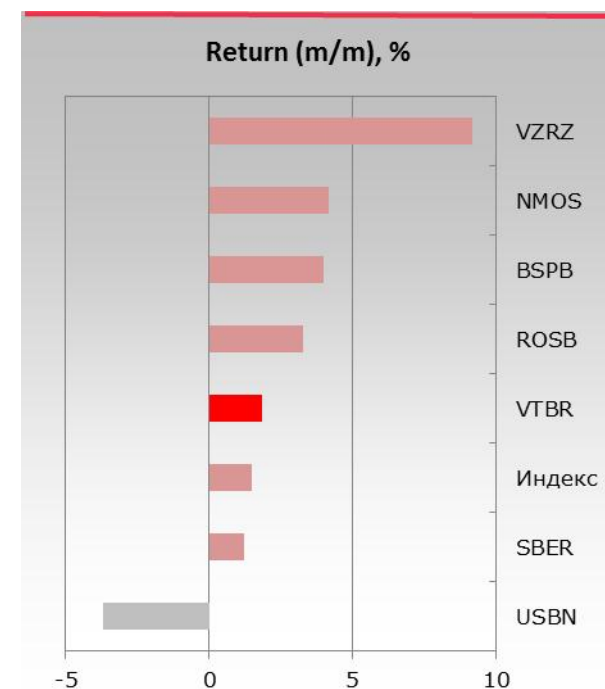
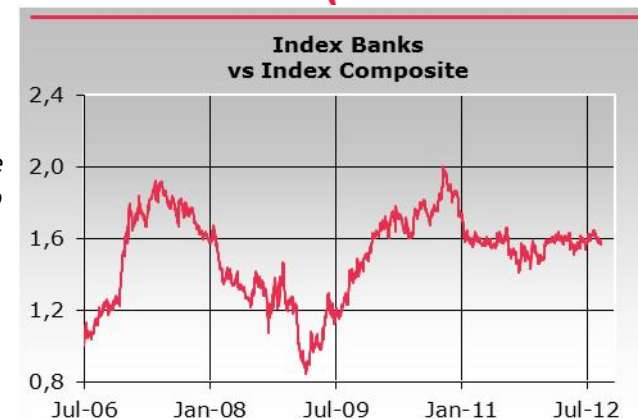
**Сбербанк:** ЦБ РФ официально выставил на продажу 7,58% госпакета акций банка 17 сентября. Сделка прошла в рекордно короткие сроки – уже 19 сентября банк разместил на российской бирже и LSE 1 712 994 999 обыкновенных акций из пакета Банка России по цене 93 руб. за 1 акцию (\$12,16 за GDA), в результате чего привлек порядка 160 млрд. руб. (\$5,2 млрд.). После размещения 7,58% акций в распоряжении ЦБ осталось 50%+1 голосующая акция Сбербанка.

Данное SPO стало крупнейшем в России, странах Европы, Ближнего Востока и Африки в 2011–2012 гг., а также одним из крупнейших публичных размещений этого года в мире.

Напомним, что сделка по продаже 7,58% госпакета акций Сбербанка была включена в план приватизации на 2011-2013 гг. Первоначально SPO планировалась на осень 2011 г., однако не состоялась из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры. «Окно» для размещения открылось спустя год, после того как ФРС США объявила о запуске третьего раунда программы количественного смягчения, а также на волне позитивных новостей от ЕЦБ и Банка Китая, также подтвердивших намерения расширять программы стимулирования экономики за счет вливания новых денежных средств и смягчения монетарной политики.

Основным позитивным моментом размещения стал значительный интерес инвесторов, прежде всего иностранных (97% бумаг было размещено на LSE в форме GDA, торги которыми начались 24 сентября) к акциям Сбербанка, что свидетельствует о высокой оценке его текущих финансовых показателей и дальнейших перспектив развития бизнеса крупнейшего российского банка.

Кроме того, в результате приватизации с 3 декабря вес обыкновенных акций банка в MSCI Russia Standard будет увеличен на 248 б.п. до 14,41%, а их вес в MSCI Russia 10/40 вырастет на 35 б.п. до 8,42% (вес привилегированных акций в этом же индексе уменьшится на 12 б.п. до 0,58%). Мы полагаем, что в среднесрочном диапазоне данная ребалансировка увеличит интерес к обыкновенным акциям банка со стороны крупных индексных фондов, что будет способствовать росту их котировок.



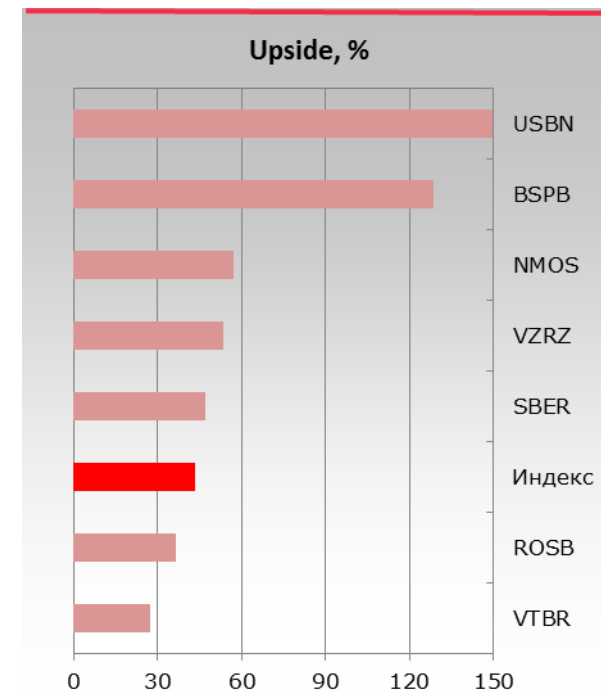
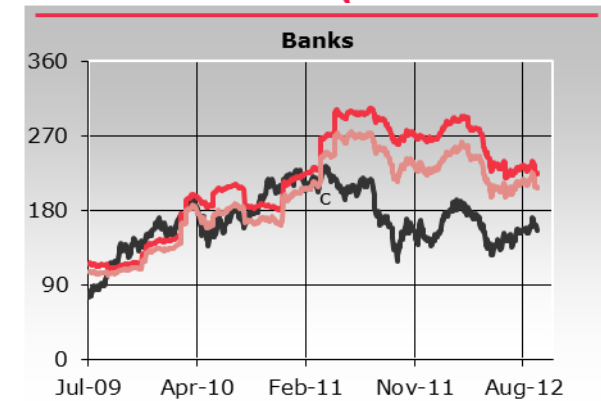
Определенный диссонанс в победные реляции монетарных властей относительно итогов SPO вносит тот факт, что еще в начале текущего года представители как ЦБ, так и Сбербанка заявляли, что намерены реализовать пакет акций банка по цене не ниже 100 руб. за 1 акцию. Столь значительное снижение планки свидетельствует о том, что в среднесрочной перспективе российские монетарные власти скептически настроены относительно дальнейшего вектора движения котировок акций банка.

Также 28 сентября Сбербанк сообщил о закрытии сделки по приобретению турецкого DenizBank. В сообщении банка говорится, что сумма сделки составила 2,79 млрд. евро. До конца года Сбербанк должен выплатить бывшему владельцу актива франко-бельгийской группе Dexia сумму, эквивалентную увеличению стоимости чистых активов DenizBank в период с 1 января до 28 сентября 2012 г., но не более 433 млн. турецких лир, что составляет порядка 188 млн. евро. В результате стоимость приобретения может оказаться выше, чем предполагало подписанное 8 июня соглашение, согласно которому 99,85% акций турецкого банка приобреталось у Dexia за \$3,5 млрд., что по текущему курсу составляет около 2,7 млрд. евро. Dexia со своей стороны сообщает, что с учетом дополнительных платежей и эффекта хеджирования она получит порядка 3,02 млрд. евро. В настоящее время мы настороженно относимся к зарубежным приобретениям Сбербанка, т.к. ситуация на международных финансовых рынках продолжает оставаться нестабильной, что может негативно отразиться на финансовых показателях как VBI, так и DenizBank, в результате чего Сбербанку придется направлять дополнительные средства для докапитализации «дочек». В краткосрочной перспективе новость о закрытии сделки по покупке DenizBank с премией к первоначальной цене может быть негативно воспринята участниками рынка.

Мы подтверждаем нашу рекомендацию **«покупать»** обыкновенные и привилегированные акции Сбербанка, считая их наиболее привлекательным вложением в акциях российского банковского сектора.

