

СТРАТЕГИЯ 2П2010

РОССИЙСКИЕ РЫНКИ КАПИТАЛОВ

Семь раз отмерь – один отрежь



Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и ТКБ Капитал не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. ТКБ Капитал не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако ТКБ Капитал имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения ТКБ Капитал. ТКБ Капитал не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

Оглавление

Введение	
Стратегия 2П2010	4
Семь раз отмерь – один отрежь	
Российская экономика	5
От кризиса оправились, жизнь продолжается	
Товарно-сырьевые рынки	11
Проверка фундамента на прочность	
Рынок облигаций	16
Лучше недозаработать, чем потерять	
Фондовый рынок	28
Во втором полугодии 2010 г. будьте разборчивы	
Нефть и газ	32
В ежовых рукавицах	
Энергетика	50
Определенности всё больше, привлекательность всё дальше	
Металлы и добыча	64
Стабилизация во втором полугодии 2010 г.	
Транспортный сектор	76
Зеркало восстановления экономики	
Телекоммуникации	81
Тихая гавань	
Потребительский сектор	88
В ожидании сезонно сильных кварталов	
Банковский сектор	105
На пути к росту	
Машиностроение	118
Государство – двигатель прогресса	
Сектор недвижимости	127
Спрос оживает	
Компании малой капитализации	132
«Дочки» Славнефти: в ожидании раздела активов	
Приложение	134
Контакты	139

Стратегия 2П2010

Семь раз отмерь – один отрежь

Доллар, а не рубль

Не забывая о существующих рисках, мы предпочитаем американский доллар как актив, подверженный меньшим рискам и способный завоевать лидерство по объему инвестиций во втором полугодии 2010 г. Между тем рубль, как и валюты других развивающихся стран, попадет под давление. Однако наш взгляд на перспективы российской валюты может измениться в зависимости от динамики цен на нефть.

Евробонды, а не рублевые облигации

Риски, связанные с девальвацией рубля, снижают инвестиционную привлекательность облигаций, деноминированных в российской валюте и показавших рост цен за последние 12 месяцев. Мы рекомендуем делать выбор в пользу еврооблигаций с короткой и средней дюрацией, выпущенных высококачественными эмитентами. Для инвесторов, которым необходимы рублевые активы в портфелях, предпочтительнее новые размещения облигаций с плавающей купонной ставкой.

Золото, а не нефть

В первом полугодии 2010 г., в период высокой волатильности, золото служило «тихой гаванью» для инвесторов. Спрос на золото будет подогреваться инфляционными рисками. Цена нефти пока же остается чувствительной к рыночным тенденциям, что и обуславливает ее волатильность и неопределенные перспективы.

Соя и кукуруза, а не сахар

Урожайность, не оправдавшая прогнозы, и растущий спрос Китая обеспечат поддержку ценам на сою и кукурузу. А цена на сахар, как мы полагаем, продолжит нисходящее движение.

Доходность, а не риски

Избыток ликвидности на рынке будет, как и прежде, оказывать поддержку котировкам акций, но инвесторы извлекли урок и научились распознавать риски, поэтому теперь будут искать надежные ставки. Мы рекомендуем обратить внимание на привлекательные с фундаментальной точки зрения инвестиционные идеи и стараться избегать рискованных ходов.

Ставка на восстановление, а не на отрасли с госрегулированием

Мы предпочитаем секторы, вложения в которые принесут наибольшие выгоды от экономического восстановления, роста потребления и долгосрочного инвестиционного спроса. Между тем отрасли, отличающиеся жестким контролем со стороны государства, не смогут в полную силу раскрыть свой потенциал в свете неопределенности, связанной с госрегулированием.

Банки, розничная торговля, инфраструктура, а не нефть и энергетика

На российском фондовом рынке мы рекомендуем бумаги банковского сектора, компаний розничной торговли и сектора инфраструктуры. Их потенциал роста в цене, определяемый экономическим восстановлением и внутренним спросом, составляет 30–50%. Мы ожидаем меньшей доходности от инвестиций в нефтегазовый сектор и энергетику ввиду неопределенности, связанной с перспективами госрегулирования (возможное повышение налогообложения, изменение тарифов на электроэнергию и отсрочка перехода на RAB-регулирование).

Российская экономика

От кризиса оправилась, жизнь продолжается

	старый		новый	
	2010	2011	2010	2011
Нефть Urals, \$/барр.	74.0	71.0	76.5	78.0
Среднегодовой курс EUR/USD	1.46	1.41	1.26	1.25
ВВП, млрд руб.	45370	50126	45553	50138
ВВП, \$ млрд	1593	1716	1546	1780
ВВП, % в год	3.4%	3.2%	4.1%	3.6%
Инвестиции, % в год	7.8%	7.1%	3.9%	7.9%
Розничная торговля, % в год	7.2%	4.9%	6.6%	6.4%
Реальная з/п, % в год	3.1%	3.6%	4.2%	4.0%
Реальные распол. доходы, % в год	7.8%	3.4%	7.5%	4.7%
Инфляция, % дек./дек.	7.9%	8.4%	7.0%	7.5%
Цены производителей, % дек./дек.	8.3%	11.1%	13.7%	9.1%
Сальдо федерального бюджета, % ВВП	-5.2%	-1.7%	-5.5%	-2.1%
Резервы ЦБ, \$ млрд	461	515	477	532
Резервный фонд, \$ млрд	36	75	18	25
Фонд национального благосостояния, \$ млрд	92	92	90	90
Экспорт	350	370	380	390
Импорт	240	260	240	270
Счет текущих операций, % ВВП	2.9%	2.3%	4.6%	2.6%
Кап./финансовый счет, % ВВП	-1.0%	2.0%	-1.5%	0.7%
Курс RUR/USD, конец года	29.5	28.6	28.9	28.6
Курс RUR/USD, среднегодовой	29.0	29.2	29.5	28.2

Завершившийся недавно в Санкт-Петербурге Международный экономический форум показал, что чуть более 60% его участников довольно сдержанно оценивают перспективы российской экономики на ближайшие годы, не исключая даже ее стагнации. Действительно, несмотря на улучшение экономической ситуации, вопросы относительно устойчивости влияния основных движущих факторов восстановления роста сохраняются, хотя сомнений в том, что внутренний спрос теперь заменит внешний в роли «локомотива» экономики, у нас нет. Между тем перспективы увеличения господдержки все еще туманны, а с бюджетом связаны и дополнительные надежды на стимулирование спроса, и риски, прежде всего инфляционные. Во многом от того, как правительству удастся сбалансировать эти взаимно конфликтующие факторы, будет зависеть рост экономики в ближайшие годы. И пусть при повышении цен на нефть искушение увеличить госрасходы будет возрастать, лучший выход – не «раздувать» обязательства, а повысить их эффективность, ведь резервы для этого значительны.

Мы пересмотрели наш прогноз роста экономики на 2010-2011 гг. в сторону повышения вследствие улучшения ожиданий относительно цен на нефть и позитивной динамики ключевых макропоказателей, опубликованных в апреле-мае. В этом году скажется и эффект низкой базы, ведь именно 1П09 было для экономики наиболее тяжелым.

Основные надежды на рост доходов как фундамент для потребительского спроса... Повышение пенсий придало доходам населения необходимый импульс, и теперь их дальнейшая динамика будет в большей степени зависеть от роста зарплат. На фоне снижения безработицы их восстановление продолжится, что вкупе с постепенным ростом кредитования вселяет умеренный оптимизм в отношении динамики потребительского спроса.

...хотя риски полностью не устранены. Для потребительских доходов – это низкая производительность труда при возросших удельных расходах на труд и отсутствии у властей достаточных резервов для повышения зарплат бюджетникам прежними темпами. Для потребления – это возросшие и все еще высокие сбережения населения, хотя при стабильной инфляции они продолжают постепенно снижаться.

Инвестиции «не торопятся» в ожидании определенности. В условиях неопределенности относительно устойчивости восстановления спроса и недозагрузки мощностей компании не спешат инвестировать. Однако рост прибылей вернет спрос на кредиты, доступность которых будет лишь повышаться, и рост инвестиционного спроса также возобновится.

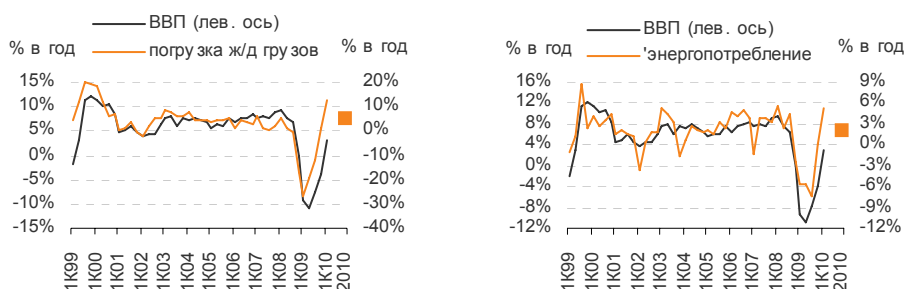
Многое будет зависеть от бюджета, и основная интрига еще впереди. До кризиса бюджет выступал поддержкой для внутреннего спроса. При ценах на нефть выше \$65–70/барр. дефицит бюджета не превысит прогнозных показателей Минфина, который получит дополнительную свободу в планировании расходов. Но растущие запросы ведомств требуют от финансовых властей не только консервативного подхода к планированию расходов, но и реализации дополнительных мер по повышению их эффективности.

Ставки и курс: резких движений не ожидается. Стабильная инфляция – залог сохранения ставок ЦБ на текущем уровне как минимум до 2К11 и дальнейшего снижения стоимости заимствований в экономике. Повышение прогноза цен на нефть позитивно для курса рубля, однако из-за нестабильности капитальных потоков и изменения ожиданий по валютной паре EUR/USD наш прогноз по RUR/USD изменился незначительно.

Экономический рост возвращается

Мы повысили наш прогноз роста ВВП в 2010 г. с 3.4% до 4.1%. В связи с пересмотром ожидаемой динамики цен на нефть в 2010–2011 гг. мы повышаем наш прогноз роста ВВП до 4.1% и 3.6% соответственно (3.4% и 3.2% по предыдущему прогнозу). По итогам 1К10 экономика продемонстрировала довольно слабую динамику (рост на 2.9% за год против падения на 9.4% в 1К09), однако опубликованная в мае макростатистика указывает на ускорение экономического роста. В пользу некоторого повышения прогнозов выступают и более оптимистичные ожидания относительно объемов энергопотребления и погрузки железнодорожных грузов – двух косвенных индикаторов экономической активности. Так, РЖД пересмотрело свой прогноз относительно объемов погрузки в 2010 г. с 3.7% до 5%, а энергопотребление, как мы ожидаем, может увеличиться на 2.2% (прогноз Минэнерго еще более оптимистичен – около 2.6%).

Ожидаемый рост погрузки ж/д грузов и энергопотребления подтверждают восстановление экономики



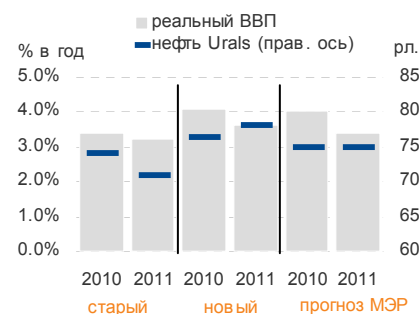
Источники: Росстат, РЖД, оценка ТКБ Капитал.

Инвестиции любят определенность

Инвестиционный спрос пока отстает. Судя по данным за 5М10 (снижение на 0.4% за год), восстановление инвестиционного спроса займет больше времени, чем мы предполагали в конце 2009 г. Сказывается сохраняющаяся неопределенность относительно устойчивости восстановления внутреннего спроса, наличие недозагруженных мощностей и все еще завышенные ставки по кредитам (около 13–15%, согласно опросам ИЭПП). Это объясняет и низкий спрос на кредиты со стороны заемщиков, и желание банков кредитовать лишь наиболее крупные компании. Согласно майскому опросу ИЭПП, многим компаниям не хватает оборотных средств, поэтому кредиты нужны, прежде всего, для поддержания текущей деятельности, а уже во вторую очередь – для дальнейшего развития. Динамика прямых иностранных инвестиций в Россию (рост на \$2.6 млрд, или снижение на 17.6% за год в 1К10) также косвенно указывает на сохраняющиеся высокие риски инвестирования в России.

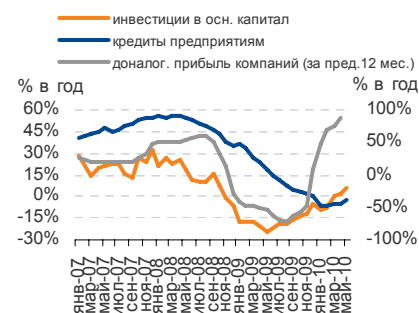
Все больше надежды на собственные силы.... Во время кризиса на фоне резкого сокращения корпоративных прибылей значимость заемных средств для финансирования инвестиций резко возросла. Если в 2007 г. лишь 37% инвестиций финансировалось за счет привлеченных средств (без учета госбюджета), то в 2009 г. она превысила 40-процентный рубеж. Однако в 1К10 ситуация начала меняться: доля инвестиций, финансируемых за счет собственных средств, выросла до 45% (41% в 1К09) при снижении доли заемных средств до 42% (46% в 1К09). Иными словами, темпы стабилизации финансового состояния частного сектора становятся все более значимым фактором с точки зрения перспектив восстановления инвестиционной активности. Более того, если рост прибылей продолжится и окажется устойчивым, то на фоне снижения кредитных рисков и темпы роста кредитования возрастут, ведь ресурсов для этого у банков вполне достаточно.

Темпы роста ВВП и цены на нефть



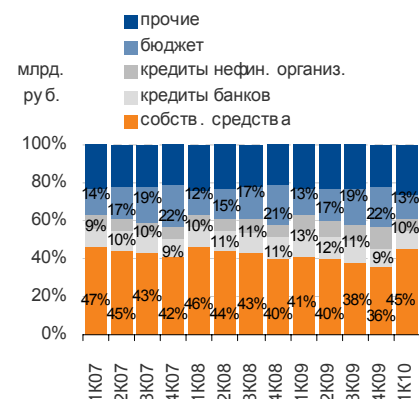
Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

Инвестиционный спрос вернется, но позже



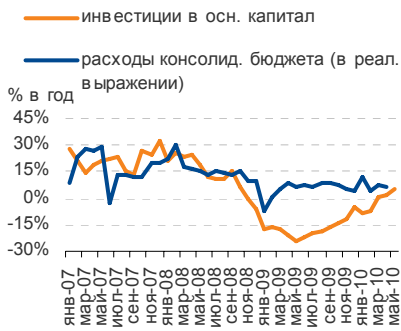
Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

Источники финансирования инвестиций



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

Расходы консолидированного бюджета и инвестиции

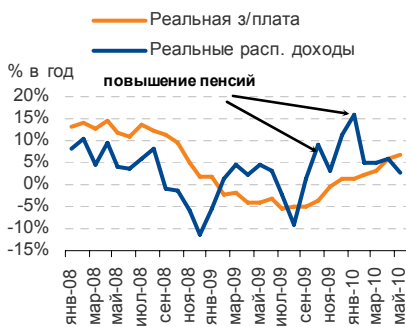


Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

...и по-прежнему на государство. Значимость госинвестиций в кризис усилилась (в 2009 г. из госбюджета профинансировано 21.5% всех капвложений в РФ – максимум с 2000 г.), но эта поддержка в ближайшие годы может ослабнуть. Все больше средств потребуется для покрытия дефицита пенсионного фонда и повышения других социальных выплат в преддверии выборов 2011–2012 гг. Несомненно, при постепенном росте цен на нефть и снижении дефицита казны инвестиционные возможности бюджета будут расширяться. Но, по нашим оценкам (см. аналитический обзор «Простая арифметика или перспективы роста» от 31 мая 2010 г.), наиболее существенные резервы для повышения эффективности расходов сохраняются именно в бюджетной сфере. Если они будут использованы, то даже при стабильных или более низких ценах на нефть (что, скорее, для экономики даже лучше) отсутствие докризисных темпов повышения госрасходов не только не станет помехой для роста ВВП, но и позволит устранить риски повышения налоговой нагрузки в будущем.

Основные надежды на потребление

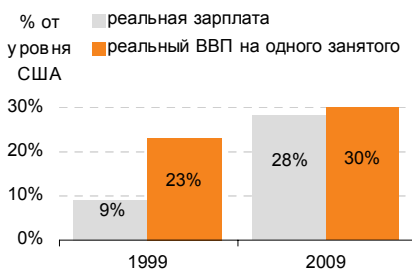
Реальные зарплаты и располагаемые доходы населения



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

Рост пенсий способствовал ускорению динамики доходов населения, зарплаты пока отстают. Как мы и ожидали в конце 2009 г., уверенная динамика реальных располагаемых доходов населения с начала года (рост на 6.2% за 5М10) обязана повышению пенсий. Их рост в реальном выражении в 2010 г. составит почти 40%, что при 15–процентной доле социальных платежей в доходах населения может обеспечить до 5–6 п.п. их прироста в реальном выражении. Между тем динамика зарплат остается более умеренной (рост на 4.4% за 5М10), и до конца года мы не ожидаем ее существенного ускорения. Даже несмотря на улучшение ситуации на рынке труда (в мае безработица снизилась до 7.3% против 9.2% в январе) компании продолжают оптимизировать расходы, в том числе за счет сдержанного повышения зарплат. Таким образом, по итогам года мы по-прежнему не исключаем повышения реальных располагаемых доходов населения на 7.5% при последующем замедлении темпов их роста до 4.5–5.0% в 2011 г.

Производительность труда и зарплаты в России



Источники: Росстат, US Bureau of Economic Analysis, оценка ТКБ Капитал.

Устойчивый рост зарплат бюджетников в прошлом, возврат к докризисным темпам требует повышения эффективности. Докризисный рост благосостояния населения определялся, в том числе, постоянным увеличением зарплат бюджетников, ведь это позволяли стабильно растущие доходы государственной казны. Причем их рост стимулировал и повышение уровня оплаты труда в частном секторе. Теперь ситуация иная: компании продолжают оптимизировать расходы на труд, а резко возросшие пенсионные выплаты и дефицитный бюджет уже не позволяют индексировать зарплаты бюджетников прежними темпами. Для улучшения динамики зарплат в экономике либо нефть должна вернуться к докризисным максимумам, а бюджет – к профициту (что в ближайшие годы маловероятно), либо частному и государственному сектору придется повысить свою эффективность. Производительность труда в России составляет лишь 30% от уровня США, тогда как доли расходов на труд в ВВП почти сопоставимы (см. обзор «Простая арифметика или перспективы роста» от 31 мая 2010 г.). В 2011 г. ожидаемое повышение ставки страховых взносов с 26% до 34% лишь увеличит расходы компаний на оплату труда, поэтому для сохранения рентабельности производительность труда в экономике (и особенно в госсекторе) должна возрасти.

Растущие доходы – опора для потребления, ослабить которую могут лишь высокие сбережения... Потребительские доходы растут, но динамика потребления восстанавливается не столь уверенно. Увеличение розничных продаж (на 2.9% за 5М10) во многом приходится на рост в сегменте продовольственных товаров (на 4.6%), тогда как потребление непродовольственных товаров и услуг в мае лишь немного превысило уровень 2009 г. (рост на 1.3% и 0.1% соответственно).

Причина в том, что доходы увеличивались благодаря пенсиям, затронув преимущественно низкодоходные группы населения и пенсионеров, а не благодаря зарплатам. Сказалась также стагнация потребительского кредитования и все еще высокая склонность населения к сбережениям, на которые вкпе с приобретением валюты сейчас направляется до 20% потребительских доходов. По мере восстановления экономики эта цифра будет снижаться, но основное снижение придется только на 2011 г. По этой причине мы понизили прогноз увеличения розничных продаж в 2010 г. с 7.2% до 6.6%, однако прогноз на 2011 г., напротив, повысили с 4.9% до 6.4%.

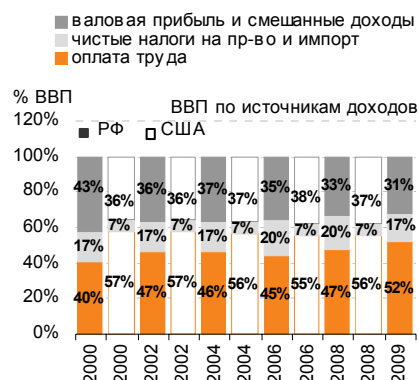
...либо значительное ускорение инфляции, которого, как мы полагаем, удастся все же избежать. По итогам 2010 г. инфляция составит не более 7% с последующим увеличением до 7.5% в 2011 г. Несмотря на усиление инфляции в промышленности и намерение производителей (согласно последним опросам ИЭПП) продолжить повышать цены, инфляция в пищевой промышленности и других значимых для потребительской инфляции секторах остается вполне умеренной (0.8–2.5% за 5М10). На фоне лишь умеренного восстановления потребительского кредитования (не более 15% в 2010 г.) и предпочтения банков хранить свободную ликвидность на счетах в ЦБ, высокой доли сбережений и отсутствия возможностей для резкого повышения госрасходов избыток банковской ликвидности не приведет к резкому ускорению инфляции. Снижение базовой инфляции в мае до 4.5% – косвенное тому подтверждение. Более умеренный рост регулируемых тарифов в 2011–2012 гг. также позитивно скажется на инфляции, хотя помимо политической воли властей, это будет зависеть и от состояния бюджета. Низкие тарифы ограничат инвестиционные возможности ключевых инфраструктурных отраслей, что с высокой долей вероятности придется компенсировать за счет бюджета (например, РЖД в обмен на более низкий рост тарифа на грузоперевозки просит правительство компенсировать выпадающие 50 млрд руб.).

Утвержденные темпы роста регулируемых тарифов в 2010–2013 гг.

% в среднем за год	2010	2011	2012	2013
Прежний прогноз правительства				
Электроэнергия				
все категории потребителей	12.5-14	13.5-16	12.5-14	
население	10	10	10	
Газ природный				
все категории потребителей	23.7	16.5	15.9	
население	27.4	20.8	16	
Железнодорожные перевозки грузов	12.4	9.2	7	
Пассажирские перевозки	10	10	10	
Обновленный прогноз правительства				
Электроэнергия				
все категории потребителей	16.2-16.6	13-15	11-12	10-11
население	10	10	10	10
Газ природный				
все категории потребителей	26.5	15.3	15.7	15
население	27.8	17.1	19.2	15
Железнодорожные перевозки грузов	12.4	8	7.4	6.4
Пассажирские перевозки	10	10	10	10

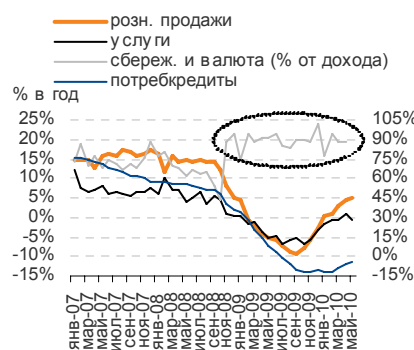
Источники: Министерство экономического развития (МЭР)

Удельные расходы на оплату труда в РФ и США



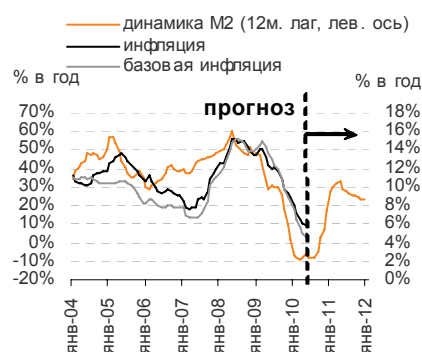
Источники: Росстат, US Bureau of Economic Analysis, оценка ТКБ Капитал.

Частное потребление, потребительские кредиты и сбережения



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

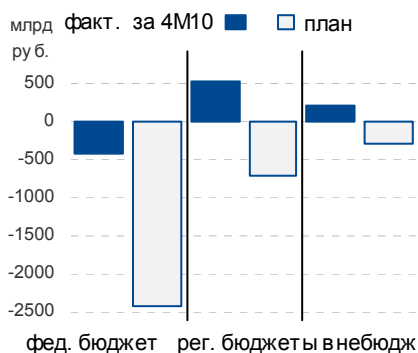
Потребительские цены и денежное предложение



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал.

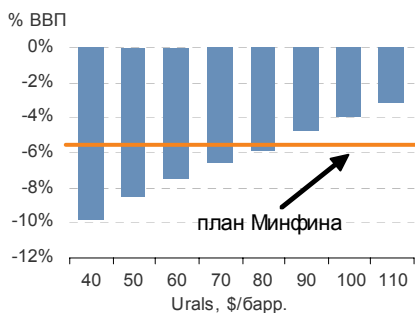
Бюджетные войны: продолжение следует

Фактическое исполнение бюджетов с начала 2010 г.



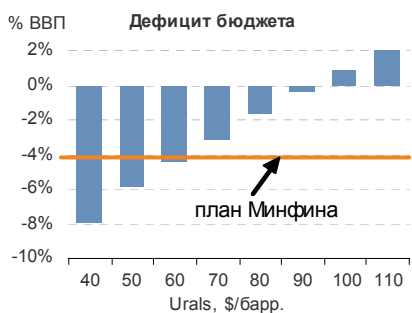
Источники: Минфин, оценка ТКБ Капитал.

Прогнозный дефицит федерального бюджета в 2010 г.



Источники: Минфин, оценка ТКБ Капитал.

Прогнозный дефицит федерального бюджета в 2011 г.



В 2010 г. худшего сценария для бюджета, вероятно, удастся избежать.

Высокие цены на нефть (\$76/барр. с начала года против исходных \$58/барр. в законе о бюджете) не только позволили федеральной казне собрать чуть меньше половины от запланированного объема доходов, но и укрепили уверенность властей в стабильности цен на «черное золото». Их официальный прогноз на 2010–2011 гг. был повышен до \$75/барр., а в бюджет этого года были внесены изменения, предполагающие снижение дефицита до 5.4% ВВП (6.8% ранее) во многом благодаря росту нефтегазовых доходов даже при небольшом повышении расходов. При нашем прогнозе цен на нефть (\$77/барр. во 2П10) по итогам этого года региональные бюджеты выйдут «в ноль», а дефицит федеральной казны составит около 5.5% ВВП с учетом большего, чем сейчас ожидается, дефицита внебюджетных фондов (без них около 5% ВВП). Однако при снижении мировых цен на нефть ниже запланированных \$75/барр. проблема выпадающих доходов казны вновь станет актуальной и запас прочности здесь довольно ограниченный. При средней цене на нефть во 2П10 около \$60/барр. и среднегодовом курсе RUR/USD в 31.5 руб. дефицит федеральной казны с учетом выпадающих доходов бюджетов других уровней может возрасти до 8% ВВП.

В 2011 г. все будет зависеть не только от нефти и курса рубля...

В 2011 г. (при текущем плане по расходам и нефти \$78/барр.) дефицит федерального бюджета составит около 2% ВВП, что заметно лучше максимально возможного показателя дефицита на следующий год (4% ВВП) и обновленного прогноза Минфина (3.6% ВВП). Однако уже при снижении среднегодовых цен на нефть до \$65/барр. и близком к справедливому уровню курсе рубля (около 30.5–31 руб./\$) дефицит бюджета приблизится к максимально приемлемому для Минфина уровню, а при более значительном удешевлении сырья – превысит его. Однако эти расчеты справедливы в условиях сохранения утвержденных расходов федерального бюджета и внебюджетных фондов, неизменности расходов регионов и близком к равновесному курсу рубля. Пусть при резком снижении цен на нефть ослабления рубля не избежать, ЦБ может вновь предпочесть вариант «плавной девальвации», что повлечет за собой потери для бюджета. В то же время при стабильных или растущих ценах на нефть состояние бюджета будет зависеть от жесткости позиции Минфина, ведь запросы ведомств впечатляют.

...но и от «аппетита» властей. Помимо корректировки параметров бюджета 2010 г., Минфин сформировал его базовые параметры на 2011 г. с учетом запросов ведомств, а также поручений президента и правительства. Предварительная оценка потребностей достигает 2.3 трлн руб., полное удовлетворение которых при текущем макропрогнозе увеличит дефицит до 8% ВВП, тогда как удержание его на уровне 4% ВВП позволит перераспределить лишь 300 млрд руб., которые пока планируется направить на повышение расходов на оборону и зарплаты бюджетникам. Закрывать оставшуюся часть будет крайне затруднительно, даже при отказе от льгот на восточносибирскую нефть (120–150 млрд руб.) и реализации других звучавших предложений по изменению налогов (введение/увеличение экспортных пошлин на другие сырьевые товары, повышение акцизов на алкоголь и бензин и др.). Запланированное повышение ставки страховых взносов в 2011 г. и так обойдется бизнесу почти в 1 трлн руб. Поскольку позиция Минфина состоит в сокращении дефицита казны за счет отмены существующих налоговых льгот и повышения эффективности расходов, при стабильных ценах на нефть налоговое бремя в экономике вряд ли возрастет. В случае падения цен на нефть проще изменить курс рубля, снижение которого на 1 руб. даст казне около 120–140 руб. дополнительных доходов. Но только на этот механизм полагаться тоже не стоит, ведь чрезмерная девальвация грозит ростом инфляции, на что власти тоже вряд ли пойдут.

Ставки и курс: резких движений не ожидается

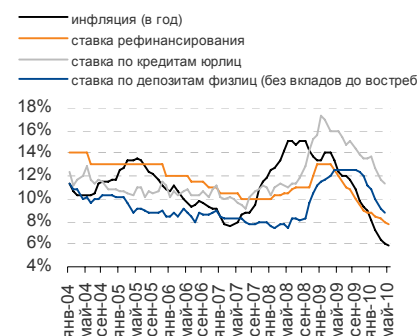
Стабильная инфляция – залог сохранения низких ставок. По мере устранения интриги относительно масштабов возможного снижения ставки рефинансирования ЦБ рынки все больше обеспокоены вопросом, когда же регулятор начнет повышать ставки. Мы полагаем, что этого следует ждать не ранее начала 2011 г., и даже в этом случае рост не превысит 0.5 п.п. Как мы уже упоминали выше, без существенного роста мировых цен на сырье, стабильно высоких темпов восстановления экономики, резкого увеличения расходов бюджета и ускорения динамики кредитования (в первую очередь потребительского) резкого увеличения инфляции мы не ожидаем. Ее постепенное увеличение во 2П10–1П11 приведет лишь к дальнейшему сокращению реальных процентных ставок в экономике (номинальная ставка минус инфляция), которые остаются одними из самых высоких среди большинства развитых и развивающихся стран. Вряд ли сейчас, когда инфляция так низка, ЦБ позволит себе вновь потерять контроль над ее динамикой, особенно в свете заявляемых целей перехода к режиму инфляционного таргетирования. Мы полагаем, что потенциальным сигналом для возможного пересмотра монетарной политики станет рост кредитов темпами, превышающими ожидания регулятора (около 15%) и «раздутие» бюджетных расходов.

Положительное сальдо текущего счета поддержит курс рубля...

Повышение прогнозных цен на нефть во 2П10 позволяет нам улучшить прогноз торгового баланса с \$110 млрд до \$140 млрд. Это вкпе с отрицательным сальдо услуг и других компонент счета текущих операций (всего около -\$60 млрд.) дает его суммарный баланс на уровне около \$80 млрд, или 4.6% ВВП (\$50 млрд, или 2.9% ВВП по предыдущему прогнозу). В условиях относительно стабильной ситуации на внешних рынках это способствовало бы усилению повышательного давления на курс рубля, который бы имел все шансы продолжить свое восхождение после девальвации конца 2008 – начала 2009 г. Однако, как мы и предполагали в конце прошлого года, несмотря на заметный профицит текущего счета, определяющим фактором и направления движения курса рубля, и его волатильности остаются капитальные потоки.

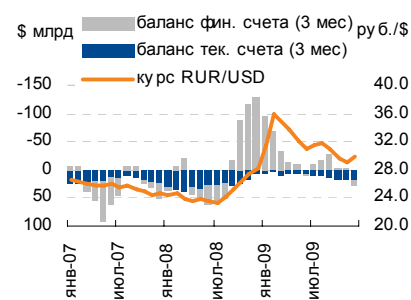
...но из-за ожидаемого в 2010 г. чистого оттока капитала наш прогноз курса рубля почти не изменился. Несмотря на улучшение прогноза сальдо текущего счета, мы по-прежнему ожидаем чистого оттока капитала в 2010 г. в объеме не менее \$20 млрд (-\$5.5 млрд в 1К10 без учета -\$12 млрд статьи «чистые ошибки и пропуски», отражающей в том числе нелегальный отток капитала). Компаниям предстоит погасить \$115 млрд внешних долгов при все еще ограниченных возможностях занимать за рубежом, сальдо прямых иностранных инвестиций на фоне сохраняющейся неопределенности относительно темпов роста экономики, вероятно, будет близким к нулю, частный сектор, как показал 1К10, продолжал наращивать объем иностранных активов чуть быстрее обязательств (хотя уже не так агрессивно, как ранее), а плавный рост резервов ЦБ во 2К10 (косвенно указывающих на небольшой приток капитала) мог быть поддержан притоком капитала от размещения еврооблигаций РФ в апреле (\$5.5 млрд). Поэтому вкпе с изменением наших ожиданий по паре EUR/USD с 1.46 до 1.22 мы лишь незначительно улучшили прогноз курса рубля к доллару на конец 2010 г. с 29.5 до 28.9 руб. В 2011 г., по нашему прогнозу, доллар будет стоить около 28.0–28.5 руб.

Инфляция и ключевые процентные ставки



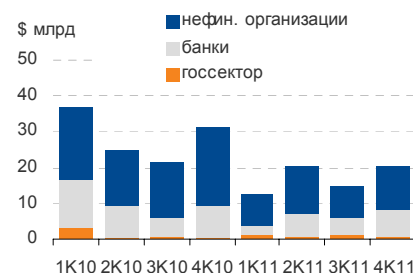
Источники: Росстат, ЦБ РФ, оценка ТКБ Капитал.

Платежный баланс и курс рубля



Источники: ЦБ РФ, оценка ТКБ Капитал.

График погашения внешнего долга в 2010-2011 гг.



Источники: ЦБ РФ, оценка ТКБ Капитал.

Александр Ковалев, к.ф.-м.н.
aa.kovalev@tkbc.ru

Товарно-сырьевые рынки

Проверка фундамента на прочность

Пузырь надувается...

	Текущая цена	Таргет на конец 2П2010	Потенциал
Нефть Urals, \$/баррель	73.5	76.5	4.08%
Золото, \$/унция	1242.25	1300	4.65%
Медь, \$/тонна	6515	6800	4.37%
Никель, \$/тонна	19745	22500	13.95%
Кукуруза, \$/бушель	3.54	4.4	24.29%
Пшеница, \$/бушель	4.65	5.6	20.43%
Соя, \$/бушель	9.48	11	16.03%

* текущая цена на 30.06.2010

Источники: Bloomberg,
оценка ТКБ Капитал

Коррекция или крах? Стремительное падение основных товарных рынков с апрельских максимумов оправдано лишь отчасти. С одной стороны, рост большинства товарных активов в первом квартале текущего года имел внушительную спекулятивную составляющую, и к апрелю нефть и промышленные металлы оказались сильно перекупленными. С другой стороны, зеленые побеги, о которых много говорилось в 2009 г., выросли во вполне конкретные признаки восстановления мировой экономики. Рост спроса на сырье был очевиден, и это придавало уверенности рынкам.

Бег впереди паровоза. Однако энтузиазм инвесторов вынес цены на уровни, в значительной степени превосходящие те, которые были обоснованы фундаментально, даже с учетом постепенного восстановления спроса. Оптимистичные ожидания рынка поддерживались изобилием ликвидности, которая стала результатом сверхмягкой монетарной политики, проводимой ведущими мировыми центробанками для борьбы с финансовым кризисом. Низкие ставки, безусловно, помогли оживить экономику, но на фондовых и товарных площадках их результат ощущался еще лучше.

Спекулятивный прилив. В пользу спекулятивной природы роста цен на товарных рынках в марте–апреле достаточно красноречиво свидетельствует статистика Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC). Чистая спекулятивная позиция в нефтяных фьючерсах, рассчитываемая как совокупность позиций хедж-фондов, других крупных спекулянтов, а также прочих участников торгов, не являющихся представителями индустрии, хеджирующими свои коммерческие риски, уверенно росла с марта 2009 г., толкая цены вверх. В январе был достигнут исторический максимум по спекулятивным «лонгам», в апреле их количество вновь вплотную подобралось к этому рекорду.

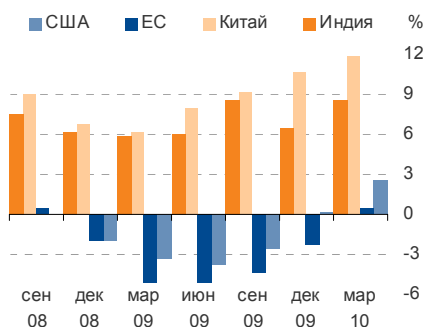
...и сдувается

Музыка стихла. Поводов для коррекции на сырьевых рынках к середине апреля накопилось более чем достаточно. Для нефти это были и растущие запасы в США, и возможное ужесточение денежно-кредитной политики Китая, быстрый рост экономики которого дал импульс росту цен на сырье. Китайский фактор также традиционно сильно влияет на рынки металлов. Но повод для коррекции не только на товарных, но и на фондовых рынках нашелся глобальный – обострение кризиса суверенного долга в Европе.

Déjà vu. Европейский долговой кризис привел к значительному росту неопределенности на рынках. Экономическое восстановление, которое уже казалось устойчивым, было поставлено под сомнение. Скорость падения рынков вызвала к жизни призрак кризиса 2008 г. И хотя ассоциация плохих суверенных долгов с плохими ипотечными долгами и потенциального дефолта Греции с крахом Lehman Brothers выглядит надуманной, память о кризисе еще слишком свежа. Поэтому желание инвесторов закрыть свои позиции и переждать шторм в тихой гавани выглядело вполне естественным.

После бури. В летний период рынки вступают в фазу относительного спокойствия, а в дальнейшем для осмысления ситуации и выбора дальнейшего направления движения все большую роль будут играть фундаментальные факторы. Рынки нефти и металлов, безусловно, получают поддержку со стороны растущего спроса на сырье не только в развивающихся, но и в развитых экономиках. Однако обновление годовых максимумов возможно только в случае притока новой волны спекулятивного капитала. Мы позитивно оцениваем перспективы рынка золота, который не только стал тихой гаванью во время тотальной распродажи в мае, но также может выиграть от потенциального роста инфляционных ожиданий. В секторе сельскохозяйственных товаров наши фавориты – соя и кукуруза, в то время как на рынке сахара, на наш взгляд, наиболее вероятно продолжение негативной динамики.

Динамика роста ВВП в развитых и развивающихся странах



Источники: Bloomberg

НЕФТЬ: рост запасов против роста спроса

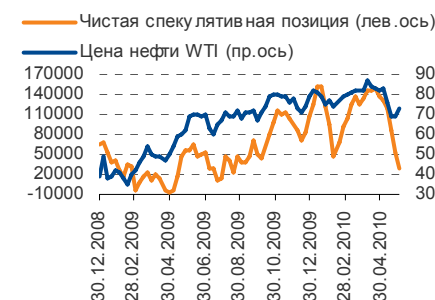
Перед лицом неопределенности. Рынок нефти в последние годы являлся одним из лучших индикаторов состояния мировой экономики. Рост глобального ВВП естественным образом сопровождался ростом потребления топлива, а ожидания относительно темпов этого роста отражались на рынке нефти. Долговой кризис в Европе поставил под сомнение курс на устойчивое восстановление мировой экономики, сокращение расходов и потребления в Европе может ударить по локомотиву мирового роста – Азии. В этом контексте еще более неприятно выглядит снижение промышленной активности в Китае, которое можно было наблюдать в апреле–мае. В результате позитивные макроэкономические данные за 1К10 оказались не в состоянии поддержать оптимистичные ожидания в отношении будущего роста. Но не только сам факт наличия или отсутствия роста сейчас является фактором неопределенности на рынке нефти. Не исключена возможность структурного изменения энергопотребления в будущем.

Нефть перестает быть незаменимой. В США пик потребления бензина был пройден в самом начале 2007 г. Вне всякого сомнения, на скорость падения спроса повлиял разразившийся кризис, но его причины глубже. И не случайно, что перелом тренда произошел, когда о кризисе еще никто всерьез не задумывался. Основных причин такого разворота две – энергоэффективность и альтернативные виды топлива. В последние годы увеличение эффективности использования энергии превратилось из простого набора мер по экономии энергии в целую отрасль, которая создает новые технологии и рабочие места. Это не замедлило сказаться на результате. В развитых странах потребление энергии на доллар ВВП неуклонно снижается, и эта тенденция представляется нам долгосрочной.

Газовая атака. Альтернативные виды топлива также находят все более широкое применение. Это и растущее потребление этанола и биодизеля, и стремительно набирающие популярность гибридные и даже полностью электрические двигатели. Согласно данным Международного энергетического агентства, более 60% нефти в мире потребляется транспортом, и переход к электромобилям может нанести серьезный удар по потреблению нефти. Безусловно, для такого перехода потребуется выработать значительно больше электроэнергии, чем сейчас, но выбор первичного источника энергии здесь значительно шире. Это и атомные станции, и уголь, и газ. С внедрением технологий добычи сланцевого газа его предложение резко возросло, и он будет искать себе применение. Таким образом, доминирующее положение нефти в качестве основного источника моторного топлива может пошатнуться. Мы видим в этом долгосрочный риск для цен на нефть, однако, на текущий момент основные факторы, влияющие на цену барреля, это скорость и устойчивость восстановления мировой экономики.

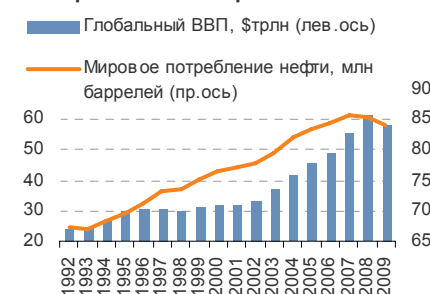
Рынок ищет равновесие... Состояние мировой экономики меняется достаточно быстро, а ожидания рынка, особенно подкрепленные избытком ликвидности, зачастую склонны излишне эмоционально экстраполировать краткосрочные тренды на более длительные временные интервалы. Рекордные объемы импорта нефти в Китай и стабилизация в США спровоцировали мощный приток спекулятивного капитала на рынок нефти в начале года. Цены ушли значительно выше фундаментально обоснованного уровня, потребление не успевало за растущей на фоне высоких цен добычей, что привело к росту запасов в США. Весной они росли практически непрерывно, сигнализируя, что ралли на рынке было не совсем здоровым. Разумеется, когда нашелся повод для коррекции в виде долгового кризиса в Европе, спекулянты с не меньшим энтузиазмом принялись продавать. И падение тоже стало слишком резким. Спрос стабильно растет, в начале июня общее потребление нефти в США впервые с лета 2008 г. превысило 20 млн барр. в день, и цена барреля ниже \$70 на таком фоне представляется неоправданно низкой.

Влияние спекулянтов на цену нефти



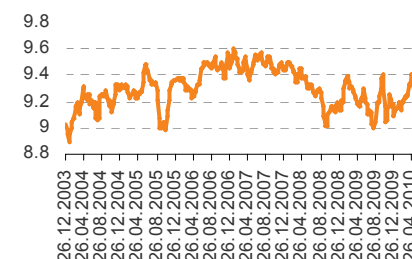
Источники: Bloomberg

Энергоемкость мировой экономики



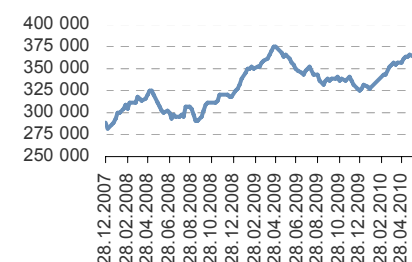
Источники: Bloomberg

Спрос на бензин в США



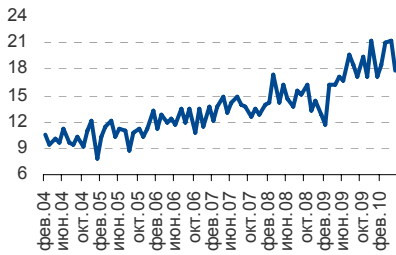
Источники: Bloomberg

Коммерческие запасы нефти в США



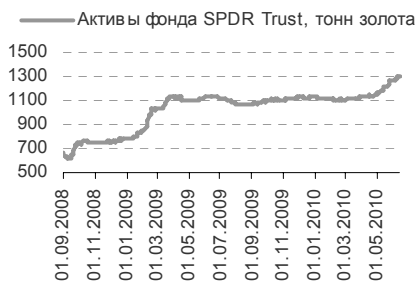
Источники: Bloomberg

Импорт нефти в Китай



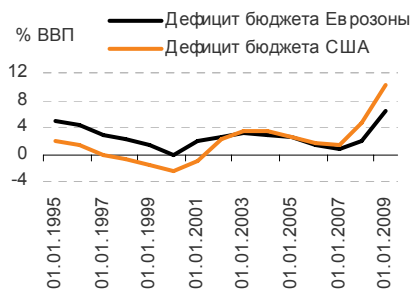
Источники: Bloomberg

Инвестиционный спрос на золото



Источники: Bloomberg

Гонка бюджетных дефицитов



Источники: Bloomberg

Фундамент крепнет. Рынок нефти остается очень чувствительным к любым событиям или даже высказываниям, способным изменить ожидания относительно устойчивости роста экономики, а также к колебаниям курса доллара. Однако во втором полугодии, на наш взгляд, эмоции уступят место фундаментальным факторам, которые окажут поддержку рынку. Спрос продолжит расти и в США, и в Китае, несмотря на реализацию мер по охлаждению экономики. К концу года цены надежно вернуться в диапазон \$75–80. При этом мы не исключаем, что спекулятивные покупки могут поднимать цену барреля до \$90.

Золотая лихорадка

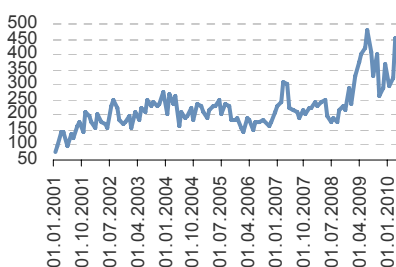
Тихая гавань. Драгоценные металлы показали наилучшую динамику в первом полугодии 2010 г, опираясь на сильный инвестиционный спрос. Но во всей красе золото предстало во время тотального бегства от риска на фоне долгового кризиса в Европе. Цена унции обновила исторический максимум, ранее достигнутый в конце 2009 г. на фоне массивной скупки золота центробанками. Другими словами, золото выступило в качестве классической тихой гавани. Мы ожидаем, что во втором полугодии рынки немного успокоятся, и это может привести к частичному оттоку из золота капитала, который переждал там шторм.

От дефляции к росту цен. Но возможность коррекции ни в коем случае не означает снижение привлекательности золота. В первом полугодии инфляционное давление не было значительным. Растущие потребительские цены представляли собой «головную боль» правительства лишь в перегретых азиатских экономиках. В развитых странах существенно более актуальную задачу представляла борьба с дефляцией. Но по мере восстановления экономики проблема защиты от инфляции снова появится в повестке дня. Сокращение государственных расходов в Европе окажет лишь незначительное влияние на инфляцию в глобальном масштабе, особенно в свете того, что ослабление евро может подстегнуть рост экономики и потребительских цен в Европе.

Сила и слабость доллара. Не стоит забывать о возрождении интереса к золоту со стороны центробанков. Именно они активно скупали золото в конце 2009 г., пытаясь диверсифицировать свои резервы на фоне потери доверия к доллару. Безусловно, сейчас представляется, что доллар восстановил свои позиции, но это может оказаться лишь иллюзией. Скорее, имеет смысл говорить не об укреплении доллара, а об ослаблении евро. Между тем проблемы доллара никуда не исчезли, и, в отличие от Европы, США не собираются сокращать госрасходы. Риск ослабления доллара может вновь стать одной из главных тем валютного рынка. И если год назад евро рассматривался в качестве альтернативной резервной валюты, то сейчас об этом уже никто не говорит. Таким образом, у центробанков будет не слишком богатый выбор инструментов для диверсификации резервов, и золото станет одним из основных объектов для инвестиций. Повышенный инвестиционный интерес может поднять цену унции золота выше \$1,300.

Твердость металла

Импорт меди в Китай



Источники: Bloomberg

Всегда впереди. До обострения греческих проблем промышленные металлы, в первую очередь никель, показывали наилучшую динамику с начала года. Стабильно высокий спрос на цветные металлы из Китая, обусловленный реализацией \$600-миллиардной программой инвестиций и последовавшим за ним стремительным ростом экономики, задал направление тренду, а ожидания сохранения высоких темпов роста в Китае и по всей Азии поддерживали восходящее движение рынка. Сомнения в реализации этого оптимистичного сценария больно ударили по рынкам металлов. И проблема здесь не столько в европейских долгах, сколько в опасениях ужесточения монетарной политики и сокращения кредитования в Китае.

Китайские пузыри. Поддержка Китаем заниженного курса юаня посредством наращивания денежной массы не может обходиться без побочных эффектов, пузыри на рынках недвижимости и других доступных активов стали ее естественным следствием. Китайские власти уже предприняли жесткие меры по ограничению кредитования, увеличили норму резервирования. Другими словами, не желая ограничивать рост денежной массы, они сделали все, чтобы снизить скорость обращения денег и смягчить инфляционный эффект. Но эти меры могут весьма негативно сказаться на экономическом росте, что вызывает обеспокоенность игроков на рынках металлов.

Снижение запасов внушает оптимизм. Тем не менее промпроизводство постепенно восстанавливается даже без искусственных стимулов. Биржевые запасы меди и никеля неуклонно сокращаются с февраля, и это следствие роста спроса, а не госзакупок, как в 2009 г. Уровень запасов по-прежнему высок, и докризисный уровень цен, к которому медь приблизилась в конце апреля, не оправдан. Но поддержку в виде растущего спроса рынки металлов имеют вполне надежную, и мы считаем вероятным возврат цен на медь в район \$6,800 за тонну, а никеля – в район \$22,500 за тонну.

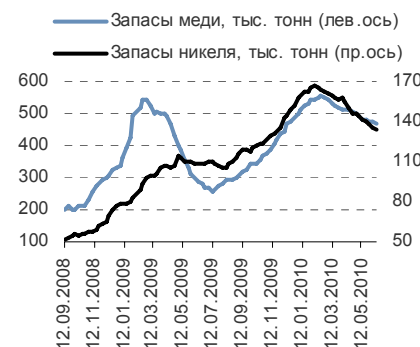
Зерновая пружина

Рынок под прессом запасов. Рынки сельскохозяйственных товаров представляли собой, пожалуй, единственную группу рынков, которые не росли в начале 2010 г. Если на рынках нефти или промышленных металлов спекулятивный капитал толкал цены вверх, то зерно подверглось спекулятивной атаке со стороны «медведей». Данные CFTC ясно показывают, что именно хедж-фонды и другие спекулянты толкали цены на пшеницу вниз в начале года. Причиной такого расхождения динамики цен на зерно и промышленное сырье стали высокие глобальные запасы зерна, почти исключая возникновение дефицита в среднесрочной перспективе. В то же время производство пшеницы в США при текущем уровне цен находится на грани рентабельности, и дальше падать ценам практически некуда. Рынок похож на сжимающуюся пружину, на которую давят запасы, но сопротивление этому давлению все сильнее.

Медвежья погода. К факторам экономическим прибавились факторы природные. Летом и осенью 2009 г/ погода в США, Европе и Южной Америке была крайне благоприятной для урожайности основных зерновых культур и соевых бобов. Рекордные урожаи сои и кукурузы в США и Бразилии позволили установить новые максимумы и на глобальном уровне. Благодаря высокому урожаю пшеницы в Европе, ее мировое производство лишь незначительно уступило рекорду сезона 2008–2009. Примечательно, что изначальные оценки глобального производства зерна Министерством сельского хозяйства США (USDA) не были столь оптимистичными. Но с улучшением погоды эти прогнозы почти неуклонно пересматривались вверх, что привело к соответствующему пересмотру оценок запасов и спровоцировало спекулятивную игру на понижение цен.

Спрос может перевесить. В нынешнем году может сложиться противоположная картина. Сухая и теплая весна на Среднем Западе США позволила провести посевную кампанию очень быстро, и первые оценки урожая были весьма высоки. Но наступившее лето не слишком радует фермеров ни в США, ни в Европе. Уже в июне USDA было вынужден умерить свой оптимизм, и эта тенденция может продолжиться. В то же время спрос на зерно может значительно вырасти по сравнению с кризисным 2009 г. Рекордные цены на свинину, вероятно, приведут к увеличению поголовья и потребления кормового зерна. Но основной прирост потребления снова придется на сектор биотоплива. За 10 лет доля кукурузы, которая идет на производство этанола в США, выросла от близкой к нулю до 40% всего урожая. Высокие цены на нефть способствуют сохранению этой тенденции. В результате, несмотря на рекордные урожаи, отношение запасов кукурузы к ее потреблению остается на достаточно низком уровне. В такой ситуации даже небольшие перебои с поставками могут привести к значительному росту цен.

Биржевые запасы металлов



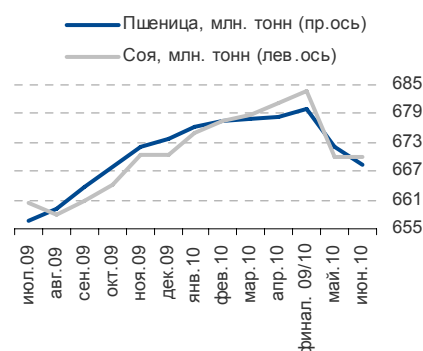
Источники: Bloomberg

Влияние спекулянтов на цену пшеницы



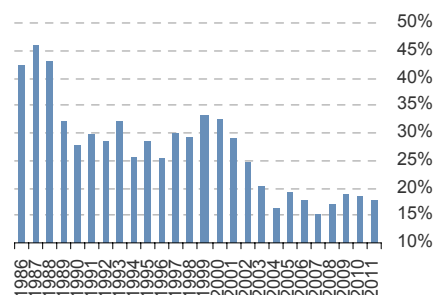
Источники: USDA

Пересмотр оценок производства сои и пшеницы в сезоне 09/10 и в начале сезона 10/11



Источники: USDA

Запасы к потреблению кукурузы



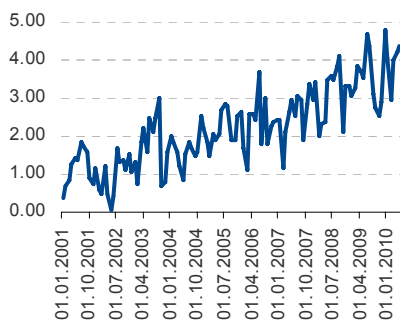
Источники: USDA

Динамика мирового производства, потребления и запасов кукурузы, млн метр. тонн



Источники: USDA

Импорт сои в Китай



Источники: Bloomberg

Китайский фактор. Традиционно Китай, хотя и является крупнейшим в мире производителем и потребителем зерна, стремится к самодостаточности и не оказывает значительного влияния на зерновые рынки. Но на рынке сои это один из самых заметных игроков, поскольку страна не в состоянии самостоятельно обеспечить растущее потребление соевого масла, обусловленное урбанизацией общества и ростом благосостояния. Неуклонно растущий импорт сои, преимущественно из США, в последние годы оказывает сильную поддержку ценам на сою. Сейчас аналогичная ситуация может сложиться на рынке кукурузы.

Спусковой крючок. В отличие от Европы и Америки, для производства зерна в Китае прошлый и нынешний годы не были благоприятными. Холодная погода в северных провинциях и сильнейшая засуха на юге, вызванная феноменом Эль-Ниньо, нанесли серьезный удар по урожайности зерновых. Заявленные компартией 500 млн т в качестве плана на 2010 г. могут не быть достигнуты, и тогда Китай может выйти на мировой рынок зерна. Строго говоря, это уже происходит. Внутренние цены на кукурузу в Китае в противовес мировым достигли рекорда в июне, и государство активно распродало запасы для охлаждения рынка. Чтобы восполнить их, китайские компании начали закупки в США. Рост цен на металлы весной 2009 г. показал, что, может быть, их покупает Китай. Таким образом, китайские покупки могут стать спусковым крючком для расжатия пружины на зерновых рынках. Цены на пшеницу могут достигнуть \$5.6, на кукурузу и сою – \$4.4 и \$11.0 за бушель соответственно.

