

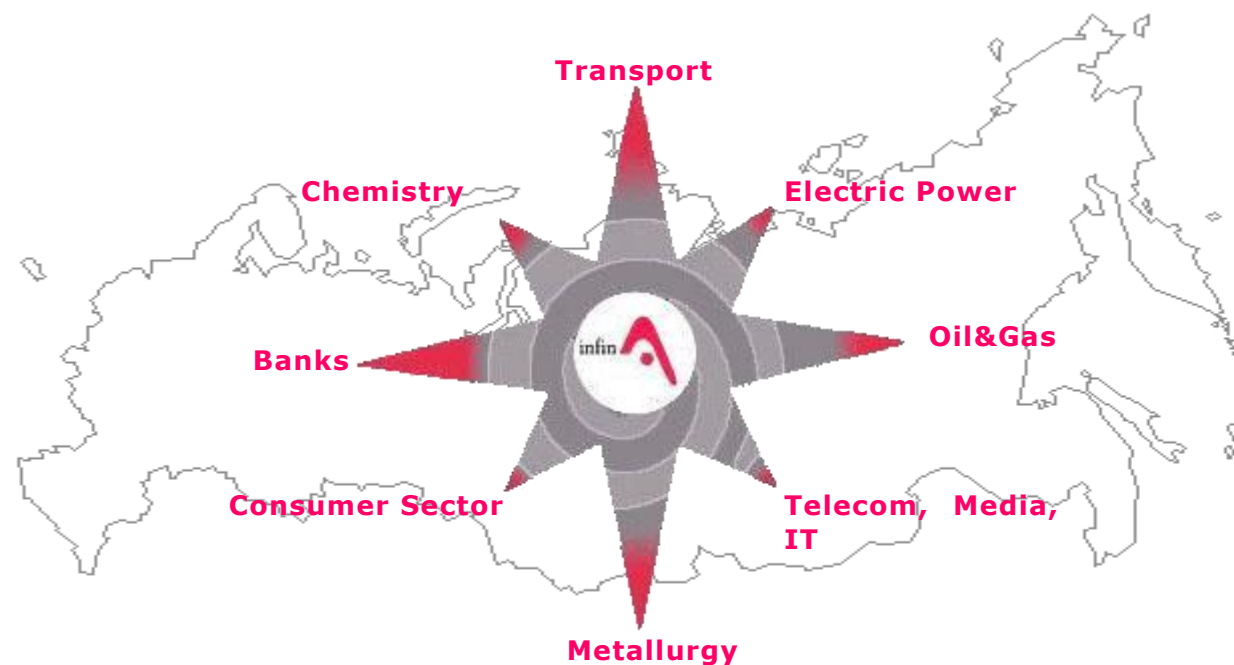
Инвестиционный Компас

Россия

Сентябрь 2012 г.

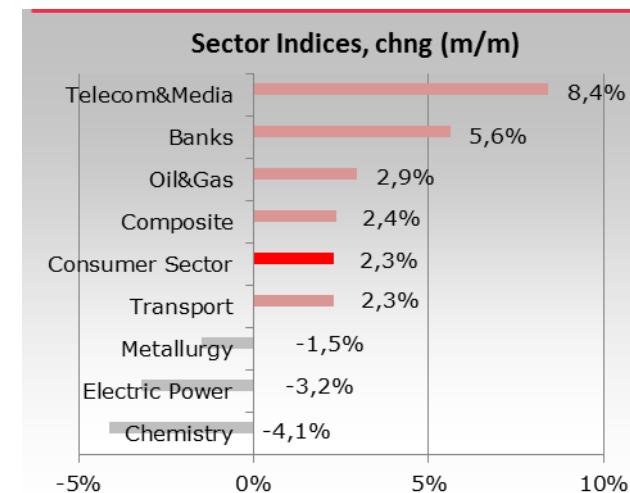
Содержание

- **Фондовые индексы ФЦ «Инфина»:
Итоги августа 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 августа 2012 г.

INFINA Index	Weight	Last Value	Fair Value	Risk Value	Chng. 1 M, %	Chng. 2M, %	Chng. 3M, %	Chng. YTD, %
COMPOSITE		94,37	150,69	125,57	2,4	3,6	10,9	-0,4
Oil&Gas	50,4%	68,51	117,81	98,27	2,9	3,7	10,8	-2,6
Metallurgy	10,7%	90,54	134,76	115,33	-1,5	-4,6	0,0	-9,2
Banks	11,5%	154,01	229,45	211,18	5,6	7,0	17,3	11,4
Electric Power	6,1%	84,73	162,09	130,72	-3,2	3,2	8,5	-17,7
Telecom&Media	9,4%	123,20	144,24	115,63	8,4	12,1	18,8	10,5
Consumer Sector	3,4%	189,15	328,45	215,29	2,3	5,7	16,8	20,0
Chemistry	4,6%	550,55	766,03	644,27	-4,1	0,1	11,8	4,7
Transport	1,5%	178,51	262,13	205,09	2,3	4,1	11,1	-2,7



Лидеры

Сектор телекоммуникаций показал в августе опережающий рост благодаря вкладу акций Ростелекома и Вымпелкома. ADR Вымпелкома росли на фоне хорошей отчетности за 2 кв. и продолжающейся скупки акций крупными акционерами.

Банковский сектор также был в числе лидеров. Здесь сильнее рынка выросли акции Сбербанка на фоне опубликованных результатов за 2 кв., а также акции Банка Санкт-Петербург. В электроэнергетике лидерами роста стали акции, входящие в КЭС-Холдинг (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7 и ТГК-9), на слухах о предстоящем их объединении на базе ТГК-9. В химическом секторе отличный результат показали акции Казаньоргсинтез, отчитавшегося об удвоении чистой прибыли в первом полугодии 2012 г. Рост объемов продаж во 2 кв. также вывел акции Аптечной сети Зб,6 в число лидеров среди акций потребительского сектора. В металлургическом секторе лидировали акции ВСМПО на сообщении об увеличении доли Газпромбанка в уставном капитале компании.

Аутсайдеры

Химический сектор явился аутсайдером по итогам августа. Основной вклад в падение внесли акции Уралкалия.

Акции Номос Банка упали после сообщения о выходе из капитала банка мажоритарного акционера Группы PPF, но затем полностью отыграли свое падение.

В секторе электроэнергетики основная интрига связана с неопределенностью вокруг схемы объединения ФСК и МРСК-Холдинга, что негативно сказывается на динамике акций ФСК.

Среди акций металлургического сектора худший результат показали акции Мечела и Распадской на фоне обострения проблем со сбытом продукции из-за слабой конъюнктуры на рынке угля.

В нефтегазовом секторе в роли отстающих оказались акции Татнефти, Газпромнефти и Роснефти, но слабая динамика этих акций была обусловлена преимущественно техническими причинами.

Перспектива рынка

Факторы роста

Первая половина сентября обещает быть насыщенной важными событиями, способными оказать заметное влияние на глобальную рыночную конъюнктуру. Пройдут заседания ЕЦБ (6 сентября), ФРС (12-13 сентября), министры финансов ЕС проведут очередную встречу по выработке антикризисных мер (14-15 сентября). Ожидается также, что европейская Тройка примет решение о предоставлении очередного транша Греции (в середине-конце сентября). Если события в Европе в сентябре будут развиваться благополучно, это окажет безусловное позитивное влияние на рыночные настроения. Одновременно в США набирает силу президентская предвыборная кампания. Мы полагаем, что в оставшиеся до выборов месяцы ФРС также постарается поддержать оптимистичный настрой инвесторов в отношении мер экономического стимулирования. Соответственно, мы ожидаем в сентябре от инвесторов более лояльного отношения к рискованным активам, как на сырьевом рынке, так и на рынке акций. В выигрыше могут также оказаться высокодоходные сырьевые валюты.

Инфляционная обстановка в российской экономике в конце лета постепенно нормализовалась, в т.ч. благодаря укреплению рубля на фоне дорогой нефти, что дает надежду на оживление потребительской активности.

Отток капитала из РФ продолжает оказывать негативное влияние на инвестиционную привлекательность российских активов. Тем не менее, согласно прогнозам МЭР, к концу 2012 г. ожидается ускорение темпов роста промышленного производства с текущих 3,2 до 3,6%.

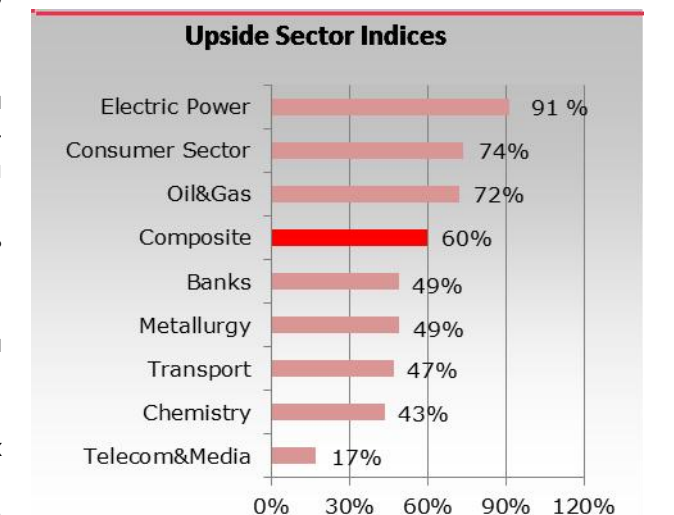
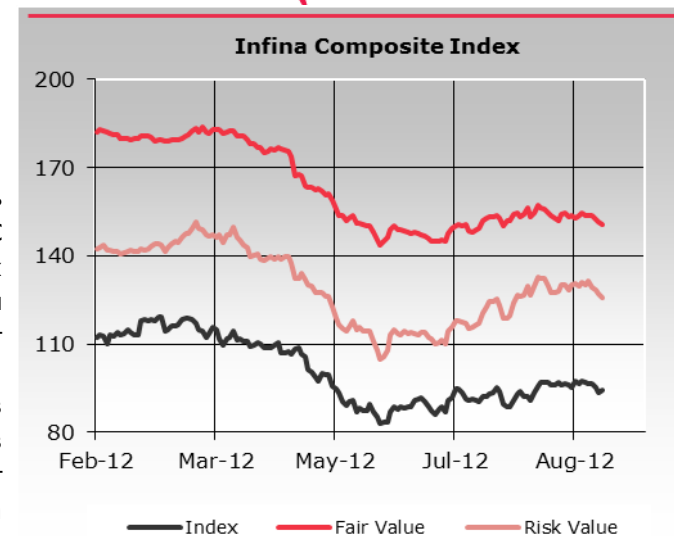
Таким образом, на рынке российских акций в первой половине месяца наиболее вероятным сценарием может стать продолжение восходящей тенденции, что может привести к развороту 1,5-годового down-тренда. Во второй половине сентября следует ожидать всплеска волатильности. При благоприятном развитии ситуации в Европе и позитивных сигналах от ведущих центробанков российский рынок акций может показать рост к концу месяца в пределах 7-10%. Среди лидеров роста мы ожидаем увидеть нефтегазовый и банковский сектор, металлургию и электроэнергетику.

Риски

Основные риски по-прежнему имеют внешнее происхождение: европейский долговой кризис и замедление роста мировой экономики. Снижение платежеспособности европейских потребителей и стагнация реального сектора в ЕС может обернуться падением спроса на российское сырье со стороны европейских партнеров. На это также накладывается снижение спроса со стороны китайских потребителей на фоне продолжающегося охлаждения китайской экономики.

Высокий уровень текущих рыночных ожиданий накануне предстоящих заседаний центробанков создает предпосылки для технической фиксации прибыли в случае, если эти ожидания окажутся завышенными. Возможное снижение сводного индекса Infina Composite на новостных рисках может составить около 5% от текущего уровня. ■

Александр Иванищев, ivanischev@infin.ru





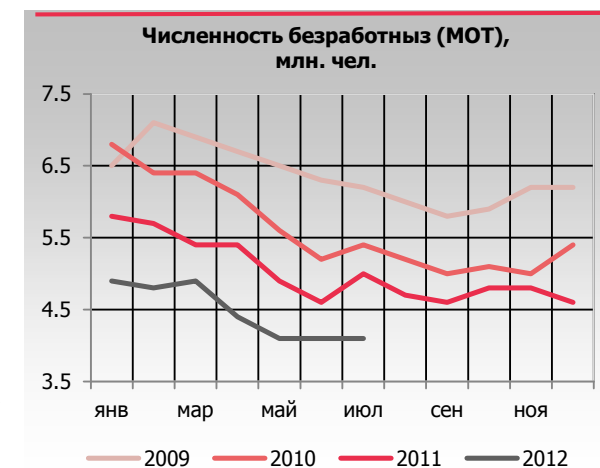
Макроэкономика

За последние 12 месяцев произошло обострение молодежной безработицы при спаде ее совокупного уровня. Прибыль российских компаний продолжает снижаться.