**ВТБ** вслед за Сбербанком сообщил о намерении вскоре провести SPO и привлечь порядка \$2 млрд. Мы полагаем, что размещение ВТБ вряд ли состоится ранее 2013 г., т.к. в настоящее время рынок не в состоянии «переварить» столь значительный объем предложений в акциях банковского сектора. Помимо этого, рыночная история ВТБ значительно менее успешна, чем у Сбербанка. Так, если SPO Сбербанка прошло по цене выше, чем в 2007 г. (89 руб. за 1 обыкновенную акцию), то котировки акций ВТБ продолжают дрейфовать существенно ниже уровней как народного IPO 2007г. (\$10,56 за GDR 13,6 коп.), так и SPO 2010 г. (\$6,25 за GDR и 9,1468 коп. за акцию). Наша рекомендация в отношении акций ВТБ – **«держать»**. ■

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





## Электроэнергетика

Сектор электроэнергетики продолжает демонстрировать опережающие темпы восстановления по сравнению с остальным рынком. В сентябре лидерами роста стали акции МРСК-Холдинга, ФСК ЕЭС и Мосэнерго. Потенциал роста отраслевого индекса Infina Electric Power на ближайшие полгода мы оцениваем в 22%.

### Отрасль

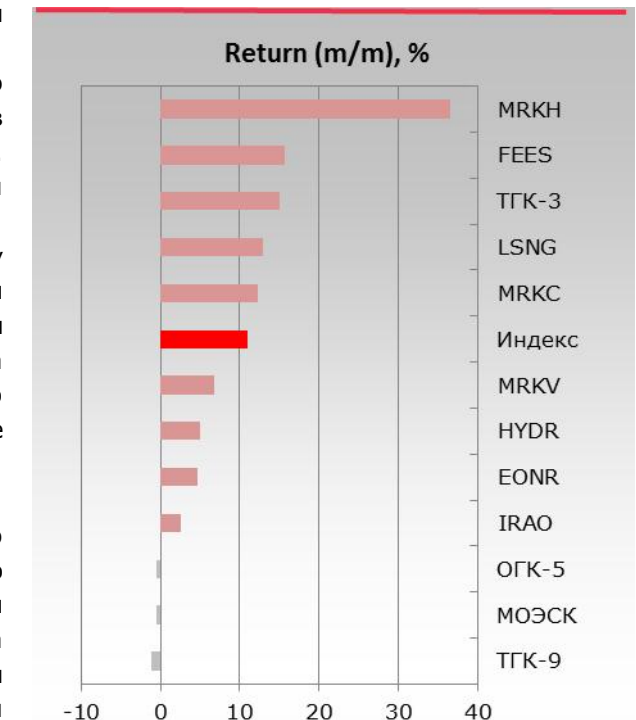
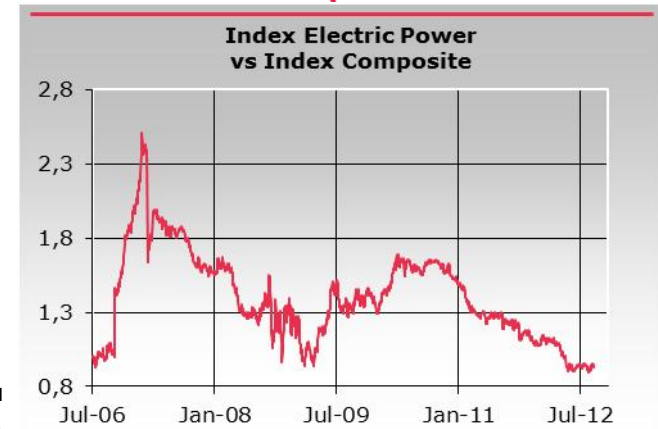
Правительство объявило о готовящихся изменениях действующей модели рынка электроэнергии и мощности с целью создания условий для более широкого привлечения частных инвестиций в отрасль и повышения отдачи на привлеченный капитал. Подготовку соответствующих предложений планируется завершить до конца 2012 г. с тем, чтобы начиная с 2014 г., перевести электроэнергетическую отрасль на новую модель энергорынка.

Важным событием для российской электроэнергетики стало подписание в сентябре соглашения о строительстве каскада ГЭС в Киргизии. В создаваемых СП российская ИнтерРАО ЕЭС получит 50% в УК Камбаратинская ГЭС1, а РусГидро достанется 50% в УК Верхненарынские электростанции. Суммарная стоимость строительства составит \$2,1 млрд. за счет средств, выделяемых РФ. Реализация указанных проектов принесет отечественным компаниям дополнительную выручку.

Схема объединения активов ФСК ЕЭС и МРСК-Холдинга в единую сетевую компанию по-прежнему остается открытой. По плану, предложенному МЭР и Минэнерго, на первом этапе предлагается проведение допэмиссии ФСК ЕЭС и внесение в ее капитал акций МРСК-Холдинга. На следующем этапе миноритариям ФСК будет предложен обмен собственными акциями Холдинга на допэмиссию ФСК, а оставшаяся доля миноритариев будет выкуплена с тем, чтобы довести долю ФСК в Холдинге до 100%. Заседание правительственной комиссии по вопросу объединения сетевых компаний ранее планировалось провести в конце сентября.

### Акции

**Интер РАО ЕЭС:** Компания готовится к завершению консолидации активов и переходу на единую акцию до конца этого года. Цена акций ИнтерРАО в ходе сентябрьского роста повысилась до максимума 0,0294 руб., который находится в непосредственной близости от принципиального уровня сопротивления 0,0295 руб. (МА200). В ходе последовавших вслед за этим продаж цена скорректировалась вниз и стабилизируется сейчас в окрестности 0,0268 руб. (МА60). Мы оцениваем данный уровень как благоприятную возможность для открытия длинных позиций с целевым ориентиром 0,0335 руб. на конец года. Наша оценка справедливой стоимости остается прежней (по итогам 2011 г.) и составляет 0,044-0,050 руб. (RV/FV), но есть риск понижения с учетом слабых итогов за 1 полугодие 2012 г.



**ФСК ЕЭС:** Цена акций ФСК ЕЭС на протяжении последних трех месяцев балансирует в окрестности среднесрочной скользящей средней МА60 (0,225 руб.). **Рекомендация – «держать».** Разрешение интриги вокруг схемы объединения ФСК и МРСК-Холдинга способно коренным образом изменить динамику акций ФСК. Возможный торговый диапазон по акциям ФСК до конца года мы оцениваем в пределах от 0,21 до 0,30 руб. Среди других возможных значимых событий отметим также намеченное на ноябрь решение правительства о тарифах для ФСК.

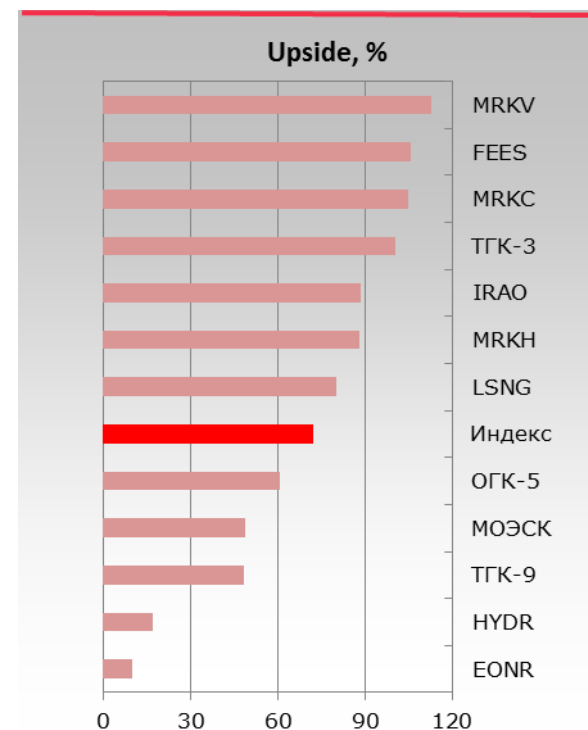
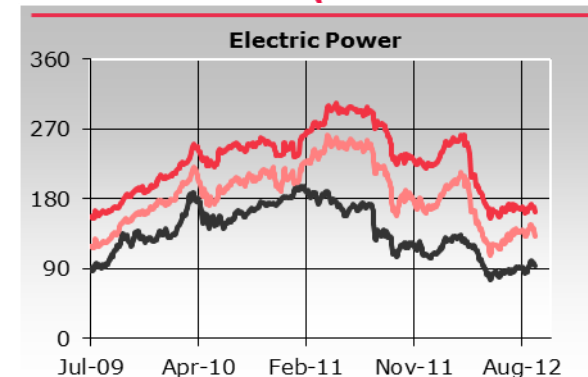
**МРСК Холдинг:** Финансовые результаты компании в 1 полугодии 2012 г. ухудшились, что явилось следствием ограничений роста тарифов. Несмотря на существенное снижение себестоимости прибыль до налогообложения сократилась на 37%, а прибыль на одну обыкновенную акцию – на 50% до 0,19 руб. Одновременно вырос чистый долг компании (на 42,8 млрд. руб.). С учетом итогов 6 месяцев 2012 г. мы понизили оценку справедливой стоимости акций до 3,0-4,5 руб. (RV/FV). Мы также понижаем свою рекомендацию со «спекулятивной покупки» до **«держать»**. Технический отскок в акциях МРСК-Холдинга, наблюдавшийся в течение сентября, в основном состоялся. Цена акций восстановилась до целевого уровня МА200 (2,35 руб.). Слабые итоги 1 полугодия никак не повлияли на текущие цены акций, поскольку основное внимание участников концентрируется сейчас вокруг схемы объединения Холдинга с ФСК ЕЭС. В случае снятия этой неопределенности цена акций может показать 50%-ный рост.