Гарантирована только волатильность

Землетрясение на рынках продолжится, но фундамент все крепче. Восстановление мировой экономики и спроса на сырье во 2П10 продолжит формирование поддержки всего спектра товарных рынков – от промышленного сырья до сельскохозяйственных товаров. В то же время сомнения в устойчивости восстановления экономики, как и весной, могут провоцировать значительные колебания цен. Бюджетные проблемы в Европе продолжают вызывать беспокойство, так же как и возможное торможение экономики Китая. К этим, уже ставшим традиционными, факторам могут прибавиться опасения негативной реакции экономики США на сворачивание стимулов и рост ставок. Поэтому ожидать резкого роста цен на нефть или металлы не приходится. Лишь зерновые рынки могут вырасти на 20–25% в случае снижения урожайности кукурузы и сои в США с рекордных уровней. Тем не менее все рынки имеют достаточно сильную фундаментальную поддержку снизу, что формирует условия для колебаний цен в достаточно широком диапазоне.

Рынок облигаций

Лучше недозаработать, чем потерять

Дмитрий Зак d.zak@tkbc.ru

Михаил Зак d.zak@tkbc.ru

Насколько мы были агрессивны в первом полугодии 2010 г. – настолько мы консервативны на ближайшие полгода. Мы не питаем иллюзий и рекомендуем по возможности выбирать максимально хеджевые позиции как по активам (только качество), так и по валютам – перспективнее та, которая может стать тихой гаванью.

Лучшая ставка для спекулянтов – суверенные и квазисуверенные еврооблигации в долларах развивающихся стран, не обремененных долгами. Участникам с масштабным рублевым фондированием – добро пожаловать на «первичку»! Берем только качество, в приоритете – плавающие купоны. Под шумок можно выторговать ставки повыше и бумагу покороче.

Ликвидность мира сего...

Дешевые деньги будут, но помогут ли они – для нас большой вопрос. Пирог ликвидности был подан более года назад – мировую финансовую систему наводнили беспрецедентно дешевыми деньгами. Кто смог откусить от этого пирога, уже откусил... Даже ралли третьего эшелона частично состоялось.

ВНЕШНИЙ РЫНОК: принудительная рокировка

Мы полагаем, что во 2П10 в фаворе будут безрисковые инструменты. Доходность по UST-10 на уровне 2.5% уже совсем близко. Перепроданность валютных облигаций во время мирового финансового кризиса в большей степени отыграна. Дальнейшая игра на укрепление активов развивающихся рынков в условиях неопределенности, ожиданий ужесточения правил торговли и нерешенных долговых проблем ряда крупных стран опасна. А если вспомнить, что ключевым бюджетам мира нужны деньги, «страшилок» избежать не удастся.

ВАЛютный рынок:

слабый доллар пока миф, опять девальвация рубля?

Анализируя внешний новостной поток, мы пришли к выводу, что турбулентность на зарубежных финансовых рынках будет только возрастать, и основные риски придут со стороны опального Евросоюза.

На таком фоне мы по-прежнему делаем ставку на безрисковый доллар, который, видимо, станет лидером инвестиций и во второй половине 2010 г. Рубль же, как и прочие активы развивающихся рынков (читай рискованных), останется под давлением.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК:

поезд дальше не пойдет, просьба освободить вагоны

К началу 2П10 рынок внутреннего долга подошел практически на максимумах со сверхдешевыми деньгами и качественным предложением на «первичке». Дальнейший ценовой рост не очевиден, особенно если посмотреть на него сквозь призму ожидаемого ослабления рубля, повышенной волатильности национальной валюты, действий регулятора и финансовых властей по абсорбированию ликвидности, в том числе и в целях недопущения инфляционного сценария.

ЧТО ПОКУПАТЬ? Лучшие еврооблигации, рублевые бонды на «первичке».

На фоне растущих рисков ослабления рубля, при которых рублевые активы окажутся под давлением, при поисках наибольшего дохода спекулянтам мы рекомендуем еврооблигации в долларах. При сохранении кредитных и рыночных рисков на минимумах (инвестиции только в качественные и преимущественно короткие выпуски), можно рассчитывать на дополнительный доход в виде положительной валютной переоценки.

Участникам с масштабным рублевым фондированием (кому нужна номинальная доходность) – добро пожаловать на «первичку»! Берем только качество, в приоритете – плавающие купоны. Под шумок можно выторговать ставки повыше и бумагу покороче.

Показатель	Факт на 30.06.10	Прогноз на 31.12.2010
Ключевая ставка ФРС	0–0.25%	0–0.25%
Ключевая ставка ЕЦБ	1.0%	1.0%
Ключевая ставка Банка Англии	0.5%	0.5%
TED-спред (3m UST vs 3m Libor)	40 б.п.	50+ б.п.
Доходность US-10	3.00%	2.7–3.0%
Спред US-10 vs RUS-30	235 б.п.	260 б.п.
Доходность RUS-30	5.30%	5.3–5.6%
Ставка ЦБРФ	7.75%	7.5–7.75%
Ставка «овернайт»	3–5%	3–5%
Доходность 1 эшелон	7.0–8.0%	8.0–9.5%
Доходность 2 эшелон	8.0–9.0%	9.5–11.0%
Доходность прочих выпусков (1г)	12.0–13.0%	13+%

Источники: Reuters, оценка ТКБ Капитал

Второе полугодие 2010 г.– «лучше недозаработать, чем потерять»

Деньги есть и будут, но не для всех и, возможно, недешевые. Борьба за мировые финансовые ресурсы, на наш взгляд, еще предстоит. Америке нужно привлекать средства, ЕЦБ – спасти страны, а России – продавать нефть. Только одновременно такие процессы сосуществовать не могут: Америке придется акцентировать внимание на проблемах Европы, чтобы инвесторы вновь находили правильную тихую гавань, а Европе и России нужно восстановление, чтобы потреблялась нефть и работали заводы.

Насколько мы были агрессивны в первом полугодии 2010 г. – настолько мы консервативны на ближайшие полгода. Мы не питаем иллюзий по поводу быстрого восстановления мировой экономики и рекомендуем по возможности выбирать максимально безрисковые позиции как по активам (только качество), так и по валютам – перспективнее та, которая может стать тихой гаванью.

Лучший выбор для спекулянтов – суверенные и квазисуверенные еврооблигации в долларах развивающихся стран, не обремененных долгами. Участникам с масштабным рублевым фондированием (кому нужна номинальная доходность) – добро пожаловать на «первичку»! Берем только качество, в приоритете – плавающие купоны. Под шумок можно выторговать ставки повыше и бумагу покороче.

ИТАК, ЧТО ИМЕЕМ? – Ликвидность мира сего...

Деньги будут, но помогут ли они – большой вопрос

Правительства и финансовые власти ключевых экономических регионов мира стараются не допустить дефляционного сценария – аукционы ликвидности проводятся по расписанию. А в ситуации, когда экономики стран Европы стали агрессивно скатываться в бюджетно-долговую яму, сломался даже самый консервативный в плане излишней ликвидности игрок – Европейский центральный банк (ЕЦБ).

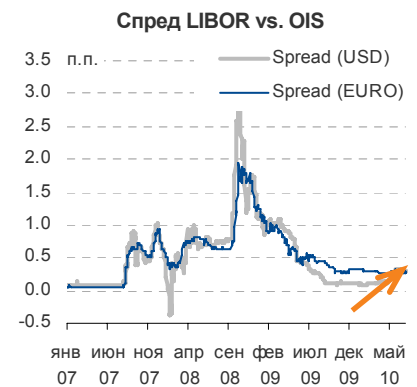
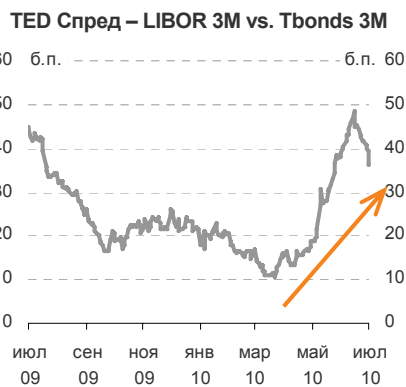
Хотя количественного смягчения он не проводит, ключевые ставки не скатываются дальше к нулю, да и средства на покупку опальных государственных облигаций Греции и других стран-членов PIIGS абсорбируются «добровольно-принудительными» депозитами банков стран ЕС, но ведь есть и другие аукционы от ЕЦБ...

«Длинных» денег, видимо, не будет. К примеру, годовые в Еврозоне была отозваны в первых числах июля 2010 г., но ведь пришли трехмесячные/недельные, по сути – разницы никакой. Главное, чтобы механизм кредитования работал, а этого, на наш взгляд, не будет. В моменте эту гипотезу подтверждают ряд индикаторов, которые мы тщательно отслеживаем в последнее время: TED spread, Libor vs. OIS (и в долларах, и в евро). Очевидно, они отражают нарастающие страхи, присутствующие на рынке межбанковского кредитования.

Банки не доверяют друг другу, что уж говорить о кредитовании реального сектора... Заявления представителей ЕЦБ (в частности, члена совета ЕЦБ Кристиана Нойера) о том, что некоторые банки евроблока испытывают большие проблемы с фондированием, ужасают. Помимо этого, наблюдается рост объемов депозитов кредитных организаций в центробанках.

А ведь ЕЦБ проводит стресс-тесты банковской системы, и первые результаты министры финансов стран ЕС обсудят уже во второй декаде июля (12–13 июля).

В то же время ждать своевременного и актуального опубликования результатов не стоит. Достаточно вспомнить, как проходило тестирование на устойчивость к рискам банковской системы в прошлый раз, в апогей мирового финансового кризиса – публикация происходила постфактум и раскрывалась с согласия самих исследуемых кредитных организаций. Полагаем, что вряд ли результаты предстоящих стресс-тестов помогут рынку.



И все же кризис ликвидности не за горами...

Мы полагаем, что сложившиеся латентные негативные тенденции на рынках МБК, отмеченные нами выше, могут привести к кризису ликвидности. И если в России такая ситуация расценивается как маловероятная – по крайней мере, для нас пока она не очевидна, ведь ЦБ РФ научился снабжать систему деньгами и потери банков на МБК в случае реализации дефолтов гарантируются ЦБ; сохраняются аукционы разной срочности по предоставлению залоговой и беззалоговой ликвидности, а средства бюджета в виде депозитов размещаются на счета коммерческих банков, – то в ЕС и даже в США, на наш взгляд, она вполне возможна.

Спрос со стороны ЕЦБ на долги стран-членов PIIGS перманентно исчезает, что может в итоге привести к плачевной ситуации, к примеру в банковской системе Франции, ведь, видимо, не зря рынок муссирует слухи о снижении национального рейтинга. Хотя отмена необходимости переоценки всех открытых позиций в соответствии с текущими рыночными ценами частично эти риски нивелирует, не надо «замораживать» деньги в резервах, перекалцифицировать активы и обмениваться маржевыми требованиями с контрагентами.

Рассуждать можно долго, другое дело ряд фактов, таких как аккумуляция средств европейскими коммерческими банками на счетах ЕЦБ, говорит о наличии высоких рисков, хотя и скрытых в моменте.

Пирог ликвидности был подан – кто смог откусить, уже откусил...

В прошлой полугодовой стратегии мы предполагали, что 2010 г. расставит точки над «и» и покажет, смогут ли занимать слабые по кредитному качеству заемщики деньги на рынке или нет. Мы ждали сигнала о реинкарнации мирового кредитного рынка и полагали, что такой исход весьма вероятен.

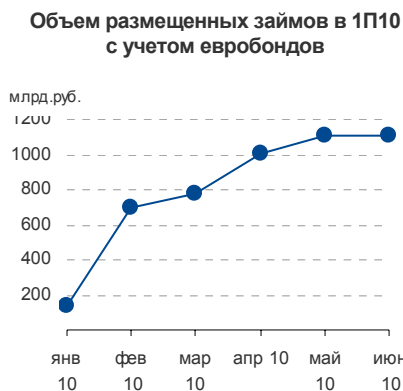
Можем констатировать, что прогнозы оправдались лишь наполовину. В целом большинство страждущих откусили часть пирога ликвидности, все, кто хотел и мог, перекредитовались, тех, кто не смог осуществить это ранее, уже нет или они доживают свой век. Шансов на получение финансовой поддержки больше не выпадет.

Ралли третьего эшелона частично состоялось...

И хорошо, что не полностью. Да, мы ждали большего – миллиарды, закаченные по всему миру в финансовую систему, видимо, в целом попали в правильные руки, и безответственных спекулянтов оказалось не много.

Структура рынка изменилась: остались высококачественные эмитенты, ставки низкие, инвестиционных идей, кроме «поедания» спреда «доходность фишек – ставки РЕПО», пожалуй, и нет. Вернулись к тому, с чего начали, вот только навес «первички» не уходит, балансы банков «трещат» от бондов, а рынок кредита пытаются расшевелить «сверху».

Истинные (слабые) представители третьего эшелона на рынок так не вышли, тем не менее появились сильные представители, более того, они смогли занять средства по весьма низким ставкам относительно их текущей долговой. К примеру, эмитенты таких выпусков, как ЮТэйр, ТГК-2, Трансаэро и прочие, судя по ключевым финансовым и операционным показателям, не настолько самостоятельны в вопросе обслуживания долга в сравнении с первым и вторым эшелонами.



ВНЕШНИЙ РЫНОК Принудительная рокировка

Безрисковые инструменты будут в фаворе. Мы ожидаем стабильный спрос на Tbonds и Bunds как следствие «safety bids»

Остро вставшая проблема финансирования бюджетных дефицитов в большинстве развитых стран – в частности, стран-членов Евросоюза и PIIGS, привела к ускорению пересмотра справедливых премий за кредитный риск относительно «бенчмарков». В итоге мы наблюдали серьезное расползание спредов и рост кредитно-дефолтных свопов практически по всем странам, сопровождающиеся повышением стоимости краткосрочной ликвидности (заемного капитала), расширением спредов LIBOR vs. OIS в долларах и евро) и репатриацией капитала с периферии. Возросшие риски рефинансирования толкнули ставки денежного рынка вверх и, вероятно, эта тенденция продолжится, несмотря на то, что цикл роста ключевых ставок в основных регионах – точно не история предстоящего полугодия.

Статистика из США, в особенности по рынку труда и индикаторам, отражающим уровень спроса в экономике и предсказывающим ее восстановление, оставляет желать лучшего, что в целом и следовало бы ожидать, ведь обширные программы ФРС и правительства США по стимулированию экономической активности частично были свернуты, а количество безработных граждан увеличилось, в том числе в связи с завершением проходившей переписи населения.

Зародившиеся в начале 2010 г. инфляционные ожидания свелись к минимуму, а риторика ФРС относительно скорости будущего восстановления стала более мрачной со ссылкой на проблемы еврозоны. В итоге спред между 10-летними и 2-летними облигациями США сузился до 230 б.п., а спрос на защищенные от инфляции безрисковые инструменты, такие как TIPs, снизился. Соответственно, спред казначейских бумаг к TIPs также сузился до практически минимальных за год значений (178 б.п.).

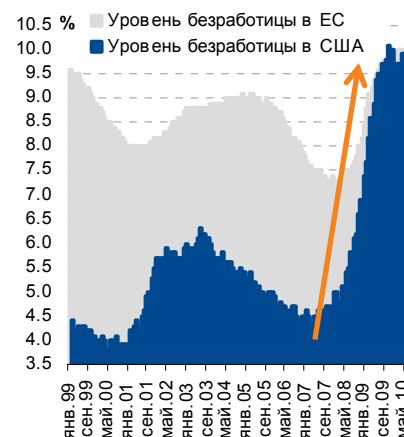
Таким образом, на первый план в глобальном смысле выходят дефляционные риски, что в условиях повсеместных заявлений властей о желании быстрого секвестирования, чрезмерно дефицитных бюджетов и роста налогового бремени не может ободрить инвесторов. Прошедший саммит G20 в Торонто явно отразил несогласованность развитых стран по этому вопросу, но позиция США была отчетливо видна – рано сворачивать государственные стимулы.

Регулирование рынков – процесс неизбежный, но будет плавный. Намерения ввести более строгие правила торговли на финансовых рынках и стандарты «Базель 3» и изменение стандартов учета вселили в участников рынков страхи, и лишь позднее стало понятно, что за жесткой риторикой представителей монетарных властей Европы и США стояли лишь популистские мотивы. К примеру, известная на сегодня версия проекта реформы Б. Обамы сводится к повышению прозрачности рынка деривативов путем перевода последнего с OTC на организованную биржевую форму торговли и, как следствие, создание регуляторов на рынке. Но может с чего-то надо было просто начать?...

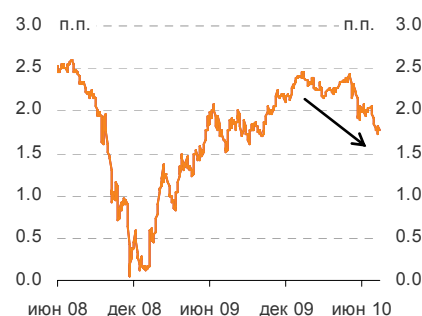
Вышеперечисленные факторы, с нашей точки зрения, создадут хорошую конъюнктуру для размещения казначейских облигаций США, а предложение инструмента будет – правительству Обамы надо финансировать расходы федерального бюджета (накопленный дефицит с начала финансового года в США составляет \$0.94 трлн (и может достигнуть \$1.4 трлн в сентября – по итогам финансового года), а возможные эскалации бюджетно-долговых проблем в Европе или проблемы банковского сектора сформируют достаточный уровень «safety bids» в Tbonds.

Таким образом, рынок Tbonds, пожалуй, единственный безрисковый актив в безрисковой валюте.

Безработица в еврозоне и США



Tbonds vs TIPs



10Y-T vs 2Y-T



График проведенных аукционов с уровнем переспроса

год/ср.знач	2Y	5Y	10Y	30Y
2007	2.86	2.45	2.47	2.47
2008	2.30	2.14	2.30	2.30
2009	2.94	2.35	2.63	2.63
2010	3.15	2.69	3.17	3.17



Кроме того, у нас есть предположение об одном нерыночном факторе, который в силах поддержать нашу гипотезу о повышенном спросе на американский долг в ближайшее время. Если мы правильно понимаем стратегию крупнейших игроков рынка – фондов – и они предположительно заходили в рынок Treasuries в районе 2.5–2.7% по приведенному индексу американской «десятки» в конце 2008 г. – первой половине 2009 г. (об этом мы упоминали еще в нашей стратегии на 2010 г.), то теперь их надо вызывать, ведь вряд ли фонды предпочтут показать убытки. Кроме того, поздний выход может оказаться более сложным процессом. Так или иначе, со временем инфляция и, рост ставок заявят о себе, и тогда направить рынок в нужное русло будет непросто. Поэтому сейчас во время бюджетно-долговых волнений в ЕС появляется удобный шанс для формирования безболезненного выхода, причем как минимум по уровням «входа». На этой волне ждем снижения доходности Tbonds.

Единственное, что в таком случае надо понимать – рост будет кратковременным, спекулятивным, фундаментально же долги США, учитывая показатели экономики, далеки от идеальных, и рост кривой доходности уже в 2011 г. может возобновиться.

Суверенные спреды EM: отделяем зерна от плевел. Вперед на дальнейший пересмотр!

Пересмотр спредов в самом разгаре – эта тенденция, на наш взгляд, будет актуальна еще как минимум полтора–два года. Но готовить сани надо летом, а телегу – зимой, иначе говоря, мы не советуем пытаться ловить «падающие ножи». Мы рекомендуем опасаться долговых обязательств стран, входящих в зону повышенного риска, – PIIGS. Мы считаем, что завершилась лишь первая часть Марлезонского балета, и перечень государств, бюджетная система которых выглядит крайне разбалансированной, а банковская в силу непонятной на данный момент композиции активов и величины открытой экспозиции на «проблемные зоны» несет риски возрастания проблем с фондированием и кредитные риски которых подвергнутся пересмотру, может расширяться как качественно, так и количественно. Мы не исключаем, что такая же тенденция может захлестнуть отдельные штаты да и в целом США, но, видимо, несколько позже.

Риски государств, оцененные международными рейтинговыми агентствами как «наивысшая надежность, «AAA» – могут оказаться в секторе неинвестиционной категории по примеру Греции, в то же время мы считаем, что недооцененные по фундаментально обоснованным критериям, таким как уровень долговой нагрузки (долг/ВВП, бюджетный дефицит, структурность экономики), риски некоторых развивающихся стран неинвестиционной и спекулятивной категории могут дебютировать как минимум в «А-». Таким образом, инвесторам, ориентирующимся на долгосрочную перспективу, мы рекомендуем присматриваться к обязательствам таких государств, тем более что реализация сценария дальнейшей агрессивной переоценки суверенных рисков даст возможность выгодно купить «входной билет» на долговой рынок развивающихся стран, ведь переоценка будет сопровождать хаотичным расползанием спредов и усилением репатриации капитала.

В целом, идея пересмотра суверенных рисков, выраженная нами стратегии на 2010 г., сработала. Актуальна ли эта тенденция и на ближайшее полугодие? На наш взгляд, безусловно.

Поэтому правильной альтернативой играм с суверенными рисками, как мы полагаем, могут выступать корпоративные риски в неэластичных к падению спроса секторах. Наши фавориты: энергетика, телекоммуникации, инфраструктура и добыча полезных ископаемых.

Избегать же, на наш взгляд, стоит ставок на восстановление ритейла, строительного сектора, мелких представителей банковского сектора, тяжелой промышленности и предприятий с длинным производственным циклом – они завязаны на длинные деньги, которых в сложившихся реалиях может и не быть.

Учитывая, что движения суверенных кривых спровоцируют схожее движение корпоративных, покупка рыночных рисков выглядит неоправданной. На первый план выйдут кредитные риски, а стратегия, скорее, будет «покупать и держать» (buy and hold).

Российские корпоративные евробонды – тихая гавань-2? В условиях турбулентности на мировых торговых площадках, о которой речь пойдет далее, мы рекомендуем весьма консервативный подход. Стоит выбирать бумаги таким образом, чтобы кредитные риски были предельно ясны, рыночные – минимальны (если рассматривать инвестиции в кратко- и среднесрочные выпуски), а валютные, по нашему мнению, и вовсе принесут дополнительный доход.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Слабый доллар пока миф, опять девальвация рубля?

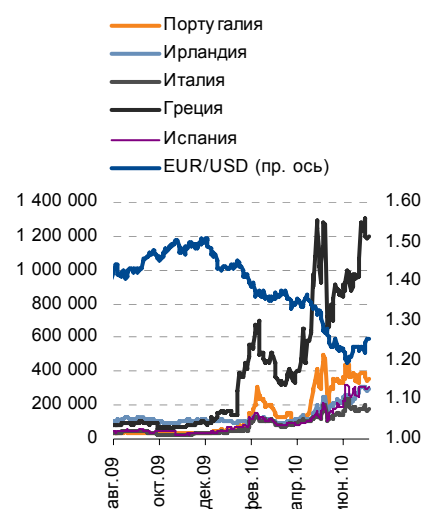
Турбулентность будет только усиливаться: основные риски придут со стороны ЕС. Доллар – тихая гавань

Выявившиеся проблемы бюджетного дисбаланса и долговой нагрузки стран евроблока, судя по динамике CDS входящих в зону евро стран и единой евровалюты в декабре 2009 г., не закончены.

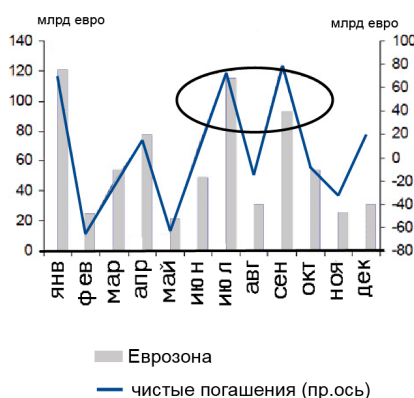
Достигла ли эта история апогея в мае–июне 2010 г. с выплатой существенного объема платежей (26.6 млрд евро) PIIGS как за счет собственных, так и за счет привлеченных с рынка средств и Европейского стабилизационного фонда, сказать сложно. Мы полагаем, что нет.

Оценка рынком пакета помощи также не однозначна. Очевидно одно – долги стран еврозоны объем этого фонда не покроеет. 720 млрд евро (60 млрд евро, которые собирает в виде кредитов Еврокомиссия, гарантии государств ЕС на 440 млрд евро и вклад МВФ в 220 млрд евро) против долга в 4 трлн евро только наиболее крупных экономик. По соотношению долга к ВВП и бюджетного дефицита, скорее всего, нечто подобного можно ожидать от Португалии, Испании и Италии, экономик, которые в разы крупнее спасенной Греции и фонда вместе взятых.

Динамика CDS стран группы PIIGS, евро/\$



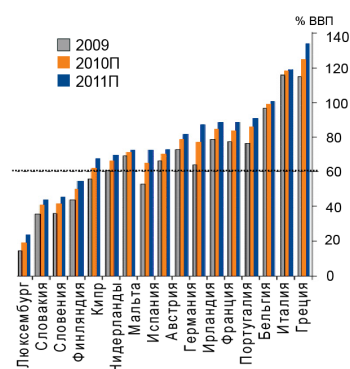
Погашение госдолга в Еврозоне в 2010 г. по месяцам



Структура госдолга Еврозоны, млрд евро



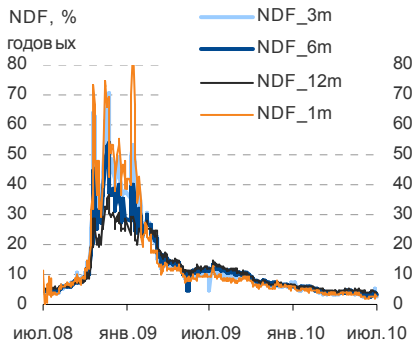
Долг к ВВП по странам Еврозоны



Источники: Bloomberg, Reuters, Eurostat

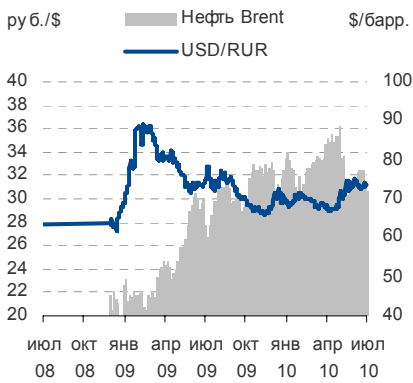
Между тем спасение экономик не делается безвозмездно. Доноры и МВФ требуют соблюдения Маастрихтской конвенции и доведения бюджетного дефицита до порога, не превышающего 3%. Страны-члены еврозоны в быстром темпе стали экстренно проводить через парламенты меры по урезанию государственных расходов, а экономика Испании, к примеру, уже демонстрирует дефляционные движения. Хотя, по сути, расходы еще не сократились! Все эти движения никак не могут внушить оптимизм товарным рынкам. Даже если в Европе не будет дефолтов, так или иначе, произойдет, на наш взгляд, снижение потребления вследствие применения программ урезания государственных расходов.

NDF на рубль стабильны



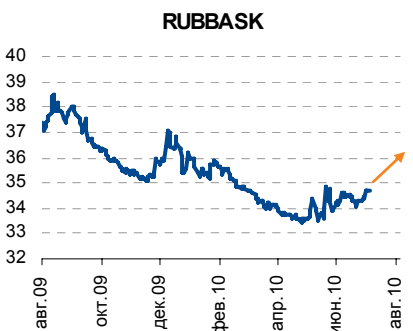
Источники: Bloomberg

Рубль/доллар vs. стоимость нефти



Источники: Bloomberg

Бивалютная корзина, руб.



Товарный рынок мог спасти Китай в случае ревальвации национальной валюты, но заявления последнего, оформленные пресс-релизом, лишь отражают намерения отвязать жесткую привязку курса национальной валюты к доллару США и переформатировать последнюю не к отдельно взятой валюте, а к корзине валют. В то же время о курсе на ревальвацию сказано ничего не было, тем более что Народный банк Китая не намерен допускать сильные внутрисдневные колебания и ограничил их 0.5% движением. Это и понятно, ведь власти страны обеспокоены состоянием платежного баланса ввиду падения евровалюты – платежной валюты своего основного торгового партнера – Европы.

Эти, как нам кажется, основные факты, которые вкпе с грядущим регулированием финансовых рынков и, с нашей точки зрения, усиливающимися торговыми войнами как минимум не возбуждают дополнительного аппетита к рискам у инвесторов.

Ввиду всего вышеперечисленного мы считаем, что турбулентность на рынках будет только нарастать, и товарный рынок не будет исключением. Учитывая наше понимание безрисковых инструментов, безрисковый доллар по факту может оказаться лидером инвестиций во 2П10.

Рубль под давлением: опять девальвация?

В этой связи негативного движения национальной валюты избежать не получится. В полномочия ЦБ РФ входит нивелирование излишних колебаний национальной валюты, а не сдерживание рыночных трендов, пусть, как нам представляется, и не долгосрочных. В настоящее время мы можем констатировать силу внутреннего валютного рынка, которая была продемонстрирована в период масштабной коррекции на мировых финансовых рынках – в момент перманентного галопирующего падения цен на товарном рынке рубль оставался достаточно крепким, а позднее практически полностью восстановил потери вслед за фондовыми индексами и ценами на нефть.

Текущие рыночные ожидания относительно курса рубль/доллар до конца 2010 г., судя по стоимости 6-месячных непоставочных форвардов, составляют примерно 32.5 руб. Стоимость барреля нефти, остающейся ключевым ориентиром для внутренних валютных торгов, если исключить всплески, заметно снизилась, в то время как движение рубль/доллар или рубль/корзина было совсем не таким по динамике.

Нам представляется, что несмотря на волатильность на рынках, в данный момент ситуация с внутренним валютным рынком не носит агрессивного характера. Более того, рынок имеет достаточно высокие шансы вернуться на ранее достигнутые уровни по корзине валют вслед за динамикой других активов, однако мы полагаем, что факторы, которые сподвигли все мировые площадки к провалу, никуда не исчезли, а лишь на некоторое время отошли на второй план, и этим надо будет воспользоваться.

Мы ожидаем восстановления нисходящего движения в краткосрочной перспективе, в связи с чем рекомендуем инвесторам хеджировать свои позиции в рублевых активах, особенно в случае укрепления национальной валюты вслед за техническим восстановлением спроса на риски и роста основных фондовых площадок.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Поезд дальше не пойдет, просьба освободить вагоны

Поведение основных участников рынка не отражает доверие

Банки вместо того, чтобы кредитовать компании, купили облигации. Фактически выдать кредит качественному эмитенту под вменяемую ставку практически невозможно. Рынок публичного долга, напротив, предоставляет или предоставлял такую возможность.

Портфель вложений в ценные бумаги вырос на 85.7% (год к году на основе майских отчетностей банков). В момент, когда более маржинальный кредитный рынок «разморозится», банки, на наш взгляд, начнут распродавать свои облигационные портфели, которые выросли за год на 92.4% – с 1.89 трлн руб. в мае 2009 г. до 3.63 трлн руб. по итогам мая 2010 г.

Банки, получившие субординированные кредиты, могут начать рассчитывать с ЦБ РФ, что может толкнуть ставки денежного рынка вверх (Сбербанк, ВТБ, РСХБ, крупные частные банки).

Эмитенты (в основном банки и сырьевые компании) в целях избежать излишних валютных рисков будут пролонгировать набранные ранее валютные долги в рублях. К примеру, компании, которые занимали под ставку LIBOR+маржа, при фактическом и ожидаемом росте ставок LIBOR, пусть и создавая дополнительный спрос на рубль, увеличат давление на первичный рынок долга.

Регулятор и финансовые власти:

меньше ликвидности = меньше инфляции

ЦБ плавно «сушит» излишнюю ликвидность. В моменте этот процесс реализуется посредством размещения БОБРов и сокращением объемов беззалогового кредитования. На наш взгляд, такие меры, как сокращение ломбардного списка и списка принимаемых в обеспечение по кредитам инструментов, не за горами. Все это может также поднять ставки до привычных уровней в 4–5% с рекордно низких 2–3% (по недельным ставкам Mosprime).

Покрытие дефицита государственного бюджета требует выполнение программы госзаимствований, причем в целях сокращения издержек и валютных рисков – именно на внутреннем рынке. В частности, по планам Минфина РФ и на основе наших оценок, будут выпущены ОФЗ/ГКО в объеме порядка 600 млрд руб. до конца 2010 г. Очевидно, что такой объем предложения Минфина частично абсорбирует излишнюю ликвидность, создаст конкуренцию в предложении для эмитентов и, вероятно, продавит котировки на вторичном рынке.

Рыночные факты/неэффективности – дальше некуда расти...

Несмотря на дешевые деньги и минимальные в истории значения ключевой ставки ЦБ (7.75% годовых), годовые выпуски качественных заемщиков уже давно торгуются в диапазоне отрицательных реальных процентных ставок, если за базу брать ставку рефинансирования, а не накопленную инфляцию и индекс цен.

Дальнейшее снижение ставок ограничено стоимостью прямого фондирования участников, а рост цен на выстраивании пирамид РЕПО уже достиг исторических рекордов (более 4 трлн руб.), при том что объем рынка в деньгах в значительной степени не увеличивается.

Отложенное предложение на первичном рынке рублевого долга нарастает: впереди размещения Норникеля, Русала, Уралхима, ТКБ и прочих эмитентов с уже заявленным суммарным объемом более 250 млрд руб., что естественно давит на котировки обращающихся выпусков.

Единственное, что сейчас противостоит всем фактам, так это сохраняющаяся мягкая денежно-кредитная политика, при которой много дешевых денег. Однако все больше и больше экспертов сходятся во мнении, что так будет не всегда и, возможно, уже во второй половине 2010 г. процесс сворачивания практически бесплатных ресурсов перейдет в более агрессивную стадию, что, на наш взгляд, может подхлестнуть фронтальный рост доходности на рынке рублевых процентных ставок на 1–2 п.п.

ЧТО ПОКУПАТЬ И ЧТО НЕ ПОКУПАТЬ?

Второе полугодие 2010 г.: ВРЕМЯ СМЕЩАТЬ АКЦЕНТЫ!

Мы рекомендуем инвесторам смещать акцент в портфелях в сторону качественных валютных займов. Основная идея – хеджирование рисков ослабления рубля и минимизация рыночных рисков на фоне дальнейшей эскалации бюджетно-долговых проблем стран Евросоюза, спровоцировавших бегство капитала в качестве по всему миру.

В таких условиях наиболее безопасны валютные облигации, эмитенты которых относятся к стратегическим отраслям РФ, контролируются государством, обладают рейтингами и безупречной кредитной историей и/или имеют собственные механизмы защиты от роста курсов иностранных валют – экспортную выручку или собственные хеджевые позиции.

ЕВРООБЛИГАЦИИ... ПОЧЕМУ?

Минимизация валютных рисков + хедж

В текущих условиях под давлением находятся и останутся все рублевые активы даже с учетом большого количества рублевых средств у участников рынка, дешевых ставок по рублям на денежном рынке и относительно недорогих NDF-контрактов.

Поэтому оптимальной для инвестирования ставкой, на наш взгляд, являются кратко- и среднесрочные (до 1–1.5 лет) валютные еврооблигации российских корпораций с прозрачным кредитным риском.

Таким образом, покупая долларовой инструмент до погашения, мы избежим рисков падения рубля, что ввиду снижения цен на нефть и общего «бегства в качество» позволит получить фиксированный доход, не подвергаясь рыночному риску, так как малая дюрация займа дает возможность держать облигации до погашения. В данном случае главное не заработать, а не потерять.

Затраты на реализацию стратегии хеджирования (фьючерсы, опционные стратегии) будут заметно ниже, чем потенциальный выигрыш в случае серьезного ослабления рубля, который, кроме того, позволит компенсировать возможные убытки, связанные с отрицательной переоценкой стоимости рублевых активов, цены которых снижаются.

Из наиболее доступных вариантов хеджирования мы рекомендуем:

- 1) фьючерсы и опционы put/call на РТС/ММВБ – корреляция большая, емкость рынка достаточная
- 2) форвардные контракты/фьючерсы/опционы put/call на валютную пару рубль/доллар
- 3) свопы на совокупный доход (total return swaps)

Минимальные кредитные риски отдельных эмитентов

В таких условиях наиболее безопасны валютные бонды, эмитенты которых относятся к стратегическим отраслям РФ, контролируются государством, обладают рейтингами и безупречной кредитной историей и/или имеют собственные механизмы (резервы) для нивелирования потенциальных проблем с обслуживанием валютного долга.

Для сырьевых секторов экспортная ориентация бизнеса позволит увеличить прибыли и денежные потоки, расплачиваться по валютным долгам и развивать бизнес. При этом максимальный эффект будет у вертикально интегрированных компаний за счет рублевых затрат (Мечела, Евраз, Северстали и горнодобывающего сегмента).

Банковский, пожалуй, является единственным сектором, возможность обслуживания долгов которого в кризис напрямую зависит от способности ЦБ РФ сохранять спокойствие и возможности своевременно фондировать систему.

Мы не видим опасностей инвестирования и в сектор мобильной связи (МТС, Вымпелком, МегаФон). Проведенные нами стресс-тесты бизнес-моделей компаний, исходя из текущего уровня долговой нагрузки, композиции кредитного портфеля с точки зрения валютной диверсификации и генерирования денежных потоков, говорят о том, что даже в случае резкого обесценения национальной валюты сотовые операторы будут способны обеспечивать надлежащее исполнение принятых на себя обязательств: у Мегафона чистый долг отрицательный, обязательства связаны с приобретением оборудования; 70% кредитного портфеля МТС номинированы в рублях; у Вымпелкома обязательства номинированы преимущественно в долларах США (60% кредитного портфеля), однако оператор полностью захеджировал собственные валютные риски.

Потребительский сектор, скорее всего, попадет в зону наибольшего риска – при невысоком уровне маржи растущая стоимость обслуживания не захеджированного валютного долга в случае падения рубля может поставить под вопрос возможность своевременного рефинансирования собственных валютных пассивов. Выпуски облигаций этих компаний мы покупать в ближайшей перспективе не рекомендуем.

Лучшими по соотношению риск/доходность мы считаем следующие выпуски: Татфондбанк-12, АК Барс-11, АК Барс-12, Банк Москвы-13, Газпромбанк-13, МТС-12, Распадская-12. Игра на реализацию опциона call – АльфаБанк-15-call, Банк Санкт-Петербург-17-call и прочие. Игра на спредах – продажа кривой Лукойла против кривой Газпрома, обладающих, с одной стороны, благоприятными рыночными параметрами (высокие купоны и/или короткая дюрация), с другой – собственной защитой от роста курсов иностранных валют (выручка формируется за рубежом в иностранной валюте). Последним «плюсом» обладают выпуски эмитентов таких секторов, как нефтегазовый, металлургический и банковский.

Дополнительный доход

Положительная валютная переоценка

Покупка бондов, номинированных в валюте (долларах), обеспечит дополнительный доход в пересчете на рубли в случае падения последнего, а также нивелирует риски падения курса национальной валюты вслед за сырьевыми товарами и на фоне бегства спекулятивного капитала с развивающихся рынков.

Инвесторам, твердо уверенным в предстоящем ослаблении рубля, рекомендуем покупку опционов call (продажу опционов put) на валютную пару, в том числе и при сохранении позиций в рублевых инструментах. Как вариант, можно использовать и эффект дюрации для создания иммунизированного портфеля. Именно последняя стратегия кажется нам наиболее привлекательной на фоне ожидаемой стагнации рынка рублевых облигаций, а именно эта тенденция, на наш взгляд, будет преобладать в ближайшие полгода.

Высокая доходность на волне паники

Фактическое запаздывание реакции котировок корпоративных, как впрочем, и суверенных займов развивающихся рынков по сравнению с другими рыночными активами обусловлено и формой торгов (внебиржевая), в случае фиксации позиций отдельными участниками можно весьма выгодно подобрать бумаги. К примеру, в пик кризиса в 2008 г. доходность отдельных инструментов достигала 100% годовых, при том что сейчас уровень в 10% годовых по тем же займам кажется недостижимым (пример – долларовые бонды ТМК).

Первичный рынок на евробондах сулит дополнительную премию

В случае выхода отдельных эмитентов на рынок валютных заимствований в период не лучшей конъюнктуры может принести дополнительный доход в размере повышенной ставки купона или комиссии. В частности, о намерениях такого рода объявляли Татнефть, МТС, Мегафон, ряд крупных государственных и частных кредитных организаций и другие.

Рублевые бонды интересны только на «первичке»

Инвесторам, которые заинтересованы в номинальной доходности рублевого актива, движения валютного рынка не столь важны, а, следовательно, рублевые облигации – один из возможных способов показать достойную доходность портфеля.

Учитывая наши ожидания по поводу динамики курса рубля, а также уровня ставок, достигших, на наш взгляд, предельных уровней, и уже отыгранный еще весной основной внутрироссийский глобальный тренд «под снижение ставок ЦБ», рекомендуем с особым интересом принимать участие в первичных аукционах.

Тут можно получить весьма достойные купоны, бумагу покороче, а самое главное – высокое качество эмитентов, минимизирующее кредитные риски. В случае выбора длинных бумаг, в приоритете – облигации с плавающей ставкой купона.

На вторичном рынке, по нашему мнению, лучше избавляться от позиций в коротких рублевых долговых инструментах, где потенциал роста котировок ограничен.

Рекомендуем смещать интерес на инструменты с фиксированной доходностью, номинированные в валюте. Короткие выпуски защищены от рыночного риска и спасут от возможного негативного движения внутреннего валютного рынка.

Наиболее интересны выпуски: Татфондбанк-12, АК Барс-12, Банк СПБ-17-call, выпуски металлургических компаний, валютные риски которых нивелируются экспортной выручкой от реализации продукции за рубежом (Северсталь, Евраз), надежные выпуски сотовых операторов – МТС-10 и МТС-12.

Фондовый рынок

Во втором полугодии 2010 г. будьте разборчивы

Мария Кальварская m.kalvarskaja@tkbc.ru

Внешние факторы как стимул

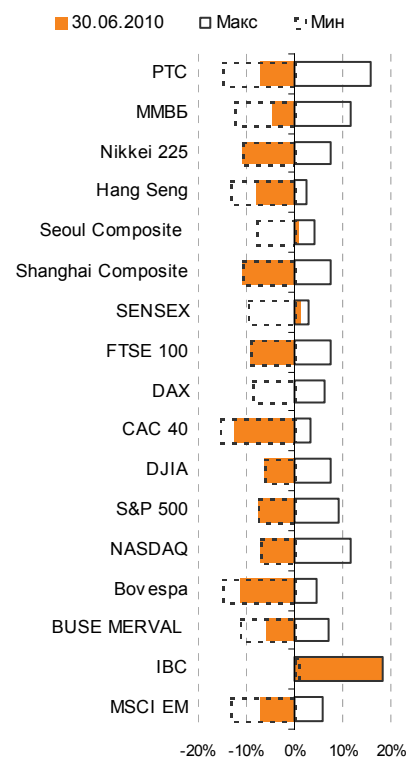
1П10 – ликвидность vs. риски. Фондовый рынок начал год уверенным ростом, который уже в январе сменился коррекцией, затянувшейся и на февраль. Впоследствии в 1П10 ралли вновь пришло на рынок, который 15 апреля 2010 г. достиг локального максимума в 1,676 пунктов по индексу РТС, что соответствовало уровням августа 2008 г., и нашему прогнозу на 1П10 (1,650 пунктов). Но в целом первое полугодие выдалось достаточно слабым. Рынок его завершил потерями, составляющими 4% с начала года. Оптимистичные ожидания относительно экономического восстановления сменились разочаровывающей статистикой и высокими кредитными рисками, в то время как общерыночный настрой во 2П10 определялся в основном спекулятивными операциями и продажами со стороны иностранных инвесторов.

Внешний новостной поток формировал тренд. Первое полугодие 2010 г. оказалось насыщенным событиями, новостями, предубеждениями и страхами. В начале года из финансового сектора, быстро оправившегося от потерь, поступали хорошие новости. Благоприятная статистика, свидетельствующая о восстановлении американской экономики, спровоцировала спрос на рискованные активы, что обеспечило поддержку фондовым рынкам. Однако, как мы предполагали в нашей стратегии на 2010 г. («Россия: только вперед!»), риски пришли из Европы. Растущий дефицит бюджета и госдолг Греции вкупе с ухудшающейся ситуацией в других европейских странах отпугнули инвесторов и вызвали волну продаж активов. Эти риски будут по-прежнему препятствовать повышению прогнозов экономического роста, оказывать давление на стоимость активов и стимулировать спрос на менее рискованные ставки. Уже первое полугодие началось с печальных новостей из Европы о кредитных рисках в Испании.

Китайский фактор – плохое и хорошее в одном. Китай, ведомый восстановлением глобальной экономики, демонстрирует бурные темпы экономического роста. В то же время страна сталкивается с рисками «перегрева», а низкий уровень прозрачности не позволяют предсказать дальнейший тренд экономического развития. В 1П10 правительство Китая стало ужесточать денежно-кредитную политику, чтобы сдержать экономический рост. Страна повысила требования к резервам банков для абсорбирования ликвидности и ограничения роста кредитного портфеля, внесла изменения в правило выдачи кредитов, чтобы не допустить «перегрева» рынка недвижимости. Эти меры оказали пагубное влияние на рынок. В дальнейшем любые новости о замедлении экономического роста будут расцениваться негативно, тогда как продолжение позитивной динамики ассоциируется с надувающимся пузырем, поведение которого вряд ли предсказуемо. Таким образом, рост в Китае стимулирует глобальную экономику и одновременно вселяет страх. Мы по-прежнему считаем риски в Китае высокими и имеющими первостепенное значение для дальнейшего экономического роста и динамики мирового рынка в целом.

Избыток ликвидности подкрепляет рынок. Несмотря на существующие риски финансовый рынок в целом приобрел силы в 1П10. Значительный объем ликвидности вызвал рост спроса на активы как на рынке акций, так и на рынке долговых инструментов. Процентные ставки колебались у минимальных значений, иногда опускаясь ниже докризисного уровня. Это позволило компаниям и банкам привлечь финансирование и погасить дорогие долги. Однако спрос на ресурсы для финансирования инвестиционных проектов был скудным в свете неопределенных перспектив будущего развития, тогда как в реальности только высококачественные заемщики смогли привлечь средства по низким процентам или посредством размещения ценных бумаг.

Динамика мировых индексов в 1П10



Источник: Bloomberg, оценки ТКБ Капитал

Политика по процентным ставкам вряд ли скоро изменится. В нашей стратегии на 2010 г. мы ожидали ужесточения политики в этой сфере начиная с осени, но сейчас нам представляется это маловероятным. Несмотря на большой объем свободной ликвидности на рынке, инфляционные риски сохраняются низкие, в то время как темпы роста не гарантируют стабильного восстановления глобальной экономики. Следовательно, тенденции роста процентных ставок мы ожидаем увидеть не ранее, чем в 2011 г. Ужесточение денежно-кредитной политики приведет к коррекции на рынке, а признаки экономического роста поддержат благоприятные долгосрочные перспективы.

Российский фондовый рынок

Сильный рубль и высокие процентные ставки в противовес рискам. В начале 2010 г. укрепляющийся рубль и относительно высокие процентные ставки на рынке способствовали росту спроса на деноминированные в рублях активы. Это в совокупности с заметным восстановлением экономики в 1К10 с минимального уровня 1К09 повлекло рост котировок российских компаний. В подтверждение данной тенденции приток средств в России в 1П10 составил более \$3 млрд против около \$5 млрд в 2009. Однако возросшие риски на мировых рынках ограничили спрос на российские бумаги в пользу менее рискованных активов. Внутренний спрос был недостаточным, чтобы заменить приток денежных средств, и на авансцену вышли спекулятивные игроки с ликвидностью и на краткосрочную перспективу.

В 1П10 российский рынок выглядел лучше по сравнению с многими другими. Индексы РТС и ММВБ по динамике опередили большинство развитых и некоторые развивающиеся рынки в первом полугодии, что свидетельствует в целом о высоком интересе инвесторов к российским активам и спросе со стороны некоторых российских игроков. В отстающих оказался китайский индекс Shanghai Composite, рухнувший с начала 2010 г. на 26.8%. Американские индексы в среднем снизились на 6.3–7.3%. Российские индексы с начала года опустились на 7.3% (РТС) и 4.4% (ММВБ), тогда как слабая динамика 2К10 обусловлена негативным внешним фоном и инициативами государства в ряде социально-экономических областей. Российские активы котируются с дисконтом к активам развивающихся рынков на основе мультипликаторов, но этого не всегда достаточно для старта ралли.

Но перспективы мрачные. С того момента, как разразился финансовый кризис, инвесторы научились понимать существующие риски и брать их в расчет. Высокий уровень свободной ликвидности поддерживает рынок, а фундаментальные факторы недостаточно сильны для того, чтобы подтолкнуть вверх стоимость рискованных активов. Большая волатильность и сохраняющиеся риски, неопределенность относительно стабильности китайской экономики, бюджетные проблемы в Европе и неустойчивое восстановление американской экономики – все эти факторы уменьшают значимость низких цен активов и фундаментальных факторов. На наш взгляд, наиболее подходящая стратегия в текущей ситуации – избирательная игра с менее рискованными активами и высокой дивидендной доходностью. Или же инвесторам придется вести спекулятивные операции, играя лишь на краткосрочных рыночных трендах.

Где мы видим риски

Риски, присущие российскому рынку – налоги и тарифы. Несмотря на относительно высокие цены на нефть, инвесторы не спешат покупать бумаги российских нефтегазовых активов. Решение правительства отменить льготы по экспортной пошлине на нефть, добываемую на новых месторождениях Восточной Сибири, усиление госрегулирования в нефтепереработке и сбыте, повышение тарифов Транснефти и возможное увеличение налогов снижают инвестиционную привлекательность российских нефтегазовых компаний. Учитывая растущие «аппетиты» государства на денежные потоки нефтегазовых компаний, становится всё труднее выявить перспективные варианты для инвестиций. Изменение в регулировании энерготарифов и отсрочка перехода на RAB-тарифы усиливают неопределенность в энергетическом секторе и исключают возможность предложить инвестиционные идеи.

Во что мы верим

Внутренний спрос и перспективные компании. Мы делаем ставки на дальнейшее восстановление внутреннего спроса, стимулируемого ростом располагаемых доходов, низкой инфляцией и процентными ставками. Это будет отражено в результатах сектора розничной торговли, инфраструктуры и транспорта. Финансовый сектор близок к тому, чтобы ускорить рост после почти полной стагнации, наблюдавшейся в 1П10, – это будет учтено в котировках соответствующих компаний. Улучшение качества кредитного портфеля приведет к росту доходов, и здесь лидерами станут наиболее эффективные игроки. Кроме того, мы предлагаем обратить внимание на интересные дивидендные истории (в нефтяном, банковском и телекоммуникационном секторах), позволяющие сделать надежные ставки на волатильном рынке, и золотодобывающие компании в качестве страховки от рисков.

Волатильность увеличивает прогнозный диапазон по индексу РТС. Наш предыдущий прогноз индекса РТС на конец 2010 г. составлял 1,900 пунктов, что предполагает 40-процентный потенциал роста во 2П10. В условиях сильной волатильности, значительных объемов ликвидности и улучшения фундаментальных характеристик в противовес существующим рискам наш оптимизм относительно роста рынка несколько уменьшился. В то же время индекс РТС может достичь нашего прогноза в период благоприятного новостного потока, как это произошло весной 2010 г., когда рынок добрался до локального максимума в 1,675 пунктов. Мы не даем нового прогноза по индексу РТС на 2010 г. и ожидаем, что он попадет в **диапазон от 1,650 до 1,900** пунктов к концу года, если не материализуются вышеупомянутые риски.

Наши фавориты

Динамика отраслевых индексов в 1П10



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Нефть и газ: фокус на дивидендные истории и Газпром. Истории внушительных дивидендов – обыкновенные и привилегированные акции **ТНК-ВР Холдинг (TNBP, TNBPP)**, привилегированные акции **Башнефти (BANEP)** и привилегированные акции **Татнефти (TANPP)**, фундаментально недооцененный **Газпром (GAZP)**.

Энергетика: высоко ценится эффективная генерация. Наши предпочтения на стороне гидрогенерирующих (**РусГидро, HYDR**) и эффективных тепловых компаний (**ОГК-4, ОГКД**), которые получают максимальные выгоды от конкурентных преимуществ в свете либерализации рынка электроэнергии и роста цен на топливо.

Металлургия: ставка на угольный сектор как перспектива роста и золото как защищенный актив. Наши фавориты: **Северсталь (CHMF)**, высокая степень вертикальной интеграции, перспективный золоторудный сегмент, потенциал североамериканских активов, самая дешевая в отрасли); **Распадская (RASP)**, негатив от аварии уже отыгран, сильная конъюнктура рынка угля, одна из самых рентабельных угольных компаний в мире, отличная инвестиционная идея на долгосрочную перспективу).

Транспорт: дальнейшее экономическое восстановление служит стимулом роста грузоперевозок. Фаворит один – **Globaltrans (GLBT)**, отличные операционные и финансовые результаты, возможные сделки M&A, единственная на сегодняшний день ликвидная компания в секторе железнодорожных грузоперевозок).

Телекоммуникации: эффективность и реорганизация. **Вымпелком Лтд (VIP)** и **МТС (MBT, MTSS)** выглядят привлекательно в сравнении с аналогами как на развитых, так и на развивающихся рынках, учитывая эффективность их бизнес-моделей. **Объединенный Ростелеком** – новая голубая фишка российского фондового рынка и наиболее ликвидный представитель телекоммуникационного сегмента в России.

Потребительский сектор и розничная торговля: восстановление налично, ставка на солидные финансовые показатели в высокий сезон. **Магнит (MGNT)** и **X5 Retail Group (FIVE)** – высокая скорость открытия магазинов, M&A и выгоды от повышения эффективности; **Вимм-Билль-Данн (WBDF)** и **Фармстандарт (PHST)** – под давлением технических факторов, но с сильными фундаментальными характеристиками, рост котировок под влиянием грядущих сделок M&A. **Верофарм (VRPH)** – импортозамещение в нишевых сегментах, улучшение финансовых результатов.

Банковский сектор: рост вот-вот ускорится, впереди – эффективные банки. **Сбербанк (SBER)** – наш фаворит как ставка на экономическое восстановление, высокие показатели эффективности, рост кредитного портфеля и стабилизация кредитного качества. **ВТБ (VTBR)**, банк «**Возрождение**» (VZRZ) и банк «**Санкт-Петербург**» последуют за лидером.

Машиностроение: акцент на улучшение финансовых показателей и стратегические отрасли. Мы отмечаем **АВТОВАЗ (AVAZ)** и **Соллерс (SVAV)** как компании, способные показать рост финансовых показателей благодаря восстановлению российского авторынка, и среди ключевых стратегических отраслей – вертолетостроение (**Казанский вертолетный завод (KHEL)** и **Улан-Удэнский авиационный завод (UUAZ)**).

Недвижимость: ставка на домостроителей. Наш фаворит – **Группа ЛСР (LSRG)**, лидер Санкт-Петербургского рынка недвижимости, экспансия в московский регион, стабильный рост производственных мощностей, солидные объемы государственных заказов, сильные фундаментальные показатели, прозрачная и понятная стратегия развития).

Нефть и газ

В ежовых рукавицах

Акции Роснефти потеряли в стоимости из-за налоговых изменений. В 1П10 акции двух наших нефтегазовых фаворитов – Новатэка и ТНК-ВР Холдинга – продемонстрировали существенный рост в цене, составивший с начала года 29% и 11%, соответственно (см. график 1). Наш третий фаворит – Роснефть, – напротив, попал в зону турбулентности и завершил 1П10 в «минусе», потеряв треть своей стоимости. Основная причина такой неутешительной динамики, на наш взгляд, – новая позиция государства в отношении налогов.

Хватка государства становится всё сильнее. Первое полугодие 2010 г. ознаменовано решением правительства отменить налоговые каникулы для новых месторождений Восточной Сибири, обсуждениями дальнейшего повышения налогов в добыче и усилением государственного регулирования в нефтепереработке и рознице. Шаги государства в сторону усиления налогообложения нефтегазовой отрасли противоречат нашим ожиданиям: мы полагали, что правительство, ослабит налоговую нагрузку с тем, чтобы создать производственную платформу для будущих налоговых поступлений.

Налоговые каникулы по экспортной пошлине для Восточной Сибири отменяются. Правительство решило отменить налоговые каникулы по экспортной пошлине на нефть для новых месторождений Восточной Сибири, включая проекты, на которых уже ведется добыча, – Ванкорский (Роснефть), Верхнечонский (ТНК-ВР Холдинг) и Талаканский (Сургутнефтегаз). Начиная со второй половины 2010 г. эти проекты должны будут платить специальную экспортную пошлину на нефть до тех пор, пока не достигнут определенной нормы доходности (в настоящее время обсуждается «потолок» в 15–17%).

Наибольший удар придется на Роснефть, меньший ущерб для Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга. Решение относительно налогообложения Восточной Сибири окажет значительное негативное влияние на финансовые показатели Роснефти, которая имеет самое большое присутствие в этом регионе и является основным поставщиком нефти для трубопровода Восточная Сибирь – Тихий Океан (ВСТО). Предлагаемые изменения в налогах приводят к понижению прогноза EBITDA Роснефти в 2011–2012 г. примерно на 25–30%. Влияние на показатели Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга должно быть менее сильным: мы оцениваем, что прогноз их EBITDA в 2011–2012 г. снизится на 11–16%.