По данным Росстата, в июле численность безработных, определяемых в соответствии с методологией Международной организации труда, оказалась на уровне 4,1 млн. чел., не меняясь третий месяц подряд, что, по-видимому, составляет сезонный минимум в текущем году, а также и исторический минимум показателя (лишь в мае 2008 г. численность безработных опускалась до указанного значения). При этом уровень безработицы составил 5,4% от численности экономически активного населения, что на процентный пункт ниже, чем в июле 2011 г. Однако вряд ли это достижение вселяет оптимизм, поскольку в текущем году средний возраст безработного составил 33,7 года против 34,1 года двенадцатью месяцами ранее. Одновременно с этим в структуре безработных увеличилась доля молодежи. Так, треть численности безработных сформировали люди в возрасте до 25 лет, а на группу 20-24-летних пришлось четверть всей безработицы. Отметим, что годом ранее соответствующие показатели были равны 30,5% и 21,9%. При этом уровень безработицы младших возрастов (15-24 года) превысил безработицу взрослого населения (30-49 лет) в 4 раза. Среди городского населения это расхождение еще выше – 4,9 раза, тогда как для сельского составляет 2,6. Последнее, по-видимому, объясняется тем, что выпускники школы на селе практически сразу перемещаются в города для продолжения учебы или трудятся в личном подсобном хозяйстве.

Тревожным же представляется высокий уровень городской молодежной безработицы. Судя по возрастному распределению, ее, в основном, формируют люди получившие начальное или среднее специальное образование, в меньшей степени – неполное высшее. (Люди с высшим образованием практически не участвуют в формировании безработицы рассматриваемой возрастной группы, поскольку завершают учебу в 23-24 года.) Доля учащихся системы профессионального образования составляет около 40% и значительная их часть не находит спроса со стороны производства при известном и усиливающемся в последние годы дефиците рабочих кадров. Среди причин отметим низкий уровень профессиональной подготовки и завышенные ожидания молодых специалистов, рассогласованность отраслевого спроса на работников и образовательных программ (в т.ч. переподготовки), отсутствие возможностей и стимулов для географической мобильности, а также сохраняющуюся неопределенность макроэкономической динамики. В текущем году российская промышленность балансирует между неубедительным ростом и сползанием в рецессию, при этом опросы руководителей предприятий не позволяют надеяться на переход к уверенному росту производства, повышению занятости и снижению остроты молодежной безработицы. ■

Алексей Полежаев, polezhaev@infina.ru



Источник: Росстат

Прибыль российских компаний продолжает снижаться

Согласно данным Росстата, сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых и бюджетных организаций) в России в январе-июне 2012 г. в действующих ценах оказался положительным и составил 3865,3 млрд. руб., оказавшись на 4,8% меньше, чем за аналогичный период 2011 г. (4060,8 млрд. руб.).

По итогам 1 полугодия 2012г. 40 тыс. организаций получили прибыль в размере 4571,5 млрд. руб., 18 тыс. организаций имели убыток на сумму 706,2 млрд. руб. За январь-июнь доля убыточных организаций по сравнению с аналогичным периодом прошлого года снизилась на 3,7 п.п. и составила 31%.

Напомним, что сальдированный финансовый результат организаций (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых и бюджетных организаций) в России в 1 кв. 2012г. составил 2185 млрд. руб. по сравнению с 2050,6 млрд. руб. за аналогичный период прошлого года. Во 2 кв. прибавка финансового результата составила 1680,3 млрд. руб., что на 16,4% ниже результата предыдущего года за аналогичный период (2010,2 млрд. руб.) и на 23,1% меньше, чем в 1 кв. 2012 г.

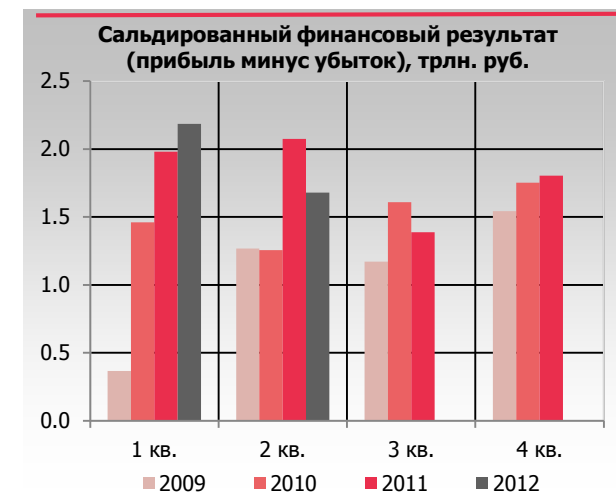
Сальдированная доналоговая прибыль предприятий в области добычи полезных ископаемых составила в первом полугодии 921 млрд. руб., что на 3,5% меньше, чем за аналогичный период прошлого года; предприятий в обрабатывающих производствах – 903,8 млрд. руб. (-10,1%); предприятий по производству и распределению электроэнергии газа и воды – 138. Млрд. руб. (-42,6%). Прибыль предприятий оптовой и розничной торговли, компаний по ремонту автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования составила 1126,6 млрд. руб., оставшись на уровне прошлого года, строительных предприятий – 34,1 млрд. руб., продемонстрировав сокращение на 5,8%.

Позитивные результаты показали предприятия транспорта и связи, где рост прибыли составил 1,8% до 468 млрд. руб., а также в области недвижимости, аренды и предоставлении услуг – 123,1 млрд. руб. (рост в 2,2 раза), в сельском и лесном хозяйстве – 58,5 млрд. руб. (+21,9%) и предприятия в области рыболовства и рыбоводства – 9,6 млрд. руб. (+11,8%).

В квартальном сопоставлении результат выглядит еще более неутешительно: если резкое (98,6%) снижение производства и распределения электроэнергии, газа и воды во 2 кв. можно объяснить сезонными факторами, то сокращение сальдированного финансового результата в добыче полезных ископаемых и в обрабатывающих производствах (соответственно на 12,7% и 16,1% по отношению к 1 кв. 2012 г.) свидетельствует о том, что тенденция к сокращению прибыльности российских предприятий имеет долгосрочный характер.

Мы полагаем, что негативные последствия для российских предприятий будут нарастать как по мере дальнейшего ухудшения внешней макроэкономической конъюнктуры, так и на фоне внутренних факторов, связанных с ростом регулируемых тарифов, замедлением экономической активности, сужением потребительского спроса и ростом издержек из-за прогрессирующего износа основных фондов. ■

Вероника Чекина, chekina@infin.ru



Источник: Росстат



Нефть и газ

Несмотря на восстановление мировых нефтяных цен акции большинства российских нефтяных компаний в августе показали разнонаправленную динамику за исключением дивидендных бумаг – Сургутнефтегаз-преф, ТНК-ВР, которые росли сильнее остального рынка. Возможный потенциал роста отраслевого индекса Infina Oil&Gas в сентябре мы оцениваем на уровне 8%, а потенциал снижения – 4%.

Конъюнктура

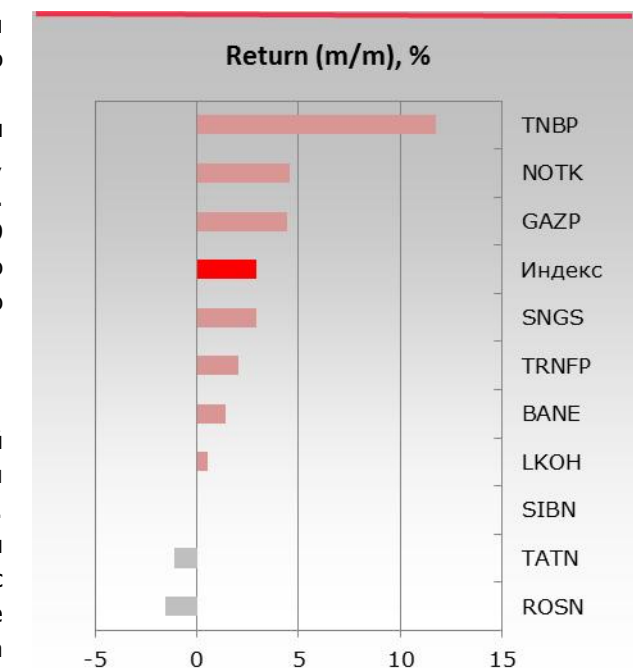
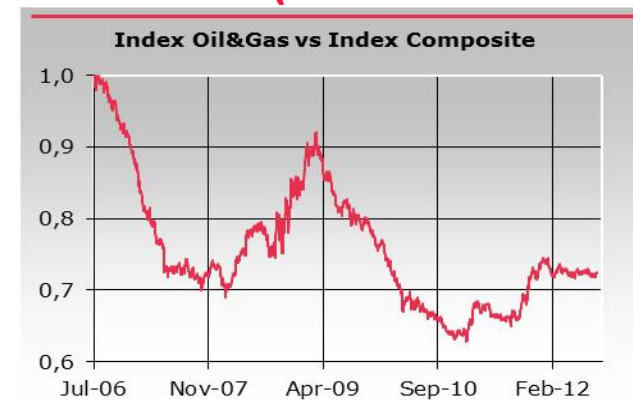
Конъюнктура на мировом рынке нефти остается благоприятной. Среднегодовая цена нефти в 2012 г. держится на уровне \$111 за баррель и практически совпадает со среднегодовой ценой за 2011 г. Основным фактором продолжающегося роста нефтяных цен в настоящее время выступает нестабильная политическая ситуация на Ближнем Востоке и рыночные ожидания новых мер стимулирования со стороны ведущих центробанков.

Однако прогнозы мирового спроса на нефть на 2013 г. от ведущих институтов дают расходящиеся оценки. По данным ОПЕК мировой спрос на нефть в 2012 г. продемонстрирует признаки пусть и слабого, но устойчивого восстановления. Прогноз среднего спроса на нефть в 2012 г. пересмотрен до 88,72 млн. барр./сутки от 88.68 млн. барр./сутки. Прогноз мирового спроса на нефть в 2013 г. повышен на 0,9 млн. барр./сутки по сравнению с предыдущей оценкой +0,8 млн. барр./сутки. В то же время согласно последнему прогнозу МЭА, спрос на нефть в 2013 г. может снизиться до 90,5 млн. барр./сутки. По июльскому прогнозу спрос составлял 90,9 млн. барр./сутки.

По нашим прогнозным оценкам, в 2013 г. диапазон колебаний нефтяных цен может составить \$80-117.

Акции

Газпром: Новостной фон в акциях Газпрома остается негативным. Стагнация европейской промышленности негативно сказывается на динамике поставок природного газа Газпромом. В первом полугодии добыча газа в России снизилась относительно аналогичного периода прошлого года на 3,1%. Продажи Газпрома за рубежом сократились за это же время на 17,8%, в т.ч. в Европу экспорт снизился на 12,9%. В этих условиях Газпром вынужден вести переговоры о корректировке контрактов с европейскими потребителями в плане пересмотра цены на поставляемый газ, а также диверсифицировать рынки сбыта своей продукции. Наиболее перспективным в этом плане для Газпрома представляется китайский рынок. Однако многолетние газовые переговоры между Россией и Китаем о расширении поставок отечественного природного газа пока не дали желаемого результата. Ключевой вопрос на переговорах – согласование контрактной цены на газ. На внутреннем рынке Газпром продолжает терять крупных клиентов, в частности, Э.ОН Россия отказался от поставок газа Газпром в пользу Новатэка, заключив с последним долгосрочное соглашение на 2013-2027 гг.



В техническом плане акции Газпрома на протяжении всего лета находились в состоянии консолидации. В случае пробоя сопротивления на уровне \$5 следующим ценовым ориентиром могут стать уровни \$ 5.28 и \$5.58. Ближайший уровень поддержки в акциях Газпрома расположен на \$4,75. Справедливая цена акций Газпрома составляет \$8,8-10,5 (RV/FV).

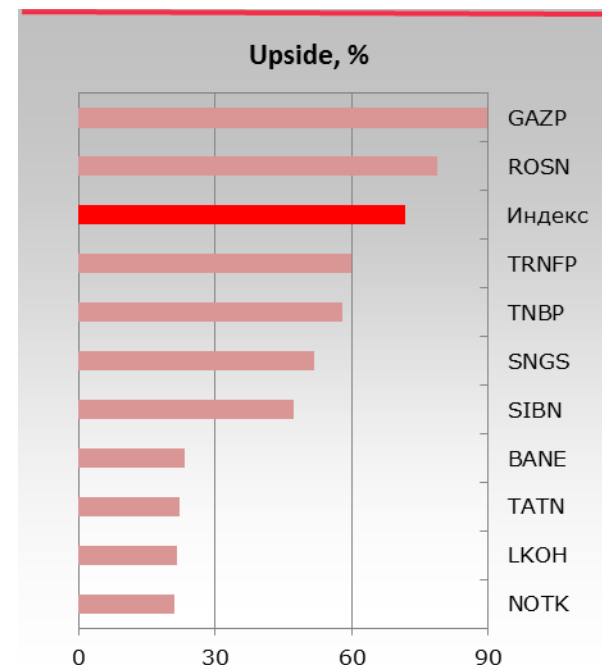
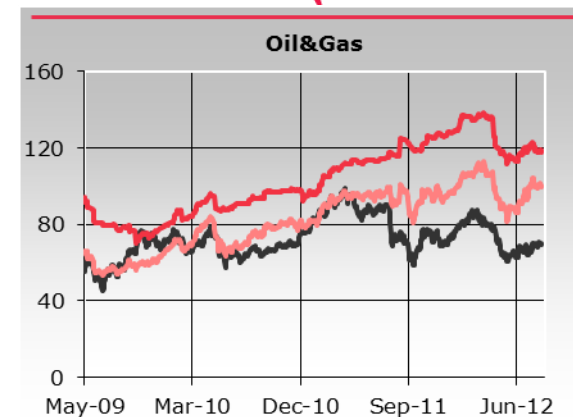
Роснефть: Основная интрига в акциях Роснефти связана с ее намерением приобрести долю в компании ТНК-ВР, принадлежащую британской ВР. На протяжении последних двух месяцев цена акций Роснефти продолжает балансировать в диапазоне \$5.9-6.6. Техническая картина предполагает высокую вероятность завершения фазы консолидации в ближайшие месяцы (недели) с последующими целями роста до \$7.0-7.4 и далее до \$8,0. Роснефть может получить в перспективе дополнительные преимущества с учетом ожидаемых новых предложений по снижению НДС для компаний, добывающих нефть на континентальном шельфе. Наша оценка справедливой стоимости акций Роснефти – \$8,9-10,6 (RV/FV).