**РусГидро:** В правительстве прорабатывается решение о докапитализации компании за счет средств бюджета в размере 50,2 млрд. руб., которые предоставит Роснефтегаз в виде дивидендов за 2011 г. При этом отложен вариант непосредственного участия Роснефтегаза в уставном капитале РусГидро. Докапитализация РусГидро позволит улучшить ее финансовое положение и открывает новые возможности для развития бизнеса. По итогам работы в 1 полугодии 2012 г. компания увеличила фактическую выработку электроэнергии на 4,5%, а полезный отпуск – на 5,2%. Инвестиционная программа на 2012 г. составляет 98,3 млрд. руб., из которых за 6 месяцев 2012 г. было фактически освоено 44,6 млрд. руб. Справедливая стоимость акций РусГидро по итогам 1 полугодия 2012 г. составляет 0,80-1,0 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «держать».**

**Э.ОН Россия:** После прорыва технического сопротивления на уровне 2,75 руб. и достижения цели роста 2,90 руб. цена акций совершила возвратный ход к уровню поддержки на МА60 (2,64 руб.). Мы позитивно оцениваем перспективу продолжения роста в акциях ЭОН Россия и рекомендуем **«покупать»** на текущих уровнях. Целевой ориентир на конец года равен 3,35 руб. (повторение прошлогоднего максимума). Справедливая стоимость акций ЭОН.Россия, рассчитанная по итогам 1 полугодия 2012 г., составляет 2,65/3,0 руб. (RV/FV), но мы ждем роста финансовых показателей по итогам 2012 г.

**ОГК-5:** В случае пробоя уровня сопротивления на 1,91 руб. (МА200) цена акций ОГК-5 может показать рост до 2,0-2,20 руб. на конец года в рамках сохраняющейся восходящей тенденции. **Рекомендация – «покупать».** Благоприятные цены для покупки мы видим на уровне от 1,82 и ниже. С учетом финансовых результатов деятельности Компании по итогам 1 полугодия 2012 г. мы повысили оценку справедливой стоимости акций ОГК-5 до 2,35-2,90 руб. (RV/FV). ■

Александр Иванищев, ivanischev@infin.ru



## Телекоммуникации, Медиа и ИТ



Бумаги нашего индекса *Telecom, Media & IT* торговались в сентябре разнонаправленно, однако индекс по итогам месяца подрос на 6,2%. Бумаги *Yandex Group*, *Ростелекома*, *VimpelCom* и *СТС-Медиа* смотрелись лучше отраслевого индекса.

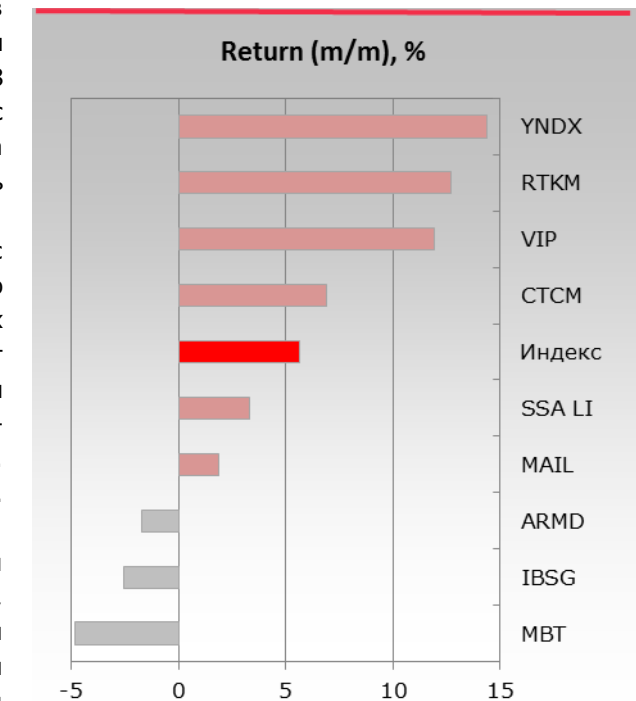
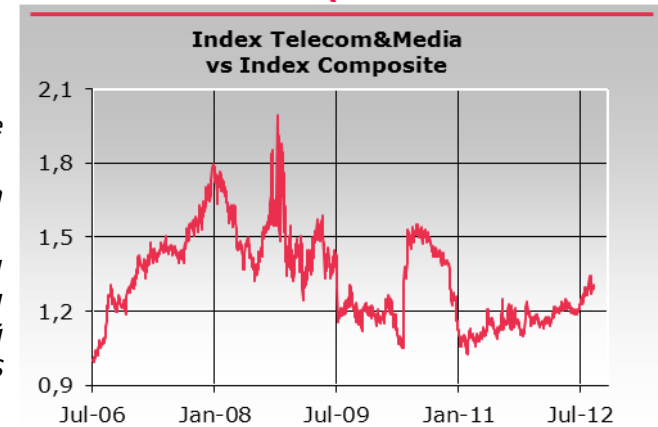
Аутсайдером по итогам сентября стали *МТС* (-4,9%), чьи расписки снижались на фоне внушительных списаний по итогам неурегулированного конфликта с властями Узбекистана. Слабый результат продемонстрировали бумаги ИТ-компаний: *Армады* и *IBS Group*.

### Ситуация в отрасли

В сентябре стало известно, что власти Москвы планируют провести до конца этого года конкурс среди операторов связи по строительству коммуникаций для сотовой связи и мобильного Интернета в московском метро. Победителю необходимо будет обеспечить покрытие 3G, 4G и Wi-Fi для пассажиров метро. Несмотря на предстоящие расходы, которые предварительно оцениваются в 7-8 млн. руб. на организацию покрытия на одной станции метро, идея кажется интересной, так как с учетом в среднем семимиллионного ежедневного пассажиропотока и растущего интереса пользователей к мобильного Интернету предоставление данных услуг в метро может стать дополнительным, хоть и не столь значительным источником прибыли для операторов связи.

Необходимо отметить, что у российских операторов все еще остается немало проблем с частотным спектром. Например, ГКРЧ собирается в ближайшее время ограничить минимальную ширину полосы для LTE в низких частотных диапазонах 10 МГц, что может лишить мобильных операторов части частотного спектра. Так как на прошедшем аукционе по распределению частот ведущие мобильные операторы получили по две частотные полосы по 7,5 МГц каждая, то даже при объединении частотных диапазонов часть спектра может быть утеряна. Кроме того, для запуска LTE-услуг в регионах необходима расчистка частотного спектра, что потребует времени и вложений. Поэтому полноценный запуск LTE-услуг, а тем более услуг 4G, мы не ожидаем в ближайшие два года. Скорее всего, в это время операторы смогут предложить только услуги в формате 2G и 3G.

**МТС:** Компания продолжила предпринимать попытки урегулировать конфликт с властями Узбекистана. Однако, несмотря на «заступничество» пяти членов Палаты представителей США, которые написали письмо президенту Узбекистана И. Каримову, активы узбекской «дочки» МТС были национализированы, а счета компании в Узбекистане на \$182 млн. заморожены в счет уплаты налоговых требований. Мы не ожидаем крупных дополнительных списаний или формирования резервов, т.к. представители МТС заявили, что общая оценка потери бизнеса в Узбекистане уже была учтена в списаниях, проведенных во 2 кв. 2012 г. Скорее всего, разрешение конфликтной ситуации