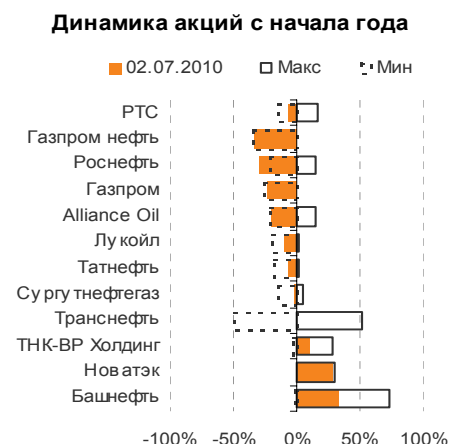
Впереди новое повышение налогов в добыче? В настоящее время Министерство финансов рассматривает возможность повысить налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) для нефти и газа – мера, которая окажет негативное влияние на котировки российских нефтяных акций. Высокое налоговое бремя может заставить компании воздержаться от новых проектов в России и искать инвестиционные возможности за пределами страны.

В поисках налоговых послаблений. Лукойл обратился к властям с просьбой предоставить ему налоговые каникулы по экспортной пошлине для Каспийских проектов. Правительство также рассматривало возможность снизить НДПИ для небольших нефтяных месторождений – мера, от которой бы выиграли производители с сильно фрагментированной добывающей базой (например, Татнефть, Башнефть, Русснефть, Alliance Oil). Однако, учитывая недавние тенденции в налогообложении нефтегазовой отрасли, вероятность новых налоговых послаблений – под большим вопросом.

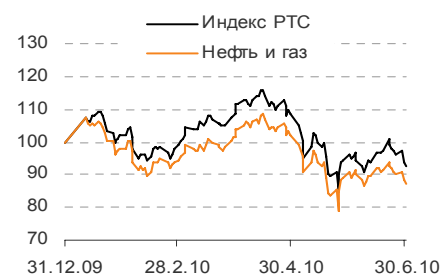
Усиление государственного регулирования в нефтепереработке и рознице. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) предложила ряд инициатив, направленных на снижение влияния крупных игроков на ценообразование и повышение прозрачности ценообразования на внутреннем рынке нефтепродуктов. В частности ФАС предлагает привести внутренние цены на бензин и другие нефтепродукты в соответствии с экспортным паритетом путем введения ценовой формулы, а также установить ограничения по доле на розничном рынке.

Евгения Дышлюк e.dyshlyuk@tkbc.ru

График 1. Динамика роста акций нефтегазовых компаний с начала 2010 г., %



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

Наибольшее влияние на Башнефть, Alliance Oil и Газпром нефть. По нашей оценке, инициативы ФАС в первую очередь затронут отдаленные материковые НПЗ, которые обслуживают местные рынки и в продуктовой бензине занимает большую долю. На уровне отдельных компаний мы ожидаем, что пострадают в первую очередь игроки с высоким соотношением нефтепереработки к добыче и фокусом на внутренний рынок – Башнефть, Alliance Oil и Газпром нефть. Мы оцениваем их потенциальные убытки от инициатив ФАС примерно в 15–30% EBITDA в 2010 г.

Трубопроводные тарифы растут. Другая сфера государственного регулирования – транспортные тарифы – также создает проблемы для российских нефтяных компаний. В 2001–2009 гг. средний тариф Транснефти на транспортировку по трубопроводу в долларовом выражении рос с темпом 14% в год (CAGR). Учитывая, что у Транснефти на подходе ряд дорогих проектов и что компании необходимо обслуживать свой долг, дальнейший рост трубопроводных тарифов по всем направлениям, скорее всего, продолжится.

Новая прогнозная цена для Роснефти – \$8.5/акция, для Лукойла – \$74/акция, рекомендация ПОКУПАТЬ. В финансовых моделях Роснефти и Лукойла мы учли обсуждаемые выше налоговые изменения, наш новый макроэкономический прогноз и другие предпосылки. В результате мы понизили нашу 12-месячную прогнозную цену акции Роснефти, рассчитанную по методу ДДП, на 15% с \$10.0 до \$8.5, что предполагает 40-процентный потенциал роста. Мы повысили 12-месячную прогнозную цену акции Лукойла, полученную по методу ДДП, на 10% с \$67 до \$74, что предполагает 45-процентный потенциал роста. Мы рекомендуем, как и раньше, ПОКУПАТЬ акции обеих компаний.

Неопределенность с налогами требует консервативного инвестиционного подхода. В связи с растущим вниманием государства к денежным потокам нефтегазовых компаний становится все сложнее находить достойные инвестиционные идеи. После налоговых изменений Роснефть перестала быть уникальной инвестиционной историей. Хотя на текущих ценовых уровнях акции российских нефтяных компаний выглядят очень привлекательно (торгуются, в среднем, с 2010П P/E на уровне 5.8), продолжающиеся дебаты относительно дальнейшего повышения налогов вынуждают нас во второй половине года сфокусировать свое внимание на выборочных дивидендных историях и акциях Газпрома.

Наш выбор на 2П10 – ставка на дивиденды и Газпром. Во второй половине года мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции компаний с историей хорошей дивидендной доходностью – обыкновенные и привилегированные акции **ТНК-ВР Холдинга (TNBP, TNBPР)**, привилегированные акции **Башнефти (BANEP)** и привилегированные акции **Татнефти (TANPP)**. В частности, ТНК-ВР Холдинг может предложить привлекательные дивиденды: в 2010 г. денежный поток компании должны поддержать налоговые льготы Верхнечонского проекта в Восточной Сибири. Мы также включили акции **Газпрома (GAZP)** в список наших фаворитов – в настоящее время это самая дешевая бумага в нашей выборке, которая торгуется с 2010П P/E на уровне 4.1 с ценой в 60% от собственного капитала.

График 2. Сравнительная оценка

Компания	Тикер	Прогнозная цена на 02.06.2010, \$/акция			Текущая цена, \$/акция	Потенциал роста, %	Рын.кап., \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			P/BV
		Старая	Новая	Изм., %					2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	
Нефтегазовые компании															
Роснефть (ТКБ Капитал)	ROSN RX	10.0	8.5	-15%	6.1	40%	58,286	77,098	4.4	5.6	5.3	6.0	8.8	8.2	1.2
Лукойл (ТКБ Капитал)	LKOH RX	67.0	74.0	10%	51.0	45%	43,146	50,905	3.5	3.8	3.3	5.1	5.6	4.6	0.5
Сургутнефтегаз	SNGS RX	-	1.1	-	0.88	25%	34,607	21,003	2.9	3.0	3.1	7.3	7.6	7.8	0.9
ТНК-ВР Холдинг	TNBP RU	-	2.7	-	2.0	36%	30,477	32,224	3.4	3.1	2.9	5.0	4.7	4.5	1.6
Газпром нефть	SIBN RX	-	5.0	-	3.6	38%	17,138	22,548	3.9	3.5	3.3	5.2	4.8	4.6	1.0
Татнефть	TATN RU	-	5.4	-	4.6	17%	10,040	11,950	4.6	3.5	3.2	5.9	4.7	4.3	0.9
Башнефть	BANE RU	-	50.0	-	35.3	42%	6,795	9,295	3.5	3.1	2.7	5.8	4.6	3.8	-
Alliance Oil	AOIL SS	-	18.3	-	11.4	61%	1,954	2,458	4.9	3.7	2.5	7.6	5.3	3.3	1.1
Российские нефтегазовые компании (средневзвешен.)									3.7	4.0	3.8	5.8	6.6	6.1	1.0
ExxonMobil (США)	XOM US	-	77.5	-	56.6	37%	289,330	288,073	4.4	3.7	3.7	10.4	8.7	7.8	2.5
RoyalDutchShell (Нидерланды/ Великобритания)	RDSB LN	-	32.1	-	23.9	34%	154,135	179,449	4.0	3.3	3.0	8.4	6.7	5.9	1.1
Chevron (США)	CVX US	-	90.5	-	67.3	34%	135,208	136,994	2.9	2.6	2.4	7.6	6.7	6.0	1.5
Total (Франция)	FP FP	-	59.0	-	45.4	30%	106,623	127,520	3.7	3.3	3.1	8.2	7.3	6.8	1.4
CopocoPhillips (США)	COP US	-	61.5	-	48.8	26%	72,660	100,771	3.6	3.2	3.0	8.0	6.7	6.1	1.2
Marathon Oil (США)	MRO US	-	37.0	-	30.8	20%	21,874	28,349	3.6	2.8	2.6	9.8	6.1	5.1	1.0
Международные нефтегазовые компании (средневзвешен.)									3.8	3.3	3.1	9.0	7.5	6.8	1.7
Petrochina (Китай)	601857 CH	-	2.0	-	1.5	28%	247,014	268,592	5.9	5.8	5.3	12.1	10.9	9.9	1.9
Petrobras (Бразилия)	PETR3 BZ	-	27.0	-	17.0	58%	142,127	189,733	5.1	4.5	4.5	8.5	7.1	7.0	2.6
Sinorec (Китай)	386 HK	-	1.0	-	0.80	22%	130,235	164,144	7.4	6.7	6.3	13.5	12.7	11.8	2.2
CNOOC (Китай)	883 HK	-	1.9	-	1.7	16%	74,160	69,272	6.0	5.3	4.9	11.4	10.2	9.6	2.9
ONGC (Индия)	ONGC IN	-	28.4	-	27.9	2%	59,714	56,128	6.2	5.1	4.9	14.6	11.4	10.7	3.2
Нефтегазовые компании развивающихся рынков (средневзвешен.)									6.1	5.6	5.2	11.8	10.4	9.7	2.3
Газовые производители															
Газпром	GAZP RX	-	8.3	-	4.8	75%	111,773	155,685	3.6	3.2	2.8	4.1	3.8	3.1	0.6
Новатэк	NVTK RU	-	7.3	-	7.0	4%	21,346	22,099	12.1	9.9	7.7	17.4	13.8	10.6	5.0
Российские газовые производители (средневзвешен.)									5.0	4.3	3.6	6.3	5.4	4.3	1.3
GDF Suez (Франция)	GSZ FP	-	39.2	-	29.2	34%	66,007	113,099	6.1	5.6	5.4	12.2	10.8	10.1	0.7
BG Group (Великобритания)	BG/ LN	-	20.3	-	15.6	30%	52,669	57,732	6.5	5.7	5.1	13.4	11.7	10.3	2.3
Anadarko Petroleum (США)	APC US	-	78.0	-	38.1	105%	18,835	28,052	3.9	3.3	2.8	17.8	13.3	9.6	0.9
Apache (США)	APA US	-	126.0	-	82.9	52%	27,943	30,962	3.6	2.8	2.5	8.4	6.3	5.3	1.8
Devon Energy (США)	DVN US	-	84.0	-	60.7	38%	27,131	33,764	5.1	5.0	3.9	9.5	9.4	7.0	1.7
Encana (Канада)	ECA CN	-	35.7	-	30.5	17%	22,529	26,022	4.6	4.7	4.0	15.5	18.9	13.9	1.4
Chesapeake Energy (США)	CHK US	-	34.0	-	20.5	66%	13,350	25,338	5.0	4.6	3.9	6.7	6.6	5.3	1.1
Murphy Oil (США)	MUR US	-	67.0	-	48.4	38%	9,275	9,548	3.3	2.7	2.4	10.0	7.5	6.5	1.3
Pioneer Natural Resources (США)	PXD US	-	80.0	-	57.3	40%	6,638	9,372	6.9	5.5	4.4	22.1	17.0	11.6	1.8
Quicksilver Resources (США)	KWK US	-	16.0	-	11.1	45%	1,882	4,307	7.3	6.6	5.4	13.4	14.0	11.0	2.7
Международные газовые производители (средневзвешен.)									5.4	4.8	4.3	12.3	11.1	9.2	1.4

Примечание: средние значения взвешены по рыночной капитализации. Данные консенсуса, кроме Роснефти и Лукойла.

Источники: данные компании, Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Добывающий бизнес под тяжестью налогов

Налоговые каникулы по экспортной пошлине для Восточной Сибири отменяются. Вопреки нашим ожиданиям российское правительство решило отменить налоговые каникулы по экспортной пошлине на нефть для новых месторождений Восточной Сибири, в том числе в отношении уже добывающих проектов – Ванкорского (Роснефть), Верхнечонского (ТНК-ВР Холдинг) и Талаканского (Сургутнефтегаз). Ранее мы полагали, что эти проекты будут освобождены от уплаты экспортной пошлины в 2010–2012 гг. Теперь, согласно заявлениям официальных лиц, начиная со 2П10 новые месторождения в Восточной Сибири будут облагаться специальной экспортной пошлиной (см. формулу ниже). При средней цене Urals в \$76.5/барр. во 2П10, специальная экспортная пошлина составит \$12/барр. против стандартной ставки в \$37/барр. Наиболее важно то, что специальная экспортная пошлина будет применяться только до тех пор, пока восточносибирские проекты не достигнут определенной нормы доходности (обсуждалось пороговое значение в 15–17%), после чего к ним будет применяться стандартная экспортная пошлина.

Стандартная формула экспортной пошлины на нефть при цене Urals выше \$25/барр., \$/барр.	Специальная экспортная пошлина на нефть для новых месторождений Восточной Сибири, \$/барр.
$[Цена\ Urals - 25] \times 0.65 + 4$	$[Цена\ Urals - 50] \times 0.45$

Будет применяться пороговое значение нормы доходности проектов. Остается неясным, сможет ли правительство разработать единую (и справедливую) методологию для оценки доходности проектов. Учитывая, что государство уже применяет избирательный подход к изменениям в налогообложении нефтегазового сектора, мы считаем вполне возможным, что правительство продолжит в индивидуальном порядке корректировать налоги, затрудняя таким образом принятие компаниями долгосрочных инвестиционных решений. Мы придерживаемся консервативного сценария, предполагая, что налоговые каникулы по экспортной пошлине для уже проектов в Восточной Сибири, которые уже находятся на стадии добычи, полностью прекратят действовать начиная с 2011 г.

Наибольший удар придется на Роснефть. Решение правительства относительно налогообложения Восточной Сибири окажет значительное негативное влияние на финансовые показатели Роснефти, которая имеет наибольшее присутствие в этом регионе. Роснефть является основным поставщиком для нового трубопровода ВСТО, первая очередь которого пропускной способностью 30 млн т в год (около 600 тыс. барр. в сутки) уже построена (см. график 3). Ванкорское месторождение Роснефти, введенное в эксплуатацию в 3К09, согласно прогнозам, достигнет пика добычи на уровне 25 млн т (500 тыс. барр. в сутки) к 2015 г., тогда как Верхнечонское месторождение ТНК-ВР Холдинга и Талаканское месторождение Сургутнефтегаза (оба введены в эксплуатацию во 2П08) должны выйти на пиковый уровень добычи в 6–7 млн т (120–140 тыс. барр. в сутки) к 2013–2015 гг.

График 3. Новые проекты в Восточной Сибири: прогноз добычи нефти, тыс. барр. в сутки

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Роснефть	0.2	73	251	341	391
<i>% от общей добычи компании</i>	<i>0%</i>	<i>4%</i>	<i>12%</i>	<i>15%</i>	<i>18%</i>
Сургутнефтегаз	30	50	62	74	85
<i>% от общей добычи компании</i>	<i>2%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>
ТНК-ВР Холдинг	3	24	46	80	100
<i>% от общей добычи компании</i>	<i>0%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>
Пропускная способность ВСТО	602	602	602	602	602
Поставки нефти в ВСТО	33	147	359	495	586
<i>% загрузки мощности</i>	<i>6%</i>	<i>24%</i>	<i>60%</i>	<i>82%</i>	<i>97%</i>
Экспорт в Китай (контракт Роснефти)	0	0	0	301	301

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

На уровне EBITDA Роснефть потеряет более \$10 млн. Мы рассчитали, что налоговые каникулы по экспортной пошлине на нефть для новых месторождений Восточной Сибири должны были сэкономить Роснефти порядка \$14 млрд в ближайшие три года: \$3.4 млрд в 2010 г., \$4.8 млрд в 2011 г. и \$6.1 млрд в 2012 г. (см. график 4). В новых условиях налоговые каникулы по экспортной пошлине для Ванкора позволят сберечь только \$2.8 млрд в 2010 г. Налоговые изменения незначительно отразятся на прогнозе EBITDA Роснефти на 2010 г. (снижение прогноза EBITDA на 3%), но влекут за собой значительный пересмотр EBITDA в сторону понижения в краткосрочной перспективе (на 25–30% в 2011–2012 гг.). В то же время сбережения Роснефти от льгот по НДС для Ванкора быстро иссякнут: по нашим оценкам, кумулятивная добыча Ванкора достигнет порогового предела по НДС (первые 25 млн т добычи) уже в 2011 г.

Меньший ущерб для Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга. Последствия отмены налоговых каникул по экспортной пошлине на нефть для новых месторождений Восточной Сибири должны быть менее значительными для Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга, поскольку масштаб их проектов в этом регионе меньше, чем у Роснефти (см. график 3). По нашей оценке, налоговые изменения вызовут лишь незначительный пересмотр прогноза EBITDA Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга на этот год (снижение прогноза EBITDA на 1–3%). Эффект будет более существенным после 2010 г.: мы оцениваем, что прогноз EBITDA в 2011–2012 гг. будет пересмотрен на 11–16% (см. таблицу 4).

График 4. Новые проекты в Восточной Сибири: экономия на налогах

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
\$/барр.					
Цена Urals	95	61	76	78	85
НДС на нефть	19	9	13	14	15
Экспортная пошлина на нефть – стандартная ставка	48	24	37	38	43
Экспортная пошлина на нефть – для Восточной Сибири	0	0	12	13	16
Роснефть					
млн т					
Добыча нефти в Восточной Сибири	0.0	3.6	12.5	17.0	19.5
Добыча, не облагаемая НДС	0.0	3.6	12.5	8.9	0.0
% от общей добычи компании	0%	4%	12%	8%	0%
Добыча, не облагаемая экспортной пошлиной	0.0	0.0	12.5	0.0	0.0
% от общей добычи компании	0%	0%	12%	0%	0%
\$ млн					
Экономия на НДС	(1)	(250)	(1,225)	(897)	0
Экономия на экспортной пошлине – старый прогноз	0	0	(3,421)	(4,791)	(6,146)
Экономия на экспортной пошлине – новый прогноз	0	0	(2,842)	0	0
Итого экономия на налогах (новые месторождения)	(1)	(250)	(4,064)	(897)	0

График 4. Новые проекты в Восточной Сибири: экономия на налогах (продолжение)

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Сургутнефтегаз					
млн т					
Добыча нефти в Восточной Сибири	1.5	2.5	3.1	3.7	4.3
Добыча, не облагаемая НДС	1.5	2.5	3.1	3.7	4.3
% от общей добычи компании	2%	4%	5%	6%	8%
Добыча, не облагаемая экспортной пошлиной	0.0	0.0	3.1	3.7	4.3
% от общей добычи компании	0%	0%	5%	6%	8%
\$ млн					
Экономия на НДС	(203)	(172)	(301)	(371)	(474)
Экономия на экспортной пошлине – старый прогноз	0	0	(844)	(1,033)	(1,340)
Экономия на экспортной пошлине – новый прогноз	0	0	(711)	0	0
Итого экономия на налогах (новые месторождения)	(203)	(172)	(1,013)	(371)	(474)

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
ТНК-ВР Холдинг					
млн т					
Добыча нефти в Восточной Сибири	0.2	1.2	2.3	4.0	5.0
Добыча, не облагаемая НДС	0.2	1.2	2.3	4.0	5.0
% от общей добычи компании	0%	2%	3%	5%	7%
Добыча, не облагаемая экспортной пошлиной	0.0	0.0	2.3	0.0	0.0
% от общей добычи компании	0%	0%	3%	0%	0%
\$ млн					
Экономия на НДС	(22)	(91)	(226)	(405)	(557)
Экономия на экспортной пошлине – старый прогноз	0	0	(630)	(1,127)	(1,576)
Экономия на экспортной пошлине – новый прогноз	0	0	(520)	0	0
Итого экономия на налогах (новые месторождения)	(22)	(91)	(745)	(405)	(557)

Источники: данные компаний, Bloomberg, ИнфоТЭК, оценка ТКБ Капитал

ВСТО полностью загрузят к 2013 г. По нашей оценке, при условии, что отмена налоговых каникул по экспортной пошлине не вызовет задержек в уже осуществляющихся восточносибирских проектах, три месторождения (уже на стадии добычи) – Ванкорское, Верхнечонское и Талаканское – смогут обеспечить полную загрузку первой очереди ВСТО к 2013 г. (см таблицу 3). До этого момента правительство будет полагаться на нефть месторождений Западной Сибири для заполнения трубопровода. По нашим оценкам, в 2011 г., когда согласно соглашению Роснефти с Китаем, Россия должна будет начать экспортировать китайской стороне 15 млн т нефти ежегодно, ВСТО будет загружен примерно на 80%.

Инвестиционные решения задерживаются. Судьба второй очереди ВСТО (ВСТО-2), предусматривающей расширение пропускной способности трубопровода до более 50 млн т ежегодно, остается под вопросом, поскольку нефтяные компании могут не захотеть ускорить освоение Восточной Сибири при действующем налоговом режиме. Например, ТНК-ВР Холдинг не готов инвестировать в свои проекты на Ямале (которые должны поставлять нефть в ВСТО), пока не будет полной ясности, сколько налогов им придется платить. Роснефть откладывает инвестиционное решение в отношении Юрубчено-Тахомовского месторождения – еще одного нового проекта компании в Восточной Сибири, сопоставимого по размеру с Верхнечонским.

Впереди новое повышение налогов в добыче? Недавно Министерство финансов сообщило, что рассматривает возможность повышения НДС на нефть и газ начиная с 2011 г. Для расчета НДС на нефть предлагается новая формула (см. формулу и график 5). Если это налоговое изменение будет одобрено, оно окажет значительное негативное влияние на котировки акций нефтегазовых компаний. По нашей оценке, только в 2011 г. изменение НДС приведет примерно к 10-процентному снижению прогноза EBITDA Роснефти и Лукойла. Что касается природного газа, то НДС может быть повышен с текущих 147 руб. за тыс. куб. м (около \$5 за тыс. куб.м) до 294 руб. за тыс. куб. м (около \$10 за тыс. куб. м). В прошлом Министерство финансов предпринимало многочисленные попытки повысить этот налог, и в наших моделях мы учли, что НДС на природный газ увеличится в пять раз до \$25 за тыс. куб. м к 2015 г.

Действующая формула НДС на нефть, руб./т	Новая формула НДС на нефть, руб./т
$419 \times [\text{цена Urals} - 9] \times \text{обменный курс} / 261$	$468 \times [\text{цена Urals} - 9] \times \text{обменный курс} / 261$

График 5. Предлагаемый налог на добычу полезных ископаемых для нефти

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Цена Urals, \$/барр.	61	76	78	85	83	80	84	89	94	99	105	111
Средний обменный курс, руб./\$	32	30	28	28	30	31	30	29	28	28	27	27
Действующий НДС, \$/барр.	10.1	13.4	13.8	15.3	14.9	14.2	15.2	16.2	17.3	18.5	19.7	21.0
Предложенный НДС, \$/барр.	11.3	15.0	15.4	17.1	16.6	15.9	17.0	18.1	19.4	20.6	22.0	23.4
<i>разница, \$/барр.</i>	<i>1.2</i>	<i>1.6</i>	<i>1.6</i>	<i>1.8</i>	<i>1.7</i>	<i>1.7</i>	<i>1.8</i>	<i>1.9</i>	<i>2.0</i>	<i>2.2</i>	<i>2.3</i>	<i>2.5</i>

Источники: оценка ТКБ Капитал

В поисках налоговых послаблений

Налоговые льготы Лукойла от Тимано-Печоры закончатся в этом году. Лукойл, который не присутствует в Восточной Сибири, получал налоговые каникулы по НДС в рамках своего нового проекта в Тиман-Печоре – Южная Хыльчуя. В 2009–2010 гг. экономия Лукойла от налоговых каникул по НДС для Южной Хыльчуи составляла примерно \$500–600 млн в год (см. график 6). Однако, по нашим прогнозам это месторождение, которое уже вышло на пиковую добычу, перешагнет пороговое значение для налоговых каникул по НДС (первые 15 млн т нефти) в нынешнем году, и в будущем компании придется платить НДС по данному проекту.

Северный Каспий – основной источник налоговых льгот для Лукойла. Шельфовые проекты на северном Каспии, которые освобождены от НДС (первые семь лет проекта, или первые 10 млн т добычи нефти, что наступит быстрее), займут место Тимано-Печоры в качестве основного источника налоговых льгот Лукойла. В 1К10 Лукойл ввел в эксплуатацию первое из своих шести каспийских месторождений – им. Ю. Корчагина, которое является относительно небольшим (пик добычи на месторождении прогнозируется на уровне 2.5 млн т в год (50 тыс. барр. в сутки) к 2012 г.). Мы ожидаем, что Лукойл введет в эксплуатацию второе, более крупное месторождение им. В. Филановского, которое может на пике добывать более 10 млн т в год (200 тыс. барр. в сутки) в 2014 г. Сроки реализации и параметры добычи каспийских проектов Лукойла могут меняться в зависимости от налоговых изменений.

В надежде на налоговые каникулы по экспортной пошлине. Лукойл обратился к российскому правительству с просьбой предоставить ему налоговые каникулы по экспортной пошлине на нефть каспийских месторождений и может соответствующим образом скорректировать программу развития в этом регионе. В свете недавних усилий правительства по повышению налогообложения в нефтегазовой отрасли, на наш взгляд, вероятность получения Лукойлом новых послаблений – под вопросом. Любые льготы по экспортной пошлине благоприятно отразятся на финансовых показателях компании в долгосрочной перспективе. Например, мы рассчитали, что если каспийские проекты Лукойла платили бы такую же специальную экспортную пошлину, что и месторождения Восточной Сибири, то компания смогла бы сэкономить на налоговых каникулах по экспортной пошлине более \$1 млрд в 2015 г. (при уровне добычи в 5.5 млн т в год, или 110 тыс. барр. в сутки).

График 6. Новые проекты Лукойла: экономия на налогах

	2008	2009	2010П	2011П	2012П
\$/барр.					
Цена Urals	95	61	76	78	85
НДС на нефть	19	9	13	14	15
Экспортная пошлина на нефть – стандартная ставка	48	24	37	38	43
Экспортная пошлина на нефть – для Восточной Сибири	0	0	12	13	16
млн т					
Добыча нефти:					
Тимано-Печора	2.2	7.0	7.2	7.0	6.8
Северный Каспий	0.0	0.0	0.3	1.8	2.5
Всего	2.2	7.0	7.5	8.8	9.3
% от общей добычи компании	2%	8%	8%	10%	11%
Добыча, не облагаемая НДС					
Тимано-Печора	2.2	7.0	6.1	1.8	2.5
% от общей добычи компании	2%	8%	7%	2%	3%
Добыча, не облагаемая экспортной пошлиной					
Северный Каспий	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% от общей добычи компании	0%	0%	0%	0%	0%
\$ млн					
Экономия на НДС	(277)	(499)	(600)	(182)	(279)
Экономия на экспортной пошлине	0	0	0	0	0
Экономия на экспортной пошлине – потенциал	0	0	0	(341)	(499)
Итого экономия на налогах (новые месторождения)	(277)	(499)	(600)	(182)	(279)

Источники: данные компании, Bloomberg, ИнфоТЭК, оценка ТКБ Капитал

Обсуждаются льготы по НДС для небольших нефтяных месторождений

Обсуждается вопрос о снижении НДС для небольших нефтяных месторождений. Российское правительство рассматривало возможность снижения НДС для небольших месторождений нефти. В соответствии с самой последней инициативой правительства, предлагается ввести специальную формулу расчета НДС, которая будет учитывать размер извлекаемых запасов, для месторождений с запасами нефти до 5 млн т (см. формулу ниже). Хотя на данный момент трудно оценить потенциальный эффект от такого налогового изменения для отдельных компаний, мы полагаем, что от этого выиграют производители с сильной фрагментированной базой добывающих активов, такие как Татнефть, Башнефть, Русснефть, Alliance Oil и другие.

Действующая формула НДС на нефть, руб./т	Специальная формула НДС для месторождений запасами нефти менее 5 млн т, руб. /т
$419 \times [\text{цена Urals} - 9] \times \text{обменный курс} / 261$	$419 \times [\text{цена Urals} - 15] \times \text{обменный курс} \times [0.121 \times \text{извлекаемые запасы нефти (млн т)} + 0.389] / 261$

Регулирование внутреннего рынка нефтепродуктов

Новые инициативы по регулированию внутреннего рынка нефтепродуктов. В 1П10 ФАС выступила с инициативами, направленными на ослабление влияния крупных нефтяных компаний на ценообразование и повышение уровня его прозрачности на внутреннем рынке нефтепродуктов. Ранее ФАС обвиняла крупных игроков в использовании доминирующих позиций для искусственного завышения цен на бензин и другие нефтепродукты и инициировала ряд судебных разбирательств против них, которые завершились штрафами. Теперь ФАС предлагает привести внутренние цены на нефтепродукты в соответствие с экспортным паритетом путем введения ценовой формулы и ввести ограничения по доле на розничном рынке.

Внутренние цены на бензин и дизель выше экспортных нэтбэков. В России спрос на нефтепродукты стабильно рос, подогреваемый подъемом экономики. Внутренние цены на бензин и дизель существенно превосходили экспортные нэтбэки (см. график 7). Кроме того, в рознице существовала большая надбавка. Так, средняя надбавка Лукойла к оптовым ценам составляла около 50% в 2008 г. и 60% в 2009 г на розничном рынке России. Такой уровень цен вызвал недовольство регулирующих органов.

График 7. Цены на нефтепродукты в России, \$/т

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Средняя цена Urals, \$/барр.	34.2	50.4	61.2	69.3	94.9	61.2	76.2
Экспортная цена на бензин (высокооктановый)	400	530	629	699	842	590	726
Стоимость транспортировки	24	30	29	32	44	45	52
Экспортная пошлина	42	97	143	151	252	133	197
Экспортный нэтбэк на бензин	334	403	458	516	547	411	478
Внутренняя цена на бензин	324	417	493	574	711	451	559
<i>% от экспортного нэтбэка</i>	<i>97%</i>	<i>104%</i>	<i>108%</i>	<i>111%</i>	<i>130%</i>	<i>110%</i>	<i>117%</i>
Экспортная цена на дизельное топливо	370	517	596	661	934	555	692
Стоимость транспортировки	24	30	29	32	44	45	52
Экспортная пошлина	42	97	143	151	252	133	197
Экспортный нэтбэк на дизельное топливо	304	390	424	477	638	377	444
Внутренняя цена на дизельное топливо	264	388	459	495	677	359	483
<i>% от экспортного нэтбэка</i>	<i>87%</i>	<i>100%</i>	<i>108%</i>	<i>104%</i>	<i>106%</i>	<i>95%</i>	<i>109%</i>
Экспортная цена на мазут	148	233	296	336	455	287	362
Стоимость транспортировки	24	30	29	32	44	45	52
Экспортная пошлина	37	55	77	82	136	72	106
Экспортный нэтбэк на мазут	87	148	190	222	276	170	204
Внутренняя цена на мазут	80	114	156	169	248	205	242
<i>% от экспортного нэтбэка</i>	<i>92%</i>	<i>77%</i>	<i>82%</i>	<i>76%</i>	<i>90%</i>	<i>121%</i>	<i>119%</i>

Источники: ИнфоТЭК, Bloomberg, Petroleum Argus, оценка ТКБ Капитал

Валовая маржа НПЗ может сократиться на 12%. По нашей оценке, в результате решения ФАС привести внутренние цены на бензин в соответствие с экспортным паритетом, валовая прибыль НПЗ может сократиться на 12% (см. график 8). В большей степени пострадают отдаленные материковые НПЗ с высокой долей бензина в продуктовой корзине и акцентом на внутренние рынки (Омский НПЗ Газпром нефти, уфимские НПЗ Башнефти, Ангарская НХК Роснефти и Нижнекамский НПЗ ТАИФа). В результате ликвидации премии на бензин на внутреннем рынке, удельная валовая прибыль этих заводов (взвешенная на географию продаж и продуктовый ассортимент) может снизиться на 10–12%.

График 8. Влияние нового регулирования цен на бензин на рентабельность НПЗ

НПЗ	2010П объем нефтепереработки, млн т	Доля бензина в продуктовой корзине (оценка), %	Доля экспорта (оценка), %	Статус-кво		Экспортный паритет	
				2010П экспорт. нэтбэк на бензин, \$/т	2010П средне-взвеш. валовая прибыль*, \$/т	2010П средне-взвеш. валовая прибыль*, \$/т	Изм., %
Туапсинский (Роснефть)	5.2	21%	89%	529	396	395	0%
Киришский (Сургутнефтегаз)	20.4	12%	56%	519	423	415	-2%
Краснодарский (Русснефть)	2.5	0%	92%	517	383	383	0%
Хабаровский (Alliance Oil)	3.0	20%	30%	512	422	395	-6%
Комсомольский (Роснефть)	7.3	20%	70%	509	395	388	-2%
ЯНОС (Славнефть)	13.6	22%	57%	502	403	391	-3%
Саратовский (ТНК-ВР Холдинг)	5.8	17%	59%	499	399	388	-3%
Рязанский (ТНК-ВР Холдинг)	14.4	20%	51%	498	412	395	-4%
Волгоградский (Лукойл)	11.3	31%	61%	493	434	419	-3%
Московский (Газпром нефть)	10.0	26%	31%	492	430	408	-5%
Орский (Русснефть)	5.1	14%	57%	479	378	360	-5%
НОРСИ (Лукойл)	15.8	28%	61%	479	384	372	-3%
Новокуйбышевский (Роснефть)	7.4	18%	45%	478	411	388	-5%
Сызраньский (Роснефть)	6.4	20%	52%	478	385	370	-4%
Куйбышевский (Роснефть)	6.7	18%	57%	478	356	346	-3%
Ухтинский (Лукойл)	4.2	29%	61%	463	361	349	-3%
Пермский (Лукойл)	12.7	29%	61%	460	413	390	-6%
Салаватнефтеоргсинтез	5.7	27%	72%	445	374	358	-4%
Нижнекамский (ТАИФ)	7.8	8%	31%	442	410	366	-11%
Омский (Газпром нефть)	18.4	20%	26%	441	462	407	-12%
Ново-Уфимский (Башнефть)	6.6	27%	37%	438	450	399	-11%
Уфимский (Башнефть)	6.5	35%	46%	438	411	374	-9%
Уфанефтехим (Башнефть)	7.6	30%	56%	438	413	384	-7%
Ангарский (Роснефть)	9.5	25%	46%	427	404	363	-10%
Ачинский (Роснефть)	7.1	22%	55%	409	342	314	-8%

* Цена реализации за вычетом экспортной пошлины, транспортных расходов и акцизов

Источники: данные компаний, ИнфоТЭК, Bloomberg, Petroleum Argus, оценка ТКБ Капитал

Наибольший эффект на Башнефть, Газпром нефть и Alliance Oil.

На уровне компаний мы полагаем, что инициатива ФАС по приведению внутренних цен на бензин к экспортному паритету в наибольшей степени отразится на игроках с высоким соотношением нефтепереработки к добыче и фокусом на внутренних продажах. Такими игроками являются Башнефть и Alliance Oil, у которых переработки больше чем добычи, и Газпром нефть, сфокусированная на внутреннем рынке (см. график 9). По нашим оценкам, потенциальные убытки этих компаний составляют 15–30% от прогнозного значения EBITDA на 2010 г. Для нефтяных компаний со средним соотношением нефтепереработки к добыче и долей продаж на внутреннем рынке, – Роснефти и Лукойла – новое регулирование цен на бензин может привести к снижению 2010П EBITDA на 5%. Что касается ТНК-ВР Холдинга и Сургутнефтегаза, нефтеперерабатывающий бизнес которых не так сильно развит, то их убытки оцениваются в 2–3% от 2010П EBITDA.

График 9. Влияние нового регулирования цен на бензин на рентабельность компаний

	Отношение переработки к добыче (оценка), %	Доля продаж на внутреннем рынке, %	Изменение в 2010П EBITDA*:	
			\$ млн	в % EBITDA 2010П
Башнефть	170%	54%	(766)	-31%
Газпром нефть	62%	74%	(992)	-17%
Alliance Oil	136%	70%	(78)	-16%
Роснефть	47%	43%	(945)	-5%
Лукойл	49%	39%	(677)	-5%
ТНК-ВР Холдинг	40%	47%	(296)	-3%
Сургутнефтегаз	34%	44%	(145)	-2%
Русснефть	60%	31%	(87)	н.д.
Славнефть	73%	43%	(156)	н.д.
Салаватнефтеоргсинтез	-	28%	(85)	н.д.
ТАИФ	-	69%	(315)	н.д.
Московский НПЗ	-	69%	(209)	н.д.

* Консенсусный прогноз EBITDA на 2010 г., кроме Роснефти и Лукойла

Источники: данные компаний, ИнфоТЭК, Bloomberg, Petroleum Argus, оценка ТКБ Капитал

Три варианта ценообразования, предлагаемых ФАС. ФАС представила три варианта ценообразования для регулирования внутренних цен на нефтепродукты. Эти варианты фактически устанавливают «потолок» для внутренних цен, который равен соответствующему экспортному нэтбэку:

Базовый сценарий. Согласно первому варианту, ФАС будет рассчитывать экспортные нэтбэки для НПЗ в индивидуальном порядке и использовать их в качестве «потолка» для внутренних цен.

Ориентир – Киришский НПЗ. Согласно второму варианту, в качестве предельного уровня цен будут использоваться экспортные нэтбэки Киришского НПЗ Сургутнефтегаза. Этот завод находится в близости от главного коммерческого морского порта России – Приморска на Балтийском море – и имеет одни из самых высоких экспортных нэтбэков в России. При таком сценарии ФАС может допустить лишь незначительное отклонение (1–2%) от экспортного нэтбэка Киришского НПЗ.

Ориентир – Ново-Уфимский НПЗ. Согласно третьему варианту, в качестве ориентира будет выбран Ново-Уфимский НПЗ (Новойл) Башнефти, который равноудален от местных и зарубежных рынков сбыта и имеет сравнительно низкие нэтбэки. В соответствии с этим сценарием, ФАС может установить максимально возможную премию (была озвучена надбавка в размере 1,500–2,000 руб./т) к экспортным нэтбэкам Ново-Уфимского НПЗ.

Ценовые сценарии ФАС: разница не принципиальна. Мы полагаем, что для НПЗ не имеет большого значения, какой вариант выберет ФАС для регулирования внутренних цен на бензин (см. график 10). Согласно нашим расчетам, во втором случае НПЗ не понесут потерь по сравнению с базовым сценарием. Второй сценарий предполагает потенциал роста валовой маржи до 12% для ряда НПЗ, которые расположены дальше, чем Киришский НПЗ, от экспортных рынков, имеют более высокие транспортные расходы и более низкие нэтбэки на бензин. К ним относятся Ангарская НХК и Ашинский НПЗ Роснефти, уфимские НПЗ Башнефти, Салаватнефтеоргсинтез и Нижнекамский НПЗ ТАИФа. Вместе с тем мы не думаем, что эти заводы смогут выиграть от повышения «порога» для внутренней цены, поскольку ФАС, скорее всего, устранил все «лазейки» нового регулирования. Третий вариант компенсирует более низкую маржу (экспортно-ориентированные заводы, расположенные вблизи международных рынков сбыта, генерируют более высокую маржу, чем Ново-Уфимский НПЗ), допуская надбавку в размере 1,500–1,600 руб. за тонну (\$50–67 за тонну по текущему курсу).

График 10. Валовая рентабельность нефтепереработки в зависимости от ценового сценария

	Базовый сценарий: индивидуальные нтбэки	Вариант 2: Киришский НПЗ как ориентир		Вариант 3: Ново-Уфимский НПЗ как ориентир	
	Средневзвеш. валовая прибыль*, \$/т	Средневзвеш. валовая прибыль*, \$/т	Разн. с базовым сценарием, %	Средневзвеш. валовая прибыль*, \$/т	Разн. с базовым сценарием, %
Волгоградский (Лукойл)	419	431	3%	393	-6%
Киришский (Сургутнефтегаз)	415	415	0%	382	-8%
Московский (Газпром нефть)	408	420	3%	383	-6%
Омский (Газпром нефть)	407	450	11%	405	0%
Ново-Уфимский (Башнефть)	399	447	12%	399	0%
Туапсинский (Роснефть)	395	393	-1%	376	-5%
Хабаровский (Alliance Oil)	395	399	1%	358	-9%
Рязанский (ТНК-ВР Холдинг)	395	403	2%	371	-6%
ЯНОС (Славнефть)	391	398	2%	368	-6%
Пермский (Лукойл)	390	416	7%	381	-2%
Новокуйбышевский (Роснефть)	388	405	4%	372	-4%
Саратовский (ТНК-ВР Холдинг)	388	393	1%	372	-4%
Комсомольский (Роснефть)	388	391	1%	366	-6%
Уфанефтехим (Башнефть)	384	413	8%	384	0%
Краснодарский (Русснефть)	383	384	0%	366	-5%
Уфимский (Башнефть)	374	410	10%	374	0%
НОРСИ (Лукойл)	372	386	4%	357	-4%
Сызраньский (Роснефть)	370	383	4%	357	-3%
Нижнекамский (ТАИФ)	366	399	9%	364	0%
Ангарская НХК (Роснефть)	363	404	11%	368	1%
Орский (Русснефть)	360	373	4%	347	-4%
Салаватнефтеоргсинтез	358	385	8%	355	-1%
Ухтинский (Лукойл)	349	365	5%	341	-2%
Куйбышевский (Роснефть)	346	356	3%	337	-3%
Ачинский (Роснефть)	314	346	10%	323	3%

* Цена реализации за вычетом экспортной пошлины, транспортных расходов и акцизов

Источники: данные компаний, ИнфоТЭК, Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Дискуссии о ценовой формуле продолжаются. На сегодняшний день российские нефтяные компании противятся инициативам ФАС и предлагают собственные формулы для расчета внутренних цен на нефтепродукты. В то же время власти предлагают ввести меру личной уголовной ответственности за нарушение антимонопольных законов. До вынесения окончательного решения нефтяные компании могут в добровольном порядке уменьшать надбавку розничных цен и реализовывать в большем объеме нефтепродукты через товарно-сырьевую биржу Санкт-Петербурга. Так, Лукойл снизил надбавку в рознице до 40% в 1К10 против 60% в 3К09 и 4К09, а ТНК-ВР заявила о готовности продавать все нефтепродукты, предназначенные для реализации на внутреннем рынке, на товарно-сырьевой бирже.

Транспортные расходы на подъеме

Трубопроводные тарифы растут на 14% в год. Еще одна область государственного регулирования – тарифы на транспортировку по трубопроводу – также создает проблемы для российских нефтяных компаний, которые экспортируют в среднем 85% нефти по трубопроводной системе Транснефти. С момента запуска строительства ВСТО стоимостью выше \$10 млрд в 2005 г. транспортная монополия 47 раз пересматривала тарифы (в среднем примерно 10 раз в год, см. график 11), чтобы окупить проект. По нашей оценке, в 2001–2009 гг. средний тариф Транснефти в долларовом выражении рос с темпом 14% в год (CARG) (см. график 12). Единственным исключением стал 2009 г., когда тариф не менялся из-за девальвации рубля. Учитывая, что у Транснефти на подходе другие дорогие проекты (например, ВСТО-2 и БТС-2 стоимостью \$8 млрд и \$3 млрд соответственно) и что компании нужно обслуживать свой долг, который значительно вырос за последние годы, рост тарифов по всем направлениям должен продолжиться.

График 11. История пересмотров тарифов Транснефти



Источник: данные компании, Федеральная служба по тарифам, оценка ТКБ Капитал

График 12.
Динамика тарифов Транснефти



Источник: Федеральная служба по тарифам, оценка ТКБ Капитал

Давление на рентабельность нефтяных компаний усилится.

Транспортные расходы являются сейчас существенной статьёй расходов в отчете о прибылях и убытках российских нефтяных компаний: на них приходится до 12% выручки (см. таблицу 13). По нашей оценке, в 1К10 Роснефть показала наибольшие удельные расходы на транспортировку нефти на внутреннем рынке (\$4.7/барр.) и на экспорт (\$6.9/барр.). Это может в частности объясняться тем, что Роснефть играет большую роль в проекте ВСТО (см. обсуждения выше). На этом маршруте Транснефть взимает тариф выше среднего (Роснефть в 1К10 платила \$7.3/барр.). На традиционных маршрутах стоимость транспортировки для Роснефти также выросла. Например, стоимость транспортировки нефти с месторождений Юганскнефтегаза (Роснефть) в Западной Сибири до порта Приморск на Балтийском море выросла в среднем с \$5.6/барр. в 2009 г. до \$6.9/барр. в 1К10. Стоимость транспортировки нефти с месторождений Юганскнефтегаза на Комсомольский НПЗ Роснефти на Дальнем Востоке достигла рекордных \$16.4/барр в 1К10. Лукойл также достаточно чувствителен к росту тарифов на транспортировку – помимо продажи нефти на международных рынках, его бизнес-модель предусматривает поставку российской нефти на собственные НПЗ компании за рубежом. ТНК-ВР Холдинг и Газпром нефть, у которых меньше нефтепереработки и больше экспорта нефти, также чувствительны к повышению транспортных тарифов.

График 13. Расходы нефтяных компаний на транспортировку

	2005	2006	2007	2008	2009	1К10
Общие расходы на транспортировку, \$ млн						
Лукойл*	3,967	4,286	5,305	6,532	5,785	1,617
% от выручки	11%	10%	10%	9%	12%	11%
Роснефть	2,231	3,226	4,226	5,673	5,414	1,764
% от выручки	9%	10%	9%	8%	12%	12%
ТНК-ВР Холдинг	2,296	1,903	2,239	2,614	2,658	н.д.
% от выручки	8%	6%	6%	6%	9%	-
Газпром нефть	1,097	1,199	1,279	1,810	1,982	601
% от выручки	8%	6%	6%	5%	8%	8%
Татнефть	300	245	330	465	451	133
% от выручки	3%	2%	2%	3%	4%	4%
Стоимость транспортировки нефти на внутреннем рынке, \$/барр. (оценка)						
Лукойл	1.2	1.7	2.1	2.4	1.9	2.2
Роснефть	2.1	2.0	2.3	4.0	3.8	4.7
ТНК-ВР Холдинг	1.7	1.6	1.9	3.2	3.4	н.д.
Газпром нефть	2.8	2.9	3.1	3.2	2.5	2.7
Татнефть**	-	-	-	-	-	-
Стоимость транспортировки нефти на экспорт, \$/барр. (оценка)						
Лукойл	2.2	1.2	2.4	5.1	4.9	6.8
Роснефть	2.5	2.4	2.7	6.1	5.6	6.9
ТНК-ВР Холдинг	2.5	2.4	2.7	4.8	5.0	н.д.
Газпром нефть	5.6	5.8	6.2	6.4	5.0	6.8
Татнефть**	2.4	1.9	2.6	3.6	3.5	4.1

*Оценка выручки Лукойла – за вычетом торговых операций

**При допущении, что Татнефть экспортирует 68% произведенной нефти, а оставшуюся часть продает со скважины на внутренний рынок

Источники: данные компаний, Федеральная служба по тарифам (ФСТ), оценка ТКБ Капитал

Пересмотр финансовых моделей

Прогноз EBITDA Роснефти на 2011–2012 гг. снижен на 20–30%. В финансовых моделях Роснефти и Лукойла мы учли наш новый макроэкономический прогноз, предусматривающий повышение цены Urals на 3% до \$76 за барр. в 2010 г. и на 10% до \$78 за барр. в 2011 г. (см. график 14). Мы также скорректировали модели на финансовые результаты, объявленные компаниями за 1К10, новое налогообложение для восточносибирских месторождений и соответствующие изменения в графике добычи (замедление освоения ресурсной базы), некоторое снижение рентабельности продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке и другие факторы. В итоге мы понизили наш прогноз EBITDA Роснефти на 22% в 2011 г. и на 31% в 2012 г., а прогноз EBITDA на 2010 г. практически не изменился (см. график 15). Что касается Лукойла, то мы повысили прогноз EBITDA компании на 2010 г. на 7%, на 2011 г. – на 12% и на 2012 г. – на 6%.

Новая прогнозная цена для Роснефти – \$8.5/акция, для Лукойла – \$74/акция, рекомендация ПОКУПАТЬ. Вслед за пересмотром финансовых моделей мы понизили нашу 12-месячную прогнозную цену акции Роснефти, рассчитанную по методу ДДП, на 15% с \$10 до \$8.5. Новая целевая цена предполагает 40-процентный потенциал роста с текущих уровней (\$6.1 за акцию), и мы оставляем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Роснефти. Мы повысили 12-месячную прогнозную цену акции Лукойла, полученную по методу ДДП, на 10% с \$67 до \$74. Новая целевая цена предполагает 45-процентный потенциал роста с текущих уровней (\$51 за акцию), и мы оставляем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Лукойла. Мы использовали WACC равный 10.4% в модели Роснефти и 12.0% в модели Лукойла, допуская, что безрисковая ставка составляет 7%, премия за риск российского рынка – 6%, а темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%.

График 14. Изменения в макроэкономическом прогнозе

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Старый прогноз											
Цена Urals, \$/барр.	74	71	85	83	80	83	87	90	94	97	101
Средний обменный курс, руб./\$	29	29	27	27	28	27	27	27	27	27	27
Новый прогноз											
Цена Urals, \$/барр.	76	78	85	83	80	84	89	94	99	105	111
Средний обменный курс, руб./\$	30	28	28	30	31	30	29	28	28	27	27
Изменение в цене Urals, %	3%	10%	0%	0%	0%	2%	2%	5%	6%	8%	10%

График 15. Обновленные прогнозы финансовых показателей Роснефти и Лукойла

	2010П	2011П	2012П
Роснефть			
Выручка			
Старый прогноз	59,482	59,041	71,272
Новый прогноз	62,053	65,977	72,890
Изм., %	4%	12%	2%
EBITDA			
Старый прогноз	17,451	17,566	20,870
Новый прогноз	17,551	13,768	14,495
Изм., %	1%	-22%	-31%
Чистая прибыль			
Старый прогноз	10,103	9,889	12,305
Новый прогноз	9,787	6,643	7,121
Изм., %	-3%	-33%	-42%
Лукойл			
Выручка			
Старый прогноз	93,897	91,918	109,022
Новый прогноз	97,358	99,663	107,599
Изм., %	4%	8%	-1%
EBITDA			
Старый прогноз	13,764	12,102	14,362
Новый прогноз	14,664	13,514	15,218
Изм., %	7%	12%	6%
Чистая прибыль			
Старый прогноз	7,929	6,772	8,583
Новый прогноз	8,433	7,747	9,310
Изм., %	6%	14%	8%

Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Наш выбор на 2П10 – ставка на дивиденды и Газпром

Неопределенность с налогами требует консервативного инвестиционного подхода. В связи с растущим вниманием государства к денежным потокам нефтегазовых компаний становится все сложнее находить достойные инвестиционные идеи. После налоговых изменений Роснефть перестала быть уникальной инвестиционной историей. Хотя на текущих уровнях акции российских нефтяных компаний выглядят очень привлекательно (торгуются, в среднем, по 2010П P/E на уровне 5.8 по сравнению с мультипликатором 9.0 для крупных международных игроков и 11.8 для аналогов развивающихся стран (см. график 2)), продолжающиеся дебаты относительно дальнейшего повышения налогов вынуждают нас обратить внимание на другие инвестиционные идеи. Во второй половине года мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции, которые могут предложить хорошую дивидендную доходность – обыкновенные и привилегированные акции **ТНК-ВР Холдинга (TNBP, TNBPP)**, привилегированные акции **Башнефти (BANEP)** и привилегированные акции **Татнефти (TANPP)**. В список наших фаворитов на 2П10 мы также включили акции **Газпрома (GAZP)**, которые сейчас являются самой дешевой бумагой в нашей выборке.

ТНК-ВР Холдинг – обыкновенные и привилегированные акции (TNBP, TNBPP). Исторически акции ТНК-ВР Холдинга были одной из лучшей ставкой на дивиденды среди местных нефтяных бумаг. Компания придерживалась консервативной стратегии, разрабатывала в основном старые месторождения, воздерживалась от сделок по слияниям и поглощениям и выплачивала щедрые дивиденды (см. график 16). В этом году денежный поток ТНК-ВР Холдинга должны поддержать налоговые льготы Верхнечонского проекта в Восточной Сибири (см. обсуждения выше). В соответствии с консенсусом рынка, чистая прибыль ТНК-ВР Холдинга по GAAP должна вырасти на 17% год к году до \$6,075 млн в 2010 г. При коэффициенте дивидендных выплат в 95% ТНК-ВР Холдинг может увеличить годовые дивиденды на 10% до 10.54 руб. за акцию (\$0.35 за акцию), что предполагает текущую дивидендную доходность на уровне 18% для обыкновенных акций и 20% – для привилегированных.

График 16. История дивидендов ТНК-ВР Холдинга

	2005	9M06	4K06	2006	1П07	2П07	2007	1П08	2П08	2008	9M09	4K09	2009	2010П
Дивиденды, руб./акция:														
Обыкновенная	8.06	5.95	1.37	7.32	1.33	1.71	3.04	2.94	2.12	5.06	7.41	2.18	9.59	10.54
Привилегированная	8.06	5.95	1.37	7.32	1.33	1.71	3.04	2.94	2.12	5.06	7.41	2.18	9.59	10.54
<i>рост год к году</i>				-9%			-58%			66%			90%	10%
Дивидендные выплаты, \$ млн	4,642			4,390			1,937			3,315			4,918	5,772
Чистая прибыль по GAAP, \$ млн	4,002			6,409			5,732			6,367			5,175	6,075
<i>коэффициент дивидендных выплат по GAAP</i>	<i>116%</i>			<i>68%</i>			<i>34%</i>			<i>52%</i>			<i>95%</i>	<i>95%</i>
Дата закрытия реестра	12 мая	29 сент.	27 апр.		14 авг.	14 мая		21 авг.	15 мая		30 окт.	14 мая		

Текущая цена, \$/акция:	
Обыкновенная	1.98
Привилегированная	1.74
Дивиденды за 2010г. (прогноз), \$/акция:	
Обыкновенная	0.35
Привилегированная	0.35
Предполагаемая дивидендная доходность, %	
Обыкновенная	18%
Привилегированная	20%

Примечание: консенсусная оценка чистой прибыли за 2010 г.

Источники: СПАРК, оценка ТКБ Капитал

Башнефть – привилегированные акции (BANEP). Башнефть также имеет историю щедрых дивидендов. Компания заплатила особенно большие дивиденды в 2008 г., когда ее собственность оспаривалась в судах (см. график 17). Опасения, что новый контролирующий акционер Башнефти – АФК «Система» – изменит дивидендную политику не оправдались: на дивиденды за 2009 г. Башнефть потратила рекордную сумму в \$700 млн. Мы полагаем, что теперь уже вертикально-интегрированная Башнефть останется центром прибыли для АФК «Системы» и продолжит выплачивать щедрые дивиденды в будущем. По нашей оценке, чистая прибыль компании по GAAP вырастет более чем в три раза до \$1,200 млн в 2010 г. При коэффициенте дивидендных выплат в 70% Башнефть может увеличить годовые дивиденды на 11% до 122 руб. за акцию (\$4.1 за акцию), что предполагает дивидендную доходность на уровне 18% для привилегированных акций.

График 17. Дивидендная история Башнефти

	2005	9M06	4K06	2006	1П07	2П07	2007	9M08	4K08	2008	2009	2010П
Дивиденды, руб./акция												
Обыкновенная	1.1	25.8	0.0	25.8	16.3	0.0	16.3	34.2	14.6	48.8	109.7	122.1
<i>рост год к году</i>				-			-37%			199%	125%	11%
Привилегированная	5.7	25.8	0.0	25.8	16.3	0.0	16.3	34.2	14.6	48.8	109.7	122.1
<i>рост год к году</i>				-			-37%			199%	125%	11%
Дивидендные выплаты, \$ млн	14	193	0	194	128	0	131	215	102	315	707	840
Чистая прибыль по РСБУ, \$ млн	275	386	35	423	230	283	512	429	-106	341	510	
<i>Коэффициент дивидендных выплат по РСБУ</i>	5%			46%			26%			92%	139%	
Чистая прибыль по GAAP, \$ млн											320	1,200
<i>Коэффициент дивидендных выплат по GAAP</i>											221%	70%
Дата закрытия реестра	10 март	29 сент.	7 март		4 авг.	12 март		24 нояб.	22 мая		7 март	

Текущая цена, \$/акция:	
Обыкновенная	35.3
Привилегированная	23.0
Дивиденды за 2010 г. (прогноз), \$/акция:	
Обыкновенная	4.10
Привилегированная	4.10
Предполагаемая дивидендная доходность, %	
Обыкновенная	12%
Привилегированная	18%

Татнефть – привилегированные акции (TATNP). Татнефть, основным акционером которой является правительство Татарстана (около 36%), находилась под давлением требований выплаты больших дивидендов и регулярно выплачивала 30% своей прибыли по РСБУ в качестве дивидендов (см. график 18). В соответствии с консенсусом рынка, чистая прибыль Татнефти по GAAP снизится на 7% год к году до \$1,691 млн в 2010 г. При условии, что компания снизит размер годового дивиденда соответственно – на 7% до 6.07 руб. за акцию (\$0.20 за акцию), предполагаемая дивидендная доходность по привилегированным акциям Татнефти сейчас составляет 9%.