Новатэк: Компания представила финансовые результаты по итогам деятельности в 1 полугодии 2012 г. Рост выручки составил 16%, однако чистая прибыль снизилась на 6% до 30,9 млрд. руб. Тем не менее, компания намерена выплатить акционерам промежуточные дивиденды за первое полугодие 2012 г. в размере 3 рубля на акцию. С начала лета акции подорожали на 38%, что повышает риск возвратной коррекции в направлении к \$10,5. **Наша рекомендация – «держать».** Диапазон справедливой стоимости акций Новатэка составляет \$11,5-13,6 (RV/FV). Мы не исключаем вероятности продолжения локального роста до \$12,8-13,0. В этом случае мы рекомендуем начать сокращать длинные позиции.

ЛУКОЙЛ: Лукойл сообщил об увеличении своего участия (до 100%) в ООО Нарьянморнфтегаз, что существенно укрепляет его позиции как ключевого оператора в Тимано-Печорской нефтегазовой провинции. Цена акций Лукойла консолидируется под уровнем сопротивления \$60, при пробое которого цена может повторно достичь годового максимума \$66,2. Ближайшая поддержка расположена на \$57,2. **Наша рекомендация – «покупать».** Справедливая стоимость акций по нашей модели с учетом финансовых результатов за 2 кв.12 г. понижена до \$58,5-68,9 (RV/FV).

ТНК-ВР: В акциях наблюдается технический отскок и восстановление инвестиционного интереса после массивных распродаж, вызванных решением ВР свернуть свое участие в проекте ТНК-ВР. Возможная цель роста – 2,80-2,96 руб. Наша оценка справедливой стоимости акций ТНК-ВР составляет \$3,6-4,15. **Рекомендация – «держать».**

Сургутнефтегаз: Боковая месячная пауза в акциях Сургутнефтегаз также приближается к своему завершению. Наш целевой прогноз в акциях Сургутнефтегаза на перспективу сентября составляет \$0.97. Ближайшая техническая поддержка расположена на уровне \$0.84. Справедливая стоимость акций по нашей оценке составляет \$1.17-1.30 (RV/FV). ■



Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru



Металлургия

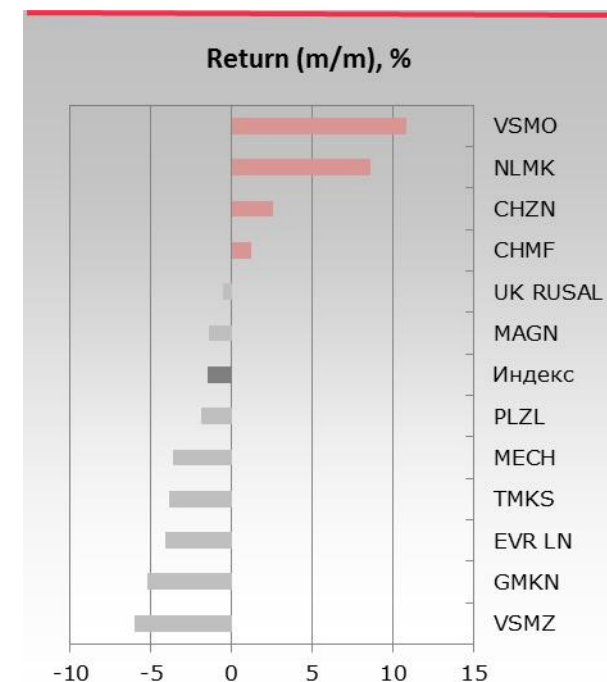
Позитивные итоги первого полугодия показали Новолипецкий металлургический комбинат и золотодобывающие компании. До конца года риск снижения цен на сталь остается высоким.

В ушедшем месяце компании металлургического сектора начали публиковать финансовую отчетность за второй квартал и первое полугодие. Среди компаний черной металлургии первым данные представил **НЛМК**. Повышение доли продаж продукции с высокой добавленной стоимостью и снижение затрат позволили группе НЛМК завершить второй квартал на позитивной ноте. По сравнению с 1 кв. выручка компаний группы увеличилась на 5% до \$3,3 млрд., операционная прибыль выросла на 2/3 до \$425 млн., чистая – на 61% до 278 млн., показатель EBITDA составил \$596 млн., а его маржинальность увеличилась на 4,2 п.п. до 18,3%. За первое полугодие по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выручка группы увеличилась, однако прибыль и EBITDA сократились, маржинальность последнего показателя оказалась на 10 п.п. ниже – 16,2%.

Выручка группы **ММК** во 2 кв. выросла по сравнению с началом года на 4% до \$2,5 млрд. за увеличения продаж в России и Турции, операционная прибыль достигла \$95 млн., что почти вдвое превосходит значение 1 кв., показатель EBITDA увеличился на четверть до \$369 млн., а его маржинальность поднялась с 12,1% до 14,7%. Вместе с этим в прошедшем квартале группа получила убыток в \$49 млн. против чистой прибыли в \$14 млн. кварталом ранее, связанный с убытками турецкого подразделения ММК Metalurji и Белона (угледобывающего актива группы), а также из-за курсовых разниц в размере \$76 млн.

Консолидированная выручка **Евраз** за первое полугодие (\$7,6 млрд.) оказалась на 9,1% ниже чем годом ранее, при этом, в отличие от 2011 г., компания получила чистый убыток в размере \$50 млн., связанный с разового списания \$62 млн. из-за пересмотра бизнес-модели и пересмотра среднесрочных продаж на заводе «Евраз-ДМЗ им. Петровского» (Украина). Тем не менее, компания объявила о выплате промежуточных дивидендов в размере \$147 млн. или \$0,11 на обыкновенную акцию EVRAZ plc. По сообщению компании, экс-дивидендная дата – 5 сентября, дата закрытия реестра – 7 сентября; крайний срок выбора валюты платежа – 10 сентября, дата установления обменного курса – 20 сентября; дата выплаты – 5 октября 2012 г.

Северсталь за апрель-июнь заработала \$3,7 млрд., что соответствует выручке первого квартала текущего года, валовая прибыль оказалась на 13,7% больше, а чистая – на 64% меньше января-марта. Первое полугодие текущего года по сравнению с прошлым также оказалось не лучше: выручка уменьшилась на 2% до \$7,3 млрд., валовая прибыль сократилась почти на четверть до \$1,8 млрд., а чистая – практически вдвое до \$629 млн. Негативное влияние на выручку группы оказывали



продажи таких видов продукции как угольная, метизная, трубная, стальные полуфабрикаты. В региональном разрезе полугодовая выручка сократилась наиболее сильно в Европе, и в Юго-Восточной Азии, в России и на Ближнем Востоке – незначительно, при этом выросла в Новом Свете, Китае, Средней Азии и Африке.

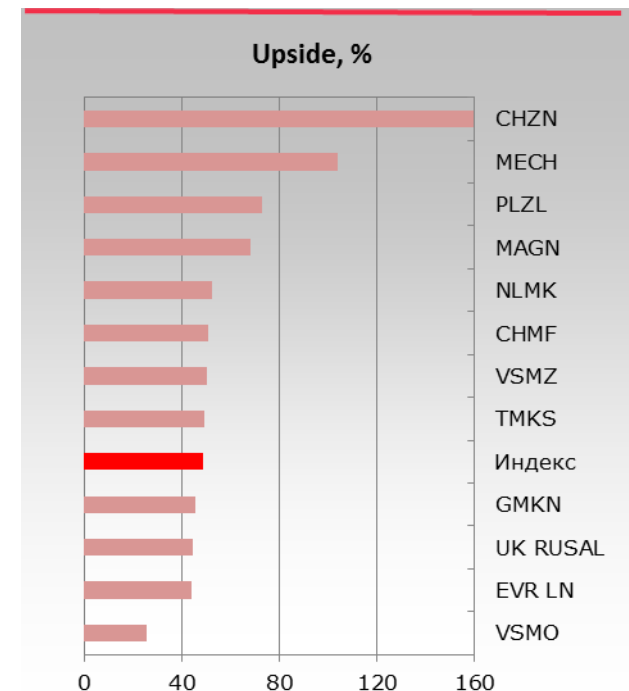
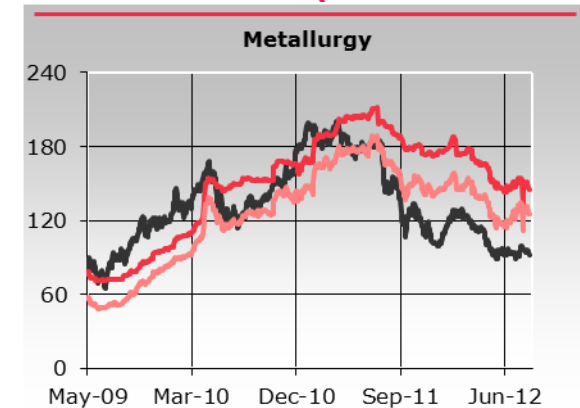
Скромные результаты демонстрируют также и компании цветной металлургии. Так, **Русал** по сравнению с 1 кв. сохранил уровень выручки, повысил прибыль и показатель EBITDA, однако впервые со времени острой фазы экономического кризиса продемонстрировал чистый убыток в \$37 млн., связанный с переоценкой (обесценением) боксито-глиноземного комплекса Friguia в Гвинее, которое составило \$167 млн. Эта переоценка также привела к тому, что за первое полугодие чистая прибыль компании упала до \$37 млн. против \$779 млн. годом ранее. По словам О. Дерипаски, «в первой половине 2012 г. финансовые проблемы еврозоны и не оправдавшие ожиданий темпы роста развивающихся стран привели к ослаблению мировой экономики; сложные рыночные условия оказали значительное давление на алюминиевую отрасль, особенно во 2 кв. 2012 г., что привело к резкому падению цены на алюминий на LME». В итоге во 2 кв. себестоимость алюминиевой продукции (\$1947/т) оказалась практически на уровне лондонских цен металла (\$1978/т).

Среди золотодобывающих компаний в первом полугодии одновременно нарастить выручку (+35%) и прибыль (в 2 раза) удалось лишь Polyus Gold, показатель EBITDA компании увеличился в 1,6 раза до \$634 млн., а его рентабельность возросла до 51% против 43% годом ранее. Компания удачно ликвидировала долг, образовавшийся в результате привлечения кредита под обратное поглощение Полюсзолота, продав китайской компании CIC International и ВТБ квазиказначейский пакет в 7,5% за \$635,5 млн.

В целом же неопределенность макроэкономической динамики предстоящих месяцев будет довлеть над и над отечественным металлургическим сектором. Конъюнктурное снижение спроса на прокат в Азии и Европе, а также исторически низкая деловая активность 3-го кв. в ЕС, вероятно, обусловят неудовлетворительные финансовые результаты во втором полугодии, поскольку грозят обострить конкуренцию на внутреннем рынке из-за сокращающегося экспортного потенциала и подтолкнуть к новому витку снижения цен в преддверии сезонного снижения спроса металлургов на сырье и металл в конце года. В русле этих тенденций рейтинговое агентство Moody's понизило на одну ступень рейтинг **Мечела** до уровня B2 (прогноз – стабильный). Как сообщается, «понижение рейтинга отражает высокую долговую нагрузку „Мечела“, а также давление, которое оказывает на его финансовые показатели снижение мировых цен на уголь и руду... В рейтинге также учтен высокий риск рефинансирования долга и значительная вероятность того, что уже до конца года „Мечел“ консолидирует часть или все активы группы „Эстар“».

Мы сохраняем рекомендацию «покупать» для **Мечела, Русала, группы ТМК и Выксунского металлургического завода.** ■

Алексей Полежаев, polezhaev@infin.ru





Банки

Отраслевой индекс Banks по итогам августа вырос на 5,6%. В сентябре поддержку акциям банковского сектора могут оказать решения ЕЦБ, направленные на оказание помощи проблемным странам Еврозоны, а также меры Народного Банка Китая по дальнейшему смягчению кредитно-денежной политики. Среди основных рисков (помимо внешних шоков) можно выделить дальнейшее снижение ликвидности в российском банковском секторе и ужесточение политики ЦБ РФ.

Факторы роста

В сентябре влияние на движение акций российских банков окажут, прежде всего, внешние факторы, такие как итоги заседаний и комментарии представителей ЕЦБ и ФРС, а также возможные действия Народного Банка Китая по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики.