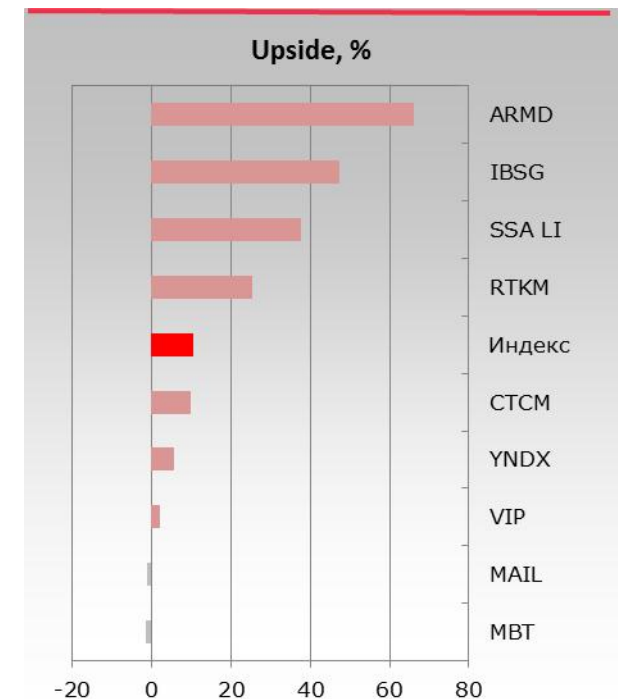
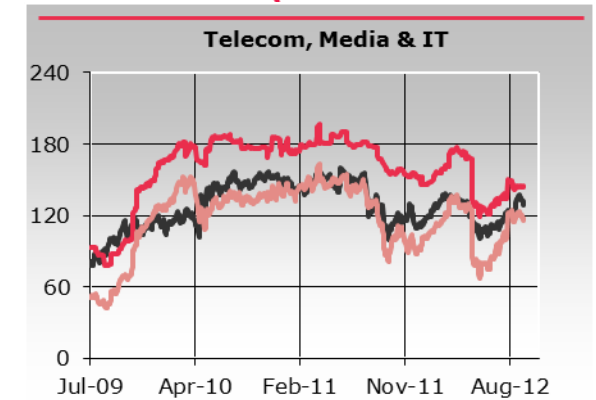
перетечет в политическую плоскость (напомним, что президент Узбекистана И. Каримов до сих пор воздерживался от предоставления комментариев относительно данного конфликта). Мы сохраняем рекомендацию «держат» расписки МТС, полагая, что они торгуются в пределах диапазона справедливой стоимости \$14,30-17,30.

**АФК Система:** В сентябре компания предоставила финансовую отчетность по US GAAP за 2 кв. 2012 г. Консолидированная выручка группы снизилась на 6,3% до \$8,1 млрд. по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. Показатель OIBDA уменьшился на 7,4% до \$2 млрд. г/г; маржа OIBDA составила 25,1%. Операционная прибыль без учета корректировки сократилась на 7,2% до \$1,2 млрд. г/г; операционная маржа составила 15,2%. Группа заявила о чистом убытке за 2 кв. 2012 г. в размере \$161,9 млн. по сравнению с чистой прибылью в \$332 млн. годом ранее. На результаты группы оказали влияние ослабление курса российского рубля против курса американского доллара и единовременное списание, связанное с обесценением и изъятием активов группы в Узбекистане.

Кроме того, АФК Система до сих пор не разрешила ситуацию вокруг своей индийской мобильной «дочки» SSTL. Напомним, что 21 из 22 лицензий последней ранее аннулировал индийский регулятор, разрешив при этом SSTL продолжить деятельность до января 2013 г. (до проведения конкурса на распределение частот в формате 2G). Уже была объявлена аукционная стоимость частот по 21 лицензии SSTL в размере \$3,3 млрд., которую группа посчитала чрезмерно завышенной, и пока не подтвердила своего участия в аукционе, намеченном на 15 января 2013 г. В случае невозобновления действия лицензий группе придется списать их стоимость, которая составляет \$600 млн. В случае прекращения работы SSTL АФК Система будет вынуждена списать обесцененные активы SSTL и выплатить большую часть долга SSTL, гарантированного АФК Системой (на конец 2 кв. 2012 г. общий долг SSTL составил \$1,4 млрд., по экспертным оценкам). Менеджмент АФК Системы заявил, что группа уже инвестировала в бизнес SSTL около \$2,4 млрд.

Таким образом, в случае неблагоприятного развития событий в Индии списания АФК Системы станут рекордными для российских мобильных операторов, что, несомненно, крайне отрицательно скажется на капитализации группы и рыночной цене бумаг компании. Однако принимая во внимание то, что 17% SSTL принадлежат Росимуществу, мы все же надеемся на благополучное завершение данного конфликта. Тем более что старший советник посольства России в Индии С. Кармалито сообщил, что проблемы SSTL будут обсуждаться на встрече президента РФ В. Путина и премьер-министра Индии М. Сингха в ноябре 2012 г.

Несмотря на выше обозначенные проблемы, АФК Система продолжает проявлять интерес к покупке новых активов. В сентябре в СМИ появилась информация о том, что АФК Система близка к завершению сделки по покупке доли в малазийском мобильном операторе Maxis Communications за \$3 млрд., который владеет 74% акций в индийском мобильном операторе Aircel. Aircel на данный момент является убыточной компанией (около \$250 млн. операционного убытка в год) с серьезными фискальными проблемами.



Тем не менее, в случае установления контроля за Aircel АФК Система получит абонентскую базу в 65 млн. клиентов, увеличив свою долю на относительно малоразвитом телекоммуникационном пространстве Индии до 9%. Мы неоднозначно воспринимаем деятельность группы в Индии. До сих пор не только не удалось вывести на безубыточный уровень SSTL, но и при имеющихся страновых рисках наладить нормальную операционную деятельность SSTL. В случае покупки Aircel АФК Система резко увеличит свой долг, нарушив комфортные на данный момент показатели долговой нагрузки. В случае дальнейшей реструктуризации SSTL и Aircel и присоединения убыточных активов к МТС (чего не исключает глава группы В. Евтушенков при достижении определенных условий) привлекательность бумаг МТС для инвесторов снизится.

В сентябре АФК Система также заявила, что выиграла конкурс по приватизации 100% ОАО «СГ-транс», предложив максимальную цену 22,77 млрд. руб., которая превысила первоначальную цену на 12,674 млрд. руб. Рынок негативно отреагировал на столь завышенную цену приобретенного актива, что моментально сказалось на цене акций АФК Системы.

Кроме того, АФК Система проявила интерес к покупке 25-процентной доли в ОАО «ПГК», которой на данный момент владеют РЖД. Цена предложения до проведения торгов не раскрывается.

Таким образом, АФК Система подтвердила, что продолжает действовать в рамках озвученной ранее стратегии, трансформируясь из холдинга в инвестиционный фонд и смещая усилия с активного управления дочерними компаниями на выбор вновь приобретаемых активов. Поэтому в настоящее время мы осторожно подходим к оценке бумаг компании, устанавливая диапазон справедливой стоимости расписок АФК Системы в пределах \$19-28 за штуку и рекомендуя их держать.

**VimpelCom Ltd.:** В сентябре не удалось урегулировать конфликт между основными акционерами компании (см. наши предыдущие Компасы). Группа депутатов Госдумы РФ обратилась к премьер-министру РФ Д. Медведеву, главе ФАС И. Артемьеву и генпрокурору Ю. Чайке с просьбой запретить Telenor реализовывать опцион по выкупу 3,48% акций, который позволит Telenor стать контролирующим владельцем ОАО «Вымпелком». Депутаты обратили внимание на то, что сделка между Telenor и Weather не была одобрена Комиссией по контролю над иностранными инвестициями в стратегические предприятия, к которым относится Вымпелком, и вызвала претензии со стороны ФАС. Telenor, в свою очередь, заявила, что не может не исполнить опцион до 1 октября, так как в противном случае получит судебные иски из США. После обращения депутатов офис Telenor в Москве посетили судебные приставы в сопровождении спецназовцев с целью изъятия документов об исполнении опциона. К сожалению, до сих пор стороны не пришли к мировому соглашению; рассмотрение иска ФАС в суде назначено на 17 октября. Вероятно, что обеспечительные меры, наложенные ранее Арбитражным судом Москвы, не будут сняты в случае реализации Telenor опциона. Это негативно скажется на привлекательности бумаг VimpelCom для инвесторов (особенно перед IPO Мегафона), так как лишит возможности ОАО «Вымпелком» выплачивать дивиденды, что в условиях жесткой конкуренции среди российских операторов связи, находящихся на зрелой стадии развития, крайне важно.

Рост котировок VimpelCom, наблюдавшийся в последние два месяца, на наш взгляд, близок к завершению. С учетом всего сказанного мы сохраняем рекомендацию «держать» расписки компании и подтверждаем диапазон

справедливой стоимости \$9,70-12,16 за штуку.

**Ростелеком:** Процесс присоединения Связьинвеста к Ростелекому вышел на новую стадию. Во-первых, Связьинвест решил избавиться от непрофильных активов, выставив на продажу доли в трех непрофильных структурах. Во-вторых, совет директоров Связьинвеста одобрил сделку по продаже дополнительных акций Ростелекому и Росимуществу. В-третьих, совет директоров Ростелекома утвердил цену выкупа акций допэмиссии Связьинвеста в размере 12,26 руб. за бумагу. Ростелеком приобретет 140315 млн. обыкновенных акций, или 25% всего объема допэмиссии, потратив на выкуп 1,72 млрд. руб. Росимущество получит 420946 млн. акций Связьинвеста, или 75% допэмиссии в обмен на доли государства в ряде компаний: ОАО «Башинформсвязь», ОАО «Ингушэлектросвязь», ОАО «Центральный телеграф» (обыкновенные и привилегированные акции), ОАО «Чукоткасвязьинформ», ОАО «ММТС-9». С учетом передачи доли Росимущества Ростелекому последний выставил оферту акционерам Башинформсвязи по цене 11,42449 на акцию. Ростелеком собирается выкупить 570645229 акций Башинформсвязи.