График 18. Дивидендная история Татнефти

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П
Дивиденды, руб./акция:							
Обыкновенная	0.9	1.0	4.60	5.7	4.4	6.6	6.1
Привилегированная	1.0	1.0	4.60	5.7	4.4	6.6	6.1
<i>рост год к году</i>		11%	360%	23%	-22%	48%	-7%
Дивидендные выплаты, \$ млн	73	82	394	514	413	480	475
Чистая прибыль по РСБУ, \$ млн	24,626	36,876	35,649	43,812	34,304	50,874	н.д.
<i>коэффициент дивидендных выплат по РСБУ</i>	9%	6%	30%	30%	30%	30%	30%
Чистая прибыль по GAAP, \$ млн	813	998	1,096	1,692	338	1,711	1,691
<i>коэффициент дивидендных выплат по GAAP</i>	9%	8%	36%	30%	122%	28%	28%
Дата закрытия реестра	11 мая	14 мая	13 мая	11 мая	11 мая	10 мая	10 мая

Текущая цена, \$/акция:	
Обыкновенная	4.60
Привилегированная	2.20
Дивиденды за 2010 г. (прогноз), \$/акция:	
Обыкновенная	0.20
Привилегированная	0.20
Предполагаемая дивидендная доходность, %	
Обыкновенная	4%
Привилегированная	9%

Примечание: консенсусная оценка чистой прибыли за 2010 г.

Источники: СПАРК, оценка ТКБ Капитал

Газпром (GAZP) – самая дешевая бумага в секторе. Мы добавили в список фаворитов на 2П10 акции Газпрома, которые сейчас являются самой дешевой бумагой в нашей выборке (см. график 2). По мультипликатору 2010П EV/EBITDA (консенсус) Газпром сейчас торгуется примерно с 30-процентным дисконтом к международным производителям газа (3.6 против среднего значения 5.4 для международных игроков). По мультипликатору 2010П P/E (консенсус) акции Газпрома сейчас являются самыми дешевыми в нашей выборке – они торгуются с 60-процентным дисконтом к международным производителям газа (4.1 против среднего значения 12.3 для международных игроков), даже ниже мультипликатора BP, которая сейчас испытывает серьезные финансовые затруднения (5.0). Газпром также является одной из немногих бумаг в нашей выборке, которые торгуются значительно ниже стоимости собственного капитала (P/BV на уровне 0.6). Наконец, текущая цена акций Газпрома (\$4.8 за акцию) предполагает потенциал роста 75% к консенсусной 12-месячной прогнозной цене, рассчитанной по методу ДПП, равной \$8.3 за акцию.

Лукойл

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	17,839	22,279	25,143	21,127	22,698	22,698
Основные средства	52,228	54,896	58,568	62,864	67,299	67,299
Прочие внеоборотные активы	8,952	9,354	9,354	9,354	9,354	9,354
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	61,180	64,250	67,922	72,218	76,653	76,653
ВСЕГО АКТИВЫ	79,019	86,529	93,066	93,345	99,350	99,350
Краткосрочные заимствования	2,058	1,849	2,450	1,673	1,682	1,682
Прочие текущие обязательства	7,636	9,410	9,508	10,102	9,812	9,812
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	9,694	11,259	11,958	11,774	11,494	11,494
Долгосрочные заимствования	9,265	8,506	8,311	6,864	6,909	6,909
Прочие долгосрочные обязательства	3,681	8,588	8,588	8,588	8,588	8,588
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	12,946	17,093	16,899	15,451	15,497	15,497
Доля миноритариев	388	385	385	385	385	385
Акционерный капитал	55,991	57,792	63,824	65,734	71,975	71,975
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	79,019	86,529	93,066	93,345	99,350	99,350

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	81,083	97,358	99,663	107,599	103,075	97,761
Себестоимость	(66,987)	(82,695)	(86,148)	(92,381)	(88,486)	(83,850)
ЕБИТДА	14,096	14,664	13,514	15,218	14,589	13,911
Амортизация	(4,318)	(4,008)	(4,021)	(4,013)	(3,944)	(3,916)
ЕБИТ	9,778	10,655	9,493	11,206	10,645	9,996
Чистые процентные доходы/(расходы)	(533)	(533)	(324)	(157)	(284)	(145)
Чистые другие доходы/(расходы)	(182)	418	514	589	565	535
ЕВТ	9,063	10,540	9,684	11,637	10,925	10,386
Налог на прибыль	(1,994)	(2,117)	(1,937)	(2,327)	(2,185)	(2,185)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(58)	10	-	-	-	-
Чистая прибыль	7,011	8,433	7,747	9,310	8,740	8,201

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	8,883	12,925	12,185	14,156	13,249	12,827
Инвестиционный денежный поток	(8,923)	(6,866)	(7,809)	(8,424)	(8,495)	(8,237)
Финансовый денежный поток	87	(2,845)	(1,549)	(9,867)	(2,688)	(2,690)
Чистый долг	7,833	4,765	2,309	4,182	2,133	362

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-25%	20%	2%	8%	-4%	-5%
Рентабельность ЕБИТДА	17%	15%	14%	14%	14%	14%
Чистая рентабельность	9%	9%	8%	9%	8%	8%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.6	0.3	0.2	0.3	0.1	0.0

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Лукойл	АО	ГДР
Тикер	LKOH	LKOD LI
Рекомендация	Покупать	Покупать
Цена, \$	51.0	51.0
Целевая цена, \$	74.0	74.0
Потенциал, %	45%	45%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	LKOH RX
Bloomberg	LKOH.MM
Reuters	LKOH.MM

	АО
Акции в обращении, млн	847
EV, \$ млн	50,905
МС, \$ млн	43,146
MIN 12 мес., \$	45
MAX 12 мес., \$	61
	АО
Кол-во акций за ГДР	1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн	2009	2010П	2011П
US GAAP	2009	2010П	2011П
Выручка	81,083	97,358	99,663
ЕБИТДА	14,096	14,664	13,514
Чистая прибыль	7,011	8,433	7,747
EPS, \$	8.28	9.96	9.15
Рост выручки, %	-25	20	2
EPS рост, %	-24	20	-8
Маржа ЕБИТДА, %	17	15	14
Чистая маржа, %	9	9	8

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ	2009	2010П	2011П
P/E	6.2	5.1	5.6
EV/ЕБИТДА	3.6	3.5	3.8

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
СopocoPhillips	20.6%
Менеджмент	29.9%
Прочие	49.6%



Источники: ММВБ, PTC, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	15,169	16,347	14,686	16,970	17,439	21,452
Основные средства	57,704	61,322	64,331	69,528	75,003	80,183
Прочие внеоборотные активы	10,359	10,313	10,313	10,313	10,313	10,313
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	68,063	71,635	74,644	79,841	85,316	90,496
ВСЕГО АКТИВЫ	83,232	87,982	89,330	96,810	102,755	111,948
Краткосрочные заимствования	7,838	5,500	3,500	3,500	2,634	2,773
Прочие текущие обязательства	5,605	7,207	7,519	8,052	8,014	7,910
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	13,443	12,707	11,019	11,552	10,647	10,683
Долгосрочные заимствования	15,669	12,774	9,669	7,669	5,669	6,367
Прочие долгосрочные обязательства	8,583	8,718	8,718	8,718	8,718	8,718
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	24,252	21,492	18,387	16,387	14,387	15,085
Доля миноритариев	706	767	767	767	767	767
Акционерный капитал	44,831	53,016	59,157	68,104	76,954	85,414
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	83,232	87,982	89,330	96,810	102,755	111,948

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	46,826	62,053	65,977	72,890	72,201	70,893
Себестоимость	(33,261)	(44,501)	(52,209)	(58,395)	(57,742)	(56,501)
ЕБИТДА	13,565	17,551	13,768	14,495	14,459	14,392
Амортизация	(4,437)	(5,229)	(5,457)	(5,621)	(5,860)	(6,129)
ЕБИТ	9,128	12,323	8,310	8,874	8,599	8,263
Чистые процентные доходы/(расходы)	(89)	(112)	(87)	(63)	(53)	(40)
Чистые другие доходы/(расходы)	(520)	129	85	90	87	84
ЕВТ	8,519	12,340	8,308	8,902	8,633	8,307
Налог на прибыль	(2,000)	(2,492)	(1,662)	(1,780)	(1,727)	(1,661)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(5)	(61)	-	-	-	-
Чистая прибыль	6,514	9,787	6,646	7,121	6,906	6,646

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	10,319	15,571	12,101	12,531	13,079	13,141
Инвестиционный денежный поток	(8,788)	(8,615)	(8,551)	(8,463)	(8,821)	(8,894)
Финансовый денежный поток	(877)	(6,179)	(5,814)	(2,831)	(3,741)	(71)
Чистый долг	19,002	13,449	10,574	7,303	3,887	515

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-32%	33%	6%	10%	-1%	-2%
Рентабельность ЕБИТДА	29%	28%	21%	20%	20%	20%
Чистая рентабельность	14%	16%	10%	10%	10%	9%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Роснефть	АО	ГДР
Тикер	ROSN	ROSN LI
Рекомендация	Покупать	Покупать
Цена, \$	6.1	6.1
Целевая цена, \$	8.5	8.5
Потенциал, %	39%	39%

ДААННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	ROSN RX	ROSN.MM
Bloomberg		
Reuters		

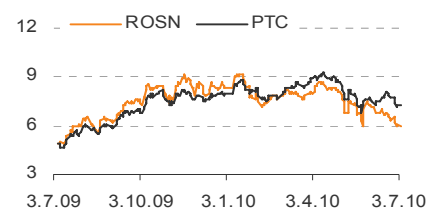
	АО
Акции в обращении, млн	9,598
EV, \$ млн	77,098
MC, \$ млн	58,286
MIN 12 мес., \$	5.9
MAX 12 мес., \$	9.3
Кол-во акций за ГДР	1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн	2009	2010П	2011П
US GAAP			
Выручка	46,826	62,053	65,977
ЕБИТДА	13,565	17,551	13,768
Чистая прибыль	6,514	9,787	6,646
EPS, \$	0.68	1.02	0.69
Рост выручки, %	-32	33	6
EPS рост, %	-41	50	-32
Маржа ЕБИТДА, %	29	28	21
Чистая маржа, %	14	16	10

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ	2009	2010П	2011П
P/E	9.0	6.0	8.8
EV/ЕБИТДА	5.7	4.4	5.6

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Роснефтегаз	75.2%
BP	1.2%
Petronas	1.1%
CNPC	0.1%
Казначейские акции	9.4%
Прочие	13.1%

ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Энергетика

Определенности всё больше, привлекательность всё дальше

Сектор энергетики в течение первого полугодия 2010 г. остался в сфере интересов инвесторов. Спросом пользовались акции как генерирующих, так и сетевых компаний, что в первую очередь было связано с предстоящей либерализацией отрасли. Для большинства компаний уже стали понятны их сильные и слабые стороны, а также характерные риски. Мы полагаем, что в секторе энергетики в ближайшие полгода будут преобладать точечные покупки, поскольку вырисовываются среднесрочные перспективы отрасли и их содержание несколько отличается от ожиданий инвесторов.

Реформа сектора вошла в завершающую стадию. 2011 г. станет годом полной либерализации оптового рынка, запуска долгосрочного рынка мощности и массового перехода сетевых компаний на RAB-регулирование, и по факту реформа энергетики выйдет на финишную прямую.

Восстановление роста электропотребления. Прогнозы роста энергопотребления в РФ преимущественно находятся в интервале от 1.7% до 2.7% на ближайшие годы, однако даже такие скромные по докризисным меркам цифры могут стабильно поддерживать рост цен на электроэнергию и, как следствие, финансовые показатели компаний.

Новые правила и новые механизмы регулирования. Запуск долгосрочного рынка мощности, перевод сетей на пятилетнее RAB-регулирование и 100-процентная либерализация оптового рынка изменят картину отрасли и приведут к улучшению финансовых показателей энергокомпаний.

Влияние государства в секторе будет определяющим даже после либерализации. Несмотря на значительное качественное изменение картины сектора, прямое (регуляторное) и косвенное (через контролируемые компании) влияние государства сохранится, поэтому принимая во внимание стратегию социально-экономического развития страны, инвестиционная привлекательность отрасли в большей мере будет определяться целевыми установками государства нежели рыночными механизмами. Судя по всему, в приоритете пока сдерживание роста тарифов.

Долговая нагрузка компаний и вероятность SPO возрастут. Необходимость реализации инвестиционных программ в условиях ограничения роста тарифов в первую очередь приведет к росту заимствований и увеличению вероятности допэмиссий.

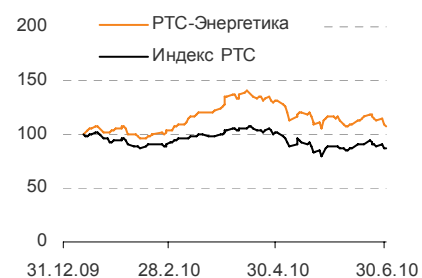
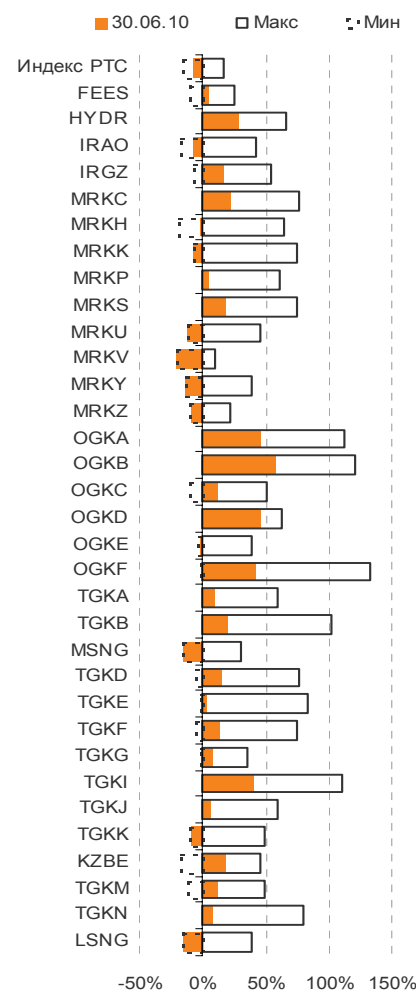
Корпоративные риски. Риски миноритарных акционеров, особенно крупных госхолдингов, мы оцениваем как высокие. Необходимость привлечения средств в отрасль в перспективе ближайших лет означает отсутствие дивидендов и большую вероятность допэмиссий в пользу государства или стратегических инвесторов с возможным размыванием миноритарных долей.

Ключевые компании сектора генерации: РусГидро и ОГК-4. В свете последних инициатив правительства по сдерживанию роста тарифов естественных монополий в секторе генерации мы рекомендуем делать ставку на покупку, во-первых, акций компаний с преобладанием гидрогенерирующих мощностей, прежде всего РусГидро, поскольку они смогут наиболее эффективно капитализировать рост цен на энергоносители в условиях полной либерализации рынка, а во-вторых, бумаг самых эффективных тепловых компаний, которые могут извлечь значительные выгоды благодаря уже сложившимся либо формируемым конкурентным преимуществам. В этом сегменте мы отдаем предпочтение ОГК-4.

В сетевом сегменте привлекательно выглядят ФСК и Холдинг МРСК, даже несмотря на ограничение роста тарифов на передачу в ближайшие годы. Федеральная сетевая компания (ФСК), на наш взгляд, является самой стабильной в сетевом сегменте с точки зрения финансовых показателей, в то время как акции Холдинга МРСК в настоящий момент представляются полноценной альтернативой покупке корзины бумаг региональных МРСК и нивелируют риски отдельных сетевых компаний. Однако акции ФСК и Холдинга МРСК не относятся к числу наших фаворитов на ближайшие полгода, поскольку последние инициативы правительства по переносу сроков перехода на RAB-регулирование региональных распределительных компаний, параметры которого будут определены лишь ближе к концу 2010 г., будут оказывать давление на котировки сектора наряду с неопределенностью развития ситуации.

Риски инвестирования в Интер РАО высоки в связи с предстоящей допэмиссией и неочевидностью формирования стоимости для акционеров от вводимых в счет оплаты допэмиссии активов, поскольку большая часть из них, как нам представляется, будет служить инструментом обмена.

Динамика акций с начала года

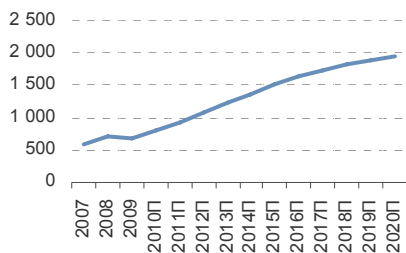


Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Основные тенденции отрасли

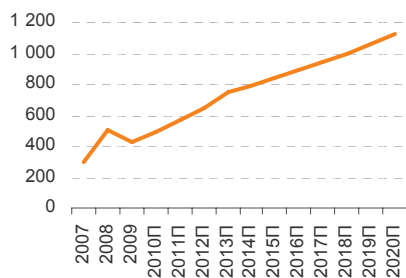
Точечный подход. Сектор энергетики продемонстрировал значительный рост по итогам 1П10. Можно выделить несколько волн спроса инвесторов на бумаги энергетических компаний, которые наблюдались в тепловой генерации, гидрогенерации и акциях сетевых компаний. Их инвестиционная привлекательность объяснялась грядущими изменениями в отрасли: декларированием стратегий развития, сделками по обмену активами, корпоративными событиями, но главными катализаторами выступили либерализация рынка и изменение правил регулирования. За последние полгода ситуация в отрасли кардинально не изменилась – стало очевидно, что 100-процентной рыночной либерализации сектора не будет, и большая часть рыночных механизмов сохранит государственный контур регулирования. Мы полагаем, что на ближайшее полугодие актуальной и характерной для инвесторов станет некоторая точечность в оценке инвестиционной привлекательности активов, поскольку трехлетний горизонт в энергетике практически предопределен и есть необходимость экстраполяции событий в отрасли на более отдаленную перспективу для понимания ее развития. Практически в отношении всех компаний уже ясны их слабые и сильные стороны, прошлые достижения и будущие выгоды от полной либерализации рынка. Именно это, скорее всего, приведет к тому, что тенденция массовых и ажиотажных волн спроса в секторе сойдет на нет, уступив место точечным покупкам бумаг. На наш взгляд, сектор электроэнергетики сохраняет свою привлекательность для оптимистично настроенных долгосрочных инвесторов.

Прогноз цен на электроэнергию (Европейская часть), руб/МВт



Источники: оценка ТКБ Капитал

Прогноз цен на электроэнергию (Сибирь), руб/МВт



Источники: оценка ТКБ Капитал

Противоречивая риторика правительства. В последнее время от представителей правительства РФ прозвучал ряд заявлений касательно ограничения роста тарифов естественных монополий. В настоящий момент превалирующей точкой зрения является ограничение роста тарифов на электроэнергию на уровне 10–15% в течение трех лет, что связано с желанием правительства контролировать темпы инфляции. Решение должно коснуться как генерирующих, так и сетевых компаний. Данная мера может привести к пересмотру инвестиционных программ за счет растягивания объема инвестиций во времени в случае сетевых компаний и ограничению роста тарифов на электроэнергию и мощность в случае генерирующих. Это несколько противоречит сделанным ранее заявлениям представителей правительства, которые неоднократно отмечали, что необходимо наращивать инвестиции в отрасль для того, чтобы встретить грядущий посткризисный рост спроса на электроэнергию. Причем особенно жесткая критика звучала в адрес владельцев частных генерирующих компаний. Жесткие требования государства к стратегическим инвесторам уже нашли свое отражение в структуре договоров на поставку мощности (ДПМ). Очевидно, что значительные инвестиции в генерацию не могут быть осуществлены на фоне стагнации в сетевом хозяйстве. Это также противоречит и заявлениям представителей самих энергокомпаний, прежде всего государственных, прогнозы которых по объему необходимых инвестиций перманентно пересматриваются в сторону увеличения. Мы полагаем, что переход на RAB-регулирование сетевого сегмента неотвратим, однако вполне возможно это займет несколько больше времени, чем ожидалось.

Влияние государства в секторе сохранится. Основным наблюдаемым в моменте феноменом является доминирование процессов консолидации отрасли исключительно на базе госкомпании. На фоне регулирования тарифов это приведет к тому, что ситуация в отрасли в ближайшее время так и не станет конкурентной и рыночной.

Долговое бремя энергетики будет расти. Большая часть энергокомпаний в ближайшие годы столкнется с необходимостью привлечения средств для реализации инвестиционных программ и, как следствие, с увеличением долговой нагрузки. Значительное количество компаний, прежде всего генерирующего сегмента, уже заявили о планах по размещению облигационных займов. В случае если в ближайшие три года в отношении сетевых компаний будет применен механизм сглаживания тарифов, то последние также будут вынуждены увеличивать долговую нагрузку.

Вертикальная и горизонтальная интеграция – курс на консолидацию. Стратегические инвесторы отрасли перешли в стадию вертикальной и горизонтальной структуризации своих активов. С этой целью производится объединение компаний, топливная диверсификация, покупка сбытовых компаний и топливных активов. Основная цель – осуществить диверсификацию бизнеса и увеличить маржу. На наш взгляд, объединение не всегда будет давать синергию и создавать стоимость для акционеров. Мы полагаем, что уже до конца этого года большая часть инвесторов прояснит стратегию развития своих активов, а это сделает перспективы отдельных компаний более прозрачными.

Господдержка и госконсолидация увеличивают риски для миноритариев. Мы не исключаем сохранения тенденции SPO большинства госкомпаний в секторе энергетики. РусГидро, Интер РАО уже объявили об предстоящих допэмиссиях, которые могут быть проведены как по открытой подписке, так и в пользу стратегических инвесторов. Мы полагаем, что с большой вероятностью аналогичных заявлений в обозримом будущем можно ожидать от компаний Холдинга МРСК. На наш взгляд, в текущих условиях для частных компаний преобладающей тенденцией будет увеличение долговой нагрузки, а SPO – крайней мерой.

Активность в сфере слияний и поглощений. Консолидация отрасли приведет к росту количества сделок M&A. Уже происходит возобновление и активизация переговоров по обмену активами между основными игроками сегмента. По нашим оценкам, большая часть переговоров войдет в активную фазу только в 2011 г., уже после либерализации рынка. Данная активность для миноритариев энергокомпаний означает изменение стоимости активов, выставление оферт и появление инвестиционных возможностей. По нашим оценкам, большая часть номерных ОГК и ТГК в ближайшие годы прекратит свое существование в качестве отдельных рыночных субъектов вследствие интеграции в более крупные энергетические образования. Таким образом, развитие отечественной энергетики с большой вероятностью пойдет по европейскому пути, где несколько крупных концернов контролируют отрасль. Однако российская специфика заключается в том, что они будут государственными. Если правительство подтвердит свою приверженность курсу на создание рыночной среды и будет осуществлять постепенную приватизацию активов госхолдингов, то создание эффективного рынка – вопрос времени. Пока же можно ожидать появления новых энергетических «фишек».

Консолидация отрасли и главные участники

Компания	Установленная мощность, МВт	Потенциальная компания - консолидатор активов
РусГидро	25 337	
ОГК-1	9 531	Интер РАО
ОГК-2	8 695	ГазпромЭнергоХолдинг
ОГК-3	8 357	
ОГК-4	8 630	
Энел ОГК-5	8 732	
ОГК-6	9 052	ГазпромЭнергоХолдинг
ТГК-1	6 279	РусГидро, Фортум
ТГК-2	2 577	
Мосэнерго	11 904	
Квадра (ТГК-4)	3 348	
ТГК-5	2 467	КЭС Холдинг
ТГК-6	3 113	КЭС Холдинг
Волжская ТГК-7	6 879	КЭС Холдинг, ГазпромЭнергоХолдинг
ТГК-9	3 280	КЭС Холдинг
Фортум	2 785	
ТГК-11	2 026	Интер РАО
Кузбассэнерго	4 400	СУЭК
Енисейская ТГК-13	2 458	СУЭК
ТГК-14	633	
Интер РАО		
Башкирэнерго		АФК Система
Иркутскэнерго		РусГидро, Интер РАО, ЕвроСибЭнерго
Новосибирскэнерго		

Источники: Оценка ТКБ Капитал

Перенос сроков перехода на RAB. Делать какие-то выводы относительно инвестиционной привлекательности сетевых компаний, на наш взгляд, можно только после прояснения позиции государства, которая будет сформирована только ближе к концу года. Мы не исключаем крайностей при решении данного вопроса, которые могут быть весьма неприятными для инвесторов, так как задача очень сложная и найти баланс между ограничением роста тарифов и привлечением инвестиций в сектор энергетики непросто. Поэтому ожидание сохранения ангажированных параметров RAB-регулирования и принятие их за константу в таких условиях, на наш взгляд, опрометчиво. Фактор компенсации выпадающих доходов в течение следующих периодов регулирования, предусмотренный системой RAB, на данный момент учесть сложно.

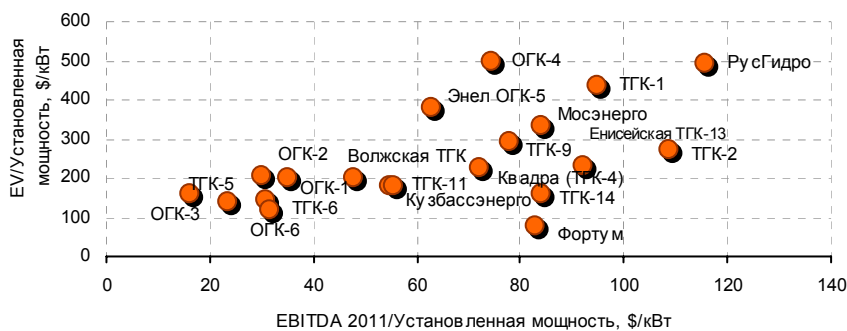
Генерирующие компании

Качество генерирующих активов, их локализация и темпы реализации инвестиционных программ по-прежнему являются главными факторами привлекательности компаний этого сектора.

В преддверии 100-процентной либерализации. С точки зрения рентабельности и положения отдельных компаний итоги этого года будут показательными для прогнозирования развития ситуации на 2011 г. и последующие периоды. 2010 г как лакмусовая бумага проявит фаворитов и аутсайдеров сегмента, и вряд ли данная картина претерпит существенные изменения в дальнейшем. Эффективность станций пока остается главным мерилем инвестиционной привлекательности компаний: величина удельного расхода топлива на кВт, коэффициент загрузки мощностей (КИУМ) в свете полной либерализации рынка могут характеризоваться как основные конкурентные преимущества компаний. Возможное введение ограничений тарифов на рынке мощности несколько снижает привлекательность сегмента, однако не является решающим.

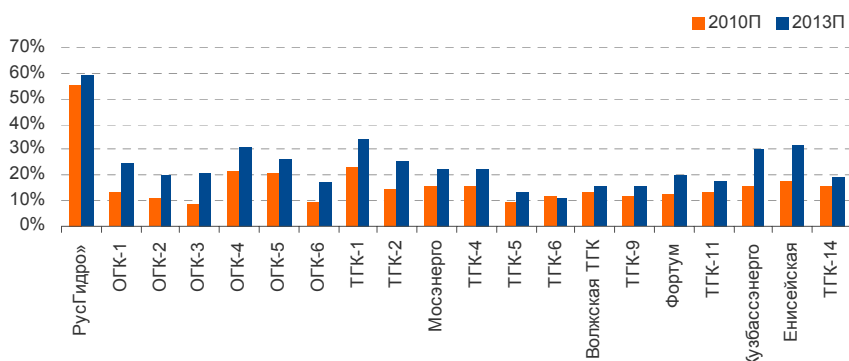
Тепловая генерация в 2010 г.: сюрпризов не будет. После успешного 2009 г. вряд ли компаниям удастся удивить инвесторов в 2010 г. Определенные выводы можно сделать уже по результатам первого квартала. Ожидаемый незначительный рост спроса на электроэнергию, введение новых мощностей и необходимость наращивания долговой нагрузки для реализации инвестиционных программ на фоне синхронного, а не поквартального, как в 2009 г., повышения цен на газ, скорее всего, приведут к снижению основных показателей рентабельности большинства тепловых компаний. Стоит отметить, что многие из них продемонстрировали сильные результаты по итогам 1К10 и отметились значительным ростом операционной рентабельности (ТГК-1, ОГК-5). Однако данные первого квартала вряд ли будут показательными в годовом разрезе.

Российские генерирующие компании: сравнительная оценка, 2011П



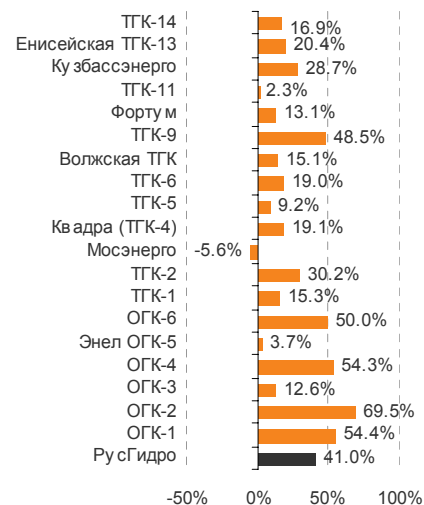
Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

2010 vs 2013P: рентабельность по EBITDA



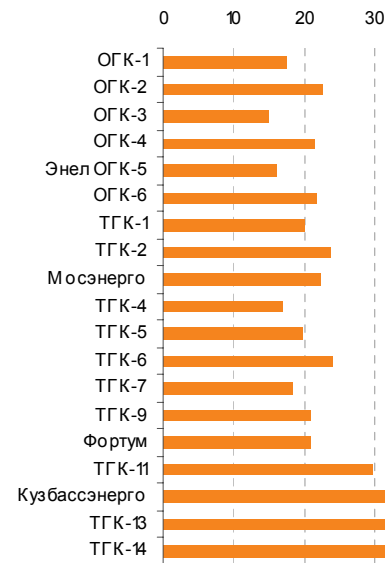
Источники: Оценка ТКБ Капитал

Динамика акций генерирующих компаний в 1П09 (в \$)



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

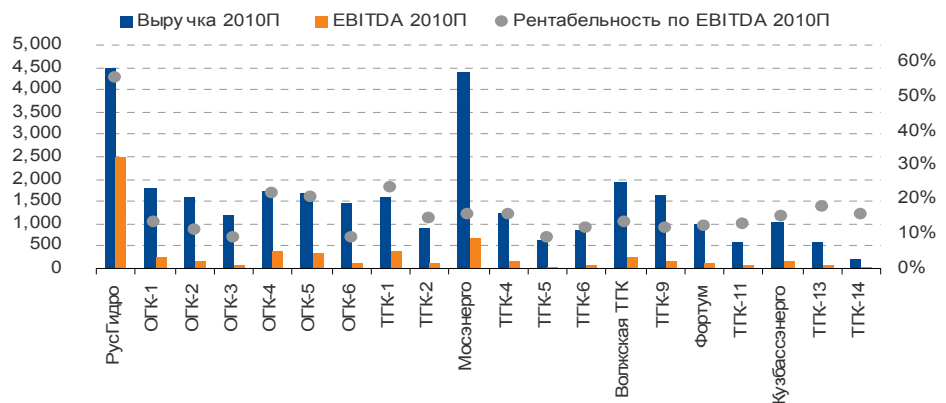
Прогноз тарифов на новую мощность на 2011 г, \$/кВт/мес



Источники: оценка ТКБ Капитал

Изменение факторов роста прибыли. В 2009 г. основной причиной роста рентабельности компаний стало поквартальное увеличение тарифов на газ при одновременном повышении тарифов на электроэнергию. Второй важной составляющей был рост тарифов на мощность, что вкупе с активными действиями компаний по снижению затрат привело к значительному улучшению финансовых показателей. В 2010 г. такого эффекта уже не будет: для большей части генерации тарифы на мощность были снижены, а тарифы на газ и электроэнергию – синхронно пересмотрены. Таким образом, в годовом разрезе единственным возможным фактором роста может стать активность компаний в свободном сегменте оптового рынка и умение грамотно выстраивать тактику, а также рациональное использование конкурентных преимуществ и запуск новых мощностей.

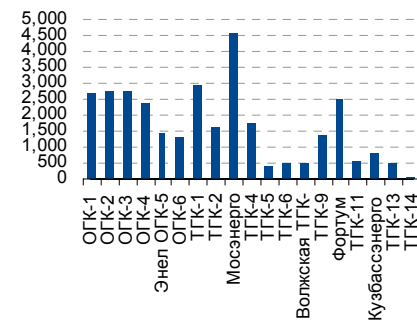
Генерирующие компании: прогноз финансовых показателей на 2010 г.



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

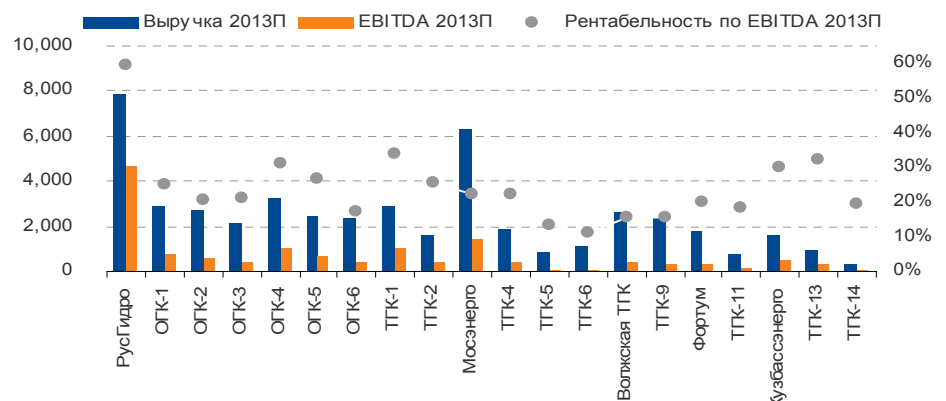
* Для РусГидро финансовые показатели указаны без учета приобретенных сбытовых компаний

Запланированные вводы новых мощностей до 2017, МВт



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Генерирующие компании: прогноз финансовых показателей на 2013 г.



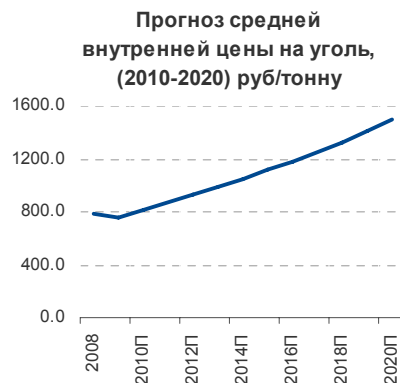
Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

* Для РусГидро финансовые показатели указаны без учета приобретенных сбытовых компаний

Цена на газ – определяющий фактор. Согласно прогнозам правительства, цены на газ в следующие три года будут повышаться на 15% в год, что может привести к пропорциональному увеличению цены на электроэнергию. Возможно, этот факт повысит привлекательность угольной генерации, где ожидаемый рост цен должен быть относительно меньше, однако определенно это можно утверждать только для компаний, которые заключили долгосрочные договоры на поставку угля.



Источники: Оценка ТКБ Капитал



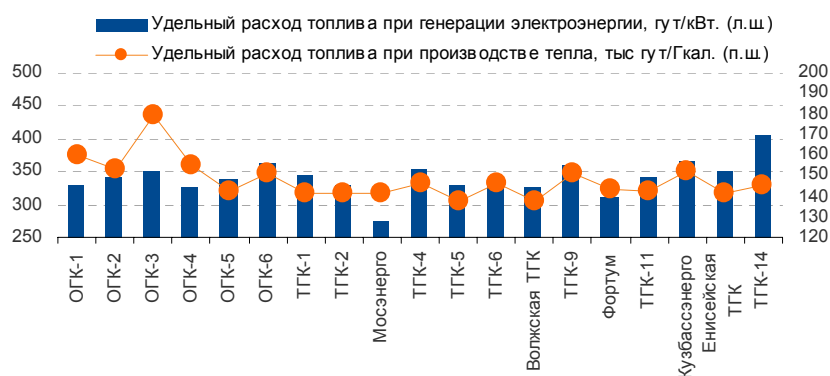
Источники: Оценка ТКБ Капитал

Рост долговой нагрузки и SPO. Для реализации инвестиционных программ большая часть генкомпаний планирует привлекать долговые обязательства, поэтому долговое бремя всего сектора будет расти. Размещение допэмиссий в текущих условиях будет использоваться компаниями как крайний инструмент.

Новые мощности – новый катализатор. Ввод эффективных мощностей при выводе неэффективных постепенно приведет к повышению средней эффективности генерирующих компаний, что найдет отражение и в финансовых результатах. Соответственно, компании, которые активно реализуют инвестиционные программы, в моменте формируют свои долгосрочные конкурентные преимущества.

Переход на RAB-регулирование теплового бизнеса компаний, предусмотренный законодательно, может стать позитивным фактором для котировок ТГК, у которых приблизительно половина выручки приходится на продажу теплоэнергии, и значительно повысит рентабельность этого вида бизнеса. Однако принимая во внимание опыт перехода на этот механизм регулирования компаний сетевого хозяйства, сам процесс может затянуться на неопределенное время, поэтому катализатором он может стать только уже после прояснения деталей и позиции правительства.

Топливная эффективность российских генерирующих компаний, 2010П



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Сектор тепловой генерации выглядит дешевым по мультипликаторам. В настоящее время по среднему показателю EV/EBITDA на 2011 г. отечественные компании торгуются на уровне 4.4, что предполагает 25-процентный дисконт к сопоставимым иностранным аналогам. По коэффициенту P/E весь сектор отечественной тепловой генерации выглядит переоцененным.

Среднее значение показателя EV/Установленная мощность для ОГК составляет \$260/кВт, для ТГК – \$220/кВт, в то время как иностранные сопоставимые компании торгуются на уровне \$1,000/кВт.

Акции РусГидро по показателю EV/Установленная мощность торгуются на уровне \$480/кВт в противовес как минимум \$1,200/кВт у иностранных гидрогенерирующих компаний.

Ставка на гидрогенерацию (РусГидро) и топливную эффективность (ОГК-4). Мы предпочитаем делать ставку на компании с преобладанием гидрогенерирующих мощностей, поскольку их рентабельность будет самой высокой. По стоимости кВт установленной мощности данные компании торгуются с премией к среднему показателю по сектору отечественной генерации, и мы считаем данный факт вполне оправданным, учитывая их рентабельность и ожидаемый рост финансовых показателей в ближайшие годы. Мы также отдаем предпочтение ОГК-4 как одной из самых эффективных оптовых компаний сектора тепловой генерации.

Генерирующие компании: Сравнительный анализ

Компания	Тикер	Капит-ция, \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Уст. мощность, МВт	Капит-ция/ Уст. мощность, \$/кВт	EV/ Уст. мощность, \$/кВт	КИУМ, %
				2009П	2010П	2011П	2009П	2010П	2011П				
РусГидро	HYDR	13,375	12,530	7.7	5.6	4.3	13.5	8.9	7.4	25,424	526	493	37
ОГК-1	OGKA	1,590	1,914	10.7	7.8	5.7	12.8	18.4	12.5	9,531	167	201	52
ОГК-2	OGKB	1,631	1,790	14.6	10.1	6.8	44.1	27.6	42.1	8,695	188	206	62
ОГК-3	OGKC	2,671	1,338	10.1	12.6	10.0	33.0	16.4	22.9	8,357	320	160	41
ОГК-4	OGKD	4,880	4,314	18.6	11.5	6.7	23.7	19.4	12.5	8,630	565	500	71
ОГК-5	OGKE	2,672	3,298	13.6	9.4	6.0	26.1	19.9	10.7	8,732	306	378	54
ОГК-6	OGKF	1,148	1,263	7.4	9.5	5.9	13.2	отр	отр	9,052	127	140	37
Среднее по ОГК				12.5	10.2	6.9	25.5	20.3	20.1		279	264	53
ТГК-1	TGKA	2,304	2,782	11.9	7.4	4.6	20.5	12.9	7.7	6,399	360	435	46
ТГК-2	TGKB	378	698	9.0	5.2	2.5	9.6	отр.	отр.	2,577	147	271	45
Мосэнерго	MSNG	3,789	3,968	7.9	5.8	4.0	34.1	27.3	13.4	11,904	318	333	59
ТГК-4	TGKD	805	748	4.2	3.9	3.1	12.6	13.2	19.2	3,348	241	224	44
ТГК-5	TGKE	486	357	8.0	6.2	4.7	9.2	13.2	15.6	2,467	197	145	51
ТГК-6	TGKF	695	371	4.1	3.7	3.8	40.9	8.9	8.9	3,113	223	119	46
Волжская ТГК	TGKG	1,466	1,385	6.9	5.2	4.2	12.4	13.7	11.7	6,879	213	201	46
ТГК-9	TGKI	1,108	963	5.3	5.0	3.8	8.1	11.6	11.0	3,280	338	294	53
«Фортум»	TGKJ	1,101	221	1.6	1.8	1.0	9.2	9.9	9.1	2,785	395	79	80
ТГК-11	TGKK	264	364	4.6	4.5	3.3	8.5	7.3	5.5	2,026	130	180	48
Кузбассэнерго	KZBE	743	797	10.2	5.1	3.3	отр.	19.7	35.3	4,400	169	181	61
Енисейская ТГК-13	TGKM	530	566	8.7	5.4	2.5	отр.	отр.	10.7	2,458	216	230	66
ТГК-14	TGKN	166	100	6.0	2.7	1.9	отр.	6.1	4.5	633	262	159	45
Среднее по ТГК				6.8	4.8	3.3	16.5	13.1	12.7		247	219	53
Среднее по тепловой генерации				8.6	6.5	4.4	19.9	15.3	14.9			233	53
Среднее для гидрогенерирующих компаний на развивающихся рынках				7.0	6.0	5.6	10.3	11.2	10.0			1,148	
Премия (дисконт), %				11%	-6%	-24%	32%	-20%	-26%			-57%	
Среднее для гидрогенерирующих компаний на развитых рынках				15.3	11.2	10.5	12.9	17.1	16.4			2,724	
Премия (дисконт), %				-49%	-50%	-60%	5%	-48%	-55%			-82%	
Среднее для теплогенерирующих компаний на развивающихся рынках				6.0	5.6	5.9	9.7	8.1	8.0			1,074	
Премия (дисконт), %				44%	16%	-25%	106%	89%	86%			-78%	
Среднее для теплогенерирующих компаний на развитых рынках				9.4	8.1	7.5	19.6	14.6	13.5			1,018	
Премия (дисконт), %				-9%	-20%	-42%	2%	5%	11%			-77%	

Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Сетевые компании

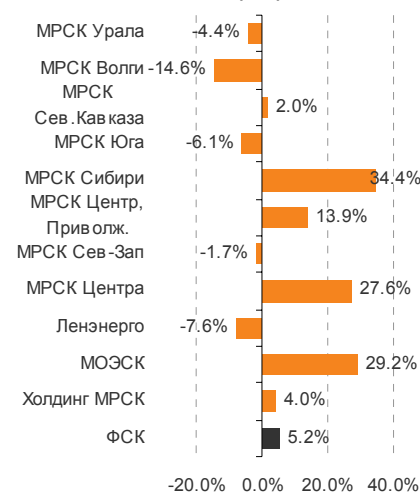
Инвестиционная привлекательность сектора находится под давлением неопределенности параметров RAB-регулирования, пересмотр которых весьма возможен ввиду желания государства сдерживать рост тарифов. Механизмов осуществления данного решения много – от занижения параметров RAB и переноса сроков введения регулирования на его основе до перехода на долгосрочную индексацию тарифов. Мы рассматриваем акции ФСК и Холдинга МРСК в качестве одних из наиболее стабильных в секторе.

Риски перехода на RAB растут. Исходя из заявленных и уже утвержденных параметров RAB-регулирования, рост тарифа для ФСК в 2011 г. должен был составить 31%, для распределительных компаний – 15–40% в зависимости от региона. Правительство хочет ограничить повышение тарифов 15%. На наш взгляд, в связи с переносом сроков перехода RAB-регулирования для компаний, которые должны были его осуществить 1 июля, можно ожидать более консервативных тарифных решений, однако ситуация прояснится только ближе к концу года. Следует отметить, что механизм сглаживания роста тарифов в первые два–три года с компенсацией выпадающих доходов в последующие годы предусмотрен механизмами RAB-регулирования. Сглаживание тарифов в первые годы уменьшит привлекательность сетевого сегмента из-за смещения денежных потоков на более поздние периоды, однако не станет решающим. Другим возможным решением может стать пересмотр параметров RAB-регулирования как в части снижения первоначальной базы капитала (iRAB), так и ставок доходности. Мы ожидаем, что правительство примет решение по методологии определения тарифа в 4K10, однако не исключаем, что оно может предполагать несколько больший рост тарифов, чем 15%.

Пересмотр инвестиционных программ – реальность. Снижение тарифов на передачу электроэнергии может оказать влияние на пересмотр инвестиционных программ ФСК и Холдинга МРСК и источников их финансирования. Это приведет к увеличению долговой нагрузки, а возможно, и к SPO отдельных компаний Холдинга МРСК в пользу стратегического инвестора или государства и будет сопровождаться привлечением государственных субсидий. На наш взгляд, в случае сохранения курса на внедрение RAB развитие событий в этом ключе наиболее вероятно, поскольку в условиях 70-процентного износа активов растягивание инвестиционных программ во времени вряд ли является адекватным решением. Если тарифные ограничения будут утверждены, а объем инвестиционных программ сетевых компаний сохранен, то это значительно снизит инвестиционную привлекательность сектора. Ряд последних заявлений представителей профильных ведомств наводит на мысль, что они понимают проблему определенной избыточности инвестиционных программ и готовы пересматривать ее в сторону понижения, однако мы полагаем, что определенность в этом вопросе может появиться только вместе с пониманием планов по динамике тарифов.

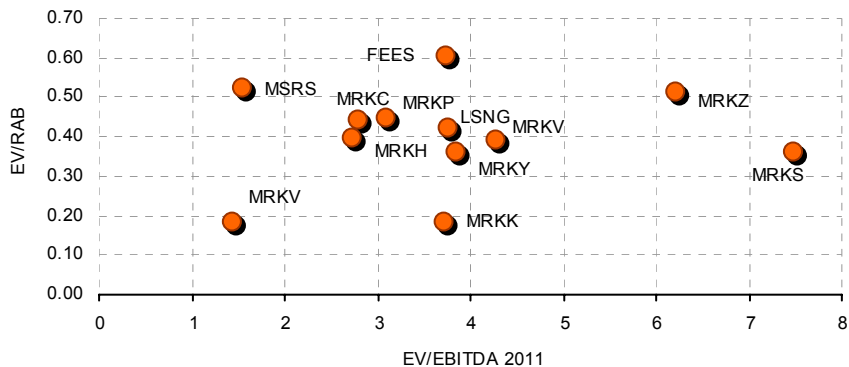
Индексация тарифов – альтернатива RAB. Следует отметить, что для 70% регионов оценки RAB еще не утверждены. Мы полагаем, что в условиях ограничения роста тарифов государство может пойти на крайние меры и отказаться от перехода сетей на RAB регулирование, заменив его индексацией тарифов для оставшихся не охваченными сетевых компаний. Возможность таких планов уже озвучивалась. Окончательные тарифные решения ожидаются ближе к концу года, и мы полагаем, что возможный отказ от RAB-регулирования либо перенос сроков его реализации значительно увеличивает риски инвестиций в сетевой сегмент.

Динамика акций сетевых компаний в 1П10 (в \$)



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Сетевые компании: сравнительная оценка (2011П)



Источники: ММББ, РТС, оценка ТКБ Капитал

ФСК – при прочих равных риски меньше. К положительным сторонам компании относится низкая долговая нагрузка, ясность стратегии, поддержка государства и стабильные финансовые результаты, что, на наш взгляд, несколько уменьшает риски инвестиций по сравнению с МРСК. ФСК заявила о сохранении объема инвестиционных программ на ближайшие три года на уровне 170 млрд руб. и ее некотором увеличении в будущем (до 200 млрд руб.), что в моменте грозит компании ростом долговой нагрузки. Следует отметить, что ФСК уже полностью перешла на RAB и пересмотр параметров регулирования маловероятен.

Холдинг МРСК – в преддверии возможных перемен. В настоящее время рассматриваются несколько вариантов развития Холдинга МРСК: привлечение стратегического инвестора, приватизация МРСК, их переход на единую акцию, присоединение Холдинга МРСК к одной из МРСК. Компания прорабатывает все эти варианты, однако окончательного решения пока не принято. На наш взгляд, корпоративные риски непосредственно Холдинга МРСК заметно ниже, чем входящих в него сетевых компаний.

Оценка сектора. В настоящее время среднее значение коэффициента EV/RAB для сетевого сектора составляет 0.42. Мы считаем эту оценку вполне адекватной, учитывая возможность занижения первоначальной базы активов (IRAB) и значительный износ.

Сравнительный анализ

Российские сетевые компании

Компания	Тикер	Рын. кап., \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA			P/S			P/E			EBITDA рент-ть, %			EV/Отпуск, \$/кВт	EV/RAB
				'10П	'11П	'12П	'10П	'11П	'12П	'10П	'11П	'12П	'10П	'11П	'12П		
ФСК	FEES	13 520	11 873	5.97	3.65	2.53	3.39	2.48	1.90	16.59	8.88	5.80	50%	60%	66%	25	0.59
МРСК Центра	MRKC	1 371	1 735	3.21	2.79	2.52	0.68	0.59	0.51	5.47	4.28	3.58	27%	27%	26%	28	0.44
МРСК Северо-Запада	MRKZ	650	806	6.20	6.04	3.15	0.70	0.63	0.50	63.37	32.83	5.24	14%	13%	20%	18	0.50
МРСК Урала	MRKV	277	435	1.44	1.42	1.11	0.17	0.15	0.13	2.09	2.10	1.43	19%	17%	18%	5	0.18
МРСК Сибири	MRKS	828	1 082	8.28	7.39	3.28	0.53	0.44	0.35	отр	отр	6.12	8%	8%	14%	10	0.35
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	700	1 053	3.99	3.09	2.05	0.38	0.33	0.27	10.07	5.48	2.57	14%	16%	20%	17	0.44
МРСК Волги	MRKV	565	727	4.49	4.21	2.60	0.52	0.45	0.36	12.80	10.26	4.01	15%	14%	18%	12	0.39
МРСК Юга	MRKY	232	713	4.45	3.83	3.19	0.32	0.27	0.24	21.46	6.93	3.47	22%	22%	23%	14	0.36
МРСК Северного Кавказа	MRKK	129	173	2.69	3.67	3.31	0.35	0.33	0.30	отр	отр	отр	17%	12%	12%	12	0.18
Ленэнерго	LSNG	742	1 222	2.50	3.75	5.99	0.65	0.70	0.70	3.64	31.10	отр	43%	31%	19%	38	0.42
МОЭСК	MSRS	2 096	3 458	3.05	1.53	3.34	0.68	0.47	0.61	4.90	1.62	6.65	37%	51%	30%	42	0.52
Холдинг МРСК	MRKH	4 599	12 763	3.55	2.72	2.88	0.28	0.23	0.21	5.84	3.69	4.30	22%	24%	20%	18	0.40
Среднее по МРСК				3.85	3.17	3.06	0.47	0.39	0.38	8.89	6.76	4.30	24%	26%	22%	23	0.42
Среднее по международным аналогам				4.78	4.57	4.36	0.78	0.72	0.68	10.20	11.10	11.70				119	1.21
Премия (дисконт), %				-19%	-31%	-30%	-40%	-45%	-45%	-13%	-39%	-63%				-80%	-65%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

ОГК-4

Эффективность означает рентабельность

Топливная эффективность – один из основных конкурентных факторов в свете предстоящей либерализации оптового рынка электроэнергии. На наш взгляд, ОГК-4 среди компаний оптовой тепловой генерации извлечет максимальную выгоду из качества своих активов и будет обладать значительными конкурентными преимуществами.

Сильные операционные показатели. Коэффициент использования установленных мощностей ОГК-4 в 2009 г. превысил 71%, удельный расход условного топлива составил 322.18 г/кВтч, что является лучшими показателями среди тепловых оптовых генерирующих компаний. На наш взгляд, данные факты весьма позитивны в свете предстоящей либерализации рынка электроэнергии, поскольку они могут рассматриваться как значительное конкурентное преимущество компании. Отчасти это подтверждается тем, что полезный отпуск электроэнергии ОГК-4 в 2009 г. составил 57.3 млрд кВтч, что лишь на 1.6% меньше аналогичного показателя в 2008 г., в то время как у большинства других тепловых компаний снижение производства составило от 5% до 23%.

Компания демонстрирует самые устойчивые финансовые результаты среди ОГК. Консолидированная выручка ОГК-4 по МСФО в 2009 г. выросла на 12.8% и составила 42.9 млрд руб. Показатель EBITDA в 2009 г. увеличился на 69% – до 8.9 млрд руб. Рентабельность по EBITDA составила 20.7% против 13.8% годом ранее. Мы полагаем, что в ближайшие годы положительная динамика показателей компании сохранится даже на фоне роста цен на энергоносители.

Отсутствие долга и наличие денежных средств. В настоящий момент у компании более \$550 млн денежных средств на балансе, что оставляет значительное пространство для маневра по части реализации инвестиционной программы.

Инвестиционная программа близка к завершению. Инвестиционная программа ОГК-4 предусматривает строительство нескольких энергоблоков на станциях компании с увеличением совокупной установленной мощности с 8.3 ГВт до 11 ГВт. Объем инвестиций оценивается в 2.3 млрд евро. Из этой суммы 1.5 млрд евро будут покрыты из средств, оставшихся от размещения доэмиссии ОГК-4 при ее продаже E.ON. Остальное финансирование будет обеспечено за счет заемных средств и прибыли компании. До конца 2010 г. может состояться запуск блока мощностью 400 МВт на Шатурской ГРЭС. Ввод в эксплуатацию двух новых энергоблоков на Сургутской ГРЭС-2, которая является флагманом компании и имеет самый высокий КИУМ среди всех отечественных ГРЭС, запланирован на 2011 г. Мощность каждого энергоблока составит 400 МВт. Их ввод увеличит совокупную установленную мощность Сургутской ГРЭС-2 до 5.6 ГВт, что приведет к значительному улучшению финансовых показателей ОГК-4.

По коэффициенту EV/Установленная мощность ОГК-4 торгуется на уровне \$480/кВт, что значительно выше среднего по сектору тепловых российских ОГК, однако, на наш взгляд, еще не в полной мере отражает фундаментальную стоимость компании, особенно если принять во внимание стоимость кВт установленной мощности на европейских станциях E.ON. Наиболее близкой к ОГК-4 по рентабельности и по стоимости кВт является Энел ОГК-5, однако ее акции обладают более низкой ликвидностью.

ОГК-4 – наш фаворит в секторе тепловой оптовой генерации. Мы произвели пересмотр нашей финансовой модели, приняв во внимание опубликованные результаты отчетности компании и заложив WACC в 11.84%. Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции ОГК-4 с новым целевым уровнем цены \$0.118/акция, которая предполагает 48-процентный потенциал роста с текущих рыночных котировок.