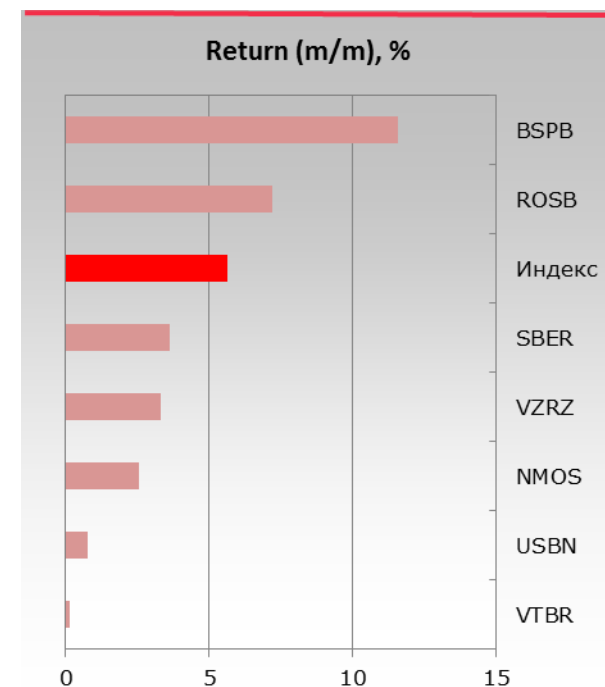
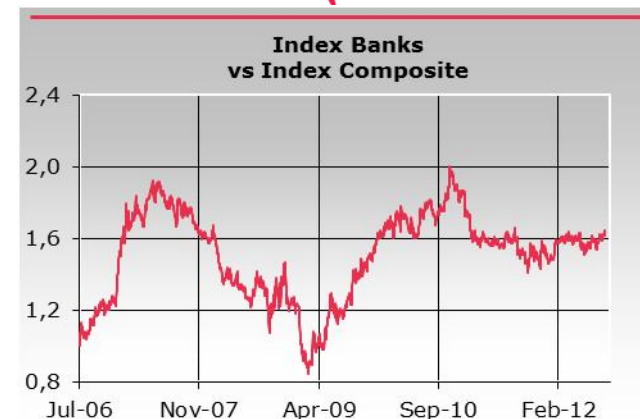
Внешние: Мы полагаем, что на сентябрьском заседании ФРС (12-13 сентября) может быть принято решение о понижении ставки по банковским резервам в качестве одного из доступных инструментов для стимулирования экономики. Данная мера будет позитивно воспринята инвесторами и придаст импульс росту акций банковского сектора.

На сентябрьском заседании ЕЦБ (6 сентября) вряд ли будет объявлено об установлении целевого уровня для роста процентных ставок по долговым бумагам проблемных стран еврозоны, что позволило бы регулятору автоматически начинать скупку бондов в случае превышения установленной отметки. Однако любые комментарии, дающие основания полагать, что данное решение нашло понимание со стороны Бундесбанка, будут позитивно влиять на динамику фондовых рынков, и, в первую очередь, акции банковского сектора.

Осенью вновь активизируются ожидания того, что НБ Китая сократит нормы резервирования для поддержки экономического роста. Ожидается, что монетарные власти КНР могут начать серию снижения RRR, норма которых в настоящее время составляет 20%, в 1-3 раза, каждый раз понижая ее на 50 б.п.

Внутренние: Среди наиболее значимых внутренних триггеров можно выделить продолжение сезона корпоративной отчетности, а также дальнейшие действия российских монетарных властей по предоставлению ликвидности банковскому сектору. В сентябре дефицит ликвидности в банковском секторе помогут снизить погашения и выплаты купонов по ОФЗ, а также ломбардные аукционы ЦБ.

Банк «Возрождение» (22 августа) и Сбербанк (29 августа) уже опубликовали отчетность за 2 кв. 2012 г., оказавшуюся лучше консенсус-прогнозов; 3 сентября свои финансовые результаты представит НОМОС-Банк, 6 сентября – Банк Санкт-Петербург, ориентировочно в конце сентября-начале октября отчитается ВТБ.



Риски

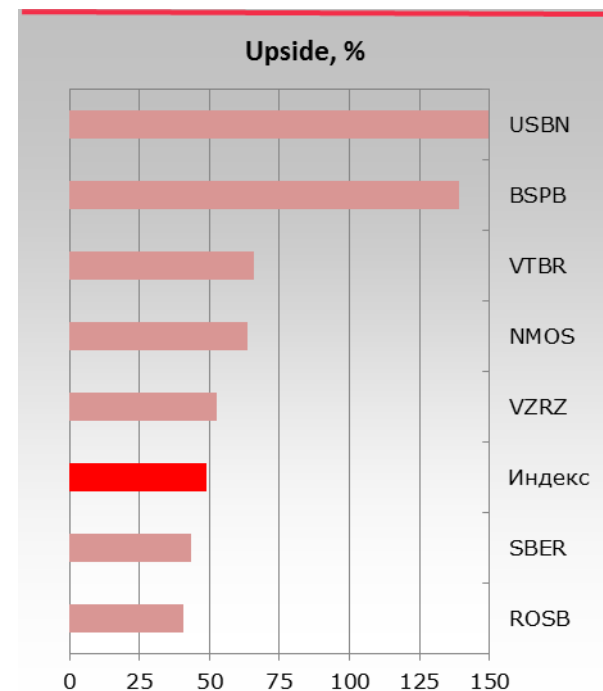
Внешние: Европейские политики вновь не смогут договориться о новых мерах по поддержке экономик т.н. стран PIIGS, а «тройка» кредиторов вынесет негативный вердикт относительно переноса крайнего срока сокращения бюджетного дефицита Греции. В конце финансового года в США ведущие фонды и банки могут начать фиксировать полученную прибыль.

Внутренние: Последние данные макростатистики свидетельствует, что экономика России продолжает замедляться, но одновременно с этим процессом продолжает набирать обороты инфляция. Мы полагаем, что в сентябре ЦБ не будет повышать ставку рефинансирования, однако в 4 кв. ЦБ уже не сможет игнорировать инфляционные риски, спровоцированные неблагоприятными природными условиями и эффектом повышения регулируемых тарифов, и будет вынужден взять курс на ужесточение кредитно-денежной политики, что негативно отразится на финансовых результатах российских банков. В сентябре негативным фактором для котировок акций банковского сектора может стать ослабление рубля в связи с продолжающейся коррекцией на нефтяном рынке, а также увеличения спроса на иностранную валюту в преддверии погашения \$14,03 млрд. по внешнему долгу (включая основной долг и проценты) против \$10,25 млрд. в августе.

Акции

Сбербанк: Чистая прибыль банка за 2 кв. составила 83,1 млрд. руб., что на 9,9% ниже, чем за 1 кв., когда банк заработал 92,2 млрд. руб. Тем не менее прибыль превзошла консенсус-прогноз в 81,2 млрд. руб. Во 2 кв. отчисления в провизии составили 2,1 млрд. руб. против дохода от восстановления в размере 3,2 млрд. в 1 кв. ЧПМ осталась на уровне 6%, доля NPL снизилась до 3,4% с 4,8% в 1 кв. за счет разовой сделки по приобретению актива в рамках урегулирования задолженности. Мы оцениваем отчетность за 2 кв. как нейтральную и подтверждаем **рекомендацию «покупать»** обыкновенные и привилегированные акции Сбербанка. В случае, если непредвиденные внешние шоки в сентябре не окажут давления на российский фондовый рынок, обыкновенные акции банка с технической точки зрения имеют потенциал роста до 100-103 руб., негативный вариант предполагает снижение до уровня 89,5-90 руб.

Номос-Банк: Новостной фон в течение месяца был для банка весьма насыщен и противоречив. В первой декаде августа стало известно, что чешская группа PPF получила пакет акций Уралкалия в обмен на 18,4 млн. акций Номос-Банка, а несколько ранее ФК «Открытие» сообщило о приобретении 19,9% Номос-банка у PPF. Сложная структура сделки, вызвала чрезмерно негативную реакцию рынка, в результате чего акции банка существенно «просели». В последний день августа появилось сообщение, что ФК «Открытие» намерена в течение двух лет консолидировать до 100% акций Номос-Банка, а затем провести IPO. На этой новости акции Номос-Банка на российской бирже в начале торгов взлетели на 20% и биржа приостановила торги на 30 минут. Все миноритарные акционеры банка не позднее конца 2012 г. получают предложение о выкупе акций, рублевая цена за акцию будет определена по официальному курсу на день объявления оферты, исходя из цены не меньше \$14 за GDR. По состоянию на 30 августа за 1 GDR банка на LSE давали \$10,55. Наша рекомендация по бумагам банка – **«спекулятивная покупка»**. ■



Вероника Чекина, chekina@infin.ru



Электроэнергетика

Наиболее перспективным в секторе остается сегмент генерации. Безусловными лидерами роста в августе выступили акции ТГК, входящих в КЭС-Холдинг (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7 и ТГК-9), что стало реакцией перепроданного рынка на слухи о предстоящем их объединении на базе ТГК-9.

В сентябре станут известны конкретные схемы консолидации МРСК-Холдинга на базе ФСК. Потенциал роста отраслевого индекса Infina Electric Power на сентябрь равен 8%, снижения – 4%.

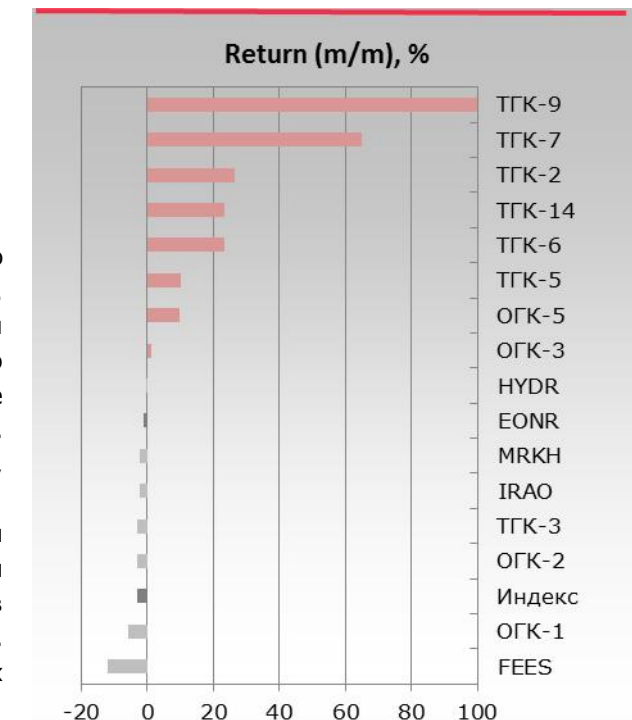
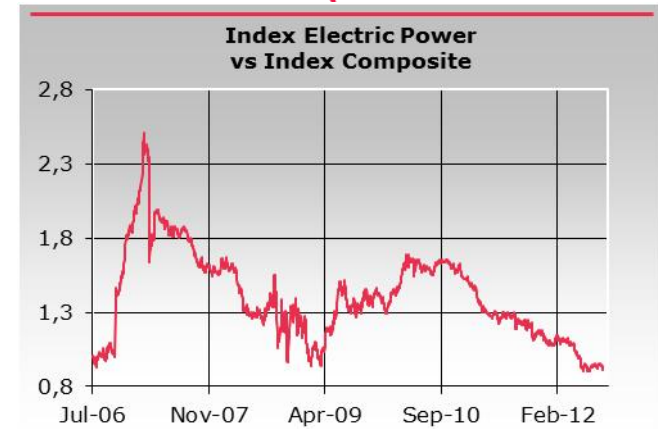
Отрасль

Министерство энергетики России утвердило программу развития Единой энергосистемы на 2012-2018 гг. К 2018 г. ожидается рост спроса на электрическую энергию до 1175 млрд. кВт·ч, что на 175,2 млрд. кВт·ч выше объема электропотребления 2011 г. (+17,5%). Соответственно, среднегодовой темп роста спроса на электроэнергию в период 2012-2018 гг. ожидается в размере 2,3%. Для обеспечения растущего спроса запланировано ввести 40,1 ГВт мощности, из них АЭС – 12,3 ГВт, ГЭС и ГАЭС – 4,8 ГВт и ТЭС – 22,98 ГВт. Максимальное потребление мощности ЕЭС России к 2018 г. возрастет с 154,2 ГВт до 177 ГВт, что соответствует среднегодовым темпам прироста нагрузки за период 2012-2018 гг. около 2,6%.

Риски

В отрасли продолжается передел сфер влияния между крупными участниками рынка, которые по вполне понятной причине пока не заинтересованы в справедливой оценке стоимости энергоактивов. К тому же в настоящих условиях вопросы эффективности и оптимизации затрат отошли на второй план. Большинство энергокомпаний заняты реализацией масштабных инвестиционных программ, что ограничивает их денежный поток и, как следствие, размер дивидендов. Высокие инвестиционные обязательства компаний повышают их долговую нагрузку и вынуждают проводить допэмиссии. Помимо этого электроэнергетика несет высокую социальную нагрузку и, за редким исключением, электроэнергетические компании не отличаются высокой рентабельностью. Основной регуляторный риск обусловлен стремлением государства удержать рост тарифов при минимальном ущербе для реализации инвестиционных программ в отрасли и ее инвестиционной привлекательности. В последнее время налицо стремление государства усилить свои позиции в отрасли не только в сфере регулирования, но и за счет увеличения размера госпакетов. Объединение энергоактивов под эгидой госструктур по идее призвано усилить гарантии для частных инвесторов по возврату инвестиционного капитала.

В сетевом комплексе основной риск связан с нерешенным вопросом по поводу схемы объединения ФСК и МРСК-Холдинга. По одному из вариантов на их базе может быть создана национальная сетевая компания, а госпакет ее акций будет передан Роснефтегазу. В этом случае пакеты МРСК могут быть конвертированы в акции этой новой компании.