В сентябре Ростелеком приступил к строительству сетей связи 3G в Подмосковье, которые планирует запустить во второй половине 2013 г. В 2012 г. Ростелеком запустит сети 3G в 28 регионах РФ. Кроме того, менеджмент компании подтвердил планы о выходе на мобильный рынок столицы в ходе реализации плана по завоеванию 10% мобильного рынка Москвы к 2015 г., что после присоединения Скай Линка с его лицензиями и необходимыми частотами становится вполне возможным. В прошедшем месяце компания начала судебное разбирательство с ООО «Скартел» о доступе к сети Скартел, что позволило бы Ростелекому оказывать услуги стандарта LTE по модели MVNO. Со Скартел у Ростелекома был подписан договор о сотрудничестве, но не был заключен основной договор, который бы и позволил начать коммерческую эксплуатацию сети Скартел с 1 сентября. В судебном порядке Ростелеком пытается получить доступ к этой сети.

Однако, несмотря на все попытки менеджмента Ростелекома оптимизировать структуру расходов и увеличить рентабельность бизнеса, глава Минкомсвязи Н. Никифоров остается недовольным стратегией развития компании, ее инвестпрограммой и командой управляющих. В сентябре стало известно, что Минкомсвязи вносило предложение по смене состава совета директоров и управленческой команды Ростелекома, но пока эти предложения не были одобрены администрацией президента РФ.

Мы продолжаем видеть в обыкновенных акциях компании потенциал роста до \$4,97-5,40 за бумагу, сохраняя при этом рекомендацию «покупать».

**СТС-Медиа:** В сентябре стало известно, что один из совладельцев компании Telcrest - компания Итера - продал свою долю в СТС-Медиа другому совладельцу Telcrest – компании Медиасет. По состоянию на 04 сентября 2012 г. крупнейшими акционерами СТС-Медиа остаются шведская Modern Times Group (38,2% акций медиа-холдинга) и Telcrest (25,17% акций). Так как, по сути, смены собственника бумаг СТС-Медиа не произошло, новость никак не повлияла на рыночную цену расписок компании. Мы подтверждаем рекомендацию «держаться» ADR СТС-Медиа и сохраняем диапазон справедливой стоимости в пределах \$8,67-10,0 за расписку.

**Yandex Group:** Компания первой среди крупных российских провайдеров открыла пользователям доступ к сервису «Яндекс.Диск», который является облачным хранилищем данных. Первоначально компания предоставила 10 Гб бесплатного дискового пространства для каждого пользователя. Позже сервис будет привязан к другим сервисам Yandex и увеличится до 20 Гб для каждого пользователя. Компания пока не сообщает, станет ли данный сервис платным, однако даже предоставление подобного сервиса пользователям России, Украины, Казахстана, Белоруссии и Турции подтверждает технологические и инфраструктурные преимущества Yandex по сравнению с другими российскими Интернет-провайдерами.

Кроме того, Yandex запускает свой собственный Интернет-браузер, который поддерживает операционные системы Windows и Mac OS и интегрирован с навигационными, поисковыми, облачными и антивирусными сервисами Yandex.

В настоящий момент расписки группы торгуются в пределах диапазона справедливой стоимости \$22,0-25,51, и мы подтверждаем рекомендацию «держаться» АДР в инвестиционных целях.

**Mail.ru Group:** В сентябре компания предоставила финансовую отчетность по МСФО за 1 полугодие 2012 г. Согласно отчетности выручка группы выросла на 48,8% до 9693 млрд. руб. против 6516 млрд. руб. в 1 полугодии 2011 г. Показатель EBITDA вырос на 60,2% до 5318 млрд. руб. против 3320 млрд. руб. годом ранее. Чистая прибыль группы увеличилась на 66% до 4003 млрд. руб. по сравнению с 2409 млрд. руб. в 1 полугодии 2011 г. Комментируя финансовые результаты, представители Mail.ru заявили, что показатель выручки по итогам 2012 г. вырастет на 40%, маржа по EBITDA составит 50-53%. Основными источниками дохода группы остаются платные социальные сервисы (community IVAS) и многопользовательские игры, в то время как сегмент on-line рекламы начал «пробуксовывать» по сравнению с динамикой российского рынка Интернет-рекламы (35% против 45% соответственно, по данным АКАР).

В конце месяца один из основателей группы Г. Фингер конвертировал 12 млн. акций класса «А» в обыкновенные акции и продал расписки на эти акции широкому кругу инвесторов по цене \$34 за штуку. Объем сделки составил \$408 млн. В результате конвертации выросли голосующие доли основных акционеров Mail.ru: доля NMT – до 32,66%, доля Ardoe Finance Ltd. – до 27,96%. Обе компании принадлежат бизнес-структурам А. Усманова. Совокупная доля двух компаний увеличилась с 50,4% до 60,6%. Доля третьего мажоритарно акционера Mail.ru – южноафриканского медиахолдинга Naspers – осталась на уровне 35%. Неплохая финансовая отчетность группы вызвала рост капитализации компании, в то время как продажа доли одного из совладельцев группы на открытом рынке обрушила котировки Mail.ru.

В силу того, что инвестиции Mail.ru в другие компании технологического сектора остаются на крайне высоком уровне, да еще в СМИ появилась информация о том, что в ближайшее время А. Усманов отойдет от активного управления подконтрольными ему компаниями, мы с осторожностью подходим к оценке справедливой стоимости расписок группы. Из-за повышенной волатильности бумаг Facebook, Groupon и Zynga в расписках Mail.ru сохраняется неплохой потенциал для спекулятивной игры. В инвестиционных целях мы пока придерживаемся рекомендации «продавать», т.к. рыночная цена АДР группы выше нашего диапазона справедливой стоимости \$28,0-33,0. ■

---

*Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru*



## Потребительский сектор

Отраслевой индекс акций потребительского сектора в сентябре вырос на 3,8%, показав слабый результат. Лидерами роста стали акции Верофарма (+7,4%), Аптеки 36,6 (+5,5%) и Протек (+5%). В аутсайдерах по итогам месяца оказались бумаги Дикси (-7,4%), Фармстандарт (-6,4%), М.Видео (-5,8%).

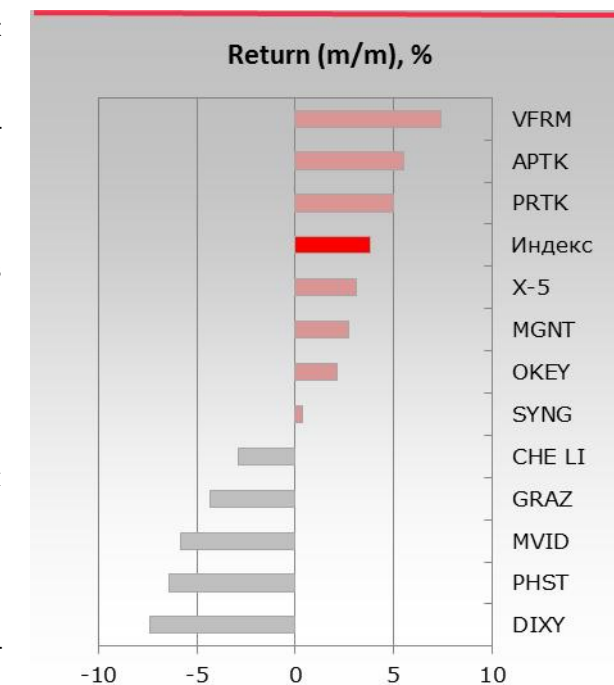
На фоне неблагоприятной ситуации в Европе и США, а также сильной засухи, из-за которой снизился урожай кукурузы и зерновых, цены на пшеницу в России обновляют исторические максимумы. Однако в данный момент, по сообщению вице-преьера А. Дворковича, правительство охлаждать рынок товарными интервенциями не намерено (в фонде хранится 4,8 млн. т пшеницы, ячменя и ржи). Правительство не планирует применять ограничительные меры по отношению к сельскохозяйственному рынку, а экспорт зерна будет проходить в обычном режиме. По прогнозам МЭР, урожай зерна в РФ в этом году может составить 72-73 млн. т против 94,2 млн. т в прошлом году, экспортный потенциал в целом по сезону оценивается на уровне 10-14 млн. тонн против 27,2 млн. т годом ранее.

Удорожание зерновых культур подстегивает рост цен на товары и услуги в целом, придавая импульс инфляции. По сообщению МЭР, инфляционное давление на потребителя возрастет сильнее, чем ожидалось. МЭР ухудшило инфляционные ожидания с 5-6% до 7% на 2012 г. А. Белоусов подчеркнул, что сохраняют высокие риски, связанные с ростом цен на зерно.