ОГК4		
Тикер	АО	АП
Рекомендация	ОГKD	-
Цена, \$	ПОКУПАТЬ	-
Целевая цена, \$	0.08	-
Потенциал, %	0.118	-
	48%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ			
Bloomberg	ОГK4 RX		
Reuters	ОГKD.MM		
	АО		АП
Акции в обращении, млн	63 049		-
EV, \$ млн	3 717		
МС, \$ млн	4 897		
MIN 12 мес., \$	0.0295		
MAX 12 мес., \$	0.0876		
	АО		АП
Кол-во акций за ГДР	-		-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн				
МСФО	2009	2010П	2011П	
Выручка	1 404	1 648	1 860	
EBITDA	231	313	571	
Чистая прибыль	214	218	355	
EPS, \$	0.00	0.00	0.01	
Рост выручки, %	-8.3	17.4	12.8	
EPS рост, %	-12.6	1.9	62.6	
Маржа EBITDA, %	16.5	19.0	30.7	
Чистая маржа, %	15.2	13.2	19.1	

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	22.88	22.45	13.81
EV/EBITDA	16.07	11.87	6.51

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
E.On Russia Power	76.6%
Free Float	23.4%



Источники: ММББ, РТС, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	697	225	244	497	555	707
Основные средства	2 210	3 050	3 610	3 896	3 631	3 866
Прочие внеоборотные активы	6	6	6	6	6	6
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	2 231	3 072	3 631	3 917	3 651	3 888
ВСЕГО АКТИВЫ	2 928	3 297	3 875	4 415	4 206	4 594
Краткосрочные заимствования	-	-	34	34	31	33
Прочие текущие обязательства	87	114	152	189	205	256
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	87	114	185	223	236	289
Долгосрочные заимствования	-	-	168	168	157	167
Прочие долгосрочные обязательства	128	133	131	130	122	129
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	374	375	376	377	378	379
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	2 155	2 223	2 190	2 189	2 040	2 172
Нераспределенная прибыль	546	816	1 191	1 694	1 641	1 826
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	2 712	3 051	3 392	3 894	3 691	4 009
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	2 928	3 297	3 875	4 415	4 206	4 594

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	1 268	1 726	2 324	2 877	3 232	3 891
Себестоимость	(1 119)	(1 480)	(1 855)	(2 237)	(2 434)	(2 924)
ЕВИТДА	232	374	642	845	1 012	1 190
Амортизация	77	121	161	193	200	206
ЕВИТ	155	253	480	653	812	984
Чистые процентные доходы/(расходы)	99	57	3	(27)	(8)	(3)
ЕВТ	253	310	484	625	804	981
Налог на прибыль	(48)	(59)	(93)	(122)	(158)	(193)
Чистая прибыль	206	251	390	504	646	788

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	181	300	521	698	834	972
Инвестиционный денежный поток	(741)	(888)	(772)	(480)	(200)	(206)
Финансовый денежный поток	47	72	206	(27)	(603)	(699)
Чистый долг	(551)	(35)	211	20	(24)	(79)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-17%	36%	35%	24%	12%	20%
Рентабельность ЕВИТДА	18%	22%	28%	29%	31%	31%
Чистая рентабельность	16%	15%	17%	18%	20%	20%
Чистый долг/ЕВИТДА	-2.4	-0.1	0.3	0.0	0.0	-0.1

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

РусГидро Покупка будущих потоков

Компания «РусГидро» показала значительное улучшение рентабельности по итогам кризисного 2009 г., в течение которого было отмечено падение электропотребления и снижение цен в свободном сегменте оптового рынка. На наш взгляд, РусГидро в наибольшей степени среди всех российских генерирующих компаний получит выгоды от либерализации рынка электроэнергетики.

Низкие издержки и высокоэффективные активы позволят РусГидро капитализировать рост цен на энергоносители. Поскольку рост тарифов на газ и уголь являются определяющими для формирования цены на оптовом рынке, то в условиях низких издержек производства РусГидро будет монетизировать любое их увеличение, что непосредственно отразится на динамике финансовых показателей и росте рентабельности компании. Рентабельность по EBITDA РусГидро по итогам 2009 г. составила 44%. По нашим оценкам, в ближайшие годы рентабельность генерирующего бизнеса РусГидро по EBITDA вплотную приблизится к 60% и на порядок будет превосходить аналогичный показатель тепловых компаний. По нашим оценкам, в следующие три года EBITDA компании увеличится более чем вдвое.

Рост операционных показателей. Согласно планам менеджмента, в ближайшие годы общий объем производства электроэнергии станциями РусГидро увеличится до 113 млрд кВтч с текущих 80 млрд кВтч.

Наращивание сбытового сегмента бизнеса приведет к росту выручки. Покупка акций сбытовых компаний в течение 2010 г. у ПАО ЕЭС Востока, по нашим оценкам, найдет свое отражение в финансовых результатах компании уже в 2010 г. и позволит хеджировать ряд поставляемых на оптовый рынок объемов электроэнергии. Мы ожидаем значительного роста выручки РусГидро по итогам 2010 г., прежде всего благодаря консолидации показателей энергосбытовых компаний.

В планах увеличить установленную мощность станций до 40 ГВт к 2015 г. РусГидро может стать основным бенефициаром гидроактивов ТГК-1 и госдоли Иркутскэнерго (40%), а также планирует приобретение активов за рубежом. Ускоренное восстановление Саяно-Шушенской ГЭС может наряду с вводами Богучанской ГЭС и каскада Зарамагских ГЭС стать катализаторами роста.

Недооценка по финансовым мультипликаторам. В настоящий момент по показателю EV/EBITDA акции РусГидро торгуются на уровне 4.2, что предполагает 60-процентный дисконт к акциям гидрогенерирующих компаний развитых рынков. По показателю EV/Установленная мощность бумаги РусГидро котируются на отметке \$480/кВт, что практически вдвое ниже аналогичного показателя компаний развивающихся рынков.

Оценка на основе ДДП-модели. Наша финансовая модель РусГидро базируется на текущих макроэкономических прогнозах, оценках динамики цен на оптовом рынке электроэнергии и актуальных данных по инвестиционной программе компании. Наша ДДП-модель РусГидро с WACC, равным 12.8%, и темпами роста, составляющими 2% в постпрогнозный период, предполагает целевой уровень – в \$0.0717 за акцию, подразумевающий 41-процентный потенциал роста и рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Риски. Во-первых, к ним относится снижение инвестиционной составляющей, заложенной в тариф, и неясность оплаты тарифов на новую мощность; во-вторых, рост инвестиционной программы; в-третьих, допэмиссия в пользу государства или нового стратегического инвестора, и наконец, риски агрессивной экспансии компании на внешние рынки и неясность перспектив обмена активами и вариантов их оплаты.

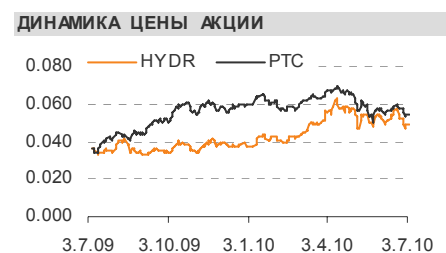
РусГидро	АО	ГДР
Тикер	HYDR	HYDR Li
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	0.051	5.10
Целевая цена, \$	0.0717	7.2
Потенциал, %	41%	41%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	HYDR RX
Reuters	HYDR.MM
	АО
Акции в обращении, млн	269 695
EV, \$ млн	14 419
MC, \$ млн	13 393
MIN 12 мес., \$	0.0328
MAX 12 мес., \$	0.0629
	АО
Кол-во акций за ГДР	100

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	3 649	13 131	15 650
EBITDA	1 621	2 233	2 942
Чистая прибыль	987	1 495	1 811
EPS, \$	0.004	0.0055	0.0067
Рост выручки, %	-15.9	259.9	19.2
EPS рост, %	19.0	51.4	21.2
Маржа EBITDA, %	44.4	17.0	18.8
Чистая маржа, %	27.1	11.4	11.6

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	13.6	9.0	7.4
EV/EBITDA	8.9	6.5	4.9

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Правительство РФ	60.4%
Free Float	39.6%



Источники: ММББ, PTC, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	2 691	3 819	4 680	6 675	7 590	9 194
Основные средства	11 734	15 344	16 505	17 167	16 433	17 885
Прочие внеоборотные активы	1 555	1 605	1 580	1 580	1 472	1 568
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	13 290	16 949	18 085	18 746	17 905	19 453
ВСЕГО АКТИВЫ	15 981	20 768	22 765	25 421	25 495	28 647
Краткосрочные заимствования	85	341	336	336	313	333
Прочие текущие обязательства	746	2 572	3 031	3 502	3 680	4 362
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	831	2 913	3 367	3 838	3 993	4 696
Долгосрочные заимствования	640	717	706	705	657	700
Прочие долгосрочные обязательства	1 173	1 210	1 192	1 191	1 110	1 182
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	374	375	376	377	378	379
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	9 315	10 260	10 105	10 100	9 413	10 023
Нераспределенная прибыль	4 351	6 008	7 731	9 922	10 634	12 378
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	13 336	15 928	17 501	19 686	19 735	22 068
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	15 981	20 768	22 765	25 421	25 495	28 647

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	3 649	13 131	15 650	17 953	19 521	22 356
Себестоимость	(2 401)	(11 320)	(13 241)	(15 111)	(15 974)	(18 076)
ЕВИТДА	1 621	2 233	2 942	3 420	4 128	4 893
Амортизация	373	423	533	578	580	613
ЕВИТ	1 249	1 811	2 409	2 842	3 548	4 280
Чистые процентные доходы/(расходы)	()	80	(122)	(99)	41	115
ЕВТ	1 248	1 891	2 286	2 743	3 589	4 395
Налог на прибыль	(244)	(378)	(457)	(549)	(718)	(879)
Чистая прибыль	987	1 495	1 811	2 177	2 854	3 498

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	(1 007)	(3 381)	(1 938)	(1 248)	(1 029)	(1 000)
Инвестиционный денежный поток	10	308	-	-	-	-
Финансовый денежный поток	998	(1 562)	185	1 300	654	598
Чистый долг	(867)	1 028	826	(475)	(1 199)	(1 734)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-16%	260%	19%	15%	9%	15%
Рентабельность ЕВИТДА	44%	17%	19%	19%	21%	22%
Чистая рентабельность	27%	11%	12%	12%	15%	16%
Чистый долг/ЕВИТДА	-0.5	0.5	0.3	-0.1	-0.3	-0.4

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Металлы и добыча

Стабилизация во втором полугодии 2010г.

Евгений Рябков e.ryabkov@tkbc.ru

Стальной рынок стабилизируется во 2П10

Стабилизация спроса на стальной прокат. Как мы и предполагали в нашей стратегии-2010 «Россия: только вперед!», все хорошее для компаний черной металлургии случилось в 1П10. В частности, основной рост спроса и цен пришелся на первую половину года. В среднем цены на металлопрокат выросли на 20–25%. Мы прогнозировали среднегодовой рост цен на уровне 20–22%. Во второй половине года мы ожидаем, что спрос на стальной прокат стабилизируется на уровне июня 2010 г.

Цены: не ожидаем превышения уровней 1П10. По нашему мнению, годовой пик цен на сталь был пройден в 1П10. В конце полугодия началась довольно ощутимая ценовая коррекция, обусловленная падением спроса на экспортных рынках. На наш взгляд, стоимость стали может подрасти на 10–12% до конца лета благодаря высоким ценам на уголь и железную руду. Далее мы не ожидаем каких-либо заметных колебаний до 4К10, когда возможно сезонное снижение активности на рынках.

Вертикальная интеграция: привлекательность растет. В условиях подорожания железорудного сырья и коксующегося угля вновь возрастает инвестиционная привлекательность вертикально интегрированных холдингов.

Наш фаворит – Северсталь. Мы отдаем предпочтение Северстали в качестве нашей главной инвестиционной идеи в сталелитейном секторе. Компания имеет полностью интегрированное в добычу угля и руды эффективное производство стали в РФ и прогрессирующий золоторудный сегмент. Высокий потенциал у североамериканского дивизиона, который пока находится не в лучшем состоянии. Кроме того, Северсталь выглядит недооцененной по мультипликаторам наряду с Магнитогорским МК, который, однако, уступает по степени обеспеченности собственным сырьем.

Будет ли власть регулировать сектор?

Регулирование ценообразования: история продолжается. В 1П10 государство дало понять, что не оставит без внимания бесконтрольный рост цен на сталь. Результатом стали известные расследования Федеральной антимонопольной службы (ФАС) в отношении ведущих производителей стали. Мы полагаем, что история получит свое продолжение во 2П10, что будет оказывать негативное давление на сектор.

Цены на уголь останутся высокими

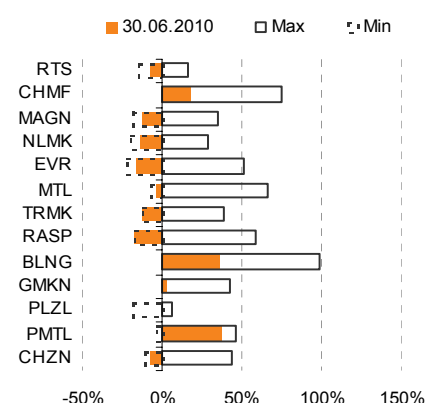
Во 2П10 цены на концентрат коксующегося угля стабилизируются на высоком уровне. Во втором полугодии мы ожидаем сохранения цен на коксующийся уголь на уровнях конца 1П10. На наш взгляд, опасность дефицита, вызванная аварией на Распадской, и сильная внешняя конъюнктура будут оказывать поддержку ценам на внутреннем рынке.

Авария на Распадской: острого дефицита не будет. Мы не ожидаем острого дефицита коксующегося угля на внутреннем рынке из-за аварии на Распадской. По нашим оценкам, недостаток угля российские производители компенсируют за счет снижения поставок на экспорт.

Введение экспортной пошлины на уголь маловероятно. Введение экспортной пошлины на коксующийся уголь, по нашему мнению, возможно лишь в случае возникновения сильного дефицита в РФ. Мы полагаем, что это маловероятно. Чтобы не накалять страсти, угольные компании переориентируют часть экспорта на внутренний рынок с целью восполнить недостаток угля.

Распадская: все риски уже учтены в котировках. На наш взгляд, Распадская является лучшей ставкой для инвестирования в угольном секторе. Мы полагаем, что новости о восстановлении основной шахты компании будут способствовать восстановлению ее капитализации. Распадская торгуется по EV/EBITDA и P/E на уровне аналогов. Это, по нашему мнению, свидетельствует о том, что риски, связанные с аварией, уже заложены в текущих котировках

Динамика акций с начала года



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

Сравнение с аналогами по мультипликаторам

Сталелитейные компании

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
НЛМК	5.7	4.9	11.4	9.8
ММК	5.2	4.2	10.4	6.8
Северсталь	4.6	3.9	10.6	6.9
Группа Евраз	6.1	5.1	9.5	6.4
Медиана	5.4	4.6	10.5	6.8
Развитые рынки				
ArcelorMittal	6.3	4.6	12.0	6.9
Nippon Steel	6.7	6.1	11.3	9.3
JFE Holdings	5.7	5.4	9.7	8.5
US Steel	5.6	3.4	17.5	6.0
Nucor	8.5	5.0	25.4	10.2
Voestalpine	5.5	4.8	9.4	6.6
Thyssen Krupp	6.3	4.4	30.6	11.4
Медиана	6.3	4.8	12.0	8.5
Развивающиеся рынки				
Baoshan Iron&Steel	5.5	4.8	10.3	8.8
Angang Steel	6.3	5.2	12.0	9.6
Tata Steel	6.0	5.2	7.6	6.0
POSCO	5.2	4.8	7.8	7.6
China Steel	10.0	9.8	10.9	10.3
Gerdau	7.2	5.4	12.1	7.9
Медиана	6.2	5.2	10.6	8.3

Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Угольные компании

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Мечел	6.3	5.2	11.5	8.0
Распадская	7.6	6.5	11.7	10.6
Белон	6.3	6.1	10.3	9.5
Медиана	6.3	6.1	11.5	9.5
Massey Energy	4.5	2.7	12.9	5.5
Gloucester coal	14.4	6.8	23.2	10.3
Whitehaven Coal	21.4	11.4	41.0	20.6
Consol Energy	4.4	3.2	12.3	8.0
Yanzhou Coal Mining	7.1	6.3	10.1	8.6
Alpha Natural Resources	4.3	3.4	10.1	6.6
Медиана	5.8	4.9	12.6	8.3

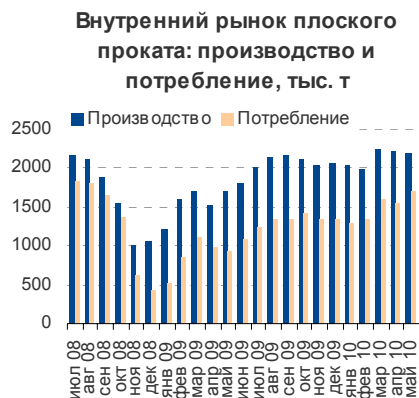
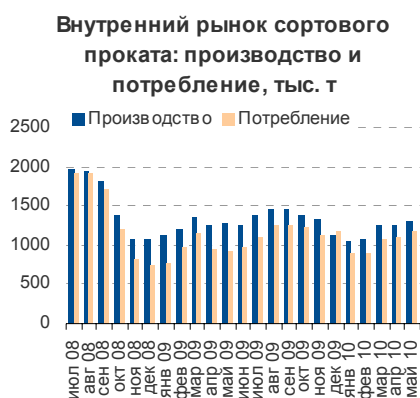
Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Сталь

Мы полагаем, что второе полугодие 2010 г. для российских сталелитейных компаний будет менее удачным, чем первая половина года. Пик цен на сталь пришелся на апрель—май, затем цены начали снижаться. Во 2П10 спрос на сталь останется стабильным, на уровне конца первого полугодия. Вместе с тем при поддержке высоких цен на коксующийся уголь и железную руду цены на сталь вряд ли опустятся слишком низко. Таким образом, во 2П10 нас ждет относительно спокойный рынок без ценовых ралли и серьезного негатива. На наш взгляд, в текущих котировках акций сталелитейных компаний, среди которых мы отмечаем Северсталь, уже заложены ожидания отсутствия роста спроса и цен на сталь во 2П10. Единственный фактор, который способен оказать негативное давление на сталепроизводителей, – это сохраняющаяся опасность государственного вмешательства в ценообразование на рынке стали.

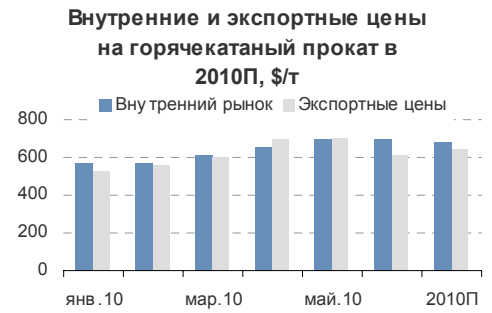
Без ралли и потрясений

Стабилизация спроса на стальной прокат. В конце 1П10 на рынке стали намечились тенденции снижения спроса на основные виды проката. Сигналом послужило падение потребления на экспортных рынках, а также осторожное поведение металлотрейдеров, которые не торопятся заполнять склады на второе полугодие. Восстановление спроса в реальном секторе экономики, прежде всего в строительстве, происходит медленно, о чем свидетельствует отстающий уровень спроса на сортовой прокат. Так, в середине 2008 г. потребление сорта на внутреннем рынке составляло около 1.9 млн т в месяц, а в первые пять месяцев 2010 г. спрос в среднем был на уровне 1.1 млн т. Однако спрос на плоский прокат практически вышел на докризисный уровень и составил 2.1 млн т в месяц. На наш взгляд, такие тенденции сохранятся и во 2П10: спрос на сортовой и плоский прокат удержится на текущих уровнях. Как видно из диаграммы, уровень потребления сортового проката имеет значительный потенциал роста, который, однако, будет реализован, скорее всего, в более долгосрочной перспективе.



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Цены: пик уже пройден. В июне 2010 г. произошло ощутимое снижение цен на экспортных рынках. Так, стоимость FOB горячекатаного рулона (Черное море) в середине июня упала на 18% по сравнению с началом мая, цена на арматуру снизилась на 24%. Это было вызвано ослаблением спроса и опасениями относительно замедления темпов роста экономики Китая. По нашему мнению, пик роста цен был пройден в 1П10. Во 2П10 мы ожидаем отскока цен наверх на 10–12% до уровня середины мая и их стабилизации на этих позициях до конца года. Мы полагаем, что высокие цены на основное сырье не дадут стоимости стали снижаться далее.



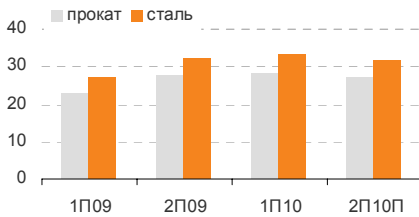
Источники: Metal Bulletin, корпорация Чермет

Металлургические компании могут снизить производство во 2П10. По нашему мнению, падение спроса на сталь и вероятность дефицита коксующегося угля может вынудить российские сталепроизводители снизить производство. В 1П10 большинство российских предприятий работали с загрузкой, близкой к 95–100%. На наш взгляд, во 2П10 металлургические компании могут несколько снизить производство проката по причине отсутствия роста спроса.

Мы ожидаем стабилизации производства стали Китая во 2П10. Китай остается главным двигателем мировой сталелитейной отрасли. За пять месяцев 2010 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года страна увеличила выпуск стали на 24% до 270 млн т. Кроме того, в январе–мае Китай увеличил экспорт продукции в 2.3 раза в годовом выражении до 18 млн т. Мы ожидаем некоторого снижения производства стали в 3К10 из-за ослабления спроса. Вместе с тем, по нашим оценкам, это снижение будет незначительным и не окажет серьезного влияния на глобальный рынок стали.

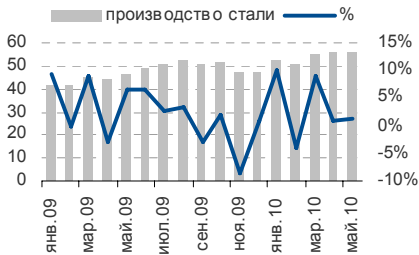
В текущих условиях растет привлекательность вертикально интегрированных компаний. В 2010 г. существенно увеличились цены на основное сырье – коксующийся уголь и железную руду. Так, с начала текущего года на внутреннем рынке стоимость концентрата коксующегося угля выросла на 41% до \$141 за тонну, а цена на окатыши – на 116% до \$132 за тонну. Рост цен на сырье увеличивает привлекательность компаний с высокой степенью вертикальной интеграции. Среди них мы отдаем предпочтение Северстали, Мечелу и Группе Евраз. На наш взгляд, цены на сырье будут оставаться на высоких уровнях и во 2П10. Снижение производства на Распадской вследствие аварии поддержит российский рынок коксующегося угля, а продолжающийся рост потребления руды в Китае будет позитивно влиять на стоимость окатышей и концентрата в РФ.

Производство стали и готового проката в РФ, млн т



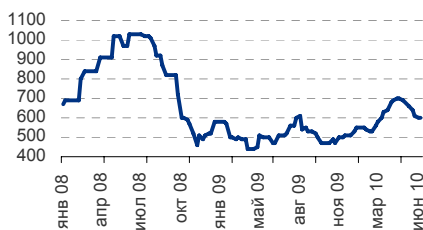
Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал

Производство стали в Китае, млн т



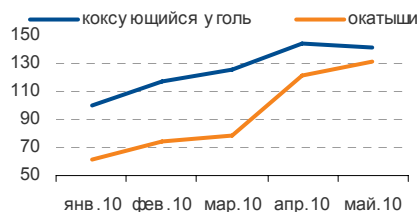
Источники: World Steel Institute, оценка ТКБ Капитал

Стоимость горячекатаного рулона в Китае, \$/т

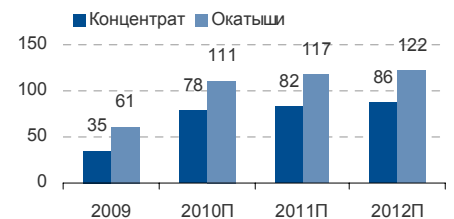


Источники: World Steel Institute, оценка ТКБ Капитал

Динамика внутренних цен на коксующийся уголь и окатыши, \$/т



Прогноз стоимости железорудного концентрата и окатышей в 2010-2012 гг., \$/т



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Госрегулирование сектора: есть ли опасность и велика ли она?

В первом раунде победили металлурги... Рост цен на прокат в 1П10 вызвал недовольство ряда потребителей, которые обратились с жалобами к властям. Средняя стоимость проката на внутреннем рынке в мае по сравнению с январем увеличилась на 25%. После этого металлургические компании объявили об очередном повышении цен на 20–25%, что переполнило чашу терпения потребителей. В результате сейчас ФАС расследует дела об обоснованности повышения цен на металлопрокат в отношении Группы Евраз, Северстали, ММК и Мечела. Отметим, что в ходе нескольких совещаний с представителями металлургических компаний и потребителями российские чиновники постарались избежать жестких формулировок, что говорит об их стремлении найти компромисс. По всей видимости, были учтены события памятного августа 2008 г. Более того, на промежуточном этапе можно признать, что производители стального проката одержали победу в этом противостоянии, о чем свидетельствует договоренность Северстали и АвтоВАЗа о повышении цен на плоский прокат на 22% в июне–августе 2010 г.

...но борьба еще не окончена. Вместе с тем мы полагаем, что история с повышением цен еще не окончена. Вероятное продолжение роста цен на основное сырье – уголь и железную руду – будут толкать металлургов на очередное увеличение цен на стальной прокат. В свою очередь, государство, озабоченное борьбой с ростом инфляции, вряд ли этого допустит. Мы полагаем, что в конечном итоге металлургические компании и ключевые потребители (АвтоВАЗ, КАМАЗ, РЖД, предприятия оборонной промышленности) заключат двух–трехмесячные контракты с фиксированными ценами на сталь по примеру Северстали и АвтоВАЗа.

Уголь

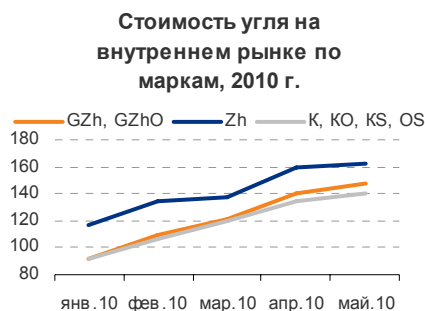
Мы ожидаем, что 2П10 будет успешным для угольных компаний из-за сохранения высоких цен на концентрат коксующегося угля. Напряженность с поставками на внутреннем рынке из-за аварии на Распадской, а также сильная внешняя конъюнктура обеспечат поддержку котировкам угля. В то же время падение цен на сталь может привести к тому, что металлургические компании будут выражать недовольство по поводу уровня цен на уголь. Мы не исключаем, что в этом случае государство может использовать регулятивные функции в отношении производителей коксующегося угля, прежде всего Мечела. Мы отмечаем Распадскую как наиболее привлекательную с инвестиционной точки зрения компанию в данном сегменте. На наш взгляд, последствия аварии на ее основной шахте полностью отыграны рынком.

Устойчиво высокие цены во втором полугодии

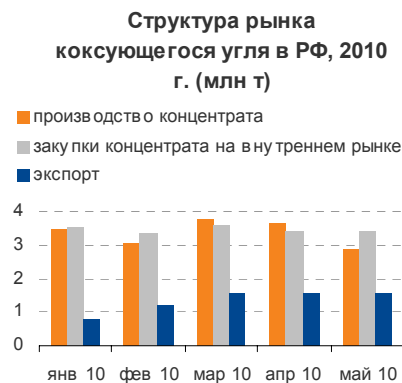
Во 2П10 цены на концентрат коксующегося угля стабилизируются на высоком уровне. Ценовая конъюнктура внутреннего рынка коксующегося угля продолжает оставаться сильной. На наш взгляд, эта тенденция сохранится во 2П10 по причине напряженности с поставками коксующегося угля на внутренний рынок, обусловленной аварией на шахте «Распадская», а также вследствие высокого спроса на уголь в Китае. С начала года внутренние цены на концентрат коксующегося угля увеличились на 40% до \$140 за тонну в июне. Мы прогнозируем во 2П10 сохранения стоимости тонны концентрата на уровне \$140–145. Средняя стоимость тонны в 2010 г. составит, по нашим оценкам, \$130, что вдвое превышает уровень прошлого года.



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

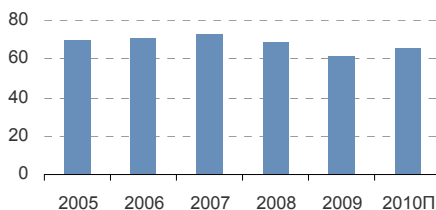


Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Авария на Распадской: будет ли дефицит угля во 2П10? По нашим оценкам, в связи с аварией на Распадской внутренний рынок коксующегося угля недополучит около 3 млн т концентрата из угля марки ГЖ, или около 8% от общего производства в РФ. Временное прекращение работы основной шахты Распадской создает дефицит угля и оказывает поддержку его ценам, даже не смотря на падение стоимости стали в мае–июне. Тем не менее мы не прогнозируем острой нехватки коксующегося угля на внутреннем рынке во 2П10. Российские угольные компании могут увеличить производство угля, а также перенаправить часть товарных потоков с экспортных рынков на внутренний. В апреле производство концентрата коксующегося угля в РФ составило 3.6 млн т, а потребление – 3.4 млн т. При этом на экспорт было отгружено порядка 1.5 млн т, так что резерв для увеличения внутренних поставок есть.

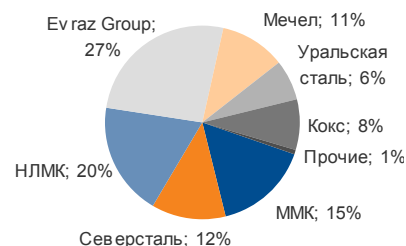
Отмена импортной пошлины на уголь не сыграет существенной роли. Россия может отменить пошлину на ввоз жирных марок коксующегося угля, которая составляет 5%. В настоящее время российские власти рассматривают такую возможность. Потенциальным поставщиком импортного угля может стать Казахстан. Однако это не решит проблемы возможного дефицита коксующегося угля в РФ по причине незначительных объемов импортных поставок. На наш взгляд, недостаток угля может быть восполнен за счет сокращения экспорта российскими компаниями и увеличения поставок на внутренний рынок.

Историческое производство коксующегося угля в РФ, млн т



Источники: Росстат, Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Основные потребители коксующегося угля на внутреннем рынке РФ, %



Государство ставит приоритетом внутренний рынок

Введет ли государство экспортную пошлину на уголь? Весной текущего года в СМИ появилась информация о том, что государство может ввести экспортную пошлину на коксующийся уголь в случае возникновения дефицита на внутреннем рынке. Следует помнить о вероятности такого сценария, потому что пока рынок в полной мере не ощутил остановку шахты «Распадская», и возникновение дефицита при стабильном производстве чугуна и стали во 2П10 может стать реальностью. В то же время введение экспортной пошлины представляется нам крайней мерой, на которую власти пойдут лишь в случае отказа ведущих экспортеров угля переориентировать часть товарных потоков на внутренний рынок, что маловероятно. При таком сценарии наибольшее влияние будет оказано на Мечел, который по итогам 2009 г. отправил на экспорт около 3 млн т концентрата коксующегося угля, или около 40% от общего объема. Между тем высокие цены на уголь и снижение стоимости стали может стать причиной недовольства металлургических компаний. По нашему мнению, может повториться история 2008 г., когда государство в принудительном порядке ограничило рост цен на коксующийся уголь, обязав его производителей заключить с металлургами долгосрочные контракты по фиксированным ценам.

Цветные металлы

В надежде на восстановление

Сокращение запасов указывает на рост реального спроса. В 1К10 цены на промышленные металлы продемонстрировали хорошую динамику на фоне высокого спроса со стороны Китая и несколько излишнего оптимизма инвесторов относительно преодоления экономического кризиса. Так, средняя стоимость никеля по сравнению с 4К09 увеличилась на 14%, а меди – на 9%. В настоящее время цены на металлы снизились, что было обусловлено проблемами в Евросоюзе, а также опасениями замедления темпов экономического роста в Китае. Вместе с тем сокращение складских запасов металлов свидетельствует о росте реального спроса. По нашим прогнозам, цены на никель и медь во 2П10 могут консолидироваться на уровнях середины мая.

Норникель привлекательнее конкурентов. В настоящее время Норильский никель выглядит несколько недооцененными по сравнению с аналогами. Так, по мультипликатору P/E на 2010 г. компания котируется на уровне 7.8, что на 6% меньше медианы по сектору. В связи с ростом цен на металлы в 1П10 финансовые результаты Норильского никеля за соответствующий период могут быть сильными, что послужит катализатором роста котировок его акций.

Норильский никель: сравнение с аналогами

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Rio Tinto	5.1	4.5	7.7	6.5
BHP Billiton	7.0	4.6	12.5	7.8
Xstrata	4.5	3.8	6.7	5.3
Teck	4.8	4.1	8.1	6.6
Panoramic	2.6	2.9	7.0	7.4
Vedanta	7.4	3.3	16.0	5.7
Медиана	4.9	3.9	7.9	6.5
Норникель	5.0	4.6	7.4	6.8

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Консенсус-прогноз Bloomberg цен на никель и медь

	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Никель	14 758	18 989	20 976	23 028	18 739
% год к году	-31%	29%	10%	10%	-19%
Медь	5 186	7 035	7 600	7 743	6 668
% год к году	-25%	36%	8%	2%	-14%

Источники: Bloomberg



Источники: LME



Источники: LME

Золото

Остается лучшей страховкой в смутные времена

Цены достигли рекордных значений в 1П10. Золото продолжает оставаться для инвесторов лучшим способом для хранения ликвидности в периоды турбулентности фондового рынка. Это наглядно подтвердила история с долгами Греции и прочими проблемами Евросоюза. В 1П10 стоимость золота достигла максимума за последние два десятилетия, превысив \$1,200 за унцию. На наш взгляд, во 2П10 золота может продолжить дорожать. Поддержку драгметаллу будут оказывать опасения инвесторов относительно восстановления мировой экономики, а также возможное ослабление курса американского доллара. Мы ожидаем, что во 2П10 цена на золото может превысить \$1,300 за унцию.



Источники: Bloomberg

Лучшая ставка – небольшие компании

Мы выделяем Petropavlovsk и Highland Gold. Ожидания дальнейшего роста стоимости золота – не новость для рынка. Поэтому, на наш взгляд, эти ожидания преимущественно уже учтены в текущих котировках крупнейших золотодобывающих компаний. Между тем на рынке есть недооцененные истории, на которые мы рекомендуем обратить внимание во 2П10. Мы полагаем, что наилучшей инвестиционной идеей здесь является Petropavlovsk. Компания имеет амбициозные планы по увеличению производства в ближайшие годы (более чем вдвое в 2013 г.) за счет строительства новых рудников. Кроме того, Petropavlovsk (POG LN) – одна из самых высокоэффективных золотодобывающих компаний в РФ. Компания Highland Gold (HGM LN) также выглядит недооцененной, однако поверят ли инвесторы в ее перспективы, зависит от того, насколько успешно Highland будет развивать новые проекты. Также существенно дешевле аналогов оценено Бурятзолото. Компания добывает руду с высоким содержанием золота (8.3 г/унц.) и имеет процент извлечения золота из руды выше, чем у конкурентов. Однако здесь следует учитывать риски, связанные с невысоким уровнем изученности ресурсной базы, поскольку Бурятзолото в последние годы практикует доразведку запасов.

Золоторудные компании: сравнение по мультипликаторам

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Зарубежные компании				
Barrick Gold	7.9	7.7	14.9	13.7
Newmont	6.6	6.2	16.0	13.7
GoldFields	6.1	3.9	16.8	11.1
AngloGold	8.6	6.6	18.6	13.6
Медиана	7.2	6.4	16.4	13.7
Компании, добывающие золото в РФ				
Полюс Золото	10.0	8.7	16.0	14.9
Полиметалл	15.3	10.9	26.8	17.5
Petropavlovsk	7.4	6.8	12.1	11.9
Highland Gold	3.9	3.7	7.2	6.8
Бурятзолото	1.5	-	5.3	-
Медиана	7.4	7.8	12.1	13.4

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Северсталь

Самая привлекательная в секторе

Мы считаем инвестиции в Северсталь одной из наиболее привлекательных идей в сталелитейном секторе во 2П10. В качестве благоприятных факторов для Северстали мы отмечаем высокую степень вертикальной интеграции бизнеса в РФ, растущий золоторудный сегмент компании, снижение долговых рисков, а также скрытый потенциал ее североамериканского дивизиона. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги Северстали с целевой ценой \$15.5.

Российский бизнес – высокая степень вертикальной интеграции. В условиях растущих цен на железную руду и коксующийся уголь одним из преимуществ Северстали является высокая степень интеграции в производство этих двух важнейших видов сырья. Компания полностью удовлетворяет потребности дивизиона «Российская сталь» в окатышах и концентрате коксующегося угля. Мы ожидаем, что в 2010 г. рентабельность по EBITDA сырьевого подразделения Северстали составит 50%, а российского стального сегмента достигнет 26–27%.

Золото – движущая сила. Мы рассматриваем развитие золоторудного сегмента Северстали в качестве одного из стимулов роста компании на фоне высоких цен на драгметалл. Дивизион работает с большой эффективностью, не уступая крупнейшим мировым аналогам. Производственный потенциал текущих золотодобывающих активов Северстали составляет 20%. Кроме того, компания намерена расширять этот бизнес за счет приобретения новых активов. Мы не исключаем, что в ближайшие годы Северсталь может провести IPO золотодобывающего сегмента, что также послужит позитивным фактором для компании.

Severstal North America: скрытый стимул роста. Severstal North America (SNA) продолжает генерировать убыток. Мы ожидаем выхода сегмента на прибыльный уровень в 2011 г. (EBITDA на уровне \$170 млн). Однако если Северстали удастся вывести североамериканский сегмент в «плюс» уже в нынешнем году, это даст позитивный сигнал рынку.

Долговые риски ослабевают. Мы оцениваем долговые риски Северстали по итогам публикации финансовой отчетности за 1К10 как низкие. Размер краткосрочной задолженности составил \$1,104 млн, а величина денежных средств и их эквивалентов, включая краткосрочные вложения и депозиты, – около \$2,500 млн. Отношение чистого долга к EBITDA на конец года, по нашим ожиданиям, составит 1.4, что свидетельствует об устойчивом финансовом положении.

Северсталь			
	АО	GDR	
Тикер	CHMF	SVST	LI
Рекомендация	покупать		
Цена, \$	10.11	10.25	
Целевая цена, \$	15.5	15.5	
Потенциал, %	53%	53%	

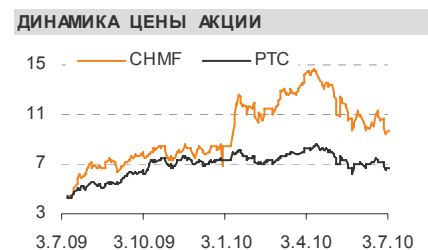
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	CHMF.RX
Reuters	CHMF.MM

	АО
Акции в обращении, млн	1 008
EV, \$ млн	14 557
MC, \$ млн	10 186
MIN 12 мес., \$	4.39
MAX 12 мес., \$	14.61
	АО
Кол-во акций за ГДР	1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	13 054	16 365	18 756
EBITDA	812	3 110	3 640
Чистая прибыль	-1 101	935	1 436
EPS, \$	-1.09	0.93	1.43
Рост выручки, %	-41.7	25.4	14.6
EPS рост, %	-154.1	-184.9	53.6
Маржа EBITDA, %	6.2	19.0	19.4
Чистая маржа, %	NM	5.7	7.7

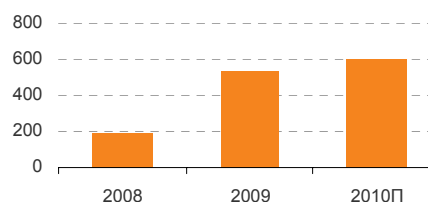
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	отр.	10.90	7.09
EV/EBITDA	17.93	4.68	4.00

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Алексей Мордашов	82.0%
Акции в свободном обращении	18.0%



Источники: ММВБ, PTC, оценка ТКБ Капитал

Северсталь:
производство золота
в 2008-2010П, тыс. унций



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Северсталь
БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	8 185	12 696	12 306	15 111	15 390	18 206
Основные средства	9 485	9 800	10 197	10 566	10 410	10 279
Прочие внеоборотные активы	1 974	1 974	1 974	1 974	1 974	1 974
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	11 459	11 774	12 171	12 540	12 384	12 253
ВСЕГО АКТИВЫ	19 644	24 470	24 477	27 651	27 774	30 459
Краткосрочные заимствования	1 478	3 793	2 283	2 903	2 028	2 653
Прочие текущие обязательства	2 350	2 447	2 644	2 869	2 991	3 053
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 828	6 239	4 927	5 772	5 018	5 706
Долгосрочные заимствования	5 749	7 213	7 073	7 443	6 193	5 818
Прочие долгосрочные обязательства	1 691	1 691	1 691	1 691	1 691	1 691
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	7 440	8 904	8 764	9 134	7 884	7 509
Доля миноритариев	498	514	538	569	604	642
Акции и добавочный капитал	4 451	4 451	4 451	4 451	4 451	4 451
Нераспределенная прибыль	3 436	4 371	5 807	7 734	9 826	12 160
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	7 878	8 813	10 249	12 176	14 268	16 602
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	19 644	24 470	24 477	27 651	27 774	30 459

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	13 054	16 365	18 756	21 491	22 705	23 786
Себестоимость	(12 243)	(13 254)	(15 116)	(17 125)	(18 265)	(18 959)
ЕВИТДА	812	3 110	3 640	4 366	4 440	4 827
Амортизация	(957)	(1 085)	(1 103)	(1 131)	(1 156)	(1 131)
ЕВИТ	(145)	2 025	2 536	3 235	3 284	3 696
Чистые процентные доходы/(расходы)	(497)	(837)	(712)	(787)	(625)	(644)
ЕВТ	(1 101)	1 188	1 825	2 448	2 658	3 052
Налог на прибыль		(253)	(389)	(522)	(566)	(650)
Чистая прибыль	(1 101)	935	1 436	1 927	2 092	2 402

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	1 611	1 386	1 978	2 488	3 008	3 366
Инвестиционный денежный поток	(1 306)	(1 400)	(1 500)	(1 500)	(1 000)	(1 000)
Финансовый денежный поток	(429)	3 779	(1 650)	990	(2 125)	250
Чистый долг	4 373	4 388	3 910	2 922	914	(1 452)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-42%	25%	15%	15%	6%	5%
Рентабельность ЕВИТДА	6%	19%	19%	20%	20%	20%
Чистая рентабельность	NM	6%	8%	9%	9%	10%
Чистый долг/ЕВИТДА	5.4	1.4	1.1	0.7	0.2	(0.3)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Распадская Хорошие долгосрочные инвестиции

Мы рассматриваем Распадскую как выгодную ставку для долгосрочных инвестиций. По нашим прогнозам, на восстановление шахты «Распадская», основного актива компании, потребуется полтора года и \$350 млн. Мы полагаем, что негативные последствия от аварии уже заложены в текущих ценовых уровнях и основным риском является лишь окончательная остановка работы на шахте. Однако такой вариант развития событий весьма маловероятен. В период бездействия главного актива, а также в условиях высоких цен на коксующийся уголь Распадская по-прежнему является одной из самых рентабельных угольных компаний в мире, что демонстрирует ее устойчивость к влиянию форс-мажорных обстоятельств. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Распадской с целевой ценой \$7.6.

Шахта «Распадская», по нашим прогнозам, возобновит работу в 3К11. Мы ожидаем, что в 2010 г. Распадская произведет 7 млн т угля и 5.6 млн т угольного концентрата (на 33% меньше в годовом сравнении). Объем добычи на основном активе компании, шахте «Распадская», составил 3 млн т (до момента аварии на шахте). По нашим оценкам, шахта «Распадская» возобновит свою работу в 3К11, то есть через полтора года после трагических событий, инвестиции на восстановление оцениваются в \$350 млн. Мы прогнозируем, что в 2011 г. шахта добудет около 3.8 млн т коксующегося угля. В настоящее время на предприятии функционируют две шахты: разрез «Распадский» мощностью около 3 млн т коксующегося угля и МУК-96 мощностью около 2 млн т. В 2012 г. Распадская планирует ввести в эксплуатацию шахту «Коксовая», приобретенную в 2010 г. у Группы Евраз Мощности Коксовой составляют около 3 млн т в год угля твердых марок К и КО.

По-прежнему самая рентабельная. Распадская, несмотря на выход из строя главной шахты, остается самой рентабельной среди мировых и российских аналогов. По итогам 2010 г. мы ожидаем рентабельность по EBITDA компании на уровне 61%, что, по нашим оценкам, будет абсолютно лучшим показателем в отрасли. При этом по итогам 2010 г. мы прогнозируем увеличение денежных затрат на производство угольного концентрата на 73% до \$37 на тонну вследствие резкого снижения объемов производства. Для сравнения: аналогичный показатель Белона составляет около \$60 за тонну концентрата.

Основной риск – полная остановка шахты «Распадская». Мы полагаем, что главный риск инвестирования в Распадскую – это вероятность того, что основная шахта компании никогда не возобновит свою деятельность. По нашим оценкам, в этом случае справедливая стоимость компании составит \$3.8 за акцию, что предполагает определенный дисконт к текущим котировкам. Вместе с тем мы расцениваем такой вариант развития событий как маловероятный.

Отличная долгосрочная идея. Мы полагаем, что акции Распадской являются хорошей ставкой для долгосрочного инвестирования. По мультипликаторам EV/EBITDA и P/E на 2010 и 2011 гг. они торгуются на уровне аналогов. По нашему мнению, это свидетельствует о том, что негатив, возникший вследствие аварии на шахте «Распадская», уже отыгран рынком. Мы полагаем, что постепенное положительное решение проблемы с основным активом будет способствовать росту привлекательности акций Распадской.

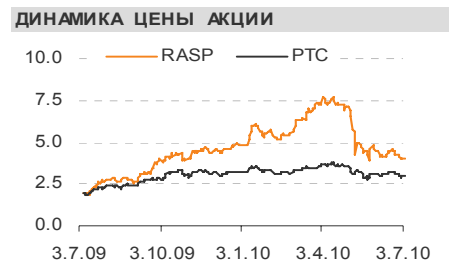
Распадская		
	АО	АП
Тикер	RASP	-
Рекомендация	покупать	-
Цена, \$	4.00	-
Целевая цена, \$	7.6	-
Потенциал, %	90%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	Bloomberg	RASP RX
	Reuters	RASP.MM
	АО	АП
Акции в обращении, млн	781	-
EV, \$ млн	3 427	-
MC, \$ млн	3 124	-
MIN 12 мес., \$	1.89	-
MAX 12 мес., \$	7.67	-
	АО	АП
Кол-во акций за ГДР	-	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	497	748	900
EBITDA	259	453	524
Чистая прибыль	117	266	294
EPS, \$	0.15	0.34	0.38
Рост выручки, %	-58.6	50.4	20.5
EPS рост, %	-77.9	127.3	10.4
Маржа EBITDA, %	52.2	60.5	58.2
Чистая маржа, %	23.6	35.6	32.6

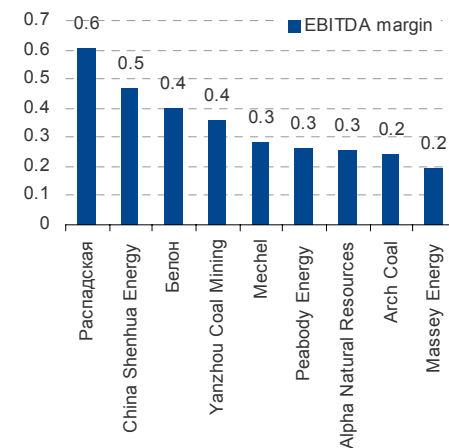
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	26.67	11.73	10.63
EV/EBITDA	13.22	7.57	6.54

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Ev raz Group	40%
Менеджмент	40%
Free-float	20%



Источники: ММВБ, PTC, оценка ТКБ Капитал

Распадская: сравнение рентабельности EBITDA с аналогами, 2010П



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Распадская
БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	402	489	903	1 197	1 913	2 696
Основные средства	1 410	1 563	1 750	1 739	1 729	1 720
Прочие внеоборотные активы	38	38	38	38	38	38
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	1 448	1 601	1 788	1 777	1 767	1 758
ВСЕГО АКТИВЫ	1 850	2 090	2 691	2 974	3 680	4 454
Краткосрочные заимствования	28	2	302	2	2	2
Прочие текущие обязательства	82	72	80	101	104	108
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	110	75	382	103	106	110
Долгосрочные заимствования	303	313	313	263	263	263
Прочие долгосрочные обязательства	162	162	162	162	162	162
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	465	474	474	424	424	424
Доля миноритариев	6	6	6	6	6	6
Акции и добавочный капитал	784	784	784	784	784	784
Нераспределенная прибыль	663	929	1 223	1 835	2 537	3 307
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	1 275	1 541	1 835	2 447	3 149	3 919
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	1 850	2 090	2 691	2 974	3 680	4 454

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	497	748	900	1 534	1 699	1 837
Себестоимость	(238)	(295)	(377)	(619)	(673)	(726)
ЕВИТДА	259	453	524	915	1 027	1 111
Амортизация	(79)	(97)	(112)	(131)	(130)	(129)
ЕВИТ	180	355	411	784	897	981
Чистые процентные доходы/(расходы)	(25)	(22)	(44)	(19)	(19)	(19)
ЕВТ	150	333	368	765	878	963
Налог на прибыль	(12)	(37)	(47)	(56)	(77)	(193)
Чистая прибыль	117	266	294	612	702	770

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	212	420	439	718	840	909
Инвестиционный денежный поток	(152)	(250)	(300)	(120)	(120)	(120)
Финансовый денежный поток	(45)	(39)	256	(369)	(19)	(19)
Чистый долг	303	156	61	(518)	(1 220)	(1 989)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-59%	50%	20%	70%	11%	8%
Рентабельность ЕВИТДА	52%	61%	58%	60%	60%	60%
Чистая рентабельность	24%	36%	33%	40%	41%	42%
Чистый долг/ЕВИТДА	1.2	0.3	0.1	(0.6)	(1.2)	(1.8)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Транспортный сектор

Зеркало восстановления экономики

Мария Кальварская m.kalvarskaja@tkbc.ru

Татьяна Задорожная t.zadorozhnaya@tkbc.ru

В результате экономического кризиса транспортные перевозки в 1П09 оказались одним из наиболее сильно пострадавших секторов российской экономики. Начавшееся во 2П09 восстановление экономики способствовало улучшению операционных результатов в сегменте. Данная тенденция сохранилась и в первом полугодии 2010 г., объем грузооборота отрасли в целом увеличился на 12.7% в годовом исчислении. Несмотря на ожидающееся во 2П10 замедление темпов роста в результате более высокой сравнительной базы, сектор грузоперевозок может опередить рост экономики в целом. Так, мы прогнозируем увеличение объемов грузооборота в 2010 г. на 6%, при этом рост ВВП в годовом выражении ожидается на уровне 3.1%. Уже в 2010 г. РЖД планирует начать продажи своих активов, что в сочетании с улучшением рыночной конъюнктуры может повысить инвестиционную привлекательность сегмента в целом. Мы позитивно оцениваем перспективы транспортного сектора в России как часть инфраструктуры и предпочитаем акции Globaltrans, считая их наиболее привлекательной и практически единственной рыночной возможностью принять участие в восстановлении сектора железнодорожных перевозок.

В 1П10 объем грузооборот постепенно увеличивался... После 5М10 общий грузооборот в секторе увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 12.7% и составил 1958.5 млрд т-км. Все сегменты отрасли показали хороший рост операционных показателей, при этом железнодорожные и авиационные грузоперевозки опередили рынок, увеличившись на 14.1% и 38.5% соответственно.

...но во 2П10 мы ожидаем замедления темпов роста при сохраняющемся позитивном тренде в годовом сравнении. Высокие темпы роста грузооборота в 1П10 во многом были обусловлены низкой базой прошлого года, поэтому во втором полугодии мы прогнозируем замедление роста грузооборота. Согласно прогнозам РЖД, рост грузооборота железнодорожного транспорта составит порядка 5%, при этом мы ожидаем, что общий грузооборот будет восстанавливаться быстрее и по итогам года вырастет на 6%.

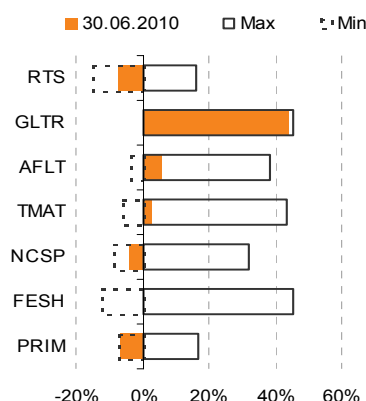
Более медленный рост тарифов на железнодорожные перевозки в 2011 г. усилит влияние рыночных факторов. Тарифы на железнодорожные перевозки в 2011 г. вырастут на 8% (ранее объявленный рост составлял 9.2%). Более низкий тариф позволит сдерживать инфляцию, а также сделает ценообразование в большей степени зависимым от рыночных условий.

Реформа Российских железных дорог и РЖД открывают новые инвестиционные возможности. Согласно реформе РЖД, компания поддержит финансирование своей инвестпрограммы за счет продажи непрофильных активов и крупных пакетов акций дочерних компаний, что в условиях восстановления транспортных перевозок может создать высокий инвестиционный потенциал отрасли в целом.

Долгосрочные цели – конкурентоспособный сектор грузоперевозок с эффективной монополией на инфраструктуру. В долгосрочной перспективе РЖД сохранят за собой монополию на инфраструктуру и контроль за движением железнодорожного транспорта, а также локомотивную тягу, в то время как частным операторам будет принадлежать весь вагонный парк (сейчас доля частного парка составляет 45%). Дальнейшая возможная либерализация парка локомотивов создаст новые возможности для частных операторов.

Globaltrans – отличная возможность инвестирования в сегмент транспортных перевозок. Это крупнейший частный железнодорожный оператор в России по объему вагонного парка, кроме того, это единственная компания, акции которой торгуются с высоким уровнем ликвидности на международной фондовой бирже. Общий грузооборот Группы по итогам 2009 г. достиг 80.9 млн т-км, при этом рост объема перевозок составил 3% в годовом исчислении и превысил соответствующий показатель РЖД. В 2010 г. благодаря восстановлению экономики мы ожидаем дальнейшего роста операционных показателей Globaltrans, так же как и увеличение подвижного состава. Компания привлекательно оценена как по фундаментальным показателям, так и по рыночным коэффициентам. Так, ГДР компании торгуются с дисконтом 8% и 29% к аналогам развитых и развивающихся стран соответственно. Мы позитивно оцениваем перспективы Globaltrans и в ближайшее время начнем инвестиционный анализ акций компании.

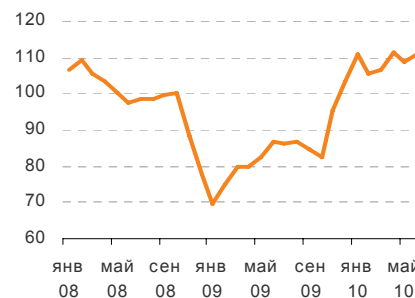
Динамика акций сектора с начала года vs. РТС



Источники: Bloomberg, ММВБ, РТС

КаргоИндекс

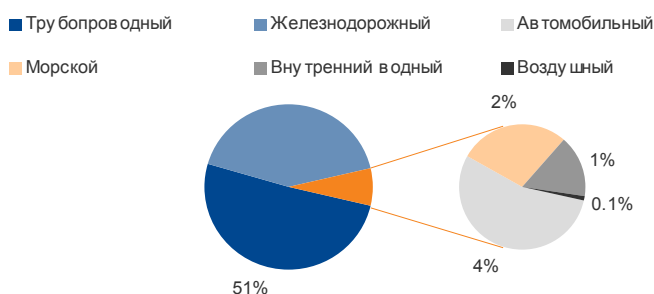
(отражает изменение погрузки на РЖД по основным товарам в годовом выражении) за 2010 г



Источники: ИА "Гудок"

Объем грузооборота постепенно нарастает, но восстановление до предкризисных уровней пока откладывается. По итогам 5М10 общий объем грузооборота вырос на 12.7% в годовом исчислении до 1958.5 млрд т-км (1737.5 млрд т-км за 5М09) после падения на 10% в 2009 году. Наиболее впечатляющий рост грузооборота продемонстрировали сегменты авиа- и железнодорожных перевозок, увеличившись на 38.5% и 14.1% соответственно. Также хорошую динамику показали автомобильные грузоперевозки, которые выросли на 8.0% в годовом исчислении. Основываясь на прогнозе роста отдельных секторов российских грузовых перевозок (автомобильных, железнодорожных, трубопроводных и т.д.), мы ожидаем роста суммарного грузооборота на 6% по итогам года. Однако принимая во внимание их медленное оживление, мы до 2012 г. не ожидаем восстановления рынка до предкризисного уровня.

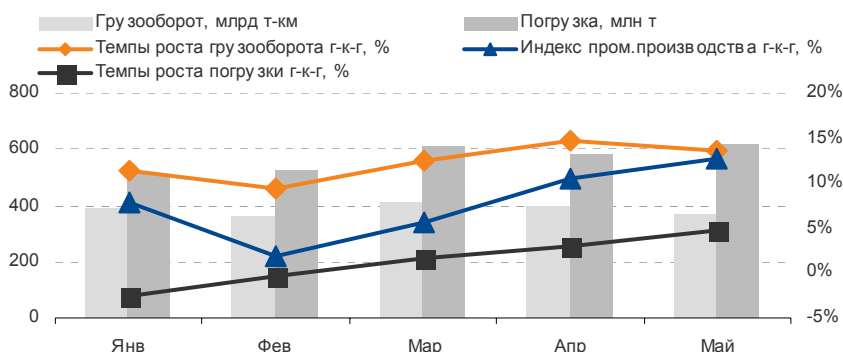
Структура грузооборота в 2009 г по видам транспорта, %



Источник: Федеральная Служба Государственной Статистики

Темпы роста железнодорожных грузоперевозок в 1П10 превзошли рынок. Объемы перевозок грузов железнодорожным транспортом в 1П10 продолжили восстановление. Так, грузооборот вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 12.9% и достиг 977 млрд т-км, при этом погрузка увеличилась на 12.2%. Мы ожидаем увидеть положительную динамику железнодорожных грузоперевозок во 2П10 вследствие дальнейшего восстановления экономики. Это подтверждается ожиданиями РЖД, которые в мае 2010 г. пересмотрели свой прогноз по росту перевозок с 3.7% до 5.0%.