ФСК ЕЭС: На протяжении последних двух месяцев в акциях ФСК ЕЭС продолжается ценовая консолидация над уровнем среднесрочной скользящей средней 0,21 руб. (МА60). **Рекомендация – «держать».** Принципиальное значение в плане определения дальнейшей динамики акций будет иметь выбор схемы объединения ФСК и МРСК-Холдинга. Мы ожидаем, что конкретика в этом вопросе появится уже в сентябре. Среди других возможных значимых событий отметим также намеченное на ноябрь решение правительства о тарифах для ФСК. Возможный торговый диапазон по акциям ФСК в сентябре ограничен пределами от 0,21 до 0,30 руб.

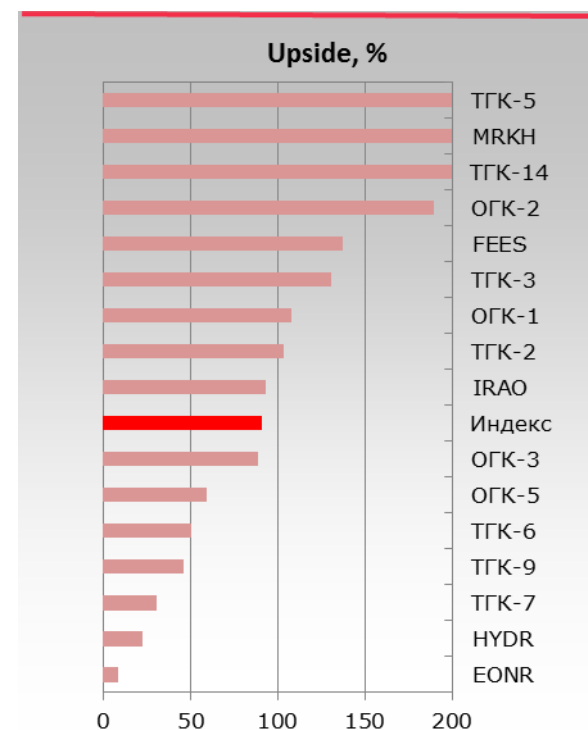
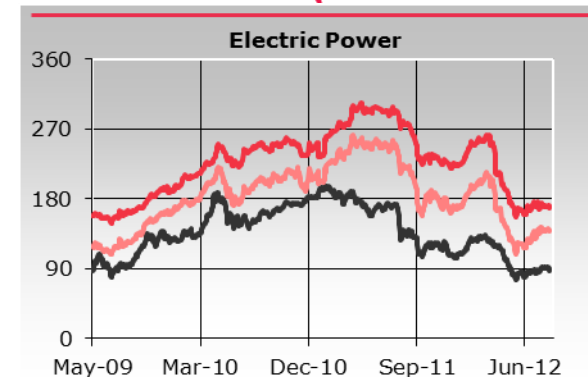
МРСК Холдинг: Несмотря на все изложенные выше риски мы оцениваем текущую техническую картину по акциям холдинга как весьма перспективную для вложений. Цена акций в августе преодолела принципиальный уровень сопротивления МА60 и демонстрирует признаки консолидации над уровнем 1,84 руб. Наша торговая модель отмечает значительное количество незафиксированных коротких позиций по этой бумаге. В случае их принудительного закрытия возможен резкий рост цены акций в пределах 25-30% от текущего уровня. **Рекомендация – «спекулятивная покупка».**

РусГидро: Основной источник риска в акциях Русгидро связан с высокими обязательствами по инвестиционной программе, дефицит денежных средств по которой на период 2013-2016 гг. оценивается в 85 млрд. руб. В правительстве прорабатываются варианты увеличения уставного капитала Русгидро либо за счет вхождения Роснефтегаза, либо ВЭБа. Много вопросов у акционеров вызывает также перспектива вхождения Ростнефтегаза в уставной капитал РусГидро и планируемая доэмиссия акций РусГидро. Мы по-прежнему рекомендуем воздерживаться от активных действий в акциях РусГидро. Справедливая стоимость акций РусГидро по нашей финансовой модели понижена до 0,80-1,0 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «держать».**

Э.ОН Россия: По итогам 1 полугодия 2012 г. Компания подтвердила свое лидирующее положение в отрасли. Выручка ОАО «Э.ОН Россия» выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 13% и составила 35,2 млрд. руб. Показатель EBITDA вырос на 37% до 13,9 млрд. руб., маржа EBITDA увеличилась с 32,4% до 39,4%. Устойчивый рост производственных и финансовых показателей достигнут за счет введения в строй новых производственных мощностей и эффективного менеджмента в компании. В сентябре мы не исключаем варианта прорыва сопротивления на уровне 2,75 руб. с целью роста к 2,90 руб. Ближайшая техническая поддержка расположена на 2,55-2,60 руб. Наша оценка справедливой стоимости акций Э.ОН Россия составляет 2,46/2,82 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «покупать».**

ОГК-5: После пробоя уровня сопротивления на 1,69 руб. в акциях сформировалась восходящая тенденция. Ориентировочный потенциал роста цены акций ОГК-5 на сентябрь составляет 5-10% (1,95-2,05 руб.). После летней коррекции в бумаге мы отмечаем возвращение интереса со стороны инвесторов, ориентированных на длительную перспективу. Наша оценка справедливой стоимости акций ОГК-5 составляет 2,23-2,76 руб. (RV/FV). **Рекомендация – «покупать».** ■

Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru



Телекоммуникации, Медиа и ИТ



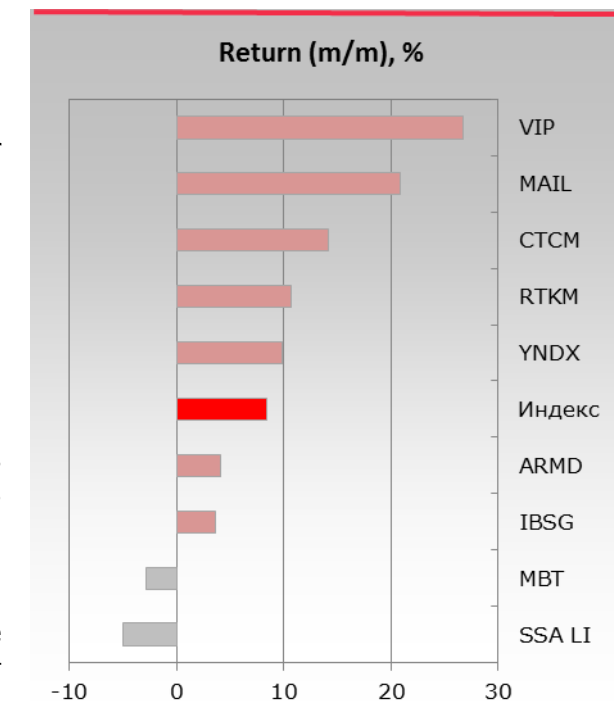
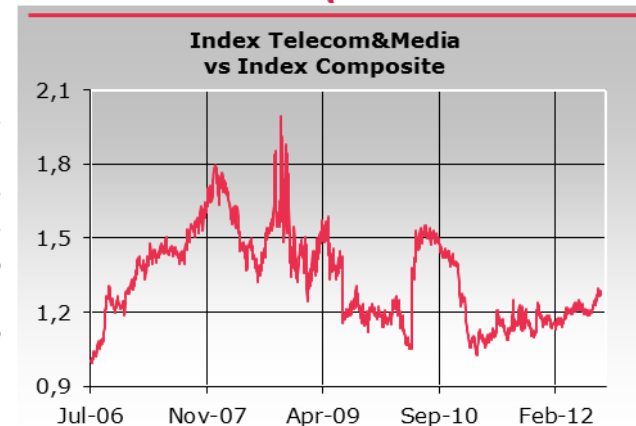
Индекс Infina Telecom, Media & IT в августе стал лидером роста среди отраслевых индексов, увеличившись на 8,4%.

На фоне хорошей финансовой отчетности расписки VimpelCom подросли на рекордные 26%. После объявления о выплате специальных дивидендов расписки Mail.Ru начали дорожать и по итогам месяца прибавили 21%.

В аутсайдерах в августе - МТС (-2,8%), списавшие 1,1 млрд. после прекращения бизнеса в Узбекистане, и АФК Система (-5%).

VimpelCom Ltd.: Корпоративный конфликт между двумя основными акционерами VimpelCom – норвежской Telenor и российской Altimo – в августе вышел на новый виток. В августе ФАС РФ заявила, что согласна снять претензии к Telenor при соблюдении ряда обеспечительных мер, среди которых назначение на пост гендиректора Вымпелкома гражданина Российской Федерации и паритетное владение Вымпелкомом российскими и иностранными инвесторами, за исключением free-float. Однако в августе Telenor заявила, что Altimo фактически контролирует большинство акций российского оператора, так как последняя потратила \$3,6 млрд. на покупку акций у Weather Investments, увеличив свою голосующую долю в Вымпелкоме с 25,0% до 40,5%, а с учетом 6% акций Вымпелкома, которые формально принадлежат украинскому бизнесмену В. Пинчуку, доля Altimo в Вымпелкоме составляет 46,6%. В свою очередь, Altimo считает, что с учетом исполнения опциона на покупку 3,5% привилегированных акций Вымпелкома у Н. Савириса Telenor к 1 октября увеличит голосующую долю с 39,5% до 43,0%; а с учетом 2% акций, принадлежащих норвежским государственным фондам, у которых с Telenor один контролирующий акционер - Королевство Норвегия – доведет свой пакет в Вымпелкоме до 45%. Оба акционера отрицают взаимные обвинения в мажоритарном владении акциями российского оператора и готовы подать новые иски в суд. «Подытожив» августовские споры, ФАС РФ заявила, что довольна увеличением доли Altimo в Вымпелкоме, но пока не готова отозвать иск против Telenor, слушания по которому назначены на 18 октября.

Стоит отметить, что в последние месяцы именно корпоративные события остаются значимым фактором для изменения котировок компании, которые с апреля 2012 г. просели более чем на 15%. Кроме того, из-за обеспечительных мер российского суда, во-первых, заблокированы финансовые потоки внутри группы, что может привести к кризису задолженности, которая на данный момент составляет порядка \$26 млрд. Во-вторых, невозможна выплата дивидендов на сумму \$570 млн.; в-третьих, мобильный оператор решил повременить с листингом в Европе. Все это противоречит интересам всех акционеров Vimpelcom, поэтому мы надеемся на скорое разрешение корпоративного конфликта.



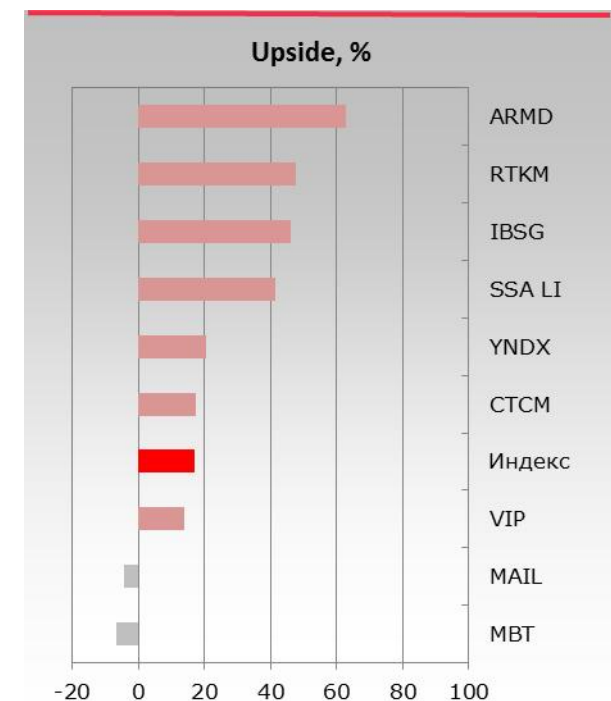
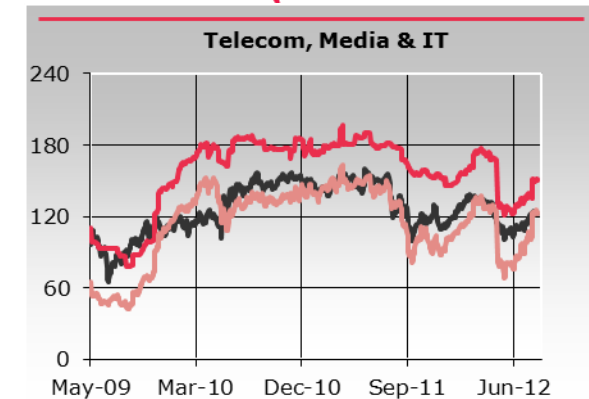
Однако даже несмотря на корпоративные баталии, VimpelCom опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., которые оказались сильными и превзошли рыночные ожидания. Выручка VimpelCom снизилась на 4% до \$5,75 млрд. г/г. EBITDA повысилась на 2%, составив \$2,48 млрд., рентабельность по EBITDA составила 43,2%, на 1,6% превзойдя консенсус. Чистая прибыль группы составила \$488 млн., на 43% превысив консенсус-оценку. Кроме того, группе удалось снизить чистый долг. В географическом разрезе основным источником выручки и прибыли остается Россия, в сегментном – сегмент передачи данных. Хорошими результатами компания обязана ослаблению агрессивной конкурентной борьбы за абонентов, сезонному приросту и мерам по сокращению издержек.