**Риски:** Недавнее повышение ставки рефинансирования ЦБ РФ приведет к удорожанию рублевых кредитов для населения. Сокращение объемов кредитования может снизить объемы потребления товаров, что негативно отразится на выручке ритейлеров и экономике. Также сохраняется возможность углубления европейского кризиса, и, как следствие, снижение потребительской активности населения. В условиях нестабильности на мировых финансовых рынках и экономиках стран ближнего зарубежья, в том числе и европейских, может возрасти доля сбережений в общем объеме располагаемых доходов населения.

### Ритейл

**Магнит:** Менеджмент компании на основании анализа продаж июля, августа и сентября текущего года повысил прогноз по росту выручки на 2012 г. до 30-32% с 25-30%. В 2013 г. Магнит ожидает рост выручки на 25-27%, рост маржи по EBITDA на 9-9,5%, Net Debt/EBITDA на уровне 1,4х-1,6х. Пересмотр прогнозов ожидаем, высокие темпы роста операционных показателей на фоне динамичного органического развития и сильных данных по LFL-продажам не могли не сказаться на общих финансовых показателях ритейлера.



Магнит также повысил прогноз по открытию магазинов по итогам 2012 г.: к концу года планируется открытие 100 магазинов «у дома» (прежнее значение 800 магазинов), 500 магазинов косметики (ранее 550). На дату анонсирования новости было открыто около 420 магазинов «у дома», 226 косметических магазинов. Следовательно, в 4 кв. мы увидим значительное ускорение открытия торговых точек. Наша рекомендация по бумагам компании **«держать»**, RV/FV \$124–\$150,2.

**М.Видео:** Ритейлер цифровой и компьютерной техники провел вторичное размещение на российском фондовом рынке. Продажа акций была осуществлена по нижней границе заявленного диапазона – 255 руб. Полный объем размещения составил 4,6 млрд. руб. (или \$146 млн.). Компания реализовала около 18 млн. акций, что соответствует 10% уставного капитала. До размещение у Svece LTD (компания, владеющая М.Видео) было 70% акций. Источник, близкий к акционерам, сообщил, что основная цель размещения – повышение ликвидности компании. У М.Видео отличные рыночные показатели и нулевая долговая нагрузка, единственное ограничение – низкая ликвидность.

Владельцы компании продали акции на фондовом рынке с дисконтом, что и обусловило дальнейшее негативное движение в бумагах. Однако мы считаем, что в краткосрочной перспективе акции останутся без изменений. Также после завершения процедуры продажи главный акционер А. Тынкован сообщил, что в планах Svece LTD сокращение доли до 57%, тем самым увеличив количество акций в свободном обращении до 30%.

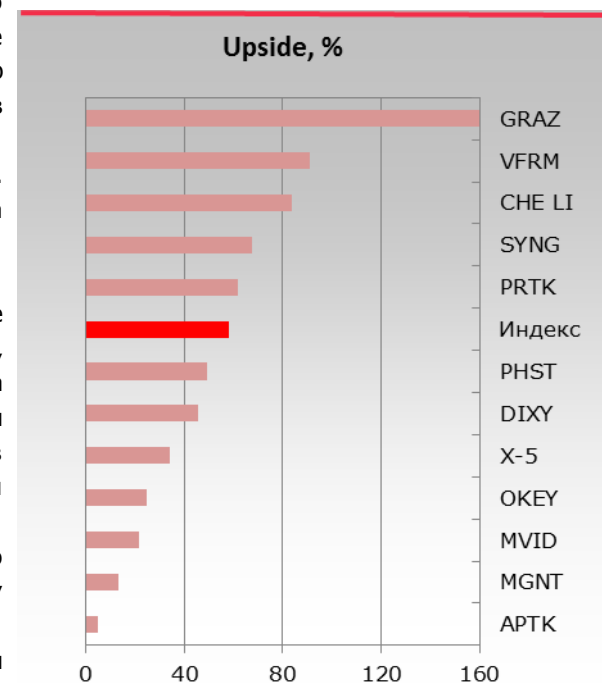
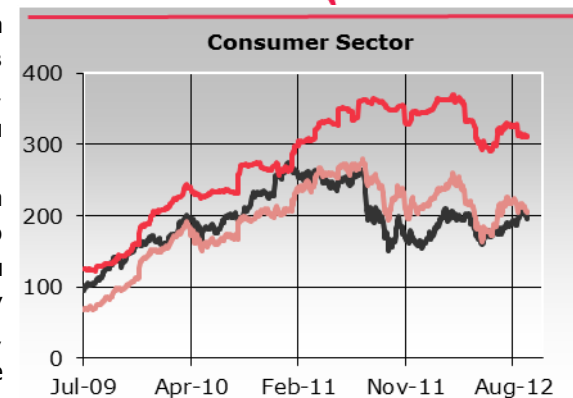
У М.Видео огромные возможности и потенциал для развития основного бизнеса. На 2012 г. компания запланировала открытие 35 магазинов, в 1 полугодие было открыто 17 магазинов. Наша рекомендация по бумагам компании **«держать»**, RV/FV \$10,1–\$10,4.

#### Продукты питания

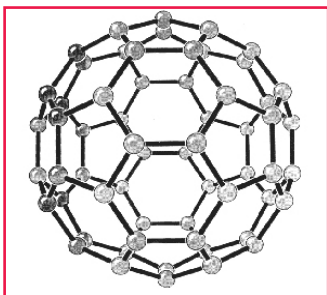
**Группа Черкизово:** Компания опубликовала сильную финансовую отчетность за 1 полугодие 2012 г. по стандартам МСФО. Выручка от реализации продукции выросла на 8,7% до \$749,3 млн., операционная прибыль – на 42% до \$107,8 млн., чистая прибыль – на 48% до \$99,4 млн. Группа продемонстрировала впечатляющие результаты продаж в ключевых сегментах: продолжается интенсивный рост в птицеводческом сегменте (+34% г/г), также наблюдается уверенный рост в свиноводстве (+14% г/г). Динамика цен на продовольственном рынке остается благоприятной для компании.

Себестоимость реализованной продукции выросла, большой вклад внесли расходы на заработную плату, однако стоимость сырья и затраты на реализацию продукции снизились, благодаря чему валовая рентабельность выросла до 28%.

Несмотря на сильные финансовые результаты производителя продуктов питания мы понижаем диапазон справедливой стоимости акций до RV/FV \$17,3–\$21,1 за акцию. Рекомендация **«покупать»** сохранена. ■



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



## Химия и нефтехимия

В сентябре отраслевой индекс Chemistry вырос на 4,9%  
 В лидерах роста: Дорогобуж (+14,4%), Метафракс (+9,4%),  
 Уралкалий (+7,9%). Наиболее слабо выглядели бумаги Апатита (-  
 29,1%).

### Минеральные удобрения

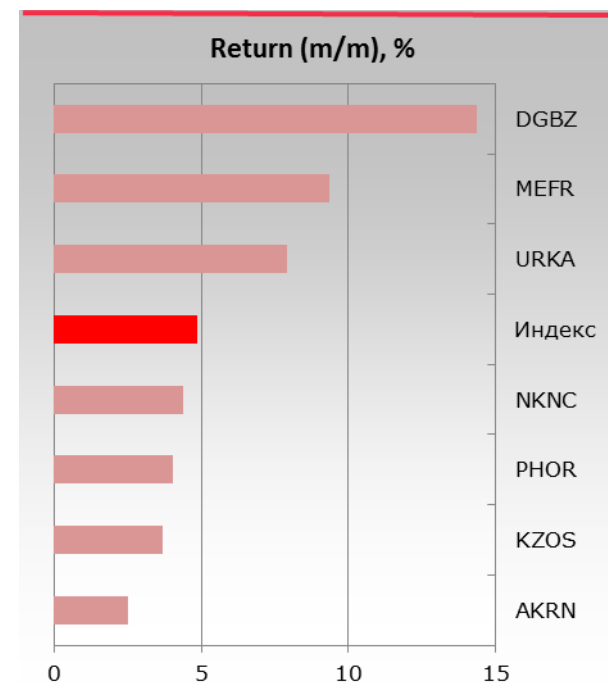
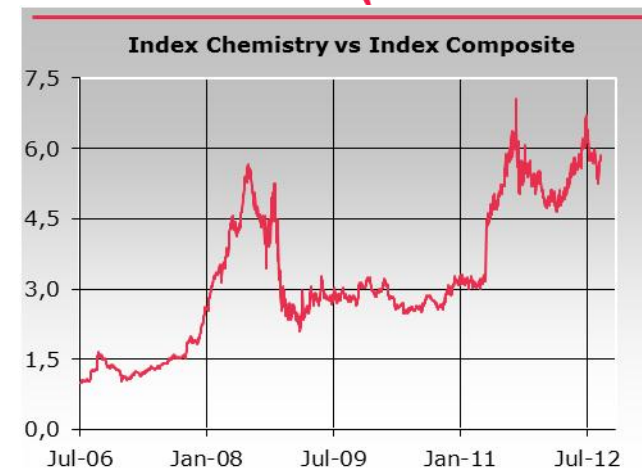
**ФосАгро:** Холдинг выиграл аукцион по покупке Апатита, предложив наивысшую цену 11,1 млрд. руб. за 26,67% акций. Сумма, уплаченная за пакет, является приемлемой для ФосАгро и не доставит неудобств, учитывая сильное финансовое положение и низкую долговую нагрузку. По итогам 1 полугодия 2012 г. соотношение Net Debt/EBITDA составило 0,43x. После завершения сделки показатель не превысит 1x.