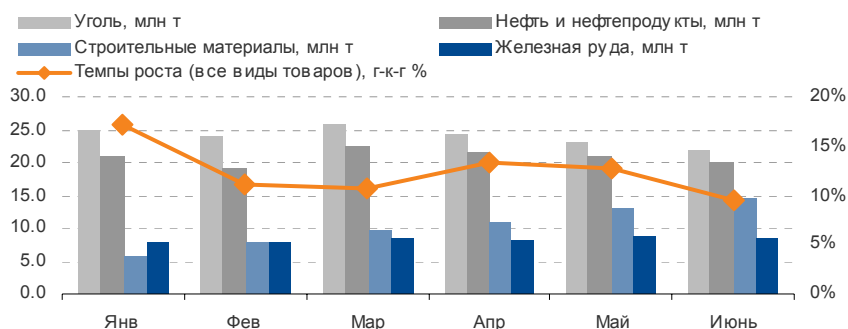
Основные характеристики грузоперевозок в России в 2010



Источник: Федеральная Служба Государственной Статистики, ТКБ Капитал

Во 2П10 мы ожидаем положительную годовую динамику грузоперевозок при замедлении темпов роста. Однако мы считаем, что высокие темпы роста грузовых перевозок в 1П10 в основном были связаны с низкой базой прошлого года и ожидаем увидеть замедление роста перевозок во 2П10. Несмотря на то, что мы не располагаем официальными статистическими данными по грузообороту в июне 2010 г., данные, представленные РЖД, об объеме грузооборота и погрузке за 6М2010 косвенно это подтверждают, (по итогам 6М2010 грузооборот вырос на 12.9%, погрузка на 12.2% против 14.1% и 12.9% за 5М2010). Несмотря на падение темпов роста, сегмент транспортных грузоперевозок будет восстанавливаться быстрее российской экономики в целом, мы ожидаем увеличения объемов грузооборота в 2010 г. на 6%, при этом рост ВВП России ожидается на уровне 3.1%.

Объем и темпы роста погрузки на российской железной дороге за 2010 г



Источник: РЖД, ТКБ Капитал

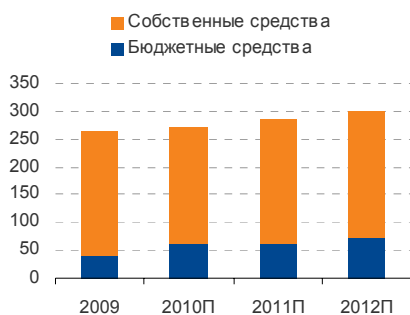
Тарифное регулирование в России. Железнодорожный транспорт – это регулируемая отрасль в РФ с тарифами, которые пересматриваются ежегодно. Они оказывают влияние на ценообразование услуг, предоставляемых РЖД, и уплачиваются частными операторами в пользу последних. Основной компонент (около 80%) общей цены услуг грузовых перевозок для конечных потребителей – инфраструктура и локомотивные тарифы на грузовой пробег для всех участников рынка установлен Федеральной службой по тарифам (ФСТ). Это относится к услугам, предоставляемым РЖД, и влияет на ценообразование для локального рынка. Тарифы РЖД зависят от ряда факторов, таких как вес груза, пройденное расстояние, место назначения и класс груза (первый класс соответствует самому низкому тарифу). Второй важной частью тарифа на услуги по железнодорожным перевозкам является вагонная составляющая (около 20%), которая регулируется ФСТ для РЖД, хотя частные операторы могут независимо устанавливать ее с премией или дисконтом к цене РЖД. Частным операторам также приходится платить тариф на порожний пробег за незагруженные железнодорожные вагоны. Хотя эта величина ниже железнодорожного тарифа на грузовой пробег, доля порожнего пробега является одним из главных показателей, определяющих показатели эффективности операторов.

Структура тарифа на железнодорожные перевозки, %



Источник: РЖД

Инвестиционная программа РЖД на 2009-2012 г, млрд руб



Источник: РЖД

Замедление роста тарифов на железнодорожные перевозки в 2011 г. усилит влияние рыночных факторов. В результате политики по сокращению инфляции для поддержки экономического роста правительство приняло решение снизить в 2011 г. темпы роста тарифов на железнодорожные перевозки с 9.2% до 8.0%. В настоящее время владельцы 65% железнодорожного парка конкурируют за вагонную составляющую в структуре тарифов (частные операторы и дочерние компании РЖД). С учетом меньшего, чем планировалось, повышения тарифов этот компонент будет в большей степени определяться рыночной конъюнктурой и зависеть от конкурентоспособности компаний и оптимизации их транспортных маршрутов. Если российская экономика покажет более быстрые темпы восстановления, то рост цен на железнодорожные перевозки ускорится на фоне повышения спроса на транспортировку грузов.

Государственные субсидии и средства от продажи активов могут помочь РЖД в финансировании инвестиционной программы. В целях сдерживания инфляции в прогнозируемых рамках и снижения роста тарифов премьер-министр Владимир Путин подтвердил тот факт, что государство продолжит субсидирование инвестиционной программы РЖД в рамках поддержки госкомпаний. Постоянное недоинвестирование в активы и инфраструктуру Российских железных дорог определяет высокие потребности сейчас, что требует дополнительного фондирования инвестиционной программы. Согласно плану реформирования РЖД, госкомпания уже в этом году начнет процесс продажи непрофильных активов и крупных пакетов акций своих дочерних компаний, что может также обеспечить дополнительное финансирование.

Реформа российских железных дорог создает новые возможности для инвестирования. Инвестиционная программа Российских железных дорог достигла в 2010 г. 328 млрд руб. и будет постепенно увеличиваться в течение нескольких следующих лет. Финансирование капитальных затрат планируется осуществлять за счет собственных средств, а также за счет средств из федерального бюджета (приблизительно 20-25% от общего объема инвестиций). Согласно процессу реформирования, РЖД планирует продать крупные пакеты акций дочерних компаний и непрофильные активы. РЖД ожидает получить от 150 млрд до 200 млрд руб. от продажи активов путем публичных и частных размещений и проведения аукционов в течение 2010–2012 гг., что может создать не только интересные инвестиционные возможности, но и привлечь новых игроков в отрасль. Дальнейшее восстановление экономики будет стимулировать развитие сегмента транспортных перевозок, который имеет большой инвестиционный потенциал и выглядит крайне привлекательно для инвесторов.

Долгосрочные цели – конкурентоспособный сектор грузоперевозок с эффективной монополией на инфраструктуру. Согласно реформе, целевая модель железнодорожных грузоперевозок подразумевает, что все перевозки будут осуществляться частными операторами (сейчас 45%). Это создаст рыночную модель ценообразования и одинаковые условия для всех участников рынка. Российские железные дороги сохранят монополию на инфраструктуру, регулирующую функцию и локомотивную составляющую. Впоследствии либерализация локомотивных перевозок создаст дополнительные возможности для перевозчиков и увеличит конкуренцию, но на данный момент РЖД не планируют предпринимать дальнейших шагов по увеличению доли частных операторов в локомотивном бизнесе. Сейчас частным компаниям принадлежит порядка 200 локомотивов, пригодных только на короткие дистанции, и развитие этого сегмента будет зависеть от инициатив РЖД (владеют 7,000 локомотивами). Либерализация локомотивного сегмента создаст новые возможности для компаний сектора и инвесторов.

Globaltrans Привлекательная ставка на инфраструктуру

Globaltrans предоставляет отличную возможность инвестирования в сегмент железнодорожных грузоперевозок и, пожалуй, единственный шанс приобрести ликвидные акции публичной компании в этом секторе экономики. Учитывая быстрое восстановление грузоперевозок вкупе с сильными финансовыми и операционными результатами, мы придерживаемся позитивного взгляда на Globaltrans. Довольно новый сбалансированный подвижный состав, современное управление направлениями бизнеса и активное развитие при наличии ключевых заказчиков обеспечивают компании конкурентное преимущество. В дальнейшем Globaltrans ставит своей целью увеличить рыночную долю через сделки M&A, оптимизацию своих маршрутов, что подчеркивает привлекательность инвестиций в акции компании. Мы оптимистично оцениваем перспективы Globaltrans и планируем в ближайшее время приступить к полному инвестиционному анализу бизнеса компании.

Globaltrans – крупнейший частный оператор в секторе железнодорожных перевозок по количеству собственного парка. Железнодорожные перевозки и управление подвижным составом являются основным направлением бизнеса Группы. Бизнес компании хорошо сбалансирован и диверсифицирован. Традиционно основная доля в грузоперевозках Globaltrans приходилась на металлургию. Но с приобретением БалтТрансСервиса (БТС) в 2009 г. компания получила долю в перевозках нефти и нефтепродуктов. Согласно консолидированной отчетности Globaltrans за 2009 г., металлургический сегмент в общей доле перевозок достиг 48%, а доля нефти и нефтепродуктов составила 38%, при этом доля угля и строительных материалов осталась неизменной.

Сбалансированный подвижной состав и оптимизированные маршруты увеличивают грузооборот. Появление в структуре перевозок нефти и нефтепродуктов вместе с циклическими товарами (металлы) уменьшает зависимость Globaltrans от экономического спада и позволяет выигрывать от восстановления экономики. В 2009 г. Globaltrans увеличил свою долю в общем грузообороте России с 3.9% до 4.8%. Общий грузооборот Группы по итогам года достиг 80.9 млрд т-км и увеличился на 3% г-к-г, опередив показатели грузооборота РЖД.

Выручка будет расти на 14% (CAGR) в 2010–2014 гг. Мы ожидаем, что чистая выручка компании вырастет с CAGR, равными 14%, благодаря росту цен на грузоперевозки, оптимизации маршрутов и структуры перевозок. Средняя цена перевозки вырастет на 18% за обозначенный период, при этом среднее количество перевозок за год увеличится на 40%. Затраты на порожный пробег снизятся по сравнению с 2009 г., благодаря ускорению оптимизации и восстановлению экономики.

Структура акционеров Globaltrans. Основной акционер Группы (приблизительно 50%) – Transportation Investment Holding Limited (TIHL), – который является одним из крупнейших частных операторов грузоперевозок в России. В свою очередь, этим холдингом владеют Никита Мишин и Андрей Филатов. Крупным акционером Группы выступает Envesta Investment Limited (EIL, около 15%), которая принадлежит топ-менеджменту Globaltrans – Сергею Мальцеву (51%) и Александру Елисееву (49%).

Сделки M&A могут стать сильным локомотивом роста. Globaltrans с целью увеличения парка и маршрутов перевозок активно участвует в сделках по приобретению интересных активов. Компания регулярно изучает рынок в поисках привлекательных активов, поэтому в ближайшем будущем мы ожидаем новых покупок. Приобретение БТС помогло Globaltrans диверсифицировать бизнес-структуру и увеличить присутствие в привлекательном сегменте транспортировки нефти. К тому же либерализация локомотивного сегмента может увеличить стоимость бизнеса компании.

Привлекательность по фундаментальным показателям и мультипликаторам. ГДР Globaltrans торгуются с дисконтом 8% и 29% к аналогам развитых и развивающихся компаний соответственно. В 2009 г. рентабельность по EBITDA достигла 41.2%, мы ожидаем сохранения этого показателя на высоком уровне (в среднем 44%) в 2010–2014 гг., что в сочетании со значительным развитием бизнеса делает акции компании привлекательными для инвестиций в средне- и долгосрочной перспективе. Причем краткосрочным фактором роста их котировок могут как раз стать сделки M&A.

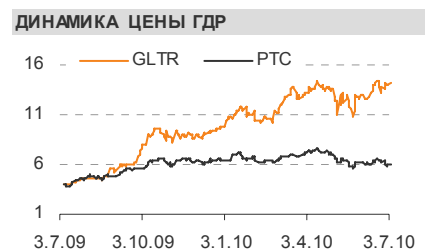
Globaltrans		
	ГДР	АП
Тикер	GLTR	-
Рекомендация	ПЕРЕСМОТР	-
Цена, \$	13.50	-
Целевая цена, \$	-	-
Потенциал, %	-	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ			
Bloomberg	GLTR LI		
Reuters	GLTRq.L		
	ГДР	АП	
Акции в обращении, млн	158		-
EV, \$ млн	2 463		
MC, \$ млн	2 135		
MIN 12 мес., \$	4.00		
MAX 12 мес., \$	14.40		
	АО	АП	
Кол-во акций за ГДР	1		-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	1 163	1 084	1 305
EBITDA	284	362	450
Чистая прибыль	88	168	223
EPS, \$	0.56	1.06	1.41
Рост выручки, %	-19.5	-6.8	20.3
EPS рост, %	-23.9	90.4	33.2
Маржа EBITDA, %	24.4	33.4	34.5
Чистая маржа, %	7.6	15.5	17.1

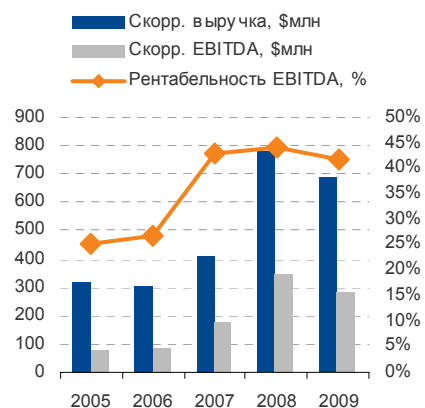
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	24.24	12.73	9.56
EV/EBITDA	8.67	6.81	5.48

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
TIHL	50%
EIL	15%
Free-float	35%



Источники: LSE, оценка ТКБ Капитал

Основные финансовые показатели и рентабельность EBITDA в 2005–2009 гг.



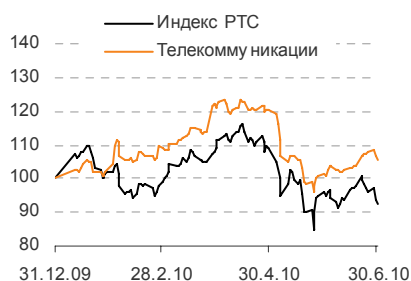
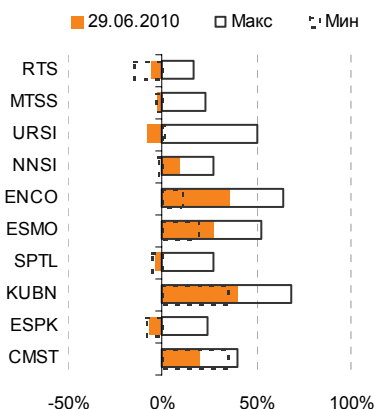
Источник: компания

Даниил Затологин

Телекоммуникации

Тихая гавань

Динамика акций с начала года



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

Для российского телекоммуникационного сегмента все более важными становятся эффективность и реорганизация. Эффективность как операционная, так и инвестиционная приобретает ключевое значение для сотовых операторов, учитывая общемировую тенденцию в части стратегического развития. Между тем реорганизация Связьинвеста вышла на финишную прямую, и уже в начале 2011 г. на российском фондовом рынке появится еще одна «голубая фишка». В среднесрочной перспективе инвесторам следует сфокусироваться на сотовых операторах с лучшей рентабельностью и отдачей на инвестированный капитал. На наш взгляд, спросом у инвесторов российского фондового рынка будут пользоваться акции объединенного Ростелекома, учитывая их ликвидность.

Сотовые операторы – в поисках идей

Операционная и инвестиционная эффективность как ключевой приоритет сотовых операторов. Сегодня глобальная парадигма стратегии телекоммуникационных компаний находится в стадии качественной трансформации. Таким образом, в среднесрочной перспективе внимание будет обращено на показатели эффективности как бизнеса, так и инвестиций.

Локальный фокус на ШПД и развитие VAS. Проникновение ШПД в России по домохозяйствам составляет около 20%, что предполагает двукратный потенциал роста в перспективе два–пять лет. А развитие дополнительных сервисов, включающих мобильную передачу данных, SMS/MMS и различных контент, продолжится.

Фиксированные операторы – в предвкушении объединенного Ростелекома

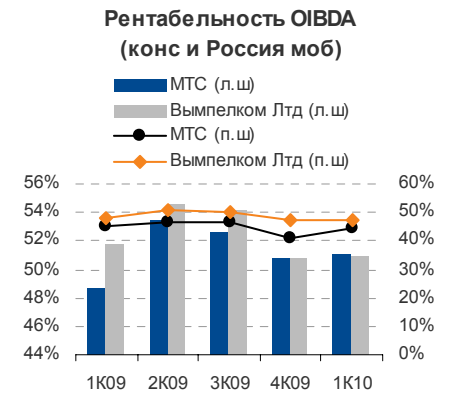
Объединенный Ростелеком – новая «голубая фишка». В начале 2011 г. процедура перехода на единую акцию фактически завершится. Бумаги компании станут наиболее ликвидным представителем телекоммуникационного сегмента на российском фондовом рынке, что может положительно отразиться на инвестиционном спросе.

В ШПД нарастает давление со стороны прочих игроков. Объединенный Ростелеком пока сохраняет существенную долю рынка. Но давление со стороны конкурентов усиливается, и данная тенденция будет только нарастать. Добавим, что в части сотового сегмента стратегия развития сместится с создания четвертого GSM-оператора на формирование универсального оператора передачи данных.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции российских телекоммуникационных компаний. Учитывая ориентацию компаний на эффективность, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции российских сотовых операторов: Вымпелкома Лтд (VIP) и МТС (МВТ). Данные операторы выглядят сильно в сравнении с аналогами и развитых, и развивающихся рынков. Также обращаем внимание инвесторов на будущий объединенный Ростелеком, который определенно будет иметь спрос у инвесторов.

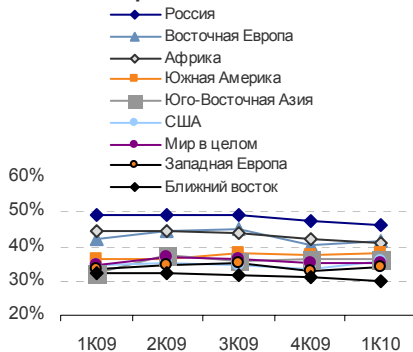
Сотовые операторы – в поисках идей

Операционная и инвестиционная эффективность как ключевой приоритет сотовых операторов. Темпы роста мобильного ШПД в последние годы заставили сотовых операторов задуматься об изменении стратегии дальнейшего развития. Вследствие чего в среднесрочной перспективе фокус инвесторов будет смещаться в сторону более эффективных сотовых операторов, поскольку предстоящие изменения рынка кардинально поменяют как состав участников сегмента сотовой связи в мире, так и их бизнес-модели. В конечном итоге выживут только наиболее эффективные компании. Отметим, что и МТС, и Вымпелком Лтд сохраняют сопоставимый уровень отдачи на инвестируемый капитал (ROIC, по оценкам, составит 18.4% в 2011 г.). При этом рентабельность по EBITDA обоих операторов на протяжении последних двух кварталов превышает 50%. Данный показатель выглядит существенно лучше сопоставимых телекоммуникационных компаний развитых и развивающихся рынков. Исходя из прогнозного мультипликатора EV/EBITDA на 2010 г., АДР Вымпелкома торгуются с дисконтом 15% к аналогам развивающихся рынков и 20% – развитых, а АДР МТС – с дисконтом соответственно 8% и 12%



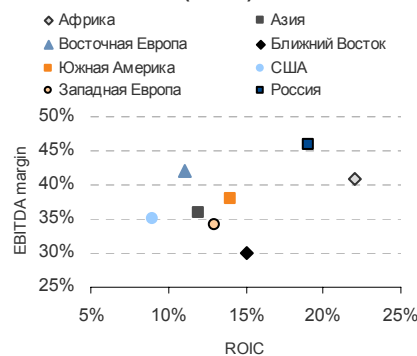
Источники: данные компаний

EBITDA margin в разрезе регионов



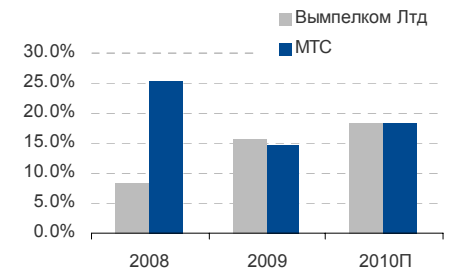
Источники: Ovum, Wireless Intelligence, оценка ТКБ Капитал

EBITDA margin vs ROIC (1H'10)



Источники: Bloomberg, Wireless Intelligence, оценка ТКБ Капитал

ROIC

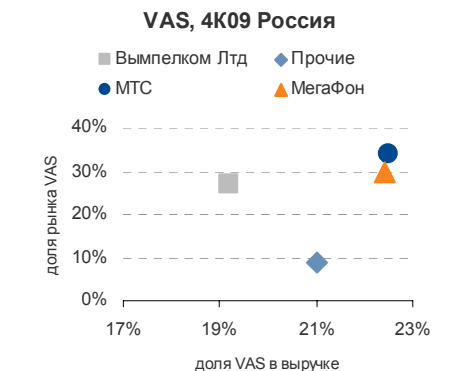


Источники: данные компаний

Сегмент ШПД: локальная история №1. Среди локальных историй, пожалуй, именно ШПД будет наиболее актуальной в перспективе два–четыре года. Проникновение широкополосного доступа в Интернет по домохозяйствам в России составляет около 20%, при этом, как показывает мировая практика, 45-процентный уровень проникновения является пределом для бурного органического роста. Вымпелком намерен продолжить активную экспансию в регионах, поскольку именно там в ближайшее время развернется острая борьба. МТС по-прежнему рассматривает данное направление как одно из приоритетных в рамках дальнейшего развития.

VAS продолжает набирать обороты. В соответствии с оценками AC&M Consulting, в 2009 г. сегмент дополнительных сервисов (включает SMS/MMS, контент, мобильный Интернет) в России достиг \$3.9 млрд, увеличившись на 27% в сравнении с 2008 г. В структуре выручки операторов «большой тройки» доля высокодоходных услуг (VAS) увеличилась на 3.9 п.п. и составила 18.8%. Стоит отметить, что наиболее впечатляющую динамику в структуре доходов VAS показал сегмент мобильного Интернета. В целом доходы от данного направления у операторов «большой тройки» выросли на 58%, а сам рынок достиг 36.4 млрд руб.

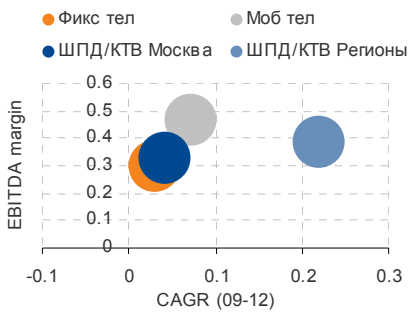
Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ АДР Вымпелкома Лтд и МТС. Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ АДР российских сотовых операторов. Они являются одними из наиболее эффективных и при этом торгуются с дисконтом к развитым рынкам, исходя из прогноза EV/EBITDA на 2010 г., составляющим 20% у Вымпелкома Лтд и 12% у МТС.



Источники: AC&M Consulting, оценка ТКБ Капитал

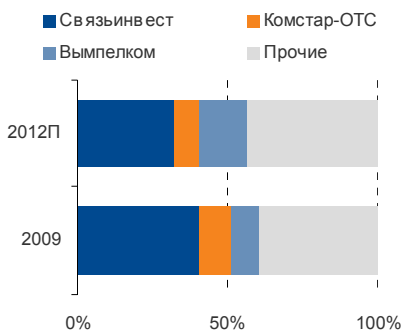
Традиционный сегмент – объединенный Ростелеком

Потенциал различных телекоммуникационных сегментов в России (09-12)



Источники: Constanta Advisory

Структура рынка ШПД РФ



Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Объединенный Ростелеком – новая «голубая фишка». Акции объединенного Ростелекома станут еще одной «голубой фишкой» российского фондового рынка. Спрос на бумаги со стороны инвесторов будет поддерживаться тем, что объединенный Ростелеком станет ликвидным представителем телекоммуникационного сегмента на локальном рынке. Его бизнес-модель будет включать фиксированный и сотовый сегменты, а также направление широкополосного доступа в Интернет. В то же время более 60% выручки объединенного Ростелекома приходится на традиционную телефонию.

В ШПД нарастает давление со стороны прочих игроков. Доля объединенного Ростелекома в сегменте ШПД по-прежнему остается существенной и составляет 44.7% в целом по России. В перспективе основным стимулом развития сегмента ШПД в России послужит рост региональных рынков. При этом, учитывая планы развития альтернативных операторов наряду с компаниями «большой тройки», в среднесрочной перспективе можно ожидать усиления конкуренции, прежде всего в Поволжье и на Урале. Также стоит отметить, что в будущем мы не исключаем активности объединенного оператора в Москве и Санкт-Петербурге в сфере слияний и поглощений.

Сотовая связь – фокус смещается на передачу данных. По данным AC&M Consulting, на май 2010 г. доля объединенного Ростелекома в сегменте сотовой связи составляла 6.8% (14.5 млн SIM-карт), из них более 70% приходится на Урал и Сибирь и около 25% – на Поволжье. Позиции объединенного Ростелекома в этом секторе нам представляются слабыми. Наряду с рыночными факторами положение Ростелекома усугубляется разрозненностью компаний (18 операторов), отсутствием единого бренда, а также единых биллинговых и ERP-систем. В настоящий момент компания намерена скорректировать стратегию развития мобильного направления и сместить фокус с создания четвертого GSM-оператора на создание оператора по передаче данных (на базе Sky Link). В то же время сегмент мобильной передачи данных уже находится под пристальным вниманием операторов «большой тройки», которые с 2008 г. проводят активное развертывание 3G-сетей в регионах.

Акции объединенного Ростелекома будут пользоваться спросом. Мы полагаем, что акции объединенного оператора будут в фаворе у инвесторов, учитывая их ликвидность. Отметим, что в текущей конъюнктуре акции объединенного Ростелекома торговались бы с премией 3% к локальным бумагам МТС и с дисконтом 15% к АДР МТС и Вымпелкома.

Вымпелком Лтд (VIP) и МТС (МВТ) Эффективность первостепенна, локальные истории – в уме

МТС (МВТ) и Вымпелком Лтд (VIP), на наш взгляд, являются прекрасными инвестиционными возможностями на рынке акций. Российские операторы в сравнении с аналогами развитых и развивающихся рынков выглядят привлекательно, учитывая показатели эффективности и рыночные мультипликаторы. В дополнение локальные истории могут также способствовать росту стоимости Вымпелкома Лтд и МТС.

Эффективность – основной тренд сотовых операторов в долгосрочной перспективе. С одной стороны, колоссальный рост мобильного трафика за последние годы и невозможность полноценно на нем зарабатывать сотовым операторам – с другой, дал последним импульс для переосмысления стратегии развития. Очевидно, что это может кардинально поменять как состав участников сегмента сотовой связи в мире, так и их бизнес-модели. Поэтому наиболее успешными будут именно те компании, которые демонстрируют высокую эффективность и в то же время выражают готовность для развития стратегических альянсов. С точки зрения ROIC и рентабельности по EBITDA, МТС и Вымпелком Лтд представляются сопоставимыми и к тому же выглядят более привлекательно аналогов развитых и развивающихся рынков.

Широкополосный доступ в Интернет. Локальный рынок ШПД сохраняет свою привлекательность. Учитывая проникновение услуги в Москве и Санкт-Петербурге на уровне 60%, ключевая борьба за абонентов развернется в регионах, преимущественно в Европейской части РФ. Напомним, что Вымпелком Лтд с начала 2010 г. возобновил инвестиции в развертывание региональной волоконно-оптической линии связи (ВОЛС) и планирует увеличить в 2010 г. выручку от фиксированного ШПД на 50–60% (что может составить более \$200 млн). МТС благодаря слиянию с Комстаром-ОТС также рассчитывает на участие в борьбе за региональный рынок ШПД. По итогам 2009 г. региональная база ШПД абонентов Вымпелкома Лтд, по оценкам AC&M Consulting, выросла на 88.5% (526 тыс. домохозяйств) в России, как следствие, доля компании составила 4.5%. У МТС база увеличилась на 41% (рынок соответственно вырос на 43%) и составила 403 тыс. домохозяйств, а доля компании на рынке регионального ШПД достигла 3.4%.

Развитие дополнительных сервисов: темпы роста умеренные. Традиционное направление в бизнес-модели – дополнительные сервисы – (VAS) по итогам 2009 г. в целом выросло на 27%, емкость рынка увеличилась до \$3.9 млрд. В структуре доходов мобильных операторов доля VAS увеличилась до 18.8% от совокупной выручки. Стоит отметить, что по итогам 2009 г. структура долей участников фактически сохранилась сопоставимой с показателями 2008 г.: МТС – 34%, МегаФон – 30% и Вымпелком – 27%. Добавим, что, по оценкам AC&M, в среднесрочной перспективе сегмент дополнительных сервисов сохранит умеренные темпы роста и к 2012 г. может достичь 30% от совокупной выручки компаний сотовой связи.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ АДР Вымпелкома Лтд (VIP) и МТС (МВТ). Мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ АДР Вымпелкома Лтд и МТС. Отметим, что в краткосрочной перспективе традиционно сильная отчетность за второй и третий кварталы может способствовать росту спроса на акции компаний. В долгосрочной перспективе мы полагаем, что бумаги обеих компаний являются прекрасными инвестициями, учитывая их показатели эффективности и оценку в сравнении с аналогами. Напомним, что наша целевая цена АДР Вымпелкома Лтд на конец 2010 г. составляет \$29.1 и подразумевает 89-процентный потенциал роста, а МТС – соответственно \$28 и потенциал роста 45% (для локальной акции – 378.4 руб., потенциал роста 61%).

Вымпелком	
Тикер	АДР VIP US
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	15.41
Целевая цена, \$	40.87
Потенциал, %	165%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	VIP US
Reuters	VIP.N
	АДР
АДР в обращении, млн	1 302
EV, \$ млн	25 182
MC, \$ млн	20 064
	АО
Кол-во акций на АДР	0.05

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
ГЛАВ	2009	2010П	2011П
Выручка	8 703	12 917	14 111
EBITDA	4 273	6 518	6 905
Чистая прибыль	1 117	2 779	2 540
EPS, \$	0.86	2.13	1.95
Рост выручки, %	-14.0	48.4	9.2
EPS рост, %	113.1	148.7	-8.6
Маржа EBITDA, %	49.1	50.5	48.9
Чистая маржа, %	12.8	21.5	18.0

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	18.0	7.2	7.9
EV/EBITDA	5.9	3.9	3.6

МТС			
Тикер	АДР	АО	
	МВТ	MTSS	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	
Цена, \$	19.25	7.59	
Целевая цена, \$	28.00	14.00	
Потенциал, %	45%	84%	

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ			
Bloomberg	МВТ US		
Reuters	МВТ.N		
	АДР	АО	
АДР в обращении, млн	997		
EV, \$ млн	24 137		
MC, \$ млн	19 186		
MIN 12 мес., \$	13.35	4.49	
MAX 12 мес., \$	23.55	9.54	
	АО		
Кол-во акций на АДР	2		

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
ГЛАВ	2009	2010П	2011П
Выручка	8 584	9 780	11 413
EBITDA	4 036	4 931	5 674
Чистая прибыль	1 150	2 068	2 511
EPS, \$	1.15	2.07	2.52
Рост выручки, %	-16.2	13.9	16.7
EPS рост, %	-40.4	79.8	21.5
Маржа EBITDA, %	47.0	50.4	49.7
Чистая маржа, %	13.4	21.1	22.0

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	16.7	9.3	7.6
EV/EBITDA	6.0	4.9	4.3

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	2 967	3 700	3 108	4 274	3 655	4 090
Основные средства	5 562	11 913	13 078	14 617	15 890	16 491
Прочие внеоборотные активы	6 204					
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	11 766	11 913	13 078	14 617	15 890	16 491
ВСЕГО АКТИВЫ	14 733	15 613	16 186	18 891	19 545	20 581
Краткосрочные заимствования	1 813	1 745	1 045	2 003	1 617	859
Прочие текущие обязательства	1 601	2 427	2 248	3 070	2 792	3 392
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 414	4 172	3 293	5 072	4 409	4 251
Долгосрочные заимствования	5 540	4 901	5 620	7 096	6 296	6 001
Прочие долгосрочные обязательства	4 175	5 124	4 601	5 144	6 096	6 096
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	9 715	10 025	10 221	12 240	12 392	12 097
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	4 509	5 047	5 393	6 079	6 581	7 912
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	14 733	15 613	16 186	18 891	19 545	20 581

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	8 703	10 996	12 186	13 779	15 186	16 101
Себестоимость	(6 125)	(7 662)	(9 230)	(10 687)	(11 800)	(12 315)
ЕБИТДА	4 272	5 440	5 985	6 606	7 276	7 903
Амортизация	(1 694)	(2 106)	(3 029)	(3 514)	(3 890)	(4 117)
ЕБИТ	2 578	3 334	2 956	3 092	3 386	3 786
Чистые процентные доходы/(расходы)	(359)	(423)	(227)	(221)	(214)	(202)
ЕВТ	1 552	3 515	2 695	3 243	3 207	3 401
Налог на прибыль	(435)	(2 117)	(1 549)	(1 652)	(1 345)	(1 484)
Чистая прибыль	1 117	1 398	1 146	1 592	1 862	1 917

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	3 513	4 199	4 209	5 211	6 108	7 002
Инвестиционный денежный поток	(1 433)	(2 878)	(2 747)	(3 774)	(4 483)	(5 117)
Финансовый денежный поток	(1 545)	(559)	(951)	1 445	(1 671)	(1 014)
Чистый долг	5 906	5 049	4 839	7 253	5 972	4 919

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-14%	26%	11%	13%	10%	6%
Рентабельность ЕБИТДА	49%	49%	49%	48%	48%	49%
Чистая рентабельность	13%	13%	9%	12%	12%	12%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	0.9	0.8	1.1	0.8	0.6

Источники : данные компании, оценка ТКБ Капитал

МТС

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	4 395	3 159	3 011	3 418	3 611	3 900
Основные средства	7 745	7 816	9 342	10 234	11 590	12 079
Прочие внеоборотные активы	3 640	3 532	3 746	4 047	4 471	4 843
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	11 385	11 348	13 088	14 281	16 061	16 922
ВСЕГО АКТИВЫ	15 780	14 507	16 099	17 699	19 672	20 822
Краткосрочные заимствования	2 002	1 631	1 949	1 572	1 617	237
Прочие текущие обязательства	2 256	2 074	1 793	2 318	2 201	2 588
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	4 258	3 705	3 742	3 890	3 818	2 826
Долгосрочные заимствования	6 327	6 703	5 598	4 628	3 437	4 431
Прочие долгосрочные обязательства	711	205	148	147	75	-
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	7 038	6 908	5 746	4 775	3 512	4 431
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	4 484	3 894	6 612	9 033	12 342	13 565
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	15 780	14 508	16 099	17 698	19 672	20 822

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2013П
Выручка	9 824	10 780	11 413	12 305	13 534	14 486
Себестоимость	(7 276)	(7 609)	(8 093)	(8 941)	(9 996)	(11 119)
ЕБИТДА	4 388	5 131	5 374	5 759	6 334	6 694
Амортизация	(1 840)	(1 960)	(2 054)	(2 395)	(2 796)	(3 327)
ЕБИТ	2 802	3 171	3 620	4 259	5 088	6 367
Чистые процентные доходы/(расходы)	(464)	(566)	(407)	(419)	(375)	(304)
ЕВТ	1 495	2 495	3 016	3 723	4 519	5 589
Налог на прибыль	(491)	(1 227)	(1 407)	(1 865)	(1 919)	(2 254)
Чистая прибыль	1 004	1 268	1 609	1 858	2 600	3 335

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	3 596	4 677	5 204	6 571	7 382	9 606
Инвестиционный денежный поток	(2 385)	(2 834)	(3 331)	(4 033)	(4 713)	(6 097)
Финансовый денежный поток	148	(1 809)	(2 289)	(2 279)	(2 791)	(4 307)
Чистый долг	5 806	6 036	5 890	5 593	4 460	4 734

КОЭФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-17%	10%	6%	8%	10%	7%
Рентабельность ЕБИТДА	45%	48%	47%	47%	47%	46%
Чистая рентабельность	10%	12%	14%	15%	19%	23%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.3	1.2	1.1	1.0	0.7	0.7

Источники : МТС, оценка ТКБ Капитал

Объединенный Ростелеком

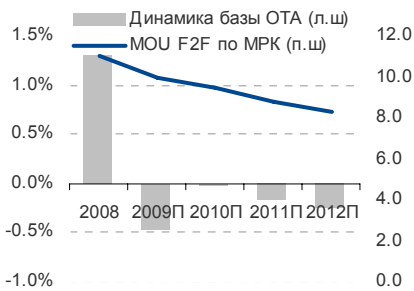
Акциям объединенного Ростелекома предназначена судьба стать очередной голубой фишкой российского фондового рынка. Поддержку спросу на бумаги со стороны инвесторов окажет самая высокая ликвидность объединенного Ростелекома по сравнению с другими представителями телекоммуникационного сегмента на локальном рынке.

60% выручки объединенного Ростелекома приходится на традиционную телефонию. Бизнес-модель компании включает сегменты фиксированной и сотовой связи, а также направление ШПД. По итогам 1К10 более 60% выручки объединенного Ростелекома приходилось именно на фиксированный сегмент, лишь около 15% – на сегмент широкополосного доступа в Интернет (ШПД), примерно 13% – на сегмент сотовой связи. Отметим, что 30% выручки фиксированного сегмента приходится на местную связь (30 млн абонентов). Динамика доходов данного направления поддерживалась индексацией тарифов. В результате падения средней цены минуты у сотовых операторов и учитывая динамику тарифов местной связи, абоненты смещают предпочтения в сторону первых. По итогам 2009 г. выручка от услуг междугородней и исходящей международной связи в структуре совокупных доходов составила 15%. При этом доходы от услуг междугородней связи и исходящей международной связи по итогам года снизились на 12% и 6% соответственно. Помимо кризисной конъюнктуры, на доходы сегмента негативно повлияло усиление конкуренции на рынке дальней связи наряду с миграцией трафика в сети сотовых операторов. В то же время в рамках магистрального направления стагнация выручки может быть сломлена за счет развития направления услуг по передаче данных и наращивание позиций в корпоративном сегменте. Укрепление позиций оператора в корпоративном сегменте может произойти за счет перехода под единый бренд с возможностью предоставления услуги в рамках «единого окна».

В ШПД нарастает давление со стороны других игроков. Уровень проникновения в сегменте ШПД в России существенно ниже показателя как развитых, так и ряда развивающихся рынков (Россия – 26%, ЕС – 44%). В среднесрочной перспективе данный сегмент продемонстрирует самые высокие темпы роста. Полагаем, что до 2012–2013 гг. игроки будут преимущественно развиваться органически, фокусируясь на наращивании абонентской базы в регионах. По оценкам AC&M Consulting, на февраль 2010 г. общее количество домохозяйств в России, имеющих ШПД, составило 11.7 млн, при этом доля объединенного Ростелекома составила 44% (около 5.2 млн). Региональный рынок в 2009 г. вырос на 43%, тогда как абонентская база оператора в целом показала более слабую динамику и увеличилась только на 41%. Но все же объединенный Ростелеком в регионах по-прежнему сохраняет доминирующее положение, на февраль 2010 г. его доля составляет 42%. Учитывая планы развития альтернативных операторов наряду с компаниями «большой тройки», в среднесрочной перспективе мы ожидаем усиления конкуренции прежде всего в Поволжье и на Урале.

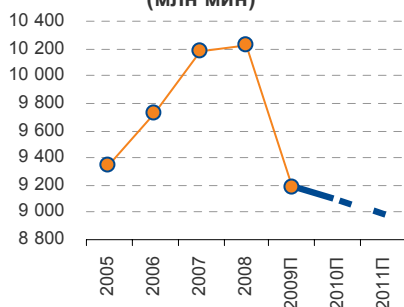
Сотовая связь – фокус смещается на передачу данных. По данным AC&M Consulting, уровень проникновения по SIM-картам на май 2010 г. в России составил 146.5%, или 212 млн абонентов. На тот же период количество абонентов (SIM-карт) у объединенного Ростелекома достигло 14.5 млн, что соответствует 6.8%. Из них по 36% приходится на Урал и Сибирь и около 25% – на Поволжье. Полагаем, что позиции объединенного Ростелекома в данном сегменте выглядят слабыми. Создание на базе существующих активов (18 разрозненных операторов) единого GSM-оператора предполагает существенные инвестиции в биллинговые и ERP-системы, а также на продвижение бренда. Все подобные инвестиции можно рассматривать как инструмент защиты «голосового направления», и существенной отдачи ожидать не следует. Развитие же сервисов по передаче данных выглядит более оправданным. Sky Link уже имеет опыт в сегменте ШПД в Интернет, к тому же в перспективе можно ожидать получения дополнительных частот для данного оператора, помимо выделенных LTE-частот. Отметим, что в данный момент Связьинвест совместно с консультантами дорабатывает стратегию развития мобильного направления, которая будет анонсирована в рамках 5-летней стратегии развития объединенного Ростелекома в конце текущего года.

Динамика абонентов местной связи и F2F MOU по МРК



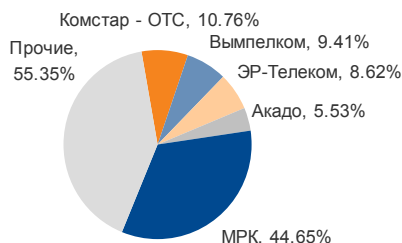
Источник: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Динамика МГ трафика (млн мин)



Источник: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Доли рынка по д.хоз в ШПД по России (фев'10)



Источник: AC&M Consulting

Распределение рыночных долей в России по SIM cards (дек'09)



Источник: AC&M Consulting

Потребсектор

В ожидании сезонно сильных кварталов

Мы сохраняем позитивный взгляд на компании сектора во 2П10, что подтверждается объективной статистикой восстановления спроса во всех его сегментах, а также заметным повышением операционной эффективности. Ключевым фактором роста цен на бумаги компаний во 2П10 станут их сильные финансовые результаты, поскольку сезонно слабый первый квартал уже позади. Мы ожидаем, что интриги в сфере M&A и возможные новые размещения акций подогреют интерес инвесторов во 2П10. В то же время мы отмечаем, что в силе остаются риски, связанные с госрегулированием сектора, что может негативно отразиться на валовой рентабельности компаний и поставить под угрозу их планы развития. Тем не менее игроки заявляют о готовности сосредоточить усилия на минимизации возможных негативных последствий такого регулирования. На второе полугодие мы рекомендуем покупать акции продуктовых ритейлеров – Магнита и X5 Retail Group, бумаги фармпроизводителей – Фармстандарта и Верофарма, а также акции производителя молочной продукции и напитков – Вимм-Билль-Данна.

Восстановление потребительского спроса очевидно

Потребительский спрос возрождается. Мы ожидаем, что восстановление потребительской активности во 2П10 продолжится на фоне роста доходов населения при снижении уровня безработицы, стабильном уровне инфляции и оживлении кредитования населения.

Новые макропрогнозы вселяют больший оптимизм. Наш обновленный макропрогноз предполагает по итогам года рост реальных располагаемых доходов населения на уровне 7.5%, при этом пенсии будут повышены на 38% в реальном выражении, что должно стимулировать покупательную способность населения. Достаточно крепкий курс рубля на уровне 29.5 руб./\$ на 2010 г. и 28.2 руб./\$ на 2011 г. окажут поддержку росту выручки компаний в долларовом выражении.

В ожидании сильных финансовых результатов... Сезонно слабый 1К10 остался позади и принес довольно позитивные результаты. Мы уверены, что итоги второго и третьего кварталов, более сезонно сильных, а также оптимистичные комментарии менеджмента поддержат интерес инвесторов к акциям сектора.

...и обилия корпоративных новостей. Рынок будет внимательно следить за сделкой Данона и Юнимилка, объединяющих молочные активы на территории СНГ. Мы также ожидаем ответных действий от Вимм-Билль-Данна в сфере слияний и поглощений. В сегменте розничных сетей спекуляции на тему возможных объектов поглощения со стороны Wall-Mart, скорее всего, продолжатся. Кроме того, в потребительском секторе могут состояться новые первичные и вторичные размещения акций.

Привлекательная оценка, хотя риски в силе

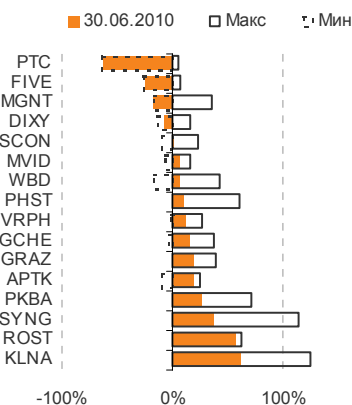
Оценки и сравнения. Ключевой инвестиционной идеей остаются ожидаемые высокие темпы роста прибылей российских компаний в долгосрочной перспективе, (что отражается при сравнении на основе мультипликатора PEG), которые выглядят гораздо привлекательнее по сравнению с аналогами развитых и большинства развивающихся стран. Сравнительная оценка российских компаний сектора с аналогами развивающихся рынков на основе прогноза EV/EBITDA на 2011 г. указывает на потенциал роста 30-50%.

Наши рекомендации на 2П10: ПОКУПАТЬ бумаги Магнита, X5 Retail Group, Фармстандарта, Верофарма и Вимм-Билль-Данна.

Ключевые риски прежние: ухудшение макроэкономических условий и госрегулирование. Инвесторы должны принять во внимание сохраняющиеся риски, связанные с более слабыми, чем ожидается, макроэкономическими индикаторами, что может оказать негативное влияние на потребительский спрос, а также риски усиления госрегулирования в секторе.

Наталья Колупаева n.kolupaeva@tkbc.ru

Динамика акций с начала года

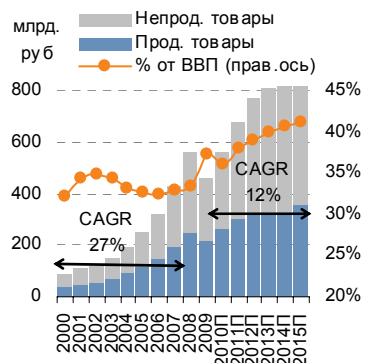


Источники: PTC, оценка ТКБ Капитал

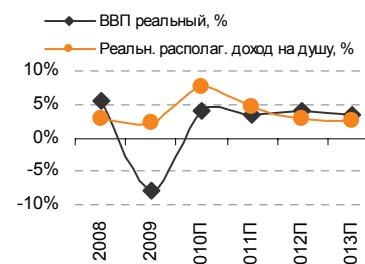


Источники: PTC, оценка ТКБ Капитал

Российская розничная торговля



Источники: Госкомстат, оценка ТКБ Капитал



Источники: Минэкономразвития, оценка ТКБ Капитал

Восстановление потребительского спроса

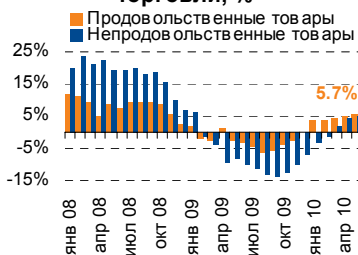
На пути к развитым рынкам...



Источники: USDA, оценка ТКБ Капитал

Потребительский спрос на волне роста. Как и ожидалось, с начала года мы наблюдаем восстановление потребительского спроса. Это происходит на фоне повышения реальных располагаемых доходов населения (на 6.2% за 5М10) при поддержке запланированного на этот год повышения пенсий на 38% в реальном выражении (вклад пенсий в валовой доход составляет около 15%). При этом рост зарплат с начала года оказался более умеренным, чем мы прогнозировали (4.4% за 5М10), что, однако, свидетельствует об успехах компаний в оптимизации расходов на персонал. Во втором полугодии 2010 г. мы ожидаем продолжение укрепления потребительского спроса при поддержке роста доходов населения на фоне снижения уровня безработицы (примерно до 7% в мае против более чем 9% в январе), наряду со стабильным уровнем инфляции и постепенным оживлением кредитования населения.

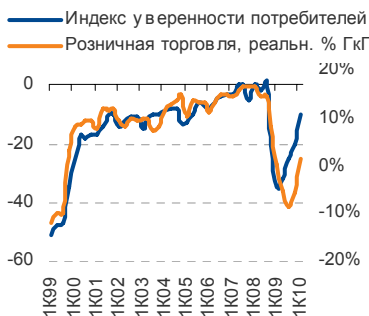
Динамика оборота розничной торговли, %



Источники: Госкомстат

Новые макропрогнозы вселяют больший оптимизм. Наши обновленные макропрогнозы предполагают увеличение реальных располагаемых доходов населения по итогам года на уровне 7.5%, что складывается из реального роста пенсий на 38% и реальных зарплат на 4.2%, что должно поддерживать рост потребительского спроса. Вместе с тем, учитывая растущую долю сбережений населения, мы снизили наш прогноз роста розничных продаж по итогам года до 6.6% с 7.2% в 2010 г., но повысили его на 2011 г. – с 4.9% до 6.4%. Мы ожидаем, что обменный курс рубля останется достаточно сильным и удержится на уровне 29.5 руб./\$ в 2010 г. и 28.2 руб./\$ в 2011 г. Это обеспечит дополнительный курсовой эффект роста выручки компаний в долларовом выражении. В целом, мы видим больше поводов для оптимизма в отношении перспектив роста сектора.

Индекс уверенности потребителей и динамика розничных продаж



Источники: Госкомстат

Основные макропараметры

	2000-08	2009	2010П	2011-15П
Реальный рост ВВП, % CAGR	6.9%	-7.9%	4.1%	3.6%
Индекс потребительских цен, % (ср.)	13.7%	8.9%	7.0%	5.8%
Реальные зарплаты, %	14.7%	-2.8%	4.2%	3.5%
Рост реальных располагаемых доходов, % CAGR	10.7%	2.3%	7.5%	3.5%
Розничный торговый оборот, % CAGR	11.9%	-5.5%	6.6%	3.9%
Объем розничной торговли, % от ВВП (ср.)	33.3%	37.2%	36.1%	40.0%
Уровень безработицы, % (ср.)	7.8%	8.4%	7.0%	7.0%

Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал

В ожидании сильных финансовых показателей... Сезонно слабый 1К10 остался позади и в целом представил рынку благоприятные результаты. Мы уверены, что итоги сезонно более сильных второго и третьего кварталов, а также оптимистичные комментарии менеджмента поддержат интерес инвесторов к бумагам сектора во 2П10.

...и обилия корпоративных событий. Второе полугодие обещает быть богатым на корпоративные события. В частности, рынок будет наблюдать за сделкой Данона и Юнимилка, объединяющих молочные активы на территории СНГ. Мы также ждем ответных шагов от Вимм-Билль-Данна (ВБД) в отношении сделок M&A, который намерен укрепить лидерство на рынке. В сегменте розничных сетей, по всей видимости, продолжатся спекуляции на тему возможных объектов поглощения со стороны Wall-Mart, который все еще медлит с выходом на российский рынок. В этом случае недавно принятый закон о торговле может стать дополнительным препятствием для агрессивных иностранных ритейлеров. Кроме того, мы можем увидеть ряд новых IPO и SPO в секторе (в частности, О'кей объявлял о намерении выйти на рынок этой осенью).

Привлекательная оценка, хотя риски в силе

Оценки и сравнения. Ключевой инвестиционной идеей в секторе остаются ожидаемые высокие темпы роста прибылей российских компаний в долгосрочной перспективе, (что отражается при сравнении на основе мультипликатора PEG), которые выглядят гораздо привлекательнее по сравнению с компаниями-аналогами развитых и большинства развивающихся стран. Основанием для такого роста являются все еще сравнительно низкие показатели потребления на душу населения по сравнению со среднеевропейскими уровнями, а также ожидание стабильного роста реальных располагаемых доходов населения (примерно с \$5.3 тыс. в 2009 г. до более чем \$15 тыс. к 2020 г.). Сравнительная оценка большинства компаний сектора с аналогами из развивающихся стран на основе прогноза EV/EBITDA на 2011 г. демонстрирует потенциал роста 30-50%. Мы по-прежнему отдаем предпочтение компаниям сегмента продуктовой розницы и фармпроизводителям, торгующимся в среднем с мультипликаторами PEG на уровне 0.6 против соответствующих показателей развивающихся рынков, равных 1.3 и 1.2 соответственно. На второе полугодие 2010 г. мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги Магнита, X5 Retail Group, Фармстандарта, Верофарма и ВБД.

Ключевые риски уже привычны: макроэкономика и госрегулирование. Инвесторы должны принять во внимание риск более слабых, чем ожидается, макроэкономических показателей во 2П10 (в частности, это касается роста реальных зарплат и уровня безработицы), что может препятствовать восстановлению потребительского спроса. Кроме того, в силе остается риск усиления госрегулирования сектора как социально значимого.

ПРОДУКТОВЫЕ РОЗНИЧНЫЕ СЕТИ:

Растущие компании – растущие бумаги

Непродовольственная розница пока отстает. Как мы ожидали, с начала года продуктовая розница продемонстрировала заметное восстановление, в то время как продажи в остальных сегментах пока отстают. За первые пять месяцев года розничные продажи повысились на 2.9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом рост оборота продовольствия составил 4.6%, а непродовольственных категорий – 1.3%. По нашему мнению, это связано с тем, что нынешнее увеличение реальных располагаемых доходов населения в 1П10 было в большей степени связано с индексацией пенсий. Мы ожидаем, что этот фактор сохранит свое влияние во 2П10 и продолжит оказывать поддержку продажам продуктовой розницы, поскольку пенсионеры и другие категории населения с низким уровнем доходов, являющиеся ключевой аудиторией дискаунтеров и отчасти гипермаркетов, продолжают фокусироваться на потреблении товаров первой необходимости (в частности, продуктов питания и лекарств).

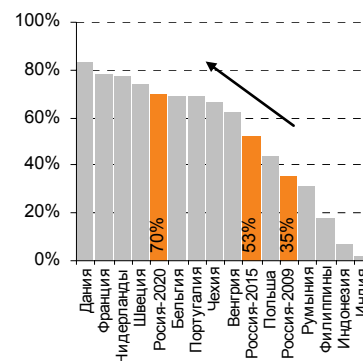
Дискаунтеры и гипермаркеты испытывают приток покупателей. По итогам 1К10 мы отметили, что дискаунтеры и гипермаркеты по-прежнему демонстрируют более сильную динамику роста сопоставимых продаж, и мы ожидаем, что данная тенденция сохранится и во 2П10. Как и прежде, мы полагаем, что супермаркеты и непродовольственные товары являются более долгосрочной ставкой на восстановление потребления. Вместе с тем мы отмечаем, что ритейлеры, в частности непродовольственной розницы, оптимистично настроены в отношении реализации планов по открытию новых магазинов (в частности в таких категориях, как одежда, бытовая электроника, косметика, спорттовары и прочее, а также товары роскоши).

Источники роста стоимости: открытие новых магазинов и повышение эффективности. Мы ожидаем, что во 2П10 компании ускорят открытие новых магазинов, с тем чтобы выполнить ранее озвученные планы расширения сети на этот год, а также сохранят эффективный контроль над издержками в целях компенсировать снижение валовой маржи в результате продолжающихся инвестиций в потребительскую лояльность.



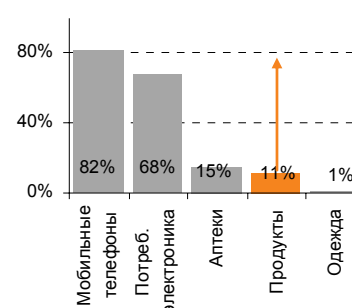
Источники: оценка ТКБ Капитал

Доля современного формата в продуктовой рознице, %



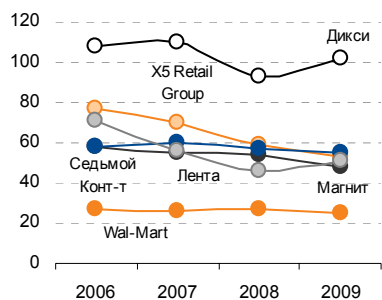
Источники: Eurostat, Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

Рыночная доля 5 крупнейших игроков, %



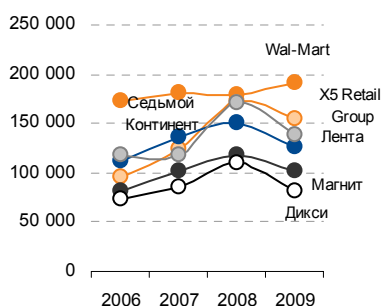
Источники: оценка ТКБ Капитал

Количество сотрудников на тыс. кв м торговой площади



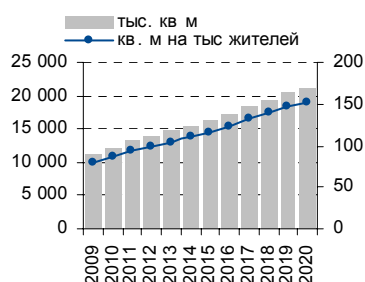
Источники: оценка ТКБ Капитал

Выручка на работника, \$



Источники: оценка ТКБ Капитал

Перспективы развития продуктовой розницы



Источники: Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

В целом мы считаем, что темпы открытия магазинов с начала года позволят им выполнить обещания (возможно, за исключением Дикси). Так, Магнит планирует открыть 450–550 магазинов у дома и до 35 гипермаркетов, X5 Retail Group планирует расширить свою сеть на 200–250 магазинов, в то время как Дикси намерена открыть до 100 магазинов (за 5M10 открыто лишь 28). Кроме того, мы ожидаем, что сезонно более сильное 2П10 может приятно удивить рынок в части операционной эффективности.