С учетом опубликованной отчетности и остающихся рисков мы установили диапазон справедливой стоимости расписок VimpelCom Ltd. в пределах \$9,44-12,0 за расписку с сохранением **рекомендации «держать»**.

МТС: Август оказался нелегким месяцем и для МТС. Во-первых, стало известно, что произошло запланированное изъятие частотного ресурса регулятором, потеря которого оценивается в 1,5 млрд. руб. Во-вторых, Хозяйственный суд Ташкента поддержал заявление Узбекского агентства связи и информатизации о прекращении действия всех телекоммуникационных лицензий «дочки» МТС в Узбекистане - ИП ООО «Уздунробита», а в конце августа Управление судебного департамента Ташкента в соответствии с распоряжением генеральной прокуратуры Республики Узбекистан вынесло постановление об аресте всего имущества компании. Напомним, что МТС купили 74% Уздунробита за \$121 млн. в 2004 г., а остальное докупила в течение трех лет за \$250 млн. С тех пор компания инвестировала в развитие узбекской «дочки» примерно \$1,1 млрд., в то время как местные законы не позволяли ей репатриировать доходы.

Таким образом, МТС были вынуждены заявить в финансовой отчетности по US GAAP чистый убыток по итогам 2 кв. 2012 г. в размере \$682 млн. вследствие обесценения активов, а также создания резервов по налогам и платежам. Таким образом, с учетом списаний в размере \$1,08 млрд. скорректированный чистый убыток МТС составил \$682 млн.; без учета списаний консолидированная чистая прибыль МТС составила \$357,5 млн. Консолидированная выручка во 2 кв. 2012 г. выросла на 3,6% до \$3,122 млрд. в квартальном исчислении и не изменилась в годовом исчислении. Скорректированная OIBDA выросла на 9,1% кв/кв и на 5,4% г/г до \$1,374 млрд. Маржа OIBDA увеличилась до 44% с 41,6% г/г. Соотношение чистого долга/OIBDA во 2 кв. 2012 г. снизилось до 1,1х с 1,3х на начало года за счет оптимизации кредитного портфеля и улучшения операционных показателей.

Положительным моментом для МТС стало возобновление предоставления услуг сотовой связи в Туркменистане дочерней компанией - Varash Communications Technologies Inc. Согласно новым условиям ведения бизнеса туркменская «дочка» будет ежемесячно выплачивать ГКЭ «Туркментелеком» 30% чистой прибыли, полученной от деятельности компании в республике и исчисляемой в соответствии с правилами бухгалтерского учета Туркмении. Однако доля МТС на мобильном рынке Туркменистана, составлявшая 85% на декабрь 2010 г. (2,4 млн. абонентов), в лучшем случае составит 15% (440 тыс.) на сентябрь 2012



г. По предварительным оценкам МТС будут вынуждены потратить около \$40 млн. до 2015 г. на расконсервирование и восстановление технологических ресурсов и оборудования. Таким образом с учетом издержек ожидаемая прибыль в Туркменистане по итогам 2012 г. составит около \$3 млн.

Непрекращающиеся конфликты МТС в Средней Азии (Киргизия, Туркменистан, Узбекистан), «вынужденная» потеря крупнейшего мобильного рынка Средней Азии (Узбекистан), неразрешенная ситуация с индийской дочкой Sistema Shyam TeleServices Ltd. и белорусским подразделением МТС ставят под сомнения планы зарубежной экспансии группы, «оставляя» компанию в рамках России и Украины. Хотя группа доказала свою способность генерировать финансовые потоки, тем не менее, закрытие бизнеса в Узбекистане и последовавшее миллиардное списание могут негативно сказаться на размере дивидендных выплат за 2012 финансовый год.

С учетом опубликованной отчетности и указанных рисков мы установили диапазон справедливой оценки расписок МТС в пределах \$14,0-17,20 за расписку с сохранением **рекомендации «держать»**. В настоящее время мы не видим потенциала роста бумаг компании, полагая, что стабильные цифры финансовой отчетности уже были учтены в рыночных котировках.

Ростелеком: В августе ряд СМИ сообщил, что Ростелеком готовится создать альянс с четвертым по количеству сотовых абонентов в России оператором - Tele2. Предполагалось, что госоператор может передать шведской компании 100% СкайЛинка в обмен на долю в Tele2 Россия. Но в конце августа глава Ростелекома А. Провоторов подтвердил, что «пока они не ведут формальных переговоров» о покупке скандинавского оператора. Однако же в случае альянса с Tele2 Ростелеком получит возможность увеличить абонентскую базу в мобильном сегменте до почти 16% за счет 10% доли скандинавского оператора, добавить к своим активам лицензии GSM в 43 регионах РФ, увеличить (в случае приобретения 100% Tele2) выручку примерно на 28,2 млрд. руб., EBITDA - на 10,14 млрд. руб.

В августе госоператор неплохо отчитался по МСФО за 2 кв. 2012 г. Выручка выросла на 6% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. - до 75,5 млрд. руб. Показатель OIBDA вырос на 3% г/г и составил 29,9 млрд. руб. Рентабельность по OIBDA составила 39,7%; квартальное снижение рентабельности объясняется признанием разового платежа со стороны государства за установку системы наблюдения за выборами в 1 кв. 2012 г. Чистая прибыль увеличилась на 3% до 8,8 млрд. руб. Чистый долг по состоянию на 30 июня 2012 г. составил 185,1 млрд. руб. Соотношение чистого долга к показателю OIBDA составило 1,5. Высокими оказались капитальные вложения - 21,4 млрд. руб., или 28,3% от выручки, увеличившись на 104% г/г. Однако их изменение объясняется инвестициями в модернизацию сетей и ИТ-инфраструктуры.

Принимая во внимание финансовые результаты Ростелекома, продолжающуюся реструктуризацию компании и планы по освоению новых сегментов бизнеса на рынке телекоммуникационных и ИТ-услуг, мы оцениваем справедливую стоимость бумаг компании на уровне \$4,90-5,40 за обыкновенную акцию, сохраняя **рекомендацию «покупать»** и считая акции Ростелекома недооцененными.

СТС Медиа: В августе компания отчиталась по US GAAP за 2 кв. и 1 полугодие 2012 г. Отчетность оказалась ожидаемо слабой. Во 2 кв. консолидированная операционная выручка группы сократилась на 8% до \$187,5 млн. Показатель OIBDA составил 54,1 млн., рентабельность по показателю OIBDA - 28,8%. Чистая прибыль сократилась на 11% г/г до \$34 млн. В 1 полугодии 2012 г. консолидированная операционная выручка компании выросла на 2% до \$378,7 млн. Показатель OIBDA подрос на 3% до \$109,2 млн. Рентабельность по OIBDA составила 28,8%. Чистая прибыль в 1 полугодии 2012 г. выросла на 9% г/г и составила \$66,6 млн. У СТС Медиа контраст финансовых показателей в 1 и 2 кв. 2012 г. оказался резкий: рост рекламной выручки каналов группы - СТС, «Домашний» и «Перец» - во 2 кв. составил лишь 1%, тогда как в 1 кв. - 15%. При этом флагманский канал группы СТС продолжил терять аудиторию, по итогам семи месяцев 2012 г. уступив четвертое место в рейтинге телеканалов в аудиторном сегменте 25-59 лет каналу РЕН-ТВ. Некоторый рост аудитории был отмечен лишь у двух других телеканалов группы - «Перца» и «Домашнего».

Комментируя финансовые результаты за 2 кв., менеджмент СТС Медиа подтвердил, что с 2013 г. канал СТС будет ориентироваться на более привлекательную с коммерческой точки зрения возрастную группу 10-45 лет, вместо возрастной группы 6-54. Хотя в сентябре, когда начнется фраговка рекламного инвентаря на следующий год, канал продолжит ориентироваться на более широкий возрастной сегмент аудитории.

В настоящее время мы осторожно смотрим на бумаги компании, оценивая их справедливую стоимость в диапазоне \$8,50-9,90 за расписку и сохраняя **рекомендацию «держать»**.

Mail.Ru Group: События лета 2012 г. резко повысили волатильность котировок компании. Падение капитализации Facebook, Groupon, Zynga негативно сказалось на рыночной стоимости расписок Mail.Ru. Чтобы остановить бегство инвесторов из бумаг и поддержать к ним интерес, менеджмент Mail.Ru объявил в августе о выплате специальных дивидендов в размере \$3,80 на акцию. Общая сумма дивидендов составила \$795 млн.

Мы по-прежнему считаем бумаги группу переоцененными и подтверждаем диапазон справедливой стоимости расписок группы на уровне \$26,30-31,40 за ГДР с сохранением **рекомендации «держать»**. ■

Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru



Потребительский сектор

Отраслевой индекс акций потребительского сектора в июле вырос на 2,3%, показав средний результат. Лидерами роста стали акции Группы Протек (+12,9%), Аптеки 36,6 (+10,4%), М.Видео (+6,8%). В аутсайдерах по итогам месяца оказались бумаги Группы Разгуляй (-5,2%).

Ситуация в российском потребительском секторе остается стабильной несмотря на некоторое замедление темпов роста розничной торговли с 6,9% в июне до 5,1% в июле в годовом сопоставлении. Причиной более сдержанного роста показателя послужило снижение потребительской активности населения в июле в связи с ускорением инфляции, которая сократила располагаемые доходы. Также свой вклад внесло снижение темпов роста заработной платы до 10,2% г/г. Повышение тарифов и цен, перенесенное на вторую половину 2012 г. будет продолжать оказывать негативное влияние на финансовое положение населения, также с 1 сентября запланировано очередное повышение тарифов. Однако высокие темпы роста розничного кредитования могут нивелировать негативный эффект и поддержать сектор.

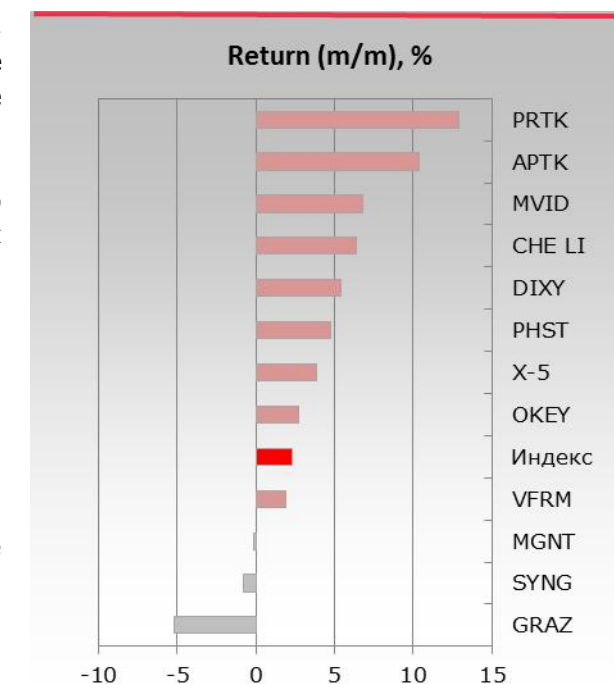
Ритейл

Магнит: Компания опубликовала финансовые результаты за 2 кв. и 1 полугодие 2012 г. по МСФО. Ритейлер отчитался очень хорошо, что было ожидаемо рынком и не привнесло заметных движений в бумаги. Выручка компании в 1 полугодии выросла на 23% до \$6775 млн., операционная прибыль – более чем в 2 раза до \$443,7 млн., чистая прибыль увеличилась в 1,4 раза до \$339,9 млн. Маржа по операционной деятельности выросла с 3,5% до 6,2%, чистая маржа – с 2,6% до 5%, что связано со снижением себестоимости реализации товаров с 77% до 74%. На фоне быстрого органического роста расходы на оплату труда и аренду торговых площадей в целом возросли более чем на 20%, однако это не отразилось на рентабельности. Долговая нагрузка находится на низком уровне, соотношение Net Debt/EBITDA на отчетную дату составило 1,2х.

В планах компании на 2012 г. открытие до 55 гипермаркетов, 800 «магазинов у дома», 550 магазинов дрoгери. Также С. Галицкий заявил, что сеть планирует вложить €350 млн. в собственное производство овощей, получив тем самым один из самых крупных комплексов производства в Европе. Данная инициатива связана с тем, что компании бывает сложно найти поставщиков, которые способны обеспечивать ритейлера необходимым количеством свежей и качественной продукцией.

Рекомендация по бумагам «покупать», RV/FV \$129,1–\$159,1.

X5: Ритейлер в очередной раз отчитался о снижении прибыли и замедлении роста выручки. По итогам 1 полугодия 2012 г. выручка компании осталась на уровне 2011 г. за аналогичный период – \$7858 млн., операционная прибыль снизилась на 2,6% до \$338,5 млн. Показатель чистой прибыли упал на 20% до \$135,2 млн. Агрессивная ценовая политика для привлечения трафика негативно отразилась на финансовых показателях.



Финансовый директор К. Балфе предупредил инвесторов, что выручка ритейлера по итогам 2012 г. может не дотянуть до ожидавшихся ранее 15%, однако предварительные данные за июль не показали резкого ухудшения. Мы советуем осторожно совершать сделки с акциями данной компании, рекомендация **«держать»**, RV/FV \$26,9–\$36,4.