После тендера доля Фосагро в Апатите превысила порог в 75%. Следовательно, компания должна выставить оферту, предложение, скорее всего, будет выставлено по цене приобретения акций на аукционе. Благодаря покупке производителя апатитового концентрата компания ФосАгро сможет окончательно оптимизировать структуру бизнеса, предварительно выкупив оставшиеся в свободном обращении акции.

Несмотря на небольшое снижение чистой прибыли и рентабельности по EBITDA в 1 полугодия 2012 г., мы считаем акции компании привлекательными для покупок. Рекомендация «покупать», RV/FV \$16,3-\$19,3.

**Уралкалий:** Крупнейший российский производитель хлоркалия опубликовал финансовую отчетность по итогам 1 полугодия 2012 г. Выручка компании выросла на 13,2% до \$2,2 млрд., EBITDA – на 33% до \$1,4 млрд. Рентабельность по EBITDA достигла рекордного уровня 74%. Компания добилась высоких результатов, находящих свое отражение в позитивной конъюнктуре рынка минеральных удобрений. В 1 кв. потребители действовали осторожно, используя удобрения с собственных складов, что сказывалось на заказах. Однако уже к началу посевного сезона начались активные закупки калия, и спрос восстановился. В результате финансовые показатели достигли целевых уровней, а синергетический эффект позволил достичь рекордных результатов. Чистый долг компании на конец июня 2012 г. был равен \$2,2 млрд., что составляет 0,8x по отношению к показателю EBITDA за последние 12 месяцев.

Уралкалий и Беларуськалий сумели договориться о поставках сырья через БКК, а также решили создать нового общего трейдера Союзкалий. В структуре Союзкалия продажи будут распределяться поровну, причем вне зависимости от реальных объемов производства.



## Нефтехимия

**Нижнекамскнефтехим:** Компания опубликовала финансовые результаты по итогам 1 полугодия 2012 г. Выручка от реализации продукции выросла на 11,4% до 68,3 млрд. руб. В структурном разрезе наибольший вклад внесли продажи каучуков, увеличившиеся на 21,2%. EBITDA в 1 полугодии 2012 г. выросла на 8,5% до 12,4 млрд. руб., чистая прибыль – на 0,7% г/г. Положительные финансовые результаты были обусловлены ростом внутреннего спроса на продукцию компании, благоприятной конъюнктурой рынка, оптимальной загрузкой производственных мощностей. До конца текущего года НКНХ планирует запустить установку по производству АБС-пластиков мощностью 60 тыс. т в год, а также завершить ряд проектов по наращению мощностей каучуков.

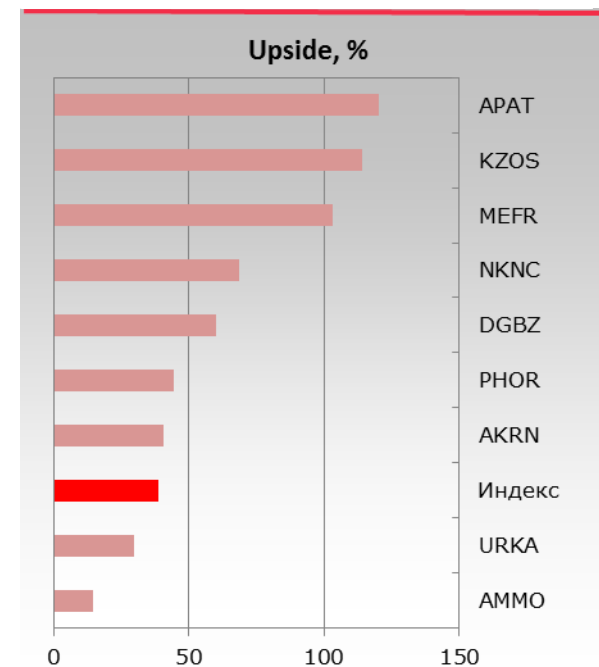
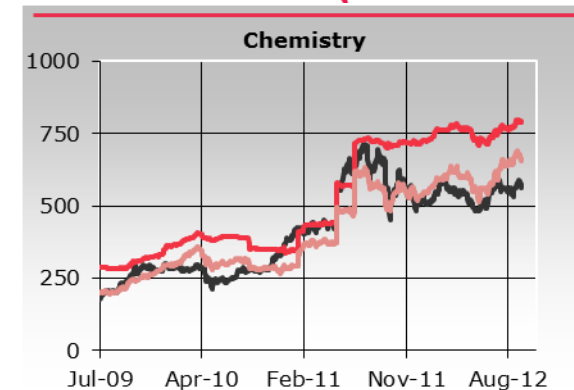
**Метафракс:** 21 сентября совет директоров Метафракс рекомендовал акционерам на внеочередном общем собрании 29 октября принять решение о выплате промежуточных дивидендов за 9 месяцев текущего года из расчета 3,1 рубля на обыкновенную акцию номиналом 1 рубль.

**Казаньоргсинтез:** Компания в конце сентября остановила производственные мощности на плановый профилактический ремонт. Загрузку мощностей начали снижать еще в середине сентября, а к концу месяца производство было полностью остановлено. На операционные и финансовые показатели приостановка производства не повлияет.

В первую неделю сентября стоимость ПЭНД выросла на 30-35 тыс. за тонну, что было спровоцировано плановым ремонтом на производственных мощностях Ставролена и Газпром Нефтехим Салавата. Рост цен, пусть и кратковременный, позитивен для компании, поскольку она имеет подписанные контракты на поставку сырья производителям пленочной продукции и ПЭ-труб.

Компании нефтехимического сектора характеризуются экстремально низкой ликвидностью, поэтому потенциал роста бумаг и возможности приобретения их ограничены. Наши рекомендации: Нижнекамскнефтехим – «покупать», Метафракс – «покупать», Казаньоргсинтез – «держать». ■

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





## Транспортный сектор

По итогам сентября транспортный индекс Инфина вырос на 4%. Наилучший результат продемонстрировали бумаги Глобалтранса (10,5%), Ютэйр(+10,5%) на фоне позитивных корпоративных новостей. В аутсайдерах – Феско (-3,4%), НМТП (-2,2%), Глобалпортс (-0,9%).

### Контейнерные перевозки

Контейнерный оборот по всем бассейнам и стивидорам за 8 мес. 2012 г. вырос примерно на 7,5% до 3,3 млн. TEU. Грузовые перевозки выросли на 11% до 2,2 млн., порожние почти не изменились, прибавив 1% до 1,1 млн. TEU. В Балтийском бассейне оборот вырос на 5% до 1,9 млн. TEU, в Дальневосточном бассейне рост составил 18% до 850 тыс. TEU, в Черноморском бассейне – 1,6% до 461 тыс. TEU.

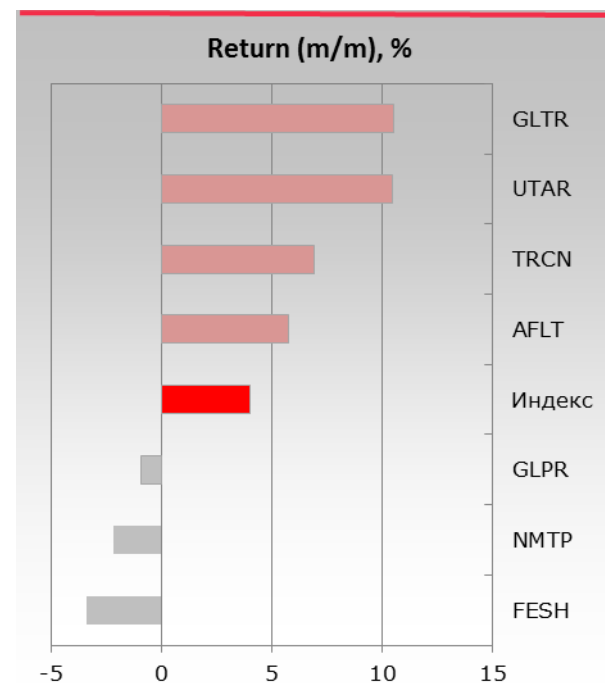
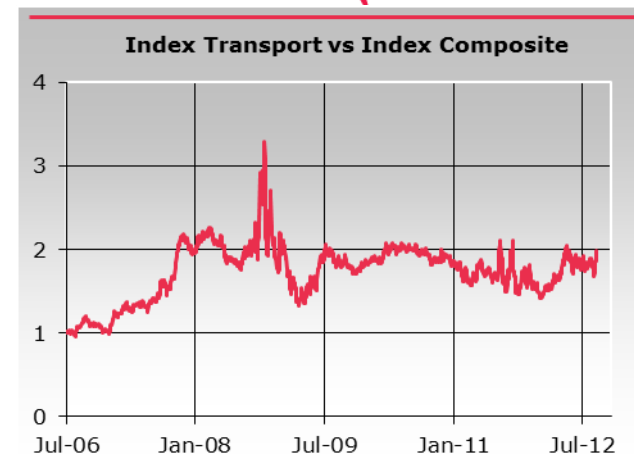
**Глобалтранс:** Перевозчик представил отчетность по МСФО за 1 полугодие 2012 г. Выручка компании выросла на 10% до \$664,7 млн., EBITDA – на 28% до \$328 млн., чистая прибыль почти не изменилась и составила \$159,5 млн.