Внимание на риски – последствия введения закона о торговле. С начала года продуктовые ритейлеры приводят взаимоотношения с поставщиками в соответствие с законом о торговле. Напомним, что с 1 августа, 2010 г. компании должны устанавливать бонусы поставщика (выплаты, которые поставщик платит сети) в размере не более 10%, при этом взимание бонусов в отношении социально значимых продуктов запрещается (список таких товаров еще окончательно не утвержден, но будет включать куриное мясо, молоко, ржаной и пшеничный хлеб, хлебобулочные изделия). Также продуктовые сети должны соблюдать сроки оплаты за поставленный товар (10, 45 и 90 дней) в зависимости от их сроков хранения. Государство также оставляет за собой право фиксировать цены на определенный товар на срок до 90 дней в случае роста цены более чем на 30% в течение месяца.

В ожидании регулирования долей рынка... В то же время интригующее положение закона о торговле, вступающее в силу с 1 июля, – регулирование доли рынка компаний в границах муниципальных образований и городских округов. Сетям запрещается открывать или приобретать новые магазины, в случае если доля ритейлера превысит 25% от общего розничного оборота на территории муниципального образования (или городского округа, в частности г. Москвы и г. Санкт-Петербурга). В настоящее время рынку известно лишь о возможном применении ограничения для X5 Retail Group на территории г. Санкт-Петербурга, где рыночная доля ритейлера превышает 35%. Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы станут известны конкретные данные о долях рынка.

Продовольственная розница: доля рынка ключевых игроков, %

	2010П	2015П	2020П
X5 Retail Group	5%	8%	12%
Магнит	3%	6%	8%
Ашан	3%	4%	5%
Metro Cash & Carry	2%	2%	2%
ДИКСИ	1%	2%	2%
О`Key	1%	2%	2%
Лента	1%	2%	2%
Седьмой Континент	1%	1%	1%
Пять крупнейших игроков	13%	21%	30%

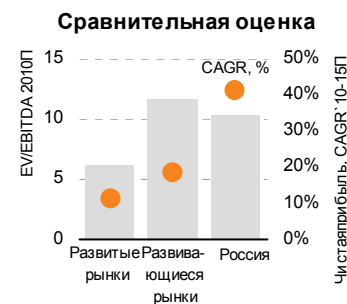
...и сохраняющейся неопределенностью. Закон о торговле подвергся критике как со стороны ритейлеров, так и со стороны производителей, которые также испытывают проблемы в связи с возросшим объемом работ по обеспечению и контролю соответствия договорных отношений с сетями требованиям закона. При этом механизм и величина штрафов за нарушение закона о торговле остаются на этапе обсуждений и могут быть приняты лишь осенью. Кроме того, в последнее время поступают предложения о распространении действия закона о торговле и на другие сегменты.

ПОКУПАТЬ Магнит и X5 Retail Group. Акции российских продуктовых ритейлеров торгуются сейчас с прогнозируемым мультипликатором EV/EBITDA на 2010 г. на уровне 8–12 в среднем, в то время как данный показатель для компаний-аналогов развивающихся рынков составляет 12. При этом мы полагаем, что российские компании заслуживают премии в оценке по мультипликаторам из-за более высоких темпов роста прибыли на акцию по сравнению с компаниями-аналогами развивающихся рынков. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Магнита с целевой ценой на конец 2010 г. на уровне \$122 за акцию и \$24.4 за ГДР) и X5 Retail Group (с целевой ценой на конец 2010 г. на уровне \$50 за ГДР).

Сравнительная оценка

Компания	P/E			EV/EBITDA			EV/S			PEG
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	
X 5 Retail Group (ГДР)	57.1	28.0	16.5	14.9	11.6	8.3	1.3	0.9	0.7	0.5
Магнит (ГДР)	29.9	23.6	16.3	16.2	12.2	8.4	1.5	1.1	0.8	0.8
Магнит	26.9	21.3	14.7	14.6	11.0	7.5	1.4	1.0	0.7	0.5
Седьмой Континент	48.9	26.0	14.3	9.4	8.3	6.9	0.8	0.6	0.5	0.5
Дикси	отр.	21.6	11.6	11.0	7.9	5.8	0.6	0.4	0.3	0.5
Медиана	39.4	23.6	14.7	14.6	11.0	7.5	1.3	0.9	0.7	0.5
Среднее	40.7	24.1	14.7	13.2	10.2	7.4	1.1	0.8	0.6	0.6
Развитые рынки										
Медиана	12.9	12.8	11.7	5.9	6.2	5.8	0.4	0.4	0.4	1.2
Среднее	15.5	13.6	12.1	6.8	6.6	6.1	0.5	0.4	0.4	1.2
Развивающиеся рынки										
Медиана	25.9	21.5	18.6	16.1	11.6	10.5	0.8	0.9	0.8	1.2
Среднее	24.8	20.9	18.1	17.9	12.1	10.5	1.0	0.9	0.8	1.3

Источники: Bloomberg, ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

ФАРМПРОИЗВОДИТЕЛИ:

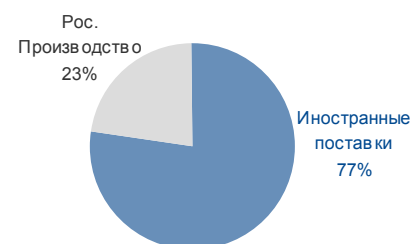
Рост при поддержке государства

Иностранные игроки планируют экспансию в Россию. Мы видим, что иностранные компании активно ищут возможности запуска локального производства и таким образом делают ставку на рост российского рынка, который остается вторым по потенциалу роста в мире после Китая. При этом государственная стратегия долгосрочного развития российской фармацевтической отрасли подразумевает существенное увеличение производства отечественных лекарственных препаратов, доля которого должна достичь около 50% рынка к 2020 г. (в денежном выражении) против текущих 25%. Более того, государство намерено стимулировать инвестиции в НИОКР и производство оригинальных лекарственных препаратов и субстанций, модернизацию производственных мощностей для соответствия GMP-стандарту, а также поддерживать импортозамещение в госзакупках и поощрять экспорт.

Фармстандарт и Верофарм сохраняют амбициозные планы роста. Мы сохраняем свой позитивный взгляд на отечественных фармпроизводителей, таких как Фармстандарт и Верофарм, и полагаем, что они смогут выиграть от ожидаемого роста российского фармрынка и государственной поддержки импортозамещения, благодаря современным производственным мощностям и успешному опыту запуска производства новых препаратов. Кроме того, обе компании заявили об амбициозных планах по укреплению лидерских позиций на рынке путем органического роста и возможных сделок M&A.

В ожидании сильных финансовых результатов. Фармстандарт и Верофарм, на наш взгляд, представляют рынку сильную финансовую отчетность за 1П10 (ожидается в конце-августа – середине сентября 2010 г.) и оптимистичные прогнозы отношении 2П10, что должно привлечь внимание инвесторов и придать бумагам компаний новый импульс роста. В частности, бумаги Фармстандарта так и не восстановились в полной мере после недавнего исключения из индекса MSCI Russia. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги Фармстандарта с целевой ценой на конец 2010 г. на уровне \$134 за ГДР и \$33.5 за акцию соответственно, и рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Верофарма с целевой ценой на конец 2010 г. на уровне \$47 за акцию.

Российский фармацевтический рынок



Источники: Данные компаний

Российские производители (доля рынка 23%)



Источники: Данные компаний

Сравнительная оценка

Компания	P/E			EV/EBITDA			EV/S			PEG
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	
Фармстандарт (ГДР)	17.4	13.7	11.0	12.0	10.0	8.2	4.6	4.9	4.0	0.6
Фармстандарт	13.8	10.9	8.7	9.5	7.9	6.5	3.6	3.9	3.2	0.4
Верофарм	9.6	8.5	6.7	8.1	6.2	5.0	2.6	1.9	1.6	0.9
Медиана	13.8	10.9	8.7	9.5	7.9	6.5	3.6	3.9	3.2	0.6
Среднее	13.6	11.0	8.8	9.9	8.1	6.6	3.6	3.6	2.9	0.6

Развитые рынки

Медиана	14.1	10.2	9.0	6.1	5.8	5.6	2.7	2.2	2.2	1.9
Среднее	14.2	9.6	8.7	7.6	6.3	6.1	2.8	2.4	2.3	3.0

Развивающиеся рынки

Медиана	14.1	15.1	17.0	13.3	11.7	10.5	2.5	2.5	2.3	1.4
Среднее	25.1	18.7	17.7	16.3	14.1	12.8	4.0	3.5	3.1	1.2

Источники: Bloomberg, ТКБ Капитал

МОЛОЧНЫЙ СЕГМЕНТ:

Интриги в слияниях и поглощениях

Внимание на сделку Данона и Юнимилка и ответный шаг Вимм-Билль-Данна. По всей видимости, до конца года завершится сделка между Данон и Юнимилк по объединению молочных активов на территории СНГ, с тем чтобы приблизиться к позициям лидера рынка – Вимм-Билль-Данна (его доля рынка около 30%). Это подтверждает привлекательность российского молочного рынка с точки зрения потенциала роста (как в физическом, так и в денежном выражении) в среднесрочной перспективе.

Вимм-Билль-Данн готов конкурировать. Вимм-Билль-Данн, скорее всего, сделает до конца нынешнего года ответный шаг по покупке молочных активов и детского питания (в России, Украине или Белоруссии), о которой компания уже неоднократно напоминала.

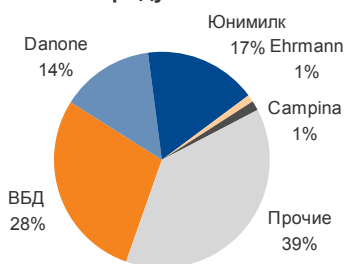
В ожидании сильных финансовых результатов. В конце августа 2010 г. ВБД, по нашему мнению, представит сильные финансовые результаты за 2К10, которые вкупе с новыми комментариями менеджмента должны подтвердить привлекательность инвестиций в бумаги компании как ставки на восстановление экономического роста.

ВБД может выкупить долю Данона в компании. Согласно заявлению Данона, компания рассмотрит возможность продажи 18.4% акций Вимм-Билль-Данна. В ответ на это ВБД выразил готовность приобрести этот пакет и, в частности, заявил об интересе к локальным акциям (около половины доли Данона), которые могут быть использованы для увеличения ликвидности бумаг ВБД на российском рынке. В этом случае, на наш взгляд, спред в цене АДР компании и ее локальных акций сузится (текущий спред превышает 40%). Таким образом, мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги Вимм-Билль-Данна с целевой ценой на конец 2010 г. на уровне \$108 за АДР и \$27 за акцию.



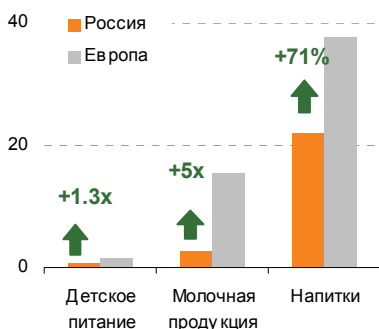
Источники: Данные компаний

Российский рынок молочных продуктов



Источники: Данные компаний

Потребление на душу населения, литры



Источники: Данные компаний

Сравнительная оценка

Компания	P/E			EV/EBITDA			EV/S			PEG
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	
Вимм-Билль-Данн (АДР)	28.8	20.2	15.2	11.8	9.2	7.5	1.7	1.3	1.1	0.8
Вимм-Билль-Данн	17.2	12.1	9.1	7.4	5.8	4.7	1.0	0.8	0.7	0.5

Развитые рынки

Медиана	18.2	11.8	12.5	7.1	5.8	5.8	0.4	0.4	0.4	1.4
Среднее	18.6	15.6	14.1	7.9	7.4	6.8	0.8	0.8	0.7	1.8

Развивающиеся рынки

Медиана	34.1	25.5	20.7	16.8	13.0	10.8	1.2	0.8	0.7	1.1
Среднее	27.1	20.6	17.0	13.3	12.0	10.0	4.3	1.0	0.9	1.0

Источники: Bloomberg, ТКБ Капитал

Магнит

Ставка на агрессивный рост, фокус на эффективность

Мы уверены, что акции Магнита сохраняют свою инвестиционную привлекательность, несмотря на значительный рост котировок в 1П10. Среди факторов роста стоимости бумаг Магнита во 2П10 мы отмечаем сильную финансовую отчетность и продолжающуюся агрессивную политику по открытию новых магазинов. При этом рынок находится в ожидании данных о рыночных долях ритейлеров, которые должны быть раскрыты в ближайшие месяцы, а также о возможных ограничениях на открытие новых магазинов в соответствии с законом о торговле. Тем не менее риски нереализации планов Магнита по открытию новых магазинов, на наш взгляд, минимальны. Мы ожидаем, что сохранится высокий интерес инвесторов к компании, учитывая, что акции Магнита были включены в индекс MSCI Russia.

ПОКУПАТЬ: потенциал роста привлекательный. Наша целевая цена для акций Магнита на конец 2010 г. на уровне \$122 за акцию и \$24.4 за ГДР рассчитана по модели ДДП (WACC равен 11.2%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), что подразумевает рекомендацию ПОКУПАТЬ. Исходя из нашей оценки справедливой стоимости Магнита, справедливые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA на 2011г. составляют 21 и 11 соответственно. Это предполагает премию к аналогам развивающихся стран на уровне около 15% и 4% соответственно, что объясняется более высокими ожидаемыми темпами роста финансовых показателей Магнита в среднесрочной перспективе. Мы ожидаем, что после недавнего включения бумаг компании в состав индекса MSCI Russia инвесторы сохранят высокий интерес к ее акциям.

Новые магазины – источник роста стоимости. Факторами роста стоимости Магнита во 2П10 станут сильные финансовые результаты за 1П10 (ожидаются в конце августа) и сохраняющиеся быстрые темпы открытия новых магазинов. В нынешнем году Магнит должен потратить рекордную сумму на инвестиции – около \$1 млрд и открыть 450–550 магазинов у дома и до 30–35 гипермаркетов, намереваясь сохранить такие темпы развития и в 2011 г. Таким образом, Магнит продолжает свою агрессивную политику роста с фокусом на повышение эффективности через оптимизацию всех бизнес-процессов и дальнейшее развитие логистики, что должно позволить компании удержать рентабельность по EBITDA по итогам года в пределах 8–9%. При этом Магнит планирует сохранить отношение Чистый Долг/EBITDA 2010 г. на уровне не более 1.0.

Госрегулирование и макроэкономические риски. Инвесторы должны принять во внимание риск более слабых, чем ожидается макроэкономических показателей (в частности реального роста зарплат и уровня безработицы), что может негативно сказаться на потребительской активности. Кроме того с 1 июля, 2010 г. в силу вступила статья закона о торговле в отношении регулирования рыночных долей продуктовых ритейлеров на территории муниципальных образований и городских округов. В ближайшее время мы ожидаем информации о долях ритейлеров на этих территориях и о необходимости введения ограничений на открытие там новых магазинов. Мы полагаем, что планы Магнита по открытию новых магазинов выглядят реалистично.

Магнит		
	АО	ГДР
Тикер	MGNT	MGNT LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	83.2	18.5
Целевая цена, \$	122.0	24.4
Потенциал, %	47%	32%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	MGNT RX
Reuters	MGNT.MM

	АО
Акции в обращении, млн	89.0
EV, \$ млн	7 448
MC, \$ млн	7 407
MIN 12 мес., \$	33.3
MAX 12 мес., \$	90.0
	АО
Кол-во акций на ГДР	1/5

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	5 354	7 648	10 673
ЕБИТДА	509	676	990
Чистая прибыль	275	348	504
EPS, \$	3.09	3.92	5.67
Рост выручки, %	0.1	42.8	39.6
EPS рост, %	46.4	26.7	44.7
Маржа ЕБИТДА, %	9.5	8.8	9.3
Чистая маржа, %	5.1	4.6	4.7

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	26.9	21.3	14.7
EV/EBITDA	14.6	11.0	7.5

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Сергей Галицкий, CEO	44%
Labini Investments Ltd.	4%
Менеджмент и члены СД	5%
Прочие	46%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Магнит

БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Денежные средства	378	452	615	746	871	973
Дебиторская задолженность		2	2	3	3	4
Запасы	415	468	656	816	947	1 065
Прочие оборотные активы	68	295	252	192	161	181
Итого оборотные активы	862	1 217	1 525	1 757	1 983	2 223
Основные средства	1 638	2 524	3 296	4 094	4 834	5 514
Нематериальные активы	4	10	14	16	16	13
Прочие внеоборотные активы	25	()		()	()	
Итого внеоборотные активы	1 667	2 534	3 310	4 110	4 850	5 527
ВСЕГО АКТИВЫ	2 529	3 751	4 835	5 867	6 832	7 749
Краткосрочные займы	267	676	924	1 113	1 212	1 217
Прочие краткосрочные обязательства	658	812	1 138	1 415	1 691	2 003
Итого краткосрочные обязательства	924	1 489	2 062	2 529	2 902	3 220
Долгосрочные займы	152	377	511	613	666	669
Прочие долгосрочные обязательства	27	29	43	53	62	69
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	180	407	553	666	728	738
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008
Прочее	(179)	-	-	-	-	-
Нераспределенная прибыль	596	848	1 212	1 664	2 194	2 783
Итого собственный капитал	1 425	1 856	2 220	2 672	3 202	3 791
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	2 529	3 751	4 835	5 867	6 832	7 749

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	5 354	7 648	10 673	13 261	15 386	17 282
Операционные расходы	(4 845)	(6 972)	(9 682)	(12 007)	(13 891)	(15 596)
ЕБИТДА	509	676	990	1 253	1 494	1 686
Износ и амортизация	103	135	209	280	357	436
Операционная прибыль	406	541	782	974	1 137	1 250
Доходы по процентам	2	2	2	2	2	2
Расходы по процентам	(54)	(96)	(137)	(174)	(198)	(207)
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	12	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	355	447	646	802	941	1 045
Налог на прибыль	(80)	(98)	(142)	(176)	(207)	(230)
Чистая прибыль	275	348	504	625	734	815

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	376	572	819	995	1 165	1 316
Инвестиционный денежный поток	(448)	(1 035)	(985)	(1 079)	(1 097)	(1 113)
Финансовый денежный поток	339	538	328	216	57	(101)
Чистый долг	41	602	820	980	1 006	913

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	0%	43%	40%	24%	16%	12%
Рентабельность ЕБИТДА	10%	9%	9%	9%	10%	10%
Чистая рентабельность	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

X5 RETAIL GROUP	
Тикер	ГДР FIVE
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	34.8
Целевая цена, \$	50.0
Потенциал, %	44%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	FIVE LI
Reuters	PJPq.L
	ГДР
ГДР в обращении, млн	271.6
EV, \$ млн	10 984
MC, \$ млн	9 445
MIN 12 мес., \$	33.3
MAX 12 мес., \$	90.0
	АО
Кол-во акций на ГДР	1/4

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	8 717	12 337	16 347
ЕБИТДА	736	950	1 323
Чистая прибыль	165	337	573
EPS, \$	0.61	1.24	2.11
Рост выручки, %	4.4	41.5	32.5
EPS рост, %	-107.7	104.0	70.0
Маржа ЕБИТДА, %	8.4	7.7	8.1
Чистая маржа, %	1.9	2.7	3.5

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	57.1	28.0	16.5
EV/ЕБИТДА	14.9	11.6	8.3

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Альфа Групп	48%
Основатели сети Пятерочка	23%
Менеджмент	2%
Прочие	27%



Источники: LSE, PTC, оценка ТКБ Капитал

X5 Retail Group

Крупнейшая и амбициозная, в ожидании M&A

Наша целевая цена ГДР компании на конец 2010 г. составляет \$50.0, рекомендация – ПОКУПАТЬ. Факторами роста стоимости X5 Retail Group во 2П10 послужат сильные, как мы прогнозируем, финансовые результаты и возможное продолжение активности в сфере слияний и поглощений. В ближайшее время участники рынка будут в ожидании информации от регулирующих органов в отношении рыночных долей продуктовых ритейлеров, а также возможного введения ограничений на открытие новых магазинов. Однако мы полагаем, что планы развития X5 Retail Group выглядят реалистично.

Впечатляющие перспективы роста. Наша оценка целевой цены ГДР компании на уровне \$50 основана на модели ДДП (WACC на уровне 11.3%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), что подтверждает рекомендацию ПОКУПАТЬ. Мы оцениваем справедливые мультипликаторы компании P/E 2011 г. на уровне 24 и EV/ЕБИТДА 2011 г. – 11, что предполагает премию к компаниям-аналогам развивающихся рынков 27% и 8% соответственно. Такая премия обоснована ожидающимися в 2010–2013 гг. среднегодовыми темпами роста выручки в 30% и чистой прибыли – 52%.

Ожидаем сильную финансовую отчетность и оптимистичные прогнозы менеджмента. Мы полагаем, что финансовые результаты X5 за 1П10 (ожидается 26 августа) принесут позитивные сюрпризы рынку, что вместе с комментариями менеджмента в отношении будущих планов компании по консолидации рынка должно привлечь внимание инвесторов на привлекательность инвестиций в бумаги ритейлера. X5 Retail Group планирует открывать более 200 магазинов ежегодно в 2010–2011 гг. (без учета M&A). Помимо этого, X5 продолжит играть активную роль на рынке слияний и поглощений.

Госрегулирование и макроэкономические риски. Общими для сектора являются риски более слабых, чем ожидается макроэкономических показателей (в частности реального роста зарплат и уровня безработицы), что может негативно сказаться на потребительской активности. Кроме того, продуктовой ритейл подвержен рискам госрегулирования. Напомним, что с 1 июля в силу вступила статья закона о торговле по регулированию рыночных долей продуктовых ритейлеров на территории муниципальных образований и городских округов. Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы на рынок должна поступить информация о долях ритейлеров на этих территориях и о необходимости введения ограничений на открытие там новых магазинов. X5 Retail Group, на наш взгляд, вполне может реализовать планы по открытию новых магазинов.

X5 Retail Group

БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Денежные средства	412	485	539	653	1 092	1 757
Дебиторская задолженность	310	304	403	493	555	616
Запасы	613	669	887	1 085	1 223	1 359
Прочие оборотные активы	210	381	524	703	859	1 020
Итого оборотные активы	1 544	1 839	2 353	2 934	3 728	4 753
Основные средства	2 995	3 328	3 560	3 816	3 976	4 113
Нематериальные активы	496	480	461	444	421	397
Прочие внеоборотные активы	1 144	1 166	1 202	1 239	1 269	1 301
Итого внеоборотные активы	4 636	4 974	5 223	5 499	5 666	5 812
ВСЕГО АКТИВЫ	6 180	6 813	7 576	8 433	9 394	10 564
Краткосрочные займы	1 659	790	565	325	187	108
Прочие краткосрочные обязательства	2 221	2 616	3 332	3 987	4 392	4 771
Итого краткосрочные обязательства	3 880	3 406	3 897	4 311	4 579	4 879
Долгосрочные займы	292	1 063	760	438	253	147
Прочие долгосрочные обязательства	236	236	236	236	236	236
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	527	1 298	996	673	488	382
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал	2 143	2 143	2 143	2 143	2 143	2 143
Прочее	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)
Нераспределенная прибыль	199	537	1 110	1 875	2 753	3 730
Итого собственный капитал	1 772	2 110	2 683	3 448	4 327	5 303
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	6 180	6 813	7 576	8 433	9 394	10 564

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	8 717	12 337	16 347	19 982	22 501	24 993
Операционные расходы	(7 981)	(11 387)	(15 024)	(18 372)	(20 715)	(23 042)
ЕБИТДА	736	950	1 323	1 610	1 786	1 951
Износ и амортизация	268	279	314	349	387	421
Операционная прибыль	468	671	1 009	1 261	1 399	1 530
Доходы по процентам	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(154)	(152)	(127)	(84)	(48)	(28)
Доля миноритарных акционеров	4	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	50	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	264	519	882	1 178	1 351	1 502
Налог на прибыль	(99)	(182)	(309)	(412)	(473)	(526)
Чистая прибыль	165	337	573	765	878	976

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	734	789	1 193	1 356	1 387	1 496
Инвестиционный денежный поток	(434)	(611)	(611)	(679)	(626)	(646)
Финансовый денежный поток	(194)	(104)	(527)	(563)	(323)	(185)
Чистый долг	1 539	1 368	786	109	(652)	(1 502)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	4%	42%	33%	22%	13%	11%
Рентабельность ЕБИТДА	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Чистая рентабельность	2%	3%	4%	4%	4%	4%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.1	1.4	0.6	0.1	(0.4)	(0.8)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Вимм-Билль-Данн В борьбе за лидерство

Вимм-Билль-Данн		
	АО	АДР
Тикер	WBDF	WBD US
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ
Цена, \$	45.6	19.1
Целевая цена, \$	108.0	27.0
Потенциал, %	137%	42%

ДАнные ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	WBD US	
Reuters	WBD.N	
	АДР	
АДР в обращении, млн		44.0
EV, \$ млн		2 258
MC, \$ млн		2 008
MIN 12 мес., \$		13.0
MAX 12 мес., \$		25.4
	АДР	
Кол-во акций на АДР		1/4

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
US GAAP	2009	2010П	2011П
Выручка	2 181	2 731	3 276
ЕБИТДА	307	390	479
Чистая прибыль	117	166	220
EPS, \$	2.6	3.8	5.0
Рост выручки, %	-22.8	25.2	19.9
EPS рост, %	14.6	42.5	32.4
Маржа ЕБИТДА, %	14.1	14.3	14.6
Чистая маржа, %	5.3	6.1	6.7

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	17.2	12.1	9.1
EV/ЕБИТДА	7.4	5.8	4.7

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Основатели компании	45.2%
Danone	18.4%
Прочие	36.4%



Источники: NYSE, PTC, оценка ТКБ Капитал

Во 2П10 у Вимм-Билль-Данна будет достаточно поводов для роста котировок его бумаг. Среди них ожидающиеся сделки M&A на молочном рынке и в сегменте детского питания, хорошая финансовая отчетность за 1П10 и потенциальный выкуп у Данона пакета собственных акций (18.4%), который Вимм-Билль-Данн может использовать для повышения ликвидности локальных бумаг. Компания остается недооцененной по сравнению с аналогами развивающихся рынков на основе прогноза коэффициента EV/ЕБИТДА на 2010 г., что согласуется с нашей оценкой Вимм-Билль-Данна по модели ДДП. Мы подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции и АДР компании.

Вимм-Билль-Данн должен выиграть. Наша ДДП-модель оценки (WACC равен 11.2%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%) предполагает целевую цену бумаг ВБД на конец 2010 г. на уровне \$108 за акцию (\$27 за АДР), что соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ. ВБД торгуется с дисконтом около 30% и 55% к компаниям-аналогам развивающихся рынков (для АДР и локальных акций соответственно) на основе прогнозного мультипликатора EV/ЕБИТДА 2010 г., но при этом не отражает перспектив будущего роста финансовых показателей компании.

Факторы роста: сделки M&A, отчетность за 1П10 и прогнозы менеджмента. Вимм-Билль-Данн подтверждает свои планы по совершению до конца года сделок M&A, приобретая активы на молочном рынке и в сегменте детского питания (в России, Украине или Белоруссии). Это может стать ответным шагом на объявленное объединение молочных активов Данона и Юнимилка, что должно укрепить лидерство ВБД. Кроме того, последний заявлял о готовности выкупить пакет своих акций, принадлежащий Данону (около 18.4%, из которых около половины – локальные акции) и прежде всего заинтересован в покупке локальных акций для повышения их ликвидности на российских площадках. Мы полагаем, что в таком случае это должно привести к сужению спреда между ценой АДР и локальных акций (текущий спред превышает 40%). Кроме того, мы ожидаем, что грядущая финансовая отчетность компании за 1П10 (должна быть опубликована в сентябре) и последующие комментарии менеджмента должны приятно удивить рынок и обратить внимание инвесторов на привлекательную оценку ВБД.

Ключевые риски – макроэкономические параметры. Мы считаем, что в случае более слабых, чем ожидается будущих макроэкономических показателей и более медленного темпа восстановления потребления молочных продуктов и напитков, а также опережающего роста операционных издержек, наши прогнозы финансовых показателей ВБД могут оказаться завышенными. Однако в то же время в случае реализации более оптимистичного макропрогноза это может стать поводом для повышения наших оценок и рыночного консенсуса.

Вимм-Билль-Данн

БАЛАНС

US GAAP, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Денежные средства	249	288	342	412	556	833
Дебиторская задолженность	112	149	178	206	221	237
Запасы	191	239	285	328	351	374
Прочие оборотные активы	90	114	136	158	169	181
Итого оборотные активы	641	790	941	1 104	1 297	1 625
Основные средства	700	822	869	916	953	951
Нематериальные активы	39	35	35	35	35	35
Прочие внеоборотные активы	109	429	467	509	552	590
Итого внеоборотные активы	847	1 286	1 371	1 460	1 540	1 576
ВСЕГО АКТИВЫ	1 489	2 076	2 312	2 564	2 837	3 200
Краткосрочные займы	213	217	186	133	79	46
Прочие краткосрочные обязательства	243	605	738	886	992	1 090
Итого краткосрочные обязательства	456	822	925	1 019	1 070	1 137
Долгосрочные займы	286	314	269	192	113	67
Прочие долгосрочные обязательства	43	30	40	53	61	68
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	329	344	310	245	174	135
Доля миноритарных акционеров	9	12	14	17	21	26
Уставный и добавочный капитал	194	194	194	194	194	194
Прочее	(78)	12	14	17	21	26
Нераспределенная прибыль	587	704	870	1 090	1 377	1 709
Итого собственный капитал	703	909	1 078	1 301	1 592	1 928
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	1 489	2 076	2 312	2 564	2 837	3 200

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

US GAAP, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	2 181	2 731	3 276	3 790	4 066	4 350
Операционные расходы	(1 874)	(2 341)	(2 797)	(3 215)	(3 430)	(3 652)
ЕБИТДА	307	390	479	575	636	697
Износ и амортизация	105	125	140	156	173	187
Операционная прибыль	202	266	339	419	463	510
Доходы по процентам	5	5	5	5	5	5
Расходы по процентам	(34)	(58)	(50)	(36)	(21)	(12)
Доля миноритарных акционеров	1	2	2	3	3	4
Прочие доходы (расходы)	(14)	12	2	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	158	224	296	388	447	502
Налог на прибыль	(41)	(56)	(74)	(97)	(112)	(125)
Чистая прибыль	117	166	220	288	332	373

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

US GAAP, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	312	190	315	405	485	541
Инвестиционный денежный поток	(125)	(161)	(186)	(204)	(209)	(185)
Финансовый денежный поток	(187)	11	(75)	(131)	(133)	(79)
Чистый долг	250	243	114	(88)	(364)	(720)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-23%	25%	20%	16%	7%	7%
Рентабельность ЕБИТДА	14%	14%	15%	15%	16%	16%
Чистая рентабельность	5%	6%	7%	8%	8%	9%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.8	0.6	0.2	(0.2)	(0.6)	(1.0)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Фармстандарт Финансовое здоровье и амбиции роста

Фармстандарт, по нашему мнению, способен продемонстрировать значительный рост котировок акций во 2П10, отыгрывая слабую динамику в результате недавнего исключения из состава индекса MSCI Russia. Тем не менее, с фундаментальной точки зрения, бумаги компании остаются хорошей ставкой на перспективы роста отечественного фармацевтического рынка и реализацию государственной стратегии по увеличению импортозамещения. Прочная финансовая стабильность и способность генерировать положительный денежный поток для акционеров позволяет компании без труда финансировать органический рост и потенциальные сделки по слиянию и поглощению. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ ГДР и локальные акции Фармстандарта.

Недооцененный доступ на российский фармрынок. Наша целевая цена акций Фармстандарта на конец 2010 г., основанная на модели ДДП (WACC – 12.1%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), составляет \$134 за акцию (\$33.5 за ГДР) и подразумевает рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги компании. Сравнительная оценка Фармстандарта с сопоставимыми компаниями развивающихся рынков на основе прогнозного мультипликатора EV/EBITDA 2010 г. предполагает дисконт около 50%, что при этом не отражает перспектив будущего роста финансовых показателей Фармстандарта.

Сильные финансовые показатели за 1П10 и сделки M&A как факторы роста во 2П10. Мы ожидаем, что грядущая финансовая отчетность компании за 1П10 (ожидается в середине сентября 2010 г.) и традиционные комментарии менеджмента относительно перспектив дальнейшего развития должны привлечь внимание инвесторов к Фармстандарту. Напомним, что после недавнего исключения компании из индекса MSCI Russia, котировки ее бумаг оказались под давлением. Обладая высоким уровнем ликвидности, компания способна развиваться как органически, так и за счет сделок M&A, приобретая успешные продукты конкурентов, что может стать дополнительным источником роста финансовых показателей.

Риски связаны с ухудшением макроэкономических индикаторов и госрегулированием. Мы полагаем, что в случае более слабых, чем ожидается макроэкономических параметров во 2П10, которые оказывают непосредственное влияние на покупательную способность населения, наши оценки финансовых показателей Фармстандарта могут оказаться завышенными, хотя спрос на лекарственные препараты является более устойчивым по сравнению с другими категориями товаров. Мы также видим риски в усилении государственного регулирования в секторе, которое предполагает ограничение прямого продвижения лекарственных препаратов врачам, что может затруднить внедрение на рынок новых препаратов. Кроме того, с принятием закона об обращении лекарственных средств введена обязательная регистрация цен на жизненно важные лекарственные препараты, что также подразумевает контроль за размером торговых надбавок у дистрибьютеров и розничных сетей. Однако мы полагаем, что такие меры будут иметь гораздо меньшие негативные последствия для производителей, чем для импортеров, дистрибьютеров и аптечных сетей, принимая во внимание государственную стратегию развития отечественной фармацевтической отрасли, делающей ставку на увеличение отечественного производства и импортозамещение.

Фармстандарт		
	АО	ГДР
Тикер	PHST	PHST LI
Рекомендация	покупать	покупать
Цена, \$	72.7	23.0
Целевая цена, \$	134.0	33.5
Потенциал, %	84%	46%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg		PHST LI
Reuters		PHSTq.L
		ГДР
ГДР в обращении, млн		151.2
EV, \$ млн		2 645
MC, \$ млн		2 749
MIN 12 мес., \$		13.5
MAX 12 мес., \$		29.2
		ГДР
Кол-во акций на ГДР		1/4

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	759	711	863
ЕБИТДА	293	360	441
Чистая прибыль	216	265	329
EPS, \$	1.4	1.8	2.2
Рост выручки, %	31.6	-6.4	21.4
EPS рост, %	53.0	22.7	24.4
Маржа ЕБИТДА, %	38.6	50.7	51.2
Чистая маржа, %	28.4	37.3	38.2

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	12.7	10.4	8.3
EV/EBITDA	9.0	7.3	6.0

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ		
Augement Investments Limited		54.3%
GDRs		27.6%
Прочие		18.1%



Источники: LSE, PTC, оценка ТКБ Капитал

Фармстандарт

БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Денежные средства	130	336	600	937	1 334	1 762
Дебиторская задолженность	307	338	411	471	503	534
Запасы	91	72	85	96	102	107
Прочие оборотные активы	13	16	19	21	23	24
Итого оборотные активы	541	762	1 115	1 525	1 961	2 428
Основные средства	122	112	101	89	75	62
Нематериальные активы	204	202	198	193	188	183
Прочие внеоборотные активы	-	-	-	-	-	-
Итого внеоборотные активы	326	314	299	282	263	245
ВСЕГО АКТИВЫ	867	1 076	1 414	1 808	2 225	2 672
Краткосрочные займы	13	6	3	2	1	
Прочие краткосрочные обязательства	161	158	261	364	449	539
Итого краткосрочные обязательства	174	164	264	366	450	540
Долгосрочные займы	13	6	3	2	1	
Прочие долгосрочные обязательства	29	70	87	101	108	116
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	42	77	90	102	109	116
Доля миноритарных акционеров	14	14	14	14	14	14
Уставный и добавочный капитал	1	1	1	1	1	1
Прочее	()					
Нераспределенная прибыль	636	820	1 045	1 325	1 651	2 002
Итого собственный капитал	638	821	1 046	1 326	1 652	2 003
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	867	1 076	1 414	1 808	2 225	2 672

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	759	711	863	990	1 056	1 122
Операционные расходы	(466)	(351)	(421)	(480)	(509)	(538)
ЕБИТДА	293	360	441	510	547	584
Износ и амортизация	24	24	25	25	26	26
Операционная прибыль	269	336	417	485	521	558
Доходы по процентам	4	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(5)	(2)	(1)	()	()	()
Доля миноритарных акционеров	1	1	1	1	1	1
Прочие доходы (расходы)	3	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	272	331	412	480	516	552
Налог на прибыль	(56)	(66)	(82)	(96)	(103)	(110)
Чистая прибыль	216	265	329	384	413	442

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Чистая прибыль	216	265	329	384	413	442
Износ и амортизация	24	24	25	25	26	26
Прочее	(47)	(55)	(72)	(59)	(30)	(30)
Операционный денежный поток	193	234	282	350	408	438
Капвложения	(11)	(7)	(6)	(5)	(4)	(5)
Приобретения	-	-	-	-	-	-
Прочее	39	(7)	(6)	(5)	(4)	(5)
Инвестиционный денежный поток	28	(14)	(12)	(10)	(9)	(9)
Привлечение (выплата) займов	(53)	(13)	(6)	(3)	(2)	(1)
Продажа казначейских акций	-	-	-	-	-	-
Покупка казначейских акций	-	-	-	-	-	-
Дивиденды	-	-	-	-	-	-
Прочее	-	-	-	-	-	-
Финансовый денежный поток	(53)	(13)	(6)	(3)	(2)	(1)
Чистый долг	(104)	(324)	(594)	(933)	(1 333)	(1 761)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	32%	-6%	21%	15%	7%	6%
Рентабельность ЕБИТДА	39%	51%	51%	52%	52%	52%
Чистая рентабельность	28%	37%	38%	39%	39%	39%
Чистый долг/ЕБИТДА	(0.4)	(0.9)	(1.3)	(1.8)	(2.4)	(3.0)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Верофарм Импортозамещение в нишевом сегменте

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции Верофарма, инвестиции в которые позволяют сделать ставку на рост российского фармацевтического рынка и обеспечение государственной стратегии импортозамещения. Основными факторами роста бумаг компании во 2П10 станет ожидаемое улучшение финансовых показателей по итогам 1П10, что должно возобновить интерес инвесторов к акциям Верофарма.

Привлекательная оценка с потенциалом роста более 40%. Наша целевая цена акций компании на конец 2010 г. на уровне \$47 за акцию основана на модели ДДП (WACC равен 12.7%, темпы роста в постпрогнозируемом периоде – 3%), что предполагает потенциал роста на уровне 40% и подразумевает рекомендацию **ПОКУПАТЬ**. Сравнительная оценка акций Верофарма предполагает дисконт на уровне около 50% к компаниям-аналогам развивающихся рынков на основе прогнозного мультипликатора EV/EBITDA 2010 г.

Сильные финансовые результаты и перспективы роста. Мы ожидаем, что по итогам 1П10 Верофарм обнародует сильные финансовые результаты (в конце августа). По итогам года компания намерена показать темпы роста выручки выше рынка (по оценкам, компании, рост рынка составит около 20% в розничном сегменте в рублевом выражении), что в целом согласуется с нашим прогнозом роста выручки Верофарма на уровне 24% (в рублевом выражении). Также Верофарм намерен добиться показателя валовой маржи в 70% (наш текущий прогноз 68%) и рентабельности по EBITDA на уровне более 40% (наш прогноз 32%). Как видно, оценки менеджмента Верофарма являются более оптимистичными по сравнению с нашими ожиданиями и прогнозами рынка. Это означает, что в случае достижения компанией поставленных целей интерес инвесторов к Верофарму может возобновиться во 2П10.

Госрегулирование и макрориски. Риски более слабых, чем ожидается макроэкономических параметров во 2П10, являются общими для потребительского сектора и способны оказать непосредственное влияние на покупательную способность населения, хотя спрос на лекарственные препараты является более устойчивым по сравнению с другими категориями товаров. Другим источником беспокойства является усиление государственного регулирования в секторе, который предполагает обязательную регистрацию цен на жизненно важные лекарственные препараты и подразумевает контроль за размером торговых надбавок у дистрибьютеров и розничных сетей. Однако такие меры, по нашему мнению, будут иметь гораздо меньшие негативные последствия для производителей, чем для импортеров, дистрибьютеров и аптечных сетей, принимая во внимание государственную стратегию развития отечественной фармацевтической отрасли, делающей ставку на увеличение отечественного производства и импортозамещение.

Верофарм	
Тикер	АО VRPH
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	33.4
Целевая цена, \$	47.0
Потенциал, %	41%

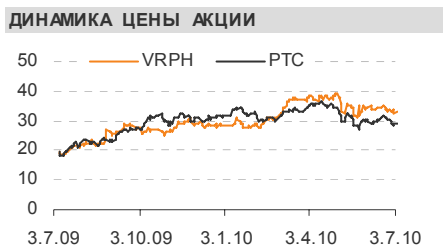
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	VFRM.RX
Reuters	VFRM.MM

Акций в обращении, млн	10.0
EV, \$ млн	356
MC, \$ млн	334
MIN 12 мес., \$	18.1
MAX 12 мес., \$	39.1
Кол-во акций на ГДР	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2009	2010П	2011П
Выручка	138	183	223
EBITDA	44	57	71
Чистая прибыль	35	39	50
EPS, \$	3.5	3.9	5.0
Рост выручки, %	-20.0	32.4	21.5
EPS рост, %	-5.4	12.6	27.7
Маржа EBITDA, %	31.6	31.4	31.9
Чистая маржа, %	25.2	21.5	22.6

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	9.6	8.5	6.7
EV/EBITDA	8.1	6.2	5.0

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Legat Investments Limited	26.9%
Glazar Limited	24.9%
Прочие	48.2%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Верофарм

БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Денежные средства	10	7	17	37	71	112
Дебиторская задолженность	138	176	201	228	242	255
Запасы	35	33	39	45	47	50
Прочие оборотные активы	-	-	-	-	-	-
Итого оборотные активы	183	215	258	309	360	418
Основные средства	26	34	41	48	54	59
Нематериальные активы	11	12	13	13	14	14
Прочие внеоборотные активы	-	-	-	-	-	-
Итого внеоборотные активы	38	46	53	61	67	73
ВСЕГО АКТИВЫ	221	261	312	370	427	491
Краткосрочные займы	29	26	13	12	9	7
Прочие краткосрочные обязательства	19	20	35	47	53	59
Итого краткосрочные обязательства	49	46	49	59	62	66
Долгосрочные займы	3	11	20	18	13	11
Прочие долгосрочные обязательства	2	2	2	2	2	2
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	6	13	22	20	16	13
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал						
Прочее				()	()	()
Нераспределенная прибыль	166	201	240	291	349	412
Итого собственный капитал	167	202	241	291	349	412
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	221	261	312	370	427	491

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	138	183	223	252	267	283
Операционные расходы	(95)	(126)	(152)	(171)	(181)	(192)
ЕБИТДА	44	57	71	81	86	91
Износ и амортизация	4	3	4	4	5	5
Операционная прибыль	40	54	67	76	81	86
Доходы по процентам	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(2)	(5)	(4)	(3)	(2)	(2)
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	(1)	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	37	49	63	73	79	84
Налог на прибыль	(2)	(10)	(13)	(15)	(16)	(17)
Чистая прибыль	35	39	50	58	63	67

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	(1)	13	27	35	53	58
Инвестиционный денежный поток	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Финансовый денежный поток	7	4	(4)	(4)	(7)	(4)
Чистый долг	22	30	16	(7)	(48)	(94)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

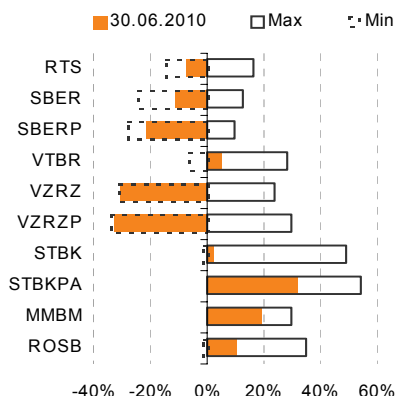
%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-20%	32%	22%	13%	6%	6%
Рентабельность ЕБИТДА	32%	31%	32%	32%	32%	32%
Чистая рентабельность	25%	21%	23%	23%	24%	24%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.5	0.5	0.2	(0.1)	(0.6)	(1.0)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Мария Кальварская m.kalvarskaia@tkbc.ru

Банковский сектор На пути к росту

Акции банков с начала года



Источник: РТС, ММББ, оценки ТКБ Капитал

Стабилизация кредитного качества позволила российским банкам улучшить финансовые результаты. Снижение процентных ставок, напротив, привело к ухудшению марж, а активность на кредитном рынке тем временем оставалась вялой. Цикл снижения процентных ставок, на наш взгляд, достиг «дна» в мае–июне текущего года, на этих уровнях и стабилизируются ставки. Спрос на кредиты начнет расти во 2П10 на фоне повышения экономической активности, однако прогнозы темпов роста на 2010 г. понижены в свете замедления восстановления экономики. Сбербанк сохраняет место нашего фаворита в банковском секторе. Динамика же менее ликвидных его представителей – банков «Возрождение» и «Санкт-Петербург» – будет зависеть, на наш взгляд, от их результатов. Мы подтверждаем нашу рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акции Сбербанка и банка «Санкт-Петербург» и **ДЕРЖАТЬ** акции ВТБ, который представляется более рискованным по сравнению с крупнейшим банком страны.

С ростом активов и избытком ликвидности... С начала 2010 г. суммарные активы российских банков выросли на 1% благодаря притоку средств клиентов, что способствовало увеличению портфеля ценных бумаг.

...спрос на кредиты оставался низким. Как мы и ожидали, первое полугодие не принесло увеличения кредитных портфелей банка, которые выросли на 0.5-1% с начала 2010 г. Значительные размеры погашений и малый объем новых кредитов стали причинами отрицательного роста кредитных портфелей.

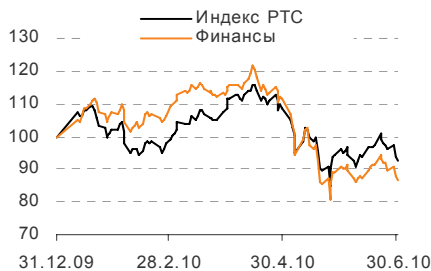
Снижение процентных ставок оказало давление на маржи. В результате избытка ликвидности и стабилизации экономической ситуации процентные ставки сократились с 13.6% до 11.4% по рублевым кредитам юрлицам, вследствие чего ухудшилась рентабельность банков. В таких условиях рынок опередят те банки, которые покажут эффективность контроля над расходами.

Стабилизация кредитного качества – поддержка чистой прибыли. Начало 2010 г. выдалось удачным для банков на фоне низкой сравнительной базы 1К09. Существенное сокращение отчислений в резервы позволили банкам улучшить результаты.

Рынок, а не государство определит развитие. В 2010 г. роль государства в банковском секторе сократилась по мере уменьшения поддержки банков и спада давления со стороны властей. Политика процентных ставок, направленная на сдерживание инфляции, в некоторой степени влияет на ставки, но непосредственно их не определяет.

В 2010 г. рост будет ограничен. По нашим оценкам, рост совокупных банковских активов в 2010 г. составит 10–12% и ускорится во 2П10. Активы банков за 5М10 увеличились лишь на 1%. Низкая бизнес-активность и слабый спрос на кредиты обусловили замедленное восстановление.

Сбербанк – наш фаворит. В банковской сфере Сбербанк, по нашему мнению, является наиболее перспективной ставкой. Прочная база фондирования, жесткий контроль над расходами, стабильное кредитное качество и хорошие маржи – всё это стоит за солидными финансовыми результатами. Между тем оживление рынка кредитования будет стимулировать рост активов. Запуск программы DR окажет поддержку котировкам банка. Наша прогнозная цена акций Сбербанка повышена до \$3.5 и \$2.9 за одну обыкновенную и привилегированную акцию соответственно (наши предыдущие прогнозы – \$3.05 и \$2.30).

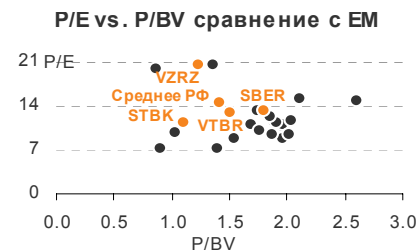


Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

ПОКУПАТЬ акции банков «Возрождение» и «Санкт-Петербург» и **ДЕРЖАТЬ** акции ВТБ, но динамика котировок будет зависеть от рыночной конъюнктуры. Начало нынешнего года бросило вызов банкам «Возрождение» и «Санкт-Петербург» в условиях снижения марж, под давлением кредитных рисков и роста конкуренции. Финансовые результаты ВТБ определялись в большей степени торговыми операциями, что также повышает риски в отношении дальнейшей динамики его показателей. Экономическое восстановление будет способствовать расширению кредитного портфеля ВТБ и стабилизации прибыли, но существующие риски ограничат темпы роста его котировок.

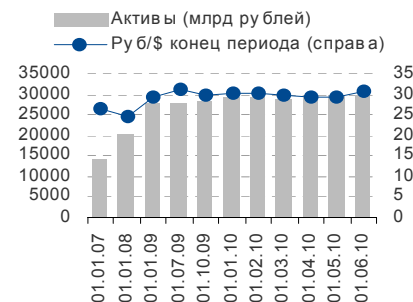
Изменение структуры активов, признаков роста не видно. Объем российских банковских активов оставался почти неизменным с начала года, прибавив 1% за 5М10. Погашение текущих кредитов и низкий спрос на новые стали причиной сокращения совокупного кредитного портфеля. В то же время часть средств перешла в портфель ценных бумаг, который вырос на 18.5% с начала года. Банки также увеличили ликвидные средства, которые пойдут на расширение кредитной активности, когда восстановится спрос.

Спрос на кредиты остается низким. Как мы и предполагали, первое полугодие не порадовало ростом кредитного портфеля, который, вырос лишь на 0.5-1% с начала 2010 г. Этому способствовали значительные погашения и малый объем новых кредитов. Крупные банки заявляли об улучшении ситуации в мае, что явно хороший знак, но пока сложно говорить о начале устойчивой тенденции. Мы ожидаем улучшения финансовых показателей во 2П10, стабилизация экономической ситуации и низкие процентные ставки будут стимулировать спрос на новые кредиты.



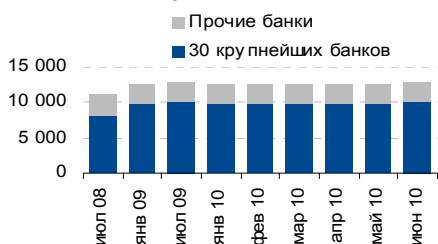
Источник: Bloomberg, оценки ТКБ Капитал

Активы российских банков и динамика валютных курсов



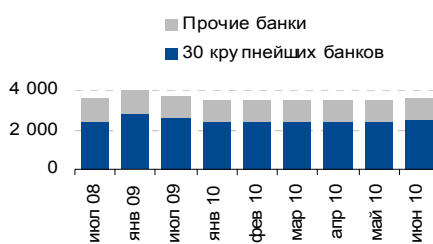
Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Кредиты нефинансовым организациям



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

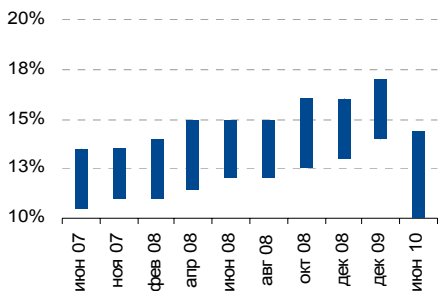
кредиты физлицам



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

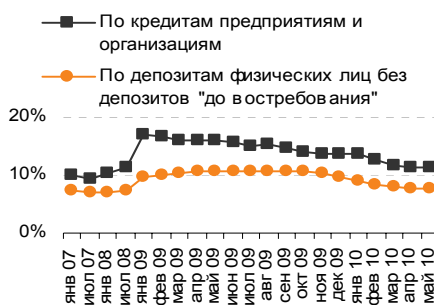
Дешевое финансирование в достаточном объеме. В течение 4М10 наблюдался стабильный приток средств клиентов. Так, с начала 2010 г. средства физлиц и юрлиц выросли на 5.8%. Банки постоянно сокращали долю средств ЦБ, ставших дорогостоящим финансовым ресурсом на фоне избытка ликвидности на рынке. Доля средства ЦБ сократилась до 1.5% от суммарных пассивов против 4-12% в 2009 г. Таким образом, большинство российских банков вступают во 2П10 с достаточным объемом средств и ликвидности, которые будут использовать для финансирования активных операций.

Лучшие ставки по депозитам в РФ (1 год), %



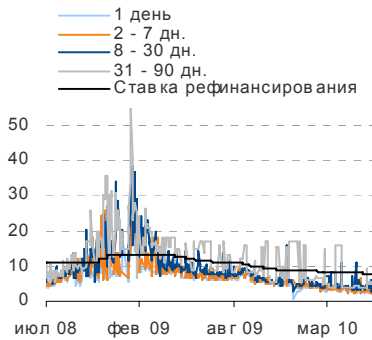
Источники: Рейтинг РБК (100 банков), оценка ТКБ Капитал

Средние процентные ставки банков РФ, %



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Процентные ставки ЦБ РФ



Источники: Данные ЦБ РФ, оценка ТКБ Капитал

Уменьшение процентных ставок оказало давление на маржи. В результате избытка ликвидности и стабилизации экономической ситуации процентные ставки сократились по рублевым корпоративным кредитам, вследствие чего ухудшилась рентабельность банков. Средние процентные ставки по розничным депозитам упали с 9.7% до 7.6%. По данным крупных банков, чистая процентная маржа опустилась на 50-100 б.п. по сравнению с 4Q09. В то же время результаты оказались лучше, чем в 1Q09 благодаря более благоприятной обстановке на денежном рынке.

Снижение Центробанком ставки рефинансирования определяет тренд. В 2010 г. ЦБ РФ три раза понижал ключевой процентный ориентир – с 8.5% до 7.75%. Эти изменения отражают конъюнктуру рынка в целом (избыточная ликвидность и снижение финансовых рисков), а также необходимые предпосылки восстановления экономики. Кроме того, ЦБ РФ и правительство приняли решение понизить ставки по субординированным кредитам, выданным в 2009 г. – на 1.5–2.0 п.п. до 6.5–7.5%. Более низкая стоимость финансирования позволит банку расширить кредитную активность, но влияние на их финансовые показатели будет достаточно умеренным.

Выиграют банки с жестким контролем над расходами. Сокращение расходов в период кризиса предопределило улучшение показателей эффективности банков, продолжающих держать расходы под контролем и показывающих высокие показатели Расходы/Доходы на уровне 20-40%. Однако мы бы обратили внимание на соотношение операционных затрат к активам, выступающее ориентиром эффективности банковских операций. Мы полагаем, что тенденция, свидетельствующая о сокращении марж, продолжится, при этом развитие финансовой системы и эффективный контроль над расходами будут главным факторами, определяющими способность банков генерировать стабильную прибыль.

Стабилизация кредитного качества – поддержка чистой прибыли. Основная проблема, с которой столкнулись банки в 2009 г., стало ухудшение кредитного качества, что потребовало создания дополнительных резервов. Затем, в 1П10, ситуация стабилизировалась, но доля просроченной задолженности банков увеличилась с 5.1% на начало 2010 г. до 5.6% в июне. Уменьшение кредитных рисков привело к сокращению резервов, что, в свою очередь, позволило увеличить прибыль. Согласно ранее озвученным банками прогнозам, резервы должны были достичь пика в 1П10, однако сейчас оценки несколько изменились, и вряд ли прогнозы оправдаются во 2П10. Риски по-прежнему существуют, что требует дополнительных резервов, и последние данные это подтверждают. Медленный рост кредитного портфеля также является причиной увеличения доли неработающих кредитов несмотря на стабилизацию кредитного качества.