Продукты питания

Группа Черкизово: С 23 августа 2012 г. в России, ставшей членом ВТО, снижены ставки на импортируемые товары. Свинину в рамках установленной квоты в Россию отныне можно ввозить беспошлинно, до этого пошлина составляла 15%. Пошлина на поставки свинины вне квоты снижена с 75% до 65%. Одновременно с этим пошлина на ввоз живых свиней снижена с 40% до 5%. Эксперты Национальной мясной ассоциации и Национального союза свиноводов подсчитали, что в результате вступления России в ВТО отрасль свиноводства потеряет примерно 20-30 млрд. рублей. По словам министра сельского хозяйства, вступление России в ВТО потребует инвестиций в свиноводческую отрасль в объеме 140 млрд. руб. в течение ближайших 2-3 лет. Если этого не сделать, то к 2020 г. отрасль окажется неконкурентоспособной.

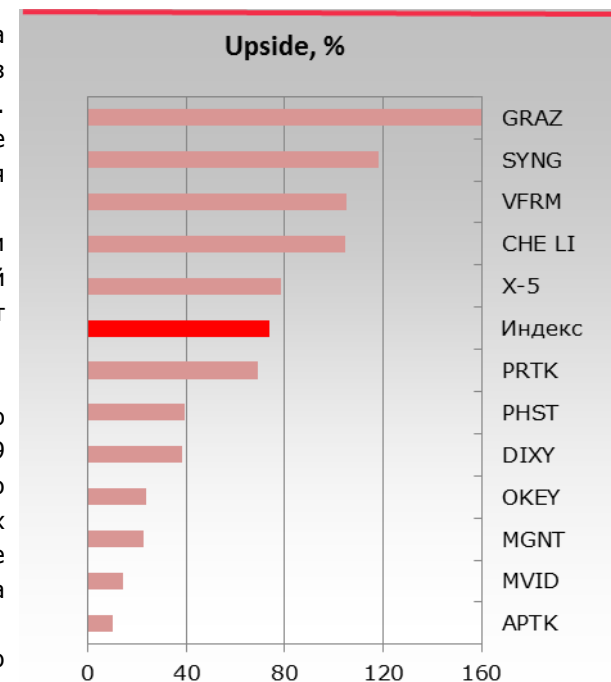
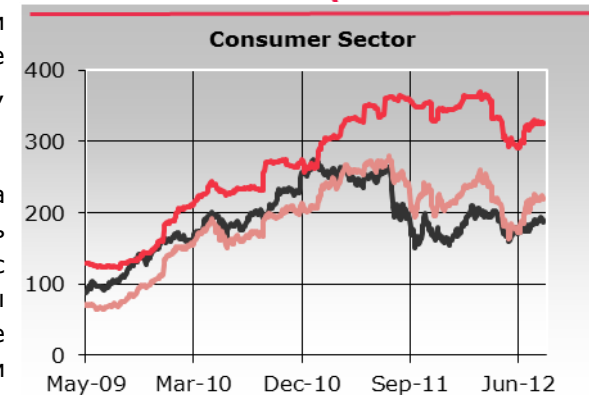
Птицеводческий сегмент является наиболее развивающимся в последние годы. Производство мяса непрерывно растет. Импорт курятины в 2011 г. вырос в полтора раза за счет отмены эмбарго на ввоз птицы из США. Доля импорта увеличилась с 10% до 14%, а объем российского рынка вырос на 12%. Квота на импорт составит 364 тыс. т в год до 2020 г. при ставках 25% внутри квоты и 80% за ее пределами. После вступления в ВТО при активизации торговли с крупными потребителями мяса Россия может наладить полноценный экспорт курятины.

Резкое снижение квот на свинину для группы Черкизово несет риски снижения прибыли и рентабельности. Однако активное развитие птицеводческого сегмента в Брянской и Пензенской областях, в том числе и новое направление сегмент индейки, могут нивелировать потери от свиноводства. Мы сохраняем рекомендацию **«покупать»**, RV/FV \$18,6–\$23,8.

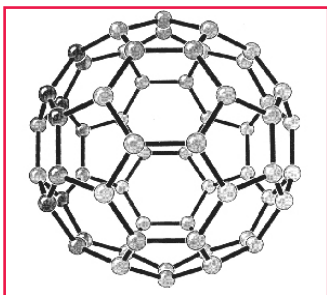
Фармацевтика

Протек: Консолидированная выручка группы за 1 полугодие 2012 г. увеличилась на 19.6% по сравнению с аналогичным периодом 2011 г. и достигла 56,8 млрд. руб. EBITDA группы составил 1,9 млрд. руб., рентабельность EBITDA – 3,3%. Чистая прибыль компании выросла в 3 раза до 1,2 млрд. руб. Ключевыми факторами, которые позволили добиться столь впечатляющих результатов, были концентрация на продажах в коммерческом сегменте рынка, снижение операционных затрат в дистрибуции, органический рост и наращивание в портфеле производства собственных торговых марок.

Президент группы отметил, что компания нарастила выручку несмотря на сезонность, влияющую на продажи. Также, по словам представителя, один из игроков в сегменте дистрибуции резко сократил свою долю рынка, что позволит группе увеличить долю и поддержат динамичный рост во 2 полугодии. Рекомендация **«покупать»**, RV/FV \$1,2–\$1,4. ■



Максим Цитович, tsitovich@infin.ru



Химия и нефтехимия

В августе отраслевой индекс Chemistry снизился на 4,1%.

Уралкалий снизился на 8,2%.

Росли Казаньоргсинтез (+25,9%), Метафракс (+16,4%), Апатит (+12,5%) на фоне позитивных корпоративных новостей.

Фактором роста для производителей минеральных удобрений является повышение цен на продукты питания.

Минеральные удобрения

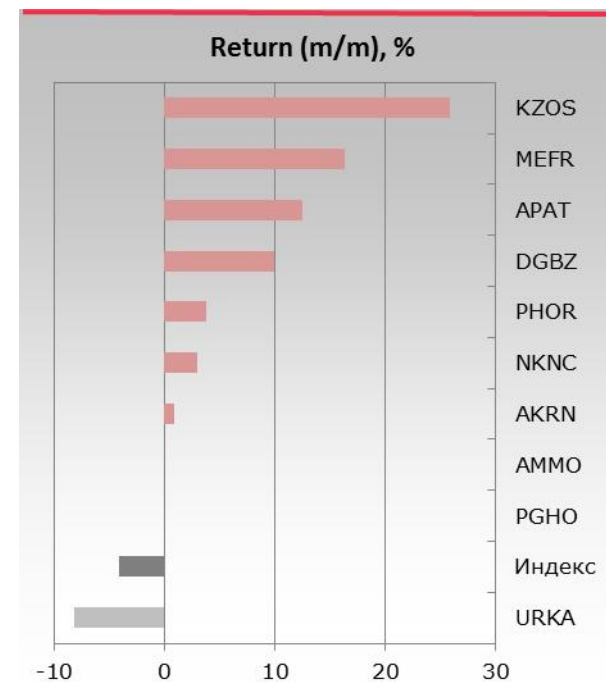
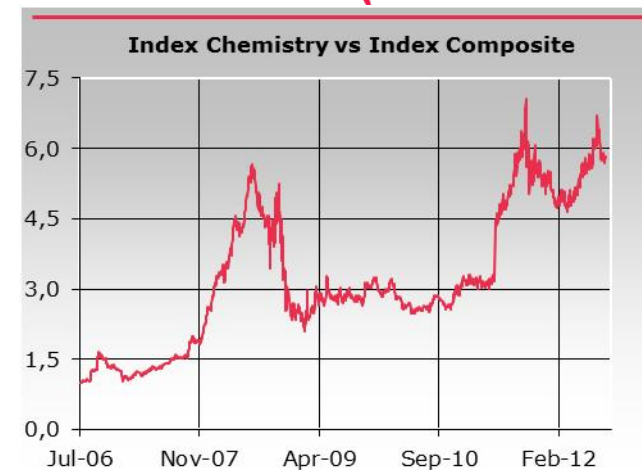
ФосАгро: В текущем году компания собирается запустить новое производство карбамида на площадке Череповецкого Азота. Для реализации продукции и поддержания максимальной загрузки мощностей группа заключила контракт на поставку карбамида на сумму \$150 млн. Срок действия договора с 1 сентября 2012 г. по 31 августа 2013 г. По российским меркам данная сделка считается крупной.

По мнению генерального директора М. Волкова, группа не получила значительный эффект от вступления в ВТО, однако может рассчитывать на дальнейшее снижение тарифов на импорт высокотехнологического оборудования. Это поможет снизить затраты на программу технологической модернизации мощностей. Вступление в ВТО также существенно улучшает переговорную позицию по снижению действующих тарифных ограничений на российские удобрения в странах Америки и Европы, что в будущем может улучшить финансовые показатели производителя минеральных удобрений. **Рекомендация** по распискам ФосАгро «покупать», RV/FV \$16–\$19,3.

Акрон: В 1 полугодии 2012 г. компания получила выручку в размере \$1,2 млрд. (+18% г/г), показатель EBITDA достиг \$325 млн. (+12% г/г), чистая прибыль снизилась до \$215 млн. (-3% г/г). Чистый долг компании вырос до \$1,1 млрд., соотношение Net Debt/EBITDA составило 1,6x. В отчетном периоде компания запустила установку по производству карбамида, что положительно сказалось на производстве удобрений (+21% г/г). Благодаря гибкой производственной линейке и отличным результатам азотного сегмента Акрон сумел нарастить общий объем производства товарной продукции на 7%, что вкупе с благоприятной ценовой конъюнктурой способствовало росту выручки. В части капитальных вложений группа продолжает активно инвестировать в развитие с целью дальнейшего устойчивого долгосрочного роста и вертикальной интеграции компании. CAPEX в 1 полугодии 2012 г. вырос составил 6,7 млрд. руб.

Мы считаем, что компания является недооцененной и рекомендуем покупать бумаги Акрона, RV/FV \$50,3–\$43,1.

Уралкалий: Компания продолжает программу оптимизации бизнес-структуры и объявила о продаже непрофильных активов Сильвинита, намереваясь реализовать имущество дочки: 3 земельных участка площадью 14 га, 5,6 га и 5,8 га.



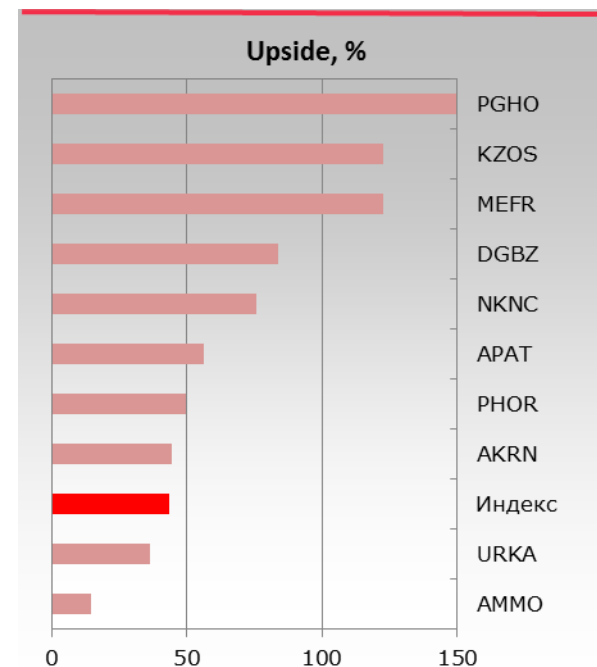
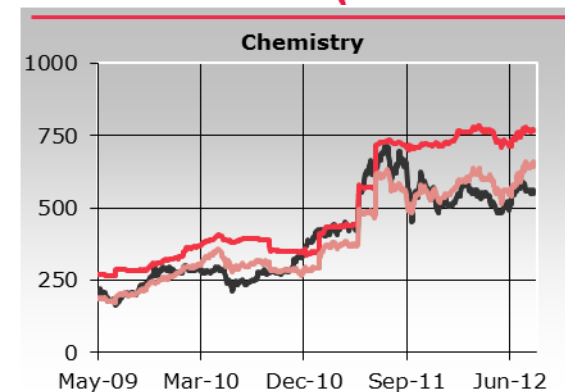
РФ и Беларусь пришли к соглашению о создании совместного предприятия «Союзкалий» к 1 сентября 2012 г. при участии Уралкалия и Беларуськалия. К новой компании, созданной на базе БКК, перейдут функции последней, и она будет выполнять роль эксклюзивного трейдера хлоркалия. На долю БКК приходится 43% всего мирового экспорта сырья. Основным спорным моментом в БКК была доля российской и белорусской стороны в экспортируемой продукции. Так, РФ и Беларусь имеют паритет в уставном капитале БКК, а при создании этой компании Беларуськалий и Уралкалий подписали соглашение, в котором оговаривалось, что экспортные квоты будут распределяться между основными акционерами исходя из их установленных производственных мощностей.

Рекомендация по бумагам Уралкалия **«держать»**, RV/FV \$8,7–\$10,5.

Нефтехимия

Нижнекамскнефтехим: Крупнейший российский производитель синтетического каучука сообщил о росте чистой прибыли в 1 полугодии 2012 г. по РСБУ до 10,6 млрд. руб., выручка увеличилась на 9,8% до 65,5 млрд. руб. Основную долю выручки генерировался за счет производителей шин. Структурный анализ продемонстрировал значительный рост доли синтетических каучуков в выручке (+20% г/г) по сравнению с производством пластмасс и продуктов органического синтеза, которые остались на прежнем уровне. Компания ввела в эксплуатацию новую систему дегазации в рамках инвестиционного проекта по наращиванию мощности производства синтетического каучука. Благодаря этому объемы производства шин и их реализация может возрасти, однако сохраняются риски давления на цены в связи с неопределенной ситуацией в еврозоне и охлаждением экономики КНР. Рекомендация **«покупать»**, RV/FV \$1,3–\$1,6.