Производственные показатели компании ухудшились: грузооборот компании снизился на 7% до 53 млрд. ткм, объем перевозки грузов – на 6% до 34,2 млн. т. Перевозки уменьшились в связи с тем, что снижение арендованных вагонов произошло до получения новых собственных. В рамках реализации программы замещения арендованного парка на собственные вагоны было приобретено около 11 тыс. вагонов, а в мае 2012 г. приобрела 100% акций Металлоинвесттранса за \$540 млн. В результате арендованный парк сократился вдвое, а собственный парк вырос на 47%. Руководство компании подтвердило дальнейшие планы по скупке конкурентов, в том числе дочерних операторов Evraz Group и ММК).

Наша рекомендация по бумагам компании **«держать»**, RV/FV \$19,9–\$24,7.

### Авиаперевозки

Ключевые игроки авиаперевозок опубликовали операционные результаты, последним был Аэрофлот. Ситуация не изменилась: бесспорным лидером отрасли остается Аэрофлот, который перевез 11,6 млн. пассажиров, на втором месте – Трансаэро с результатом в 6,9 млн., и замыкает рейтинг Ютэйр, перевезший 5,7 млн. пассажиров. Несмотря на хорошие показатели, разрыв между Трансаэро и Аэрофлотом увеличился: в январе-июле Аэрофлот опережал Трансаэро на 4,1 млн. перевезенных пассажиров. Ютэйр тем временем продолжает наращивать перевозки на внутреннем рынке уверенными темпами.



Динамичный рост операционных показателей перевозчиков несомненно позитивный фактор для российского рынка, компании борются за потребителя. Однако на фоне роста производственных показателей значительно увеличится и долговая нагрузка авиакомпаний, которые не только обновляют парки судов, но и расширяют их, наращивая долговую нагрузку.

Наши рекомендации по бумагам: Аэрофлот – **«покупать»**, RV/FV \$1,67–\$2,04; Ютэйр – **«держать»**, RV/FV \$0,46–\$0,81.

#### Морские перевозки

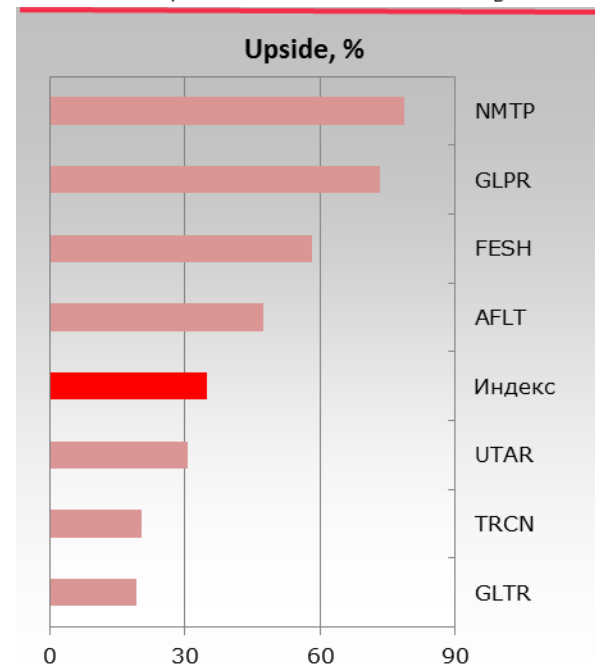
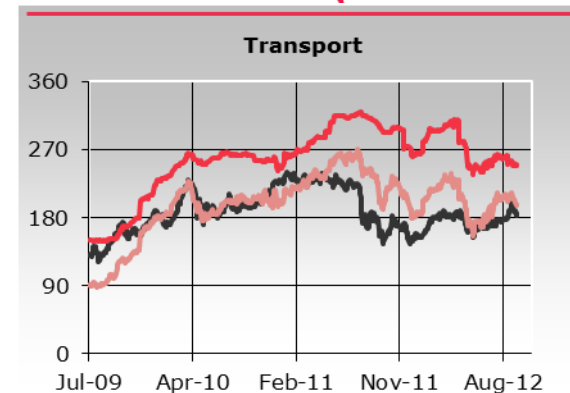
**НМТП:** По сообщению первого вице-преьера Игоря Шувалова, НМТП и СГ-Транс могут быть приватизированы до конца года, однако для этого должны сложиться определенные обстоятельства. Правительство РФ выбрало банк UBS организатором приватизации 20% НМТП.

В конце сентября НМТП заключило соглашение с администрацией города Новороссийска о реализации инвестиционного проекта: в планах увеличение пропускной способности контейнерного терминала до 700 тыс. TEU в год, объем инвестиций оценивается на уровне 6,4 млрд. руб.

Грузооборот НМТП за 8 мес. 2012 г. вырос на 4,1% до 107,8 млн. т по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Перевалка наливных грузов выросла на 2,7% г/г, суммарный объем перевалки сырой нефти и нефтепродуктов составил 76 млн. т (+2,1% г/г). Контейнерный оборот увеличился на 3,3%. В отчетном периоде операционные показатели росли ниже рыночных уровней, это вызвано наводнением в Краснодарском крае в июле.

НМТП обладает крупными финансовыми ресурсами и входит в состав инвестиционной группы Сумма, что делает стивидорную компанию наиболее гибким и устойчивым игроком на рынке. Мы рекомендуем **«покупать»** акции порта, RV/FV \$0,12–\$0,16. ■

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





**Вячеслав Федоринов, Генеральный директор**

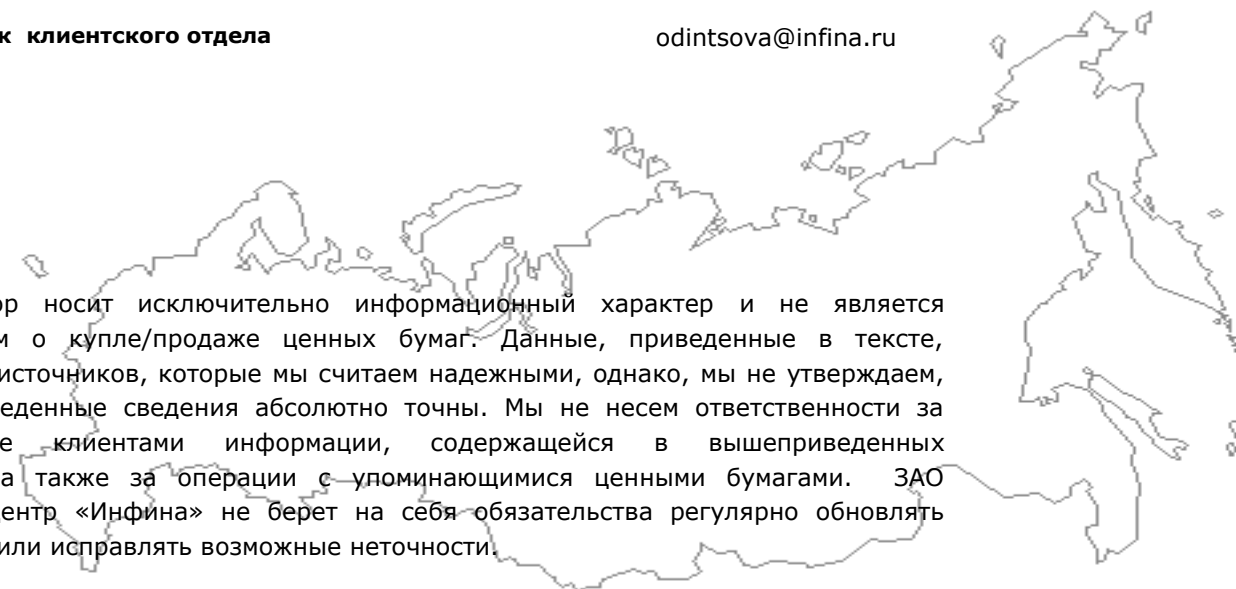
fedorinov@infina.ru

**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.