Метафракс: Компания отчиталась за 1 полугодие 2012 г. по стандартам МСФО. Отчетность сильная. Выручка выросла на 16% до 7254 млн. руб., операционная прибыль – на 41,5% до 2,6 млрд. руб., чистая прибыль продемонстрировала трехкратный рост до 1,1 млрд. руб. Конъюнктура рынка была благоприятной, мощности предприятия были максимально загружены, а в это время цены на основную продукцию (метанол) возросли в среднем на 10-15%. Исходя из полученных результатов, совет директоров компании ставит задачу об увеличении годового показателя чистой прибыли до 2 млрд. руб. и выручки до 11 млрд. руб. Напомним, что в начале года снижение чистой прибыли на 20%. Рекомендация **«покупать»**, RV/FV \$1,2–\$1,4. ■



Максим Цитович, tsitovich@infina.ru



Транспортный сектор

По итогам августа транспортный индекс Инфина вырос на 2,3%. Наилучший результат продемонстрировали бумаги Глобалпортс (+19,8%), Трансконтейнер (+3,4%); в аутсайдерах – НМТП (-7,2%), Феско (-4%).

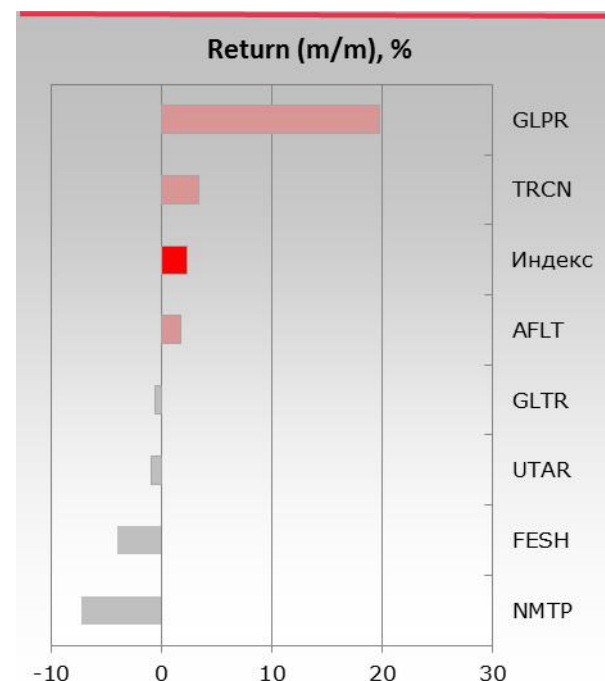
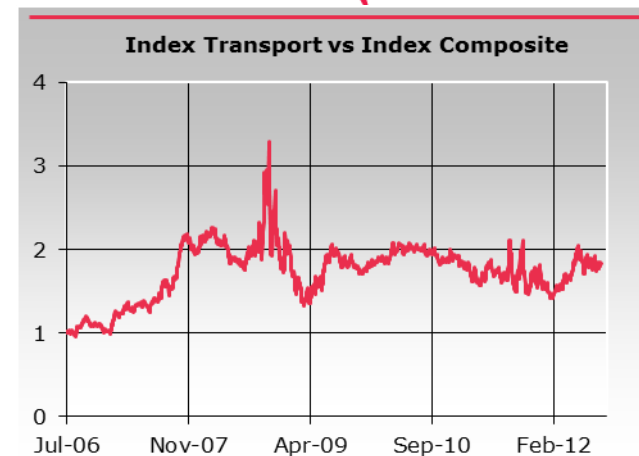
В 1 полугодии 2012 г. грузооборот всех видов транспорта составил 2,5 трлн. т-км. Увеличение грузооборота (за исключением трубопроводного) в рассматриваемом периоде на 1,8% г/г обусловлено изменением грузопотоков на автомобильном и ж/д транспорте. Во 2 кв. грузооборот составил 1,2 млрд. т-км, что на 2,3% ниже 1 кв. текущего года. В 1 кв. грузооборот снизился на 1,5% по сравнению с 4 кв. 2011 г. Замедление темпов роста российского транспорта в 1 кв. традиционно связано с сезонным фактором, однако замедление в следующем периоде свидетельствует о замедлении развития экономики. Негативное влияние оказывает кризисная ситуация в еврозоне. Относительно аналогичного периода 2011 г. в 1 кв. 2012 г. был зафиксирован рост на 3,8%, а во 2 кв. снижение грузооборота на 0,2%.

Текущая конъюнктура рынка подвержена быстрому изменению с сохранением неопределенности относительно дальнейшего вектора экономического развития. Таким образом, сохраняются ключевые риски для транспортного сектора: замедление роста экономики РФ, углубление кризиса в еврозоне, снижение тарифов на транспортные перевозки.

Контейнерные перевозки

Феско (ДВМП): По данным компании, доля в Трансконтейнере за июль выросла до 23,7%, за счет прибавки 2,6% акций и глобальных депозитарных расписок. Таким образом, перевозчик продолжает программу увеличения доли в Трансконтейнере и подготовке к дальнейшей его приватизации. Также в отчете компании говорится, что она подписала соглашение о продаже 9,1% казначейских акций за \$78 млн. третьему лицу. Возможно, продажа была осуществлена компанией, аффилированной с группой Сумма, которая в начале лета объявила о желании консолидации Феско на своем балансе.

Напомним, что Минэкономразвития выступает за продажу акций Трансконтейнера на открытом рынке и против продажи актива на аукционе на тендерной основе. Последний вариант наиболее благоприятен для группы Сумма, которая уже владеет значительным пакетом в Трансконтейнере. Интрига по приватизации сохраняется, что будет подогревать интерес к акциям, как Трансконтейнера, так и Феско. Рекомендация по бумагам Феско «**покупать**», RV/FV \$0,4–\$0,5.



Авиаперевозки

Аэрофлот: Совет директоров Аэрофлота готов реализовать ряд непрофильных активов. В план продаж на будущий год попали доли четырех компаний, общая стоимость которых оценена в 900 млн. руб. Наиболее интересным и дорогим активом, выставленным на продажу, станет доля в операторе магазинов беспошлинной торговли Аэроферст в аэропорту Шереметьево и на бортах самолетов Аэрофлота. По оценкам специалистом, стоимость актива составляет 800 млн. руб. Ряд непрофильных активов продаваться не будет, что-то будет, наоборот, ликвидировано. Мы оцениваем продажу непрофильных активов позитивно, поскольку это позволит менеджменту сосредоточить свои усилия на ключевой для компании деятельности, кроме того, дополнительные 900 млн. руб. будут направлены на финансирование инвестиционной программы по расширению парка. По словам генерального директора компании В. Савельева, Аэрофлот в ближайшее время собирается открыть 16 направлений.

Бумаги авиаперевозчика фундаментально являются недооцененными рынком и торгуются значительно ниже своей справедливой стоимости. Мы находим долгосрочные инвестиции в акции Аэрофлота привлекательными. Рекомендация **«покупать»**, RV/FV \$2,1–\$2,6. Однако отмечаем, что рост акций ограничивается рисками: во-первых, после вступления в ВТО авиаперевозчик перестанет получать роялти от иностранных компаний за полеты над Сибирью, во-вторых, в данный момент темпы роста пассажирских перевозок ниже, чем у конкурентов.

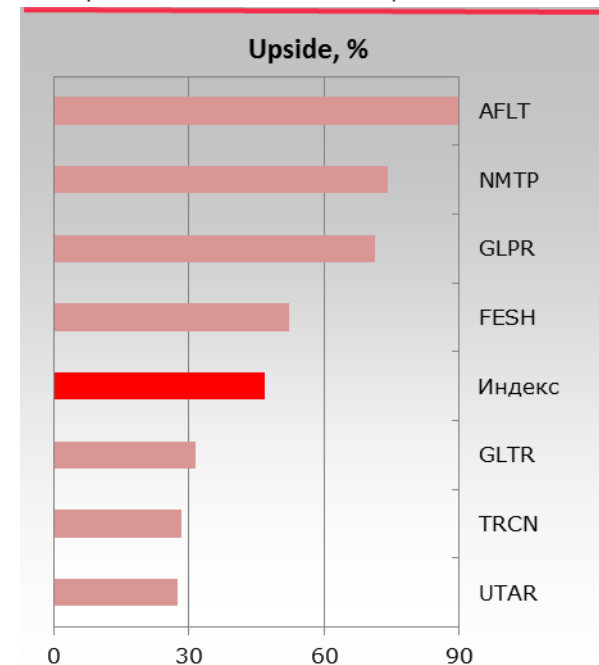
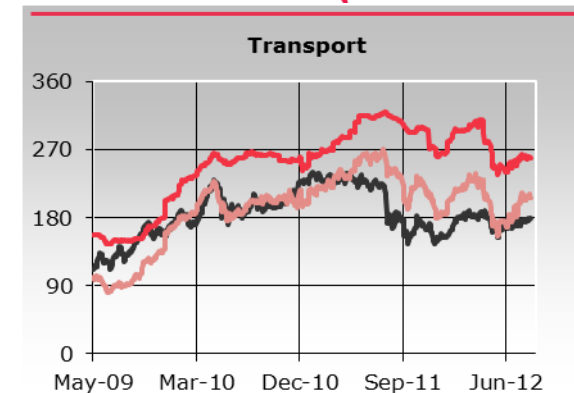
Морские перевозки

Грузооборот морских портов России в первом полугодии 2012 г. составил 271,3 млн. т., что на 5,4% больше в сравнении с показателем аналогичного периода прошлого года, сообщает Ассоциация морских торговых портов.

НМТП: Дочерняя компания «Союз трейдинг» группы Сумма выиграла тендер на поставку 60 тыс. т пшеницы в сентябре египетскому трейдеру GASC, предложив наиболее привлекательные условия доставки. Поставка пшеницы будет осуществляться через зерновой терминал НМТП. Дополнительные объемы перевалки грузов поддержат финансовые показатели в следующем отчетном периоде на фоне замедляющихся объемов грузооборота.

Акции компании в течение августа продемонстрировали нисходящее движение, но, мы считаем, что это обусловлено лишь техническими факторами. Бумаги компании торгуются в широком боковом канале, нижняя граница которого равна \$2,65, а верхняя – \$3,2. В конце июля обыкновенные акции достигли верхней границы канала и встретили сильное сопротивление, после чего начали снижаться. Коррекция составила 8,7% до уровня \$2,96 за бумагу (50% по уровням Фибоначчи). В сентябре возможно движение вверх. Мы **рекомендуем «покупать»** акции порта, RV/FV \$0,11–\$0,16. ■

Максим Цитович, tsitovich@infina.ru





Сергей Шевчук, Генеральный директор

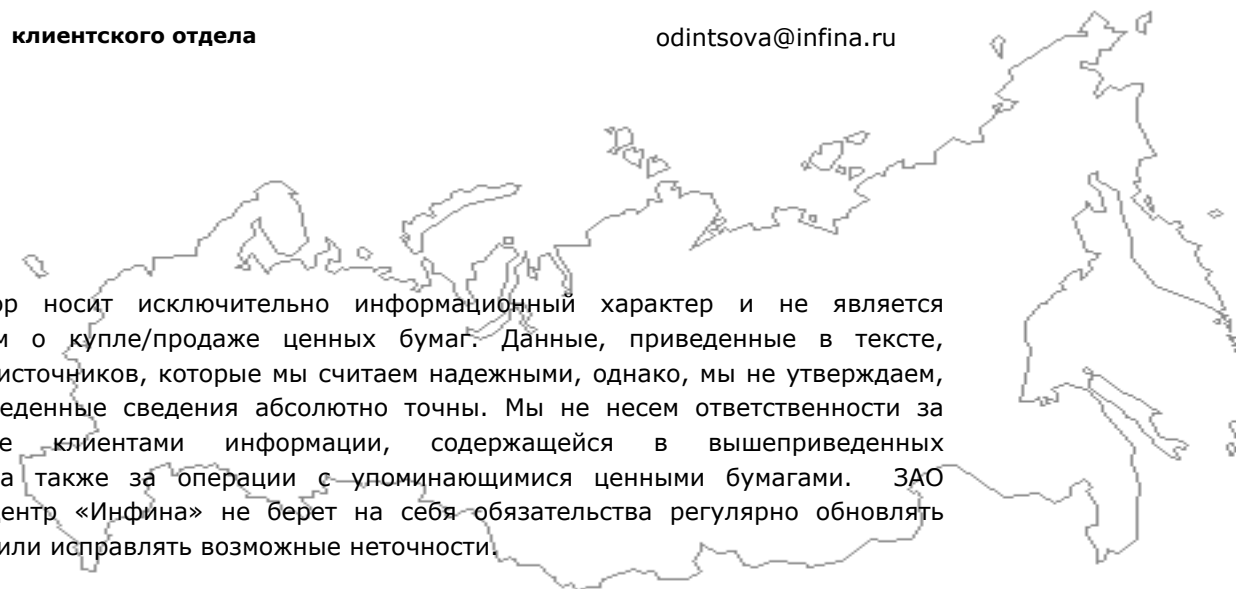
shevchuk@infina.ru

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.