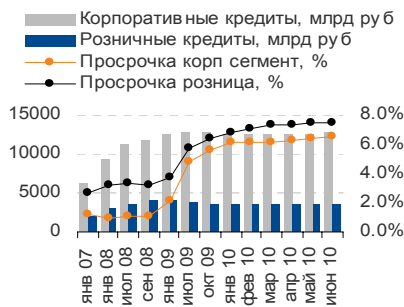
В 2010 г. рост будет ограничен. По нашим оценкам, рост совокупных банковских активов в 2010 г. составит 10–12% и ускорится во 2П10. Активы банков за 4М10 увеличились лишь на 0.5%. Низкая деловая активность и слабый спрос на кредиты обусловили медленное восстановление. В то же время, динамика кредитных портфелей банков в мае-июне бфла лучше, чем в первые месяцы 2010 года. Значительная часть дорогих кредитов, взятых в 2009 году, уже была рефинансирована, что также будет поддерживать рост кредитных портфелей во втором полугодии. Изменение политики процентных ставок в части повышения доходов по розничным депозитам также могут свидетельствовать о растущем спросе на кредиты, что требует дополнительного финансирования. Так, банки подошли ко 2П2010 подготовленными к более быстрому росту кредитования, обладая значительным запасом ликвидности и достаточным капиталом, тогда как риски на рынке постепенно снижаются.

Отношение операционных затрат к доходам и активам, 2010П



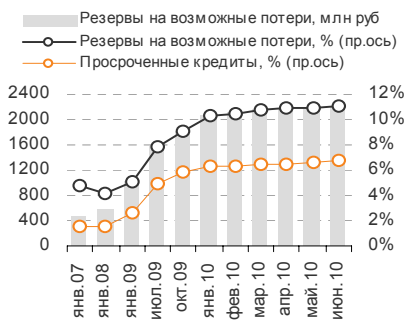
Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Кредиты нефинансовый сектор



Источники: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Резервы на возможные потери



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Долгосрочные перспективы развития. В более долгосрочной перспективе развитие российской банковской системы будет определяться низким уровнем проникновения банковских услуг, в особенности, в розничном сегменте. Другой аспект развития финансового сектора – процесс консолидации банковской системы, который приведет к сокращению количества банков в России, повышению качества предоставляемых услуг и снижению конкуренции среди небольших банков. Мы сохраняем позитивный взгляд на банковский сектор, результаты которого будут отражать восстановление экономики страны и рост потребления, при этом мы отдаем предпочтение наиболее ликвидным акциям, которые могут выглядеть лучше рынка.

Банковский акции – лидер прежний. В нашей стратегии на 2010 год мы рекомендовали покупать обыкновенные акции Сбербанка, банка Возрождение и банка Санкт-Петербург. Несмотря на высокую волатильность акций, Сбербанк оправдал наши прогнозы в части результатов и ожиданий на будущее. При этом Банк Возрождение и банк Санкт-Петербург продемонстрировали более слабые результаты, что оказало давление на их акции. Акции ВТБ по-прежнему торгуются с дисконтом к Сбербанку, и мы не ожидаем, что акции будут выглядеть значительно лучше рынка в ближайшее время в отсутствие позитивных новостей. Таким образом, в течение 1П2010 мы понизили наши оценки и прогнозы по акциям банка Возрождение и банка Санкт-Петербург. Восстановление роста во 2П2010 окажет поддержку бумагам сектора, при этом нашим топ пиком остаются акции Сбербанка.

Сравнительная оценка

Банк	P/E			P/BV		
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П
Сбербанк	61.5	12.7	6.9	2.1	1.7	1.4
ВТБ	отр	12.3	9.1	1.4	1.4	1.2
Банк Санкт-Петербург	47	10.8	6.1	1.1	1	0.8
Банк Возрождение	20.4	18.7	6	1.2	1.1	0.9
Медиана	47	12.5	6.5	1.3	1.2	1.0
Среднее	40.9	12.5	8	1.7	1.5	1.3

Развитые рынки

Медиана	15.40	8.72	6.58	0.88	0.76	0.71
Среднее	15.65	9.76	6.85	0.88	0.82	0.76

Развивающиеся рынки

Медиана	12.93	11.25	9.43	2.01	1.86	1.62
Среднее	177.94	12.08	9.63	1.96	1.81	1.61

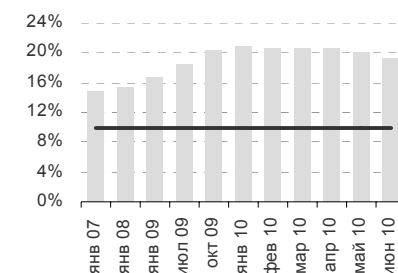
Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Величина, млрд руб	2009	2010П	2011П
Активы	29430	32962	37906
Собственный капитал	3766	4143	4764
Кредиты	19847	22819	27090
Кредиты физ лицам	3574	4217	4976
Кредиты юр лицам	12542	14423	17308
Средства клиентов	17131	19701	23641
Средства физ лиц	7485	9356	11228
Депозиты юр лиц	5467	6014	6916

Темпы роста	2009	2010П	2011П
Активы	5.0%	12.0%	15.0%
Собственный капитал	21.1%	10.0%	15.0%
Кредиты в всего	-0.2%	15.0%	18.7%
Кредиты физ лицам	-7.0%	18.0%	18.0%
Кредиты юр лицам	0.3%	15.0%	20.0%
Средства клиентов	16.2%	15.0%	20.0%
Депозиты физ лиц	26.7%	25.0%	20.0%
Депозиты юр лиц	10.6%	10.0%	15.0%

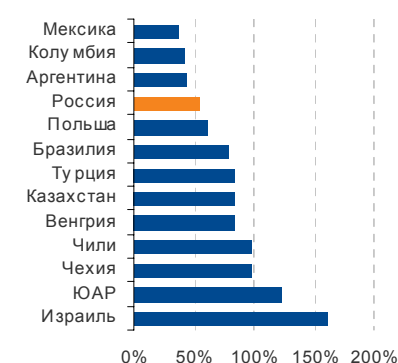
Источник: Данные ЦБ РФ, Оценка ТКБ Капитал

Достаточность капитала банков Н1



Источники: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Активы/ВВП



Источник: Данные ЦБ РФ, ВМ, оценки ТКБ Капитал

Сбербанк		
	АО	АП
Тикер	SBER	SBERP
Рекомендация	покупать	покупать
Цена, \$	2.33	1.70
Целевая цена, \$	3.50	2.90
Потенциал, %	50%	71%

ДАнные об акциях		
	SBER RU	SBERP
Bloomberg	SBER RU	SBERP
Reuters	SBER.RTS	SBERP
Акции в обращении, млн	21 588	1 001
МС, \$ млн	52 002	-
MIN 12 мес., \$	1.05	0.65
MAX 12 мес., \$	3.06	2.05

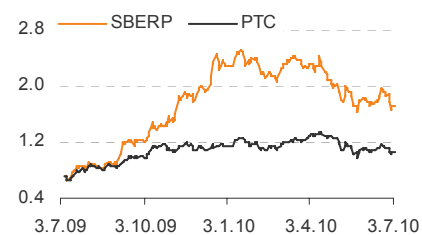
ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн рублей			
	2009	2010П	2011П
Процент. доход	814 962	802 597	884 897
ЧПД	502 717	461 958	509 964
Чистая прибыль	24 396	119 816	220 446
СК	779 111	870 363	1 062 343
EPS руб.	1.13	5.55	10.21
ПД рост, %	32	-2	10
EPS рост, %	-75	390	84
ROAE	3%	14%	21%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/BV	2.1	1.7	1.4
P/E	61.5	12.7	6.8
Кредиты/Депозит	85%		
P/B тек.	1.7		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ		
ЦБ РФ		58%
Прочие		42%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Сбербанк В статусе лидера

Мы повышаем нашу прогнозную цену обыкновенных акций Сбербанка с \$3.05 до \$3.5 и подтверждаем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ. Сильные операционные результаты за 2009 г. и 1К10 вкупе с эффективным контролем над расходами и улучшением качества кредитного портфеля обеспечит поддержку котировкам Сбербанка. Консервативные прогнозы на 2010 г. отражают текущую ситуацию на рынке, в то время как опубликованные показатели (за 2009 г. и 1К10 по МСФО) позволяют надеяться на значительное улучшение уже в 2010 г.

Рост кредитного портфеля будет сдержанным в 2010 г., качество кредитного портфеля стабилизируется. Согласно прогнозам менеджмента Сбербанка, увеличение кредитного портфеля составит 10–15%. По нашим оценкам, кредитный портфель в среднем увеличится на 16% в 2010–2014 гг., при этом рост объема розничных кредитов будет более высоким на фоне растущего потребления и повышения активности в сегменте ипотечного кредитования. В конце 1К10 доля плохих кредитов достигла 8.9% от суммарного кредитного портфеля, тогда как доля созданных резервов – 11.7%. В 2010 г., по прогнозам Сбербанка, объем резервов увеличится до 12–14%. Согласно нашим оценкам, доля резервов на конец 2010 г. составит 13%, но в последующие периоды ожидается их сокращение благодаря улучшению кредитного качества и расширению кредитного портфеля.

Портфель ценных бумаг – замена кредитам и ликвидным средствам. Если в 2009 г. Сбербанк увеличил кредитный портфель, купив корпоративные облигации в качестве альтернативы кредитам компаниям, то в 1К10 увеличение объема ценных бумаг объясняется главным образом приобретением облигаций ЦБ РФ и ОФЗ, тогда как доля корпоративных облигаций сократилась с 28% до 21%. Часть этих средств, по нашему мнению, будет направлена на расширение кредитной деятельности, как только восстановится спрос или будут погашены субординированные займы.

Стабильная база фондирования. Средства клиентов составили 85% от суммарных пассивов и незначительно выросли в 1К10. Соотношение кредитов к депозитам равнялось 86% в 1К10 против 100% до кризиса. Во 2К10 Сбербанк выплатил 200 млрд руб. по субординированному займу объемом 500 млрд руб., который стал дорогим источником финансирования для банка. Во 2П10 ЦБ РФ и монетарные власти приняли решение понизить процентные ставки по субординированным кредитам, что позволит банкам сократить расходы на их обслуживание, но Сбербанку все еще может погасить оставшуюся сумму займа.

Ухудшение маржи, сокращение отчислений в резервы и жесткий контроль над расходами определяют чистую прибыль. ЧПМ в 2010 г. потеряет 100–150 б.п. с уровня 2009 г. и тем не менее останется на достаточно хорошем уровне в 6.1–6.3%. Суммарные резервы за период сократятся более чем на 50%, способствуя росту прибыли. Показатель Расходы/Доходы составит чуть более 40%, а соотношение операционных затрат к суммарным активам – около 3%. Мы прогнозируем чистую прибыль Сбербанка на уровне 120 млрд руб. в 2010 г., тогда как банк ожидает 100 млрд руб.

Восстановление рынка, опционная программа и программа DR – главные локомотивы роста. Учитывая накопленный спрос на кредиты, активность на этом рынке, по нашему мнению, ощутимо возрастет во 2П10. В настоящее время у Сбербанка нет каких-либо законодательных ограничений для запуска программы DR. В то же время текущая рыночная конъюнктура не выглядит благоприятной, поэтому Сбербанк вернется к вопросу о листинге во 2П10. По данным менеджмента, потребуется 4–5 недель с момента принятия окончательного решения в отношении листинга до того, как на рынке начнутся торги его ГДР. Опционная программа все еще находится в стадии обсуждения, но может быть одобрена уже в этом году и тогда окажет поддержку котировкам Сбербанка.

Наша прогнозная цена обыкновенной акции составляет \$3.5, привилегированной – \$2.9, рекомендация ПОКУПАТЬ. Для оценки стоимости акций мы использовали модель избыточной отдачи на капитал. Мы пересмотрели прогнозную цену обыкновенных акций с учетом изменений в финансовых прогнозах и меньшей премии за страновой риск в модели. Мы применили 18-процентный дисконт привилегированных акций к обыкновенным, поскольку циркулирующая в СМИ информация относительно возможной конвертации акций пока не подкреплена никакими действиями со стороны банка. К рискам, с учетом которых мы можем скорректировать нашу финансовую модель Сбербанка, относится ухудшение макроэкономической обстановки и снижение процентных ставок по кредитам, что окажет давление на маржи. Акции Сбербанка торгуются с прогнозами P/BV на 2010 и 2011 гг., равными соответственно 1.7 и 1.4, тогда как показатели сопоставимых банков развивающихся стран составляют 0.8 и 0.76 и развитых – 1.8 и 1.6. Исходя из нашей оценки, прогноз P/BV на 2011 г. 2.1

БАЛАНС

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Кредиты и авансы клиентам	4 864 031	5 392 336	6 660 342	8 034 721	9 487 674	10 895 815
Ценные бумаги	1 061 436	1 128 623	1 160 124	1 195 895	1 236 531	1 282 713
Средства в других банках	10 219	12 263	14 715	17 658	21 190	25 428
Прочие активы	1 169 380	1 211 301	1 303 355	1 261 042	1 235 225	1 334 146
ВСЕГО АКТИВЫ	7 105 066	7 744 522	9 138 536	10 509 316	11 980 621	13 538 101
Средства клиентов	5 438 871	5 911 777	6 945 526	7 930 982	8 936 893	10 004 591
Выпущенные долговые ценные бумаги	124 599	206 225	323 048	414 993	519 587	581 662
Средства других банков	53 947	68 742	96 914	138 331	155 876	174 499
Прочие обязательства	709 547	687 416	710 705	737 766	779 380	872 493
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	6 326 964	6 874 159	8 076 193	9 222 073	10 391 736	11 633 245
Уставный капитал	87 742	87 742	87 742	87 742	87 742	87 742
Эмиссионный доход	232 493	232 493	232 493	232 493	232 493	232 493
Резервы	54 942	55 540	55 540	55 540	55 540	55 540
Нераспределённая прибыль	403 934	494 588	686 568	911 469	1 213 110	1 529 081
ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	779 111	870 363	1 062 343	1 287 244	1 588 885	1 904 856
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	7 106 075	7 744 522	9 138 536	10 509 316	11 980 621	13 538 101

КАЧЕСТВО АКТИВОВ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Просроченная задолженность	462 727	611 964	590 050	522 739	504 475	459 838
Резервы	579 814	727 307	715 278	677 592	601 820	600 125
Просроченная задолженность/всево кредитов	8.5%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	4.0%
Резервы/Просроченная задолженность	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Процентные доходы	814 962	802 597	884 897	1 007 001	1 128 699	1 244 593
Процентные расходы	312 245	340 639	374 933	417 372	483 639	520 073
Чистые процентные доходы	502 717	461 958	509 964	589 629	645 060	724 520
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(388 932)	(174 454)	(74 556)	(18 558)	28 334	(14 648)
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	36 463	10 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Чистые комиссионные доходы	101 089	101 737	122 453	143 691	165 821	188 104
Прочие доходы	7 804	7 258	1 622	(4 986)	12 409	13 138
Административные и прочие операционные расходы	(229 277)	(256 729)	(288 926)	(336 430)	(392 084)	(442 368)
Прибыль до налогообложения	29 864	149 770	275 557	378 346	464 540	473 746
Налог на прибыль	(5 468)	(29 954)	(55 111)	(75 669)	(92 908)	(94 749)
Чистая прибыль	24 396	119 816	220 446	302 677	371 632	378 997

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Темп роста чистых процентных доходов	33%	-8%	10%	16%	9%	12%
Рост чистых комиссионных доходов	17%	1%	20%	17%	15%	13%
Чистая процентная маржа	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Затраты/доходы	35%	44%	45%	46%	47%	48%
ROAE	3%	14%	21%	24%	23%	20%
Кредиты/Активы	68%	70%	73%	76%	79%	80%
Депозиты/Обязательства	86%	86%	86%	86%	86%	86%
Кредиты/Депозиты	89%	91%	96%	101%	106%	109%
СК/Активы	11%	11%	12%	12%	13%	14%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

ВТБ Приблизился к стратегическим целям

Мы подтверждаем нашу рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акции ВТБ с прогнозной ценой \$0.0026 (\$5.2 за GDR). В мае банк обнародовал новую стратегию развития, направленную на увеличение доли на рынке и удвоение к 2013 г. кредитного портфеля, что выглядит амбициозными планами. Давление на процентные маржи, слабый рост кредитов в 1П10 и структура выручки ограничивают потенциал роста в нынешнем году. По мере улучшения ситуации на финансовом рынке мы ожидаем роста спроса на бумаги банка.

Объем кредитов увеличится на 10–15% в 2010 г., но экспансия откладывается на 2П10. По оценкам ВТБ, кредиты вырастут на 10–15% в 2010 г. Мы полагаем, что темпы роста окажутся близкими к нижней границе этого диапазона. ВТБ сообщил о росте спроса на новые кредиты, наблюдавшемся в мае – это позитивный признак, – но не о тенденции всего рынка. Более агрессивное развитие в будущем может оказать давление на маржи, принимая во внимание высокую конкуренцию на рынке и стоимость финансовых ресурсов.

Высокодоходные продукты и дешевое финансирование окажут поддержку прибылям... Чистая процентная маржа (ЧПМ) в 1К10 практически не изменилась по сравнению с 4К09 и составила 5.2%. По итогам года мы прогнозируем более низкие показатели (на уровне 4.8–5.0%). Согласно ожиданиям банка, процентные ставки стабилизируются на уровне 2К10, однако, на наш взгляд, переоценка кредитов и пассивов может негативно сказаться на маржах. В то же время банк продвигает новые высокодоходные продукты с целью повысить доходность и поддержать эффективность бизнеса. Соответственно, чистый процентный доход вырастет незначительно в годовом выражении преимущественно благодаря новым кредитам, высокодоходным продуктам и подешевевшему по сравнению с 2009 г. финансированию.

...сокращение резервов и эффективный контроль над расходами приведут к росту чистой прибыли. Благодаря стабилизации качества кредитного портфеля ВТБ сократил резервы. Банк прогнозирует снижение стоимости риска до докризисного уровня. По нашим оценкам, суммарные резервы составят 10.0–10.5% от совокупного объема кредитов благодаря увеличению кредитного портфеля. Контроль над расходами по-прежнему является одним из приоритетов ВТБ. Таким образом, коэффициент Расходы/Доходы мы ожидаем примерно на уровне 43% в 2010 г. (по оценкам ВТБ, 40%). Банк планирует существенно расширить сеть филиалов, при этом сохраняя расходы на низком уровне, что потребует значительного увеличения выручки. На наш взгляд, эффект от этого вряд ли будет ощутим уже в нынешнем году, в то время как оценка банка будет зависеть от восстановления кредитного рынка или способности ВТБ повышать показатель рентабельности активов.

Инвестиционный бизнес должен обеспечить стабильный доход, часть которого – доход от торговых операций. Свыше 50% дохода от инвестиционной деятельности ВТБ получает от клиентских операций, при этом он напрямую не относится к операциям на фондовом рынке. Мы придерживаемся достаточно консервативного прогноза дохода от инвестиционной деятельности, учитывая волатильность на рынке и неоднозначный характер самого дохода.

Прогнозируемого ROAE банк достигнет по прошествии 2010 г. Мы ожидаем, что по итогам 2010 г. банк покажет чистую прибыль в размере 53 млрд руб. против убытков годом ранее. Это соответствует ROAE в 10% против прогнозируемых 15–20% на следующие годы. На наш взгляд, у ВТБ есть все шансы достичь поставленных целей, но сейчас акции ВТБ выглядят менее привлекательными в сравнении с бумагами Сбербанка.

Опционная программа и восстановление рынка – главные катализаторы роста, но от рисков никуда не деться. Сообщения об опционной программе для менеджмента ВТБ и позитивные сдвиги на кредитном рынке могут способствовать росту котировок акций банка. В настоящее время ВТБ по P/BV (1.4 против 1.6 в среднем секторе) выглядит недооцененным, хотя по P/E акции оценены справедливо по сравнению с конкурентами. Мы подтверждаем нашу рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акции ВТБ и считаем качество кредитного портфеля, структуру выручки и низкий спрос на кредиты основными рисками для банка.

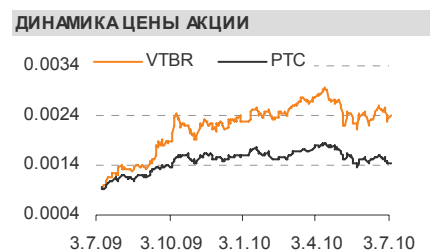
ВТБ		
	АО	ГДР
Тикер	VTBR	VTBR LI
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
Цена, \$	0.0023	4.71
Целевая цена, \$	0.0026	5.20
Потенциал роста	13%	10%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	VTBR RU	
Reuters	VTBR.MM	
Акции в обращении, млрд	АО	GDR
	10 461	
MC, \$ млн	24 059	
MIN 12 мес., \$	0.00095	
MAX 12 мес., \$	0.00268	
Акции за GDR	2000	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн рублей			
	2009	2010П	2011П
Процент. доход	373 700	370 283	409 680
ЧПД	152 200	165 701	177 981
Чистая прибыль	-59 600	52 833	93 161
СК	502 223	536 798	587 183
EPS руб.	отр.	0.0051	0.009
ПД рост, %	41	0	11
EPS рост, %		-	-2
ROAE	отр.	10%	17%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/BV	1.4	1.4	1.2
P/E	отр.	12.3	9.1
Кредиты/Депозит	147%		
P/B тек.	1.4		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
РФФИ	85.50%
Прочие	14.50%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Кредиты и авансы клиентам	2 309 900	2 636 178	3 177 788	3 553 321	4 034 869	4 591 534
Ценные бумаги	400 700	426 205	476 247	520 673	558 675	582 024
Средства в других банках	345 600	276 480	276 480	276 480	276 480	248 832
Прочие активы	554 600	560 801	476 106	540 874	559 372	549 947
ВСЕГО АКТИВЫ	3 610 800	3 899 664	4 406 620	4 891 349	5 429 397	5 972 337
Средства клиентов	1 568 800	1 744 065	2 010 922	2 344 617	2 777 700	3 257 399
Выпущенные долговые ценные бумаги	485 700	496 252	528 886	557 290	562 800	571 980
Средства других банков	287 000	301 350	316 418	332 238	348 850	366 293
Прочие обязательства	756 777	810 900	952 912	974 128	961 462	875 196
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 098 277	3 352 566	3 809 138	4 208 273	4 650 812	5 070 868
Уставный капитал	113 064	113 064	113 064	113 064	113 064	113 064
Эмиссионный доход	358 500	358 500	358 500	358 500	358 500	358 500
Казначейские акции	(441)	(441)	(441)	(441)	(441)	(441)
Нереализованная прибыль	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400
Резервы	25 000	25 200	18 200	18 200	18 200	18 200
Нераспределенная прибыль	2 700	37 074	94 459	180 052	275 561	398 445
ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	502 223	536 798	587 183	672 775	768 285	891 168
Доля меньшинства	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	3 610 800	3 899 664	4 406 620	4 891 349	5 429 397	5 972 337

КАЧЕСТВО АКТИВОВ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Просроченная задолженность	249 390	292 652	276 687	268 179	258 466	217 111
Резервы	234 900	290 342	280 799	277 801	272 898	233 165
Просроченная задолженность/всего кредитов	9.8%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	4.5%
Резервы/Просроченная задолженность	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Процентные доходы	373 700	370 283	409 680	436 879	474 328	505 042
Процентные расходы	(221 500)	(204 582)	(231 700)	(233 433)	(256 915)	(269 035)
Чистые процентные доходы	152 200	165 701	177 981	203 445	217 413	236 007
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(154 700)	(57 752)	(3 638)	(6 535)	(2 204)	31 663
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	(39 900)	10 000	4 000	15 000	14 000	12 500
Чистые комиссионные доходы	21 000	21 901	28 538	32 439	40 875	47 094
Прочие доходы	33 300	8 281	3 157	4 438	11 259	11 611
Административные и прочие операционные издержки	(80 200)	(82 089)	(93 586)	(105 184)	(118 543)	(134 604)
Прибыль до налогообложения	(68 300)	66 041	116 451	143 603	162 801	204 271
Налог на прибыль	8 700	(13 208)	(23 290)	(28 721)	(32 560)	(40 854)
Чистая прибыль	(59 600)	52 833	93 161	114 882	130 240	163 417

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Темп роста чистых процентных доходов	23%	9%	7%	14%	7%	9%
Рост чистых комиссионных доходов	9%	4%	30%	14%	26%	15%
Чистая процентная маржа	5%	5%	5%	5%	4%	4%
Затраты/доходы	43%	45%	44%	45%	47%	0%
ROAE	отр.	10%	17%	18%	18%	20%
Кредиты/Активы	64%	68%	72%	73%	74%	77%
Депозиты/Обязательства	51%	52%	53%	56%	60%	64%
Кредиты/Депозиты	147%	151%	158%	152%	145%	141%
СК/Активы	14%	14%	13%	14%	14%	15%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Банк «Санкт-Петербург» Эффективность vs. риски

Банк «Санкт-Петербург» по-прежнему является наиболее эффективным банком, но в то же время его активность в сегменте малого и среднего бизнеса и региональные клиенты влекут за собой относительно высокие кредитные риски по сравнению с другими российскими банками. На смену сильному росту кредитного портфеля пришло ухудшение финансовых показателей из-за высокой конкуренции со стороны госбанков, нацеленных на укрепление рыночных позиций. Снижение процентных ставок негативно сказывается на рентабельности, тогда как из-за существенного объема резервов финансовые результаты компании ухудшаются. Даже с учетом объявленных за 1К10 показателей и более консервативных прогнозов менеджмента, риски снижения нашей долгосрочной оценки банка отсутствуют (мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции банка с прогнозной цене \$4.2), хотя в среднесрочной перспективе потенциал роста котировок будет ограничиваться финансовыми результатами. В краткосрочной перспективе привилегированные акции банка выглядят более защищенными, однако значительный дисконт привилегированных акций к обыкновенным ограничивает потенциал роста рефов.

Чистая процентная маржа удержится на уровне 5–6%. Банк прогнозирует ЧПМ в 2010 г. в 5–6%. Показатель вряд ли удержится на достигнутом в 1К10 уровне 5.6%, принимая во внимание текущие рыночные условия. Эти прогнозы менее оптимистичны по сравнению с объявленными ранее. По нашим оценкам, ЧПМ составит 5.5% в 2010 г.

Банк продолжит наращивать резервы в оставшиеся кварталы года. Согласно заявлениям менеджмента, большие, чем ожидалось, резервы по итогам 1К10 обусловлены существующими рисками и рассматриваются дополнительной страховкой в случае ухудшения ситуации на рынке. Банк продолжит наращивать резервы в последующие один–два квартала и ожидает, что максимальный объем неработающих кредитов придется на 2П10. По оценкам банка, в ближайшие годы он спишет 6–7% кредитов, в то время как улучшения наступят в 2011 г. Доля резервов составила 10.4% от суммарного кредитного портфеля, что в 1.2 раза превышает объем просроченной задолженности. Пик резервов придется на 2П10 – их доля может достичь 12–13% от суммарных кредитов.

Контроль над расходами будет жесткий. По прогнозам компании, в 2010 г. операционные расходы увеличатся приблизительно на 10% по сравнению с 2009 г., что свидетельствует о высоких коэффициентах эффективности. Соотношение расходов к доходам составило 19.9% в 1К2010, в 2010 г. мы прогнозируем данный показатель на уровне 22–25%. Отметим, это самый низкий показатель среди российских банков, что является одним из главных преимуществ банка «Санкт-Петербург».

Расширение кредитного портфеля ограничено. Кредитный портфель, по оценкам, вырастет на 12% по итогам 2010 г., что несколько ниже прежних прогнозов. В 1К10 банк показал высокие результаты, но во 2К10 темпы роста замедлились из-за значительного объема погашений займов и сохраняющегося низкого спроса на новые кредиты. Следовательно, темпы роста будут зависеть от ситуации на рынке в целом.

Рост откладывается из-за консервативных прогнозов. Акции банка «Санкт-Петербург» торгуются с дисконтом по сравнению с сопоставимыми российскими банками (по коэффициенту P/BV в 1 против 1.6 в среднем по сектору), что отражает существующие риски, но банк демонстрирует стабильные результаты и развитие. Более консервативные прогнозы, озвученные менеджментом банка, ограничивают потенциал роста котировок в краткосрочной перспективе. Между тем мы подтверждаем нашу рекомендацию **ПОКУПАТЬ** бумаги банка «Санкт-Петербург». На данный момент более защищенной ставкой выглядят его привилегированные акции с фиксированным размером дивидендов, но ограниченным потенциалом роста.

Банк «Санкт-Петербург»		
	АО	АП
Тикер	STBK	STBKP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ ПЕРЕСМОТР	
Цена, \$	2.60	3.80
Целевая цена, \$	4.20	-
Потенциал роста	62%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	SRBK RU	
Reuters	STBK.MM	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	282	74
МС, \$ млн	1 015	-
MIN 12 мес., \$	1.19	3.20
MAX 12 мес., \$	4.15	4.60

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн руб			
	2009	2010П	2011П
Процент. доход	25 597	26 964	29 381
ЧПД	10 420	12 507	11 479
Чистая прибыль	641	2 150	4 861
СК	25 252	27 478	32 532
EPS руб.	2.27	7.62	17.23
ПД рост, %	34	5	9
EPS рост, %	-77	235	126
ROAE	3%	8%	16%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/BV	1.1	1.0	0.8
P/E	47.0	10.8	6.1

Кредиты/Депозит	90%
P/B тек.	1.0

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Савельев А.В.	29.91%
Менеджмент	29.48%
Прочие	40.61%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Банк «Санкт-Петербург»
БАЛАНС

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Кредиты и авансы клиентам	158 200	172 708	200 406	230 591	262 080	296 278
Ценные бумаги	29 717	32 689	35 958	39 553	43 466	47 768
Средства в других банках	5 867	5 867	6 454	7 099	7 099	6 389
Прочие активы	41 822	52 615	52 727	53 766	51 465	50 086
ВСЕГО АКТИВЫ	235 606	263 879	295 544	331 009	364 110	400 521
Средства клиентов	175 990	196 535	221 561	247 988	277 698	307 592
Выпущенные долговые ценные бумаги	5 151	5 408	5 678	5 962	6 260	6 572
Средства других банков	16 002	17 730	15 781	17 495	15 878	10 376
Прочие обязательства	13 179	16 727	19 992	20 141	17 719	21 332
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	210 322	236 400	263 012	291 586	317 554	345 873
Уставный капитал	3 630	3 630	3 630	3 630	3 630	3 630
Эмиссионный доход	15 744	15 744	15 744	15 744	15 744	15 744
Резервы	1 966	2 064	2 168	2 276	1 600	1 400
Нераспределенная прибыль	3 912	6 040	10 990	17 773	25 582	33 874
ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	25 252	27 478	32 532	39 423	46 556	54 648
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	235 574	263 879	295 544	331 009	364 110	400 521

КАЧЕСТВО АКТИВОВ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Просроченная задолженность	12 884	19 471	17 913	12 670	12 819	12 812
Резервы	15 910	22 002	23 511	22 806	22 790	24 023
Просроченная задолженность/всего кредитов	7.4%	10.0%	8.0%	5.0%	4.5%	4.0%
Резервы/Просроченная задолженность	1.2	1.1	1.3	1.8	1.8	1.9

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Процентные доходы	25 597	26 964	29 381	32 961	35 684	40 014
Процентные расходы	(15 177)	(14 458)	(17 902)	(19 576)	(19 663)	(21 144)
Чистые процентные доходы	10 420	12 507	11 479	13 385	16 022	18 870
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(10 512)	(7 066)	(2 629)	(55)	(554)	(1 874)
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	1 714	200	50	50	50	50
Чистые комиссионные доходы	1 490	1 392	1 839	2 144	2 577	2 980
Прочие доходы	1 422	(123)	270	295	295	295
Административные и прочие операционные издержки	(3 773)	(4 222)	(4 934)	(5 443)	(6 142)	(6 794)
Прибыль до налогообложения	761	2 687	6 076	10 376	12 248	13 527
Налог на прибыль	(120)	(537)	(1 215)	(2 075)	(2 450)	(2 705)
Чистая прибыль	641	2 150	4 861	8 301	9 798	10 822

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Темп роста чистых процентных доходов	10%	20%	-8%	17%	20%	18%
Рост чистых комиссионных доходов	108%	93%	132%	117%	120%	116%
Чистая процентная маржа	5%	5%	4%	5%	5%	5%
Затраты/доходы	25%	30%	36%	34%	32%	31%
ROAE	3%	8%	16%	23%	23%	21%
Кредиты/Активы	67%	65%	68%	70%	72%	74%
Депозиты/Обязательства	84%	83%	84%	85%	87%	89%
Кредиты/Депозиты	90%	88%	90%	93%	94%	96%
СК/Активы	11%	10%	11%	12%	13%	14%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Банк «Возрождение» Нет стимулов – нет и роста

Банк «Возрождение» подтвердил консервативные прогнозы на 2010 г., подкрепленные финансовыми показателями за 1К10. Снижение процентных марж и значительные резервы на покрытие возможных потерь по ссудам, а также относительно высокие операционные расходы – всё это стало факторами слабых показателей чистой прибыли. Ситуация вряд ли изменится в 2010 г. из-за низкого спроса на новые кредиты и сравнительно дорогого фондирования. Акции банка упали в цене на 35% с локальных максимумов года и по динамике отстали от конкурентов. На наш взгляд, потенциал роста котировок акций банка в нынешнем году ограничен и реализуется только в случае более быстрого восстановления кредитного рынка.

Высокие маржи в прошлом. Стагнация кредитного портфеля и снижение процентных ставок вылились в сокращение чистого процентного дохода и ЧПМ до 4% в 1К10, а процентный спред составил 7.4% (против 9.2% в 4К09). Сокращение процентного дохода явилось основной причиной понижения финансового прогноза на 2010 г. По нашим оценкам, ЧПМ составит 4.2% в 2010 г. против 5.9% в 2009 г. главным образом ввиду снижения процентных ставок по кредитам и преобладанием розничного фондирования в пассивах.

Объем кредитного портфеля не изменился, а его качество ухудшилось. Мы ожидаем медленного роста кредитов в 2010 г. – на уровне 6%, хотя в 1К10 объем кредитов банка остался прежним. В то же время качество кредитного портфеля продолжает ухудшаться. Доля просроченной задолженности увеличилась с 10% на начало года до 11.1% в первом квартале из-за роста доли кредитов, просроченных на 1–30 дней. Банк ожидал, что их значительная часть восстановится за короткий период, и об этом можно будет судить по финансовым результатам за 1П10. По нашей оценке, резервы увеличатся до 11.5% в 2010 г., и размер просроченной задолженности может превысить их суммарный объем, поскольку, по расчетам банка, просроченные на 1–30 дней кредиты вновь перейдут в категорию оборотных активов.

Относительно высокие расходы – очередное испытание. Сокращение базового дохода и сравнительно высокие операционные затраты из-за существующей бизнес-модели отрицательно сказываются на эффективности. Следовательно, коэффициент Расходы/Доходы достиг 65.3% – самого высокого уровня среди российских торгуемых банков. Данный показатель, согласно нашим оценкам, составит 65–67% в 2010 г., что также окажет давление на чистую прибыль. Банк прогнозирует чистую прибыль в этом году в объеме 500 млн руб. против 1.2 млрд руб. в 2009.

Текущие условия на рынке ограничивают потенциал роста. Исходя из прогноза P/BV на 2010 г., банк «Возрождение» котируется на уровне 1.3, тогда как Сбербанк – на уровне 1.7, ранее выступавшим своего рода ориентиром для оценки «Возрождения» с учетом бизнес-модели банка с разветвленной филиальной сетью и большим объемом розничных операций. Усиление конкуренции и кредитные риски ограничивают потенциал роста акций банка в цене, и в этой связи мы рекомендуем рассматривать их как долгосрочную инвестиционную ставку.

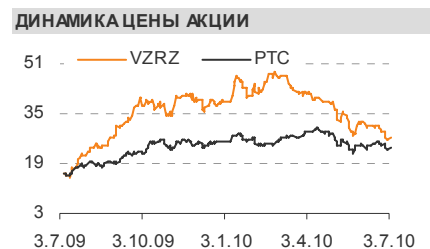
Банк «Возрождение»		
	АО	АП
Тикер	VZRZ	VZRZP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ ПОКУПАТЬ	
Цена, \$	26.60	10.00
Целевая цена, \$	45.90	17.20
Потенциал роста	73%	72%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	VZRZ RU	
Reuters	VZRZ.RTS	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	24	1
MC, \$ млн	645	-
MIN 12 мес., \$	17.25	11.00
MAX 12 мес., \$	47.20	18.75
Кол-во акций за GDR	1	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн руб			
	2009	2010П	2011П
Процент. доход	16 954	14 600	15 602
ЧПД	8 326	6 331	8 168
Чистая прибыль	1 217	677	2 534
СК	16 286	16 931	19 450
EPS руб.	51.24	28.51	106.70
ПД рост, %	17	-14	7
EPS рост, %	-61	-44	274
ROAE	8%	4%	14%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/BV	1.2	1.1	0.9
P/E	20.4	18.7	6.0
Кредиты/	75%		
P/B тек.	1.1		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Орлов Д.Л.	30.70%
BURLINGTON TRADING	13.82%
Bry sam Global Partners	9.37%
Прочие	46.11%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Кредиты и авансы клиентам	85 205	88 650	107 860	132 035	161 465	197 271
Ценные бумаги	11 068	12 175	13 392	14 732	16 205	17 825
Средства в других банках	6 363	7 317	8 196	9 179	10 280	11 514
Прочие активы	42 967	50 565	45 130	43 074	38 932	36 573
ВСЕГО АКТИВЫ	145 603	158 707	174 578	199 019	226 882	263 183
Средства клиентов	113 129	130 098	144 409	163 182	184 396	212 055
Выпущенные долговые ценные бумаги	6 364	3 612	3 951	5 598	6 751	7 913
Средства других банков	4 368	1 747	1 660	1 577	1 498	1 423
Прочие обязательства	5 570	6 319	5 107	5 015	5 130	5 859
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	129 431	141 777	155 128	175 372	197 776	227 250
Уставный капитал	250	250	250	250	250	250
Эмиссионный доход	7 306	7 306	7 306	7 306	7 306	7 306
Резервы	70	52	52	52	52	52
Нераспределенная прибыль	8 660	9 323	11 842	16 039	21 498	28 324
ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	16 286	16 931	19 450	23 647	29 106	35 932
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	145 717	158 707	174 578	199 019	226 882	263 183

КАЧЕСТВО АКТИВОВ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Просроченная задолженность	9 370	11 537	12 039	11 557	10 401	10 401
Резервы	9 439	11 672	12 527	12 430	11 893	10 758
Просроченная задолженность/всего кредитов	9.9%	11.5%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%
Резервы/Просроченная задолженность	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Процентные доходы	16 954	14 600	15 602	17 762	19 998	22 956
Процентные расходы	(8 628)	(8 269)	(7 434)	(8 045)	(8 422)	(9 533)
Чистые процентные доходы	8 326	6 331	8 168	9 717	11 576	13 423
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(4 752)	(2 428)	(1 075)	(168)	219	753
Чистая прибыль по операциям	204	20	50	50	50	50
Чистые комиссионные доходы	3 729	3 874	4 279	4 834	5 455	6 274
Прочие доходы	737	222	10	10	10	10
Административные и	(6 325)	(6 977)	(7 812)	(8 849)	(10 031)	(11 408)
Прибыль до налогообложения	1 919	1 042	3 620	5 595	7 279	9 102
Налог на прибыль	(702)	(365)	(1 086)	(1 399)	(1 820)	(2 275)
Чистая прибыль	1 217	677	2 534	4 196	5 459	6 826

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Темп роста чистых процентных доходов	-2%	-24%	29%	19%	19%	16%
Рост чистых комиссионных доходов	-10%	4%	10%	13%	13%	15%
Чистая процентная маржа	6%	4%	5%	5%	6%	6%
Затраты/доходы	49%	67%	62%	61%	59%	58%
ROAE	8%	4%	14%	19%	21%	21%
Кредиты/Активы	59%	56%	62%	66%	71%	75%
Депозиты/Обязательства	87%	92%	93%	93%	93%	93%
Кредиты/Депозиты	75%	68%	75%	81%	88%	93%
СК/Активы	11%	11%	11%	12%	13%	14%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Машиностроение

Государство – двигатель прогресса

Артем Лаврищев a.lavrishev@tkbc.ru

Автопром: премия за утиль

Программа по утилизации старых автомобилей берет высокую ноту. Правительство увеличит бюджет программы на 10 млрд руб. для выдачи новых 200 тыс. утилизационных сертификатов на приобретение автомобилей российского производства. По нашим оценкам, российский рынок легковых автомобилей и LCV вырастет в 2010 г. на 20% в физическом выражении по сравнению с 2009 г. до 1.75 млн машин.

Автокредиты – скрытый потенциал. Государство может обеспечить субсидирование автокредитов на покупку 120 тыс. автомобилей в 2010 г. (на 68% больше, чем в прошлом году). Дальнейшее снижение процентных ставок по кредитам во 2П10 может дать новый импульс к восстановлению потребительского спроса.

Соллерс и АВТОВАЗ – лидеры гонки. На наш взгляд, Соллерс и АВТОВАЗ продемонстрируют значительное улучшение финансовых результатов на фоне роста продаж автомобилей – на АВТОВАЗ приходится 80% утилизационных сертификатов, а Соллерс обладает хорошим ассортиментным рядом.

Вертолетостроение: полёт проходит успешно

Второе полугодие будет сильным. Мы полагаем, что российские производители вертолетов увеличат объем производства на 20% по сравнению с прошлым годом до 220 единиц летной техники в 2010 г. Подавляющая часть поставок придется на 2П10, что будет отражено в финансовых показателях компаний.

ИРО госхолдинга – 2011 г. не за горами. В следующем году Ростехнологии планируют провести публичное размещение акций Вертолетов России, которое, на наш взгляд, вызовет большой интерес как у российских, так и у иностранных инвесторов в свете отличных перспектив отрасли.

Ставка на Казанский вертолетный и Улан-Удэнский авиационный заводы. По нашим оценкам, КВЗ и У-УАЗ будут выглядеть лучше других в отрасли благодаря высокой эффективности и опережающему развитию гражданской авиации.

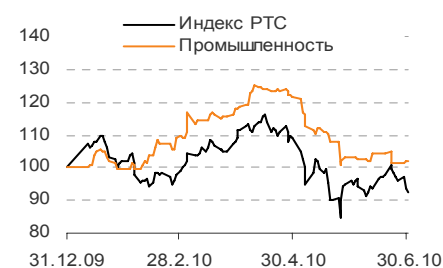
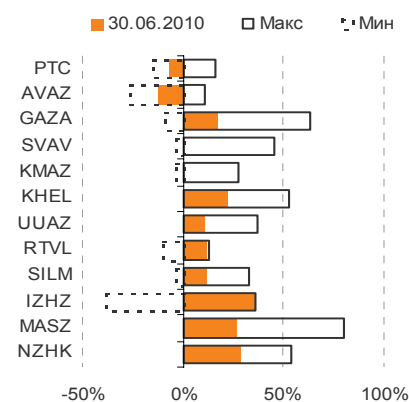
Энергомашиностроение: поток новых заказов уже близок

Огромные капзатраты на энергогенерацию. Минэнерго недавно одобрило обновленную генсхему, предусматривающую свыше \$300 млрд инвестиций на ввод новых 173.4 ГВт мощностей к 2030 г. В основу этого плана Минэнерго заложило среднегодовые темпы роста выработки электроэнергии (CAGR) на уровне 2.2%.

Время подписывать контракты. В середине лета российские энергокомпании приступят к заключению договоров на поставку мощности, что станет основой для размещения заказов на энергооборудование, необходимое для реализации инвестпрограмм.

Призовые места у Силовых машин и Ижорских заводов. Эти компании, как мы ожидаем, выиграют больше других от потока новых заказов благодаря господдержке российских производителей и своему монопольному положению по ряду позиций.

Динамика акций с начала года



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

Производители ядерного топлива: атомная эра

Ключевые развивающиеся рынки делают ставку на атомную энергетику. Доля российских АЭС в общем объеме выработки электроэнергии к 2030 г достигнет 25% .против 16.5% в 2009 г. Китай и Индия также планируют осуществить масштабные инвестиции в развитие атомной энергетики.

Дуополия Машиностроительного завода и Новосибирского завода химконцентратов. Госкорпорация ТВЭЛ является монопольным поставщиком топлива для российских АЭС, производимого ее дочерними компаниями – МСЗ и НЗХК.

Основной риск связан с созданием СП. Экспансия Росатома на зарубежные рынки может обеспечить поток новых заказов на производство ядерного топлива, в первую очередь от Индии и Китая. Однако эти страны выражают желание создать СП с ТВЭЛом на своей территории для локализации производства топлива.

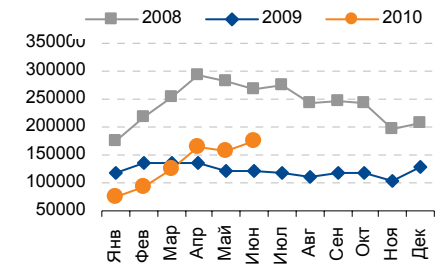
Автопром: премия за утиль

Программа по утилизации старых автомобилей берет высокую ноту. С марта 2010 г. правительство запустило программу по утилизации старых автомобилей, чтобы поддержать внутренних автопроизводителей. Напомним, что в рамках программы выдаются сертификаты номиналом 50 тыс. руб. за подержанную машину от 10 лет и старше, направляемую на утилизацию. Для этих целей правительство выделило бюджет в 10 млрд руб. на 2010 г., рассчитанный на 200 тыс. автомобилей. По сертификату можно приобрести автомобиль российского производства стоимостью не более 600 тыс. руб. с соответствующей скидкой. Программа довольно быстро набрала обороты: на ее начальном этапе Минпромторг выдавал менее 1,000 сертификатов в день, но уже в мае эта цифра перевалила за 2.5 тыс. Весь предусмотренной программой объем сертификатов – а это 200 тыс. штук – были уже выданы к середине июня, хотя первоначально планировалось завершить их выдачу в ноябре 2010 г. На фоне «утилизационного бума» российский рынок легковых и легких коммерческих автомобилей (LCV) показал впечатляющую динамику восстановления – после 37-процентного падения в январе (год к году) в июне он вырос на 45%. В итоге суммарные продажи машин за 1П10 повысились на 3% год к году до 790,517 штук. Правительство, воодушевленное успешными результатами программы, увеличило ее бюджет еще на 10 млрд руб. для выдачи дополнительно 200 тыс. сертификатов. По нашим оценкам, благодаря господдержке российский рынок легковых автомобилей и LCV в 2010 г. увеличится на 20% за год до 1.75 млн. машин.

Автокредиты – скрытый потенциал. Государственная программа по субсидированию автокредитования – еще одна мера по поддержке российских автопроизводителей. Так, правительство компенсирует две трети ставки рефинансирования ЦБ РФ в случае покупки автомобиля российской сборки стоимостью меньше 600 тыс. руб. при первоначальном взносе 15% и погашении займа в течение трех лет. За август–декабрь 2009 г. банки выдали 71,486 льготных кредитов, или 5% от объема российского авторынка. Задержка в продлении программы на 2010 г. с января до конца февраля из-за бюрократических проволочек оказала дополнительный негативный эффект на российский авторынок в начале года. Так, в январе и феврале продажи легковых автомобилей и LCV упали до новых минимумов с начала 2008 г. и составляли менее 100 тыс. машин в месяц. После продления программы банки в марте выдавали субсидируемые государством кредиты на приобретение в среднем 470 автомобилей в день, а в апреле уже на 660 автомобилей в день (рост на 40% за месяц). По нашим оценкам, суммарный объем льготных автокредитов в 2010 г. увеличится на 68% с уровня прошлого года и достигнет 120 тыс., что составит 7% от объемов российского авторынка.

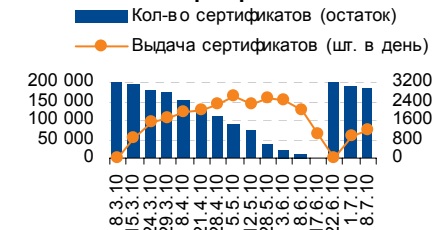
Соллерс и АВТОВАЗ – лидеры гонки. Итоги 1П10 подтвердили наш оптимизм в отношении АВТОВАЗа и Соллерса, которые увеличили продажи машин на 23% и 29% год к году соответственно, в то время как российский вырос на 3% за этот же период. Восстановлению продаж АВТОВАЗа во многом способствовала программа по утилизации старых автомобилей – 80% покупателей предпочли использовать сертификат для приобретения моделей LADA. В итоге крупнейший российский автопроизводитель продал 52,449 машин в апреле (рост на 54% год к году) против 17,038 в январе (снижение на 41% год к году). Менеджмент АВТОВАЗа, учитывая всплеск спроса на автомобили компании, повысил прогноз продаж на внутреннем рынке до 542 тыс. машин (на 55% больше год к году). Это означает, что доля АВТОВАЗа на российском рынке может достичь 31% в 2010 г. против 24% в 2009 г. По прогнозам менеджмента автогиганта, операционная прибыль компании выйдет в положительную зону по итогам текущего года. В свою очередь, Соллерс получил заказы лишь на выпуск порядка 10 тыс. машин по утилизационным сертификатам, или 5% от объема программы, главным образом на модели УАЗ. Тем не менее компания смогла увеличить свою долю на рынке до 4.1% в 1П10 с 3.2% в 1П09 благодаря опередившему темпы роста рынка увеличению продаж УАЗа (на 41% год к году), SsangYoung (на 33%) и моделей LCV Fiat (на 115%). Соллерс планирует довести EBITDA до \$100–120 млн в нынешнем году против \$8 млн в 2009 г.

Динамика российского авторынка, шт



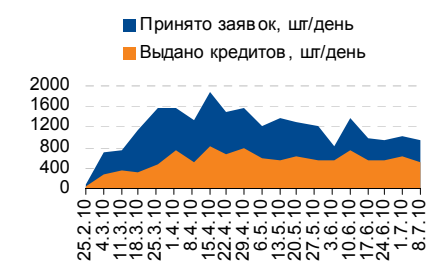
Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

Динамика выдачи утилизационных сертификатов



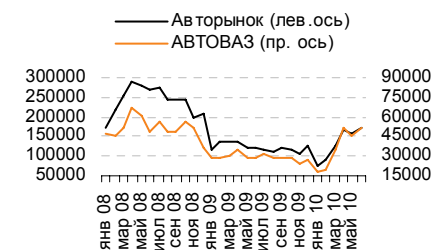
Источники: Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

Динамика выдачи льготных автокредитов



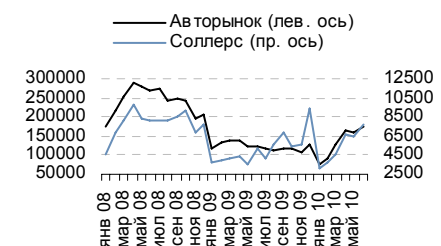
Источники: Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

АВТОВАЗ vs. российский авторынок, шт.



Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

Соллерс vs. российский авторынок, шт.

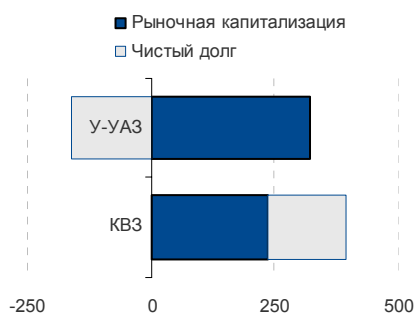


Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

Отметим, что правительство следит за взаимоотношениями автопроизводителей и сталелитейных компаний в свете того, что последние подняли цены на автолист на 17–22% ввиду изменившейся конъюнктуры на сырьевом рынке. Мы считаем, что во 2П10 повышения цен на сырье со стороны металлургических компаний не произойдет, что позволит автопроизводителям более уверенно прогнозировать свои расходы. На наш взгляд, АВТОВАЗ и Соллерс опередят конкурентов на фоне восстановления продаж автомобилей и продемонстрируют значительное улучшение финансовых показателей.

Вертолетостроение: полёт проходит успешно

Структура стоимости предприятия (EV), \$ млн



Источники: оценка ТКБ Капитал

Второе полугодие будет сильным. Доля экспорта у российских производителей вертолетов традиционно превышает 50%. Контракты с зарубежными партнерами заключаются через Рособоронэкспорт. По прогнозу управляющей компании «Вертолеты России», в 2010 г. российские производители выпустят в общей сложности порядка 220 вертолетов – на 20% больше, чем годом ранее. Мы ожидаем, что большинство поставок придется на 2П10, что будет отражено в финансовых показателях компаний.

ИРО госхолдинга – 2011 г. не за горами. Дочернее предприятие Ростехнологий – ОПК «Оборонпром» – планирует провести публичное размещение акций Вертолетов России уже в следующем году, что может повысить уровень прозрачности отрасли. Кроме того, как российские, так и иностранные инвесторы, по нашему мнению, проявят большой интерес к данному первичному размещению. Рыночная капитализация вертолетного госхолдинга, по нашим оценкам, может составить \$1.0–1.5 млрд.

Казанский вертолетный и Улан-Удэнский авиационный заводы – ставка на гражданскую авиацию. Мы считаем, что КВЗ и У-УАЗ будут выглядеть лучше других в отрасли благодаря их ориентации на гражданскую авиацию, высокую эффективность и возможность использовать акции компаний как «входной билет» в Вертолеты России. Оба наших фаворита котируются с дисконтом 62% к зарубежным аналогам по коэффициенту EV/EBITDA 2010 г.

Ключевые финансовые мультипликаторы компаний на 2010 год

	P/E	EV/EBITDA	EV/S
У-УАЗ	4.2	1.4	0.35
Казанский ВЗ	4.9	5.2	0.72
Среднее по российским компаниям	4.6	3.3	0.54
Премия/(дисконт)	-75%	-62%	-51%
Среднее по иностранным аналогам	18.3	8.6	1.1

Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Энергомашиностроение: поток новых заказов уже близок

Огромные капзатраты в энергогенерацию. Минэнерго недавно одобрило обновленную генсхему, предусматривающую свыше \$300 млрд инвестиций на ввод новых 173.4 ГВт мощностей и вывод 67 ГВт к 2030 г. На данный момент, суммарная установленная мощность энергогенерации в России составляет 216.3 ГВт. В основу плана Минэнерго заложены среднегодовые темпы роста выработки электроэнергии (CAGR) на уровне 2.2% и средняя себестоимость ввода киловатта в \$1.5 тыс. Отметим, что наибольшие изменения должны произойти в атомном сегменте, доля которого в суммарной выработке электроэнергии, как ожидается, достигнет 25% к 2030 г. против 16.5% в 2009 г.

Время подписывать контракты. Период отсрочки реализации инвестиционных программ российских энергокомпаний подходит к концу. В середине лета ключевые игроки приступят к заключению договоров на поставку мощности, что позволит им начать размещение заказов на энергооборудование, необходимое для реализации инвестпрограмм.

Призовые места у Силовых машин и Ижорских заводов. Эти компании, как мы ожидаем, выигрывают больше других от потока заказов благодаря господдержке российских производителей и своему монопольному положению по ряду позиций. Уже сейчас портфель заказов Силовых машин составляет порядка \$3.65 млрд, Ижорских заводов – \$700 млн на 2010–2013 гг. Более того, компании торгуются с дисконтом 55% к иностранным компаниям по коэффициенту EV/EBITDA 2010 г.

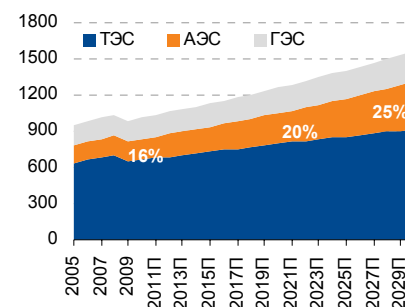
Производители ядерного топлива: атомная эра

Ключевые развивающиеся рынки делают ставку на атомную энергетику. Россия к 2020 г. планирует ввести 18 атомных энергоблоков, благодаря которым суммарная установленная мощность российских АЭС увеличится на 70% – с 23.2 ГВт в 2009 г. до 39.4 ГВт. Основными партнерами России в атомной энергетике на развивающихся рынках выступают Индия, Китай, Вьетнам и Венесуэла, которые тоже обладают масштабными планами в этой сфере. Так, Индия планирует удвоить мощности до 8 ГВт к 2017 г., Китай намерен расширить генерирующие мощности АЭС с текущих 9.1 ГВт до 70 ГВт к 2020 г. Россия традиционно поддерживает партнерские отношения с этими странами, которые, как мы полагаем, продолжат укрепляться.

Дуополия Машиностроительного завода и Новосибирского завода химконцентратов. Госкорпорация ТВЭЛ является монопольным поставщиком топлива для российских АЭС, производимого ее дочерними компаниями – МСЗ и НЗХК. Более того, каждый шестой реактор в мире работает на ядерном топливе ТВЭЛа. На наш взгляд, госкорпорация имеет все шансы увеличить свою долю на топливном рынке благодаря экспансии Росатома на зарубежные рынки. Так, ТВЭЛ подписал контракт со Словакией на общую сумму \$400 млн, в соответствии с которым МСЗ поставит 1.5 тыс. топливных сборок для новых энергоблоков АЭС «Моховце» в 2012–2017 гг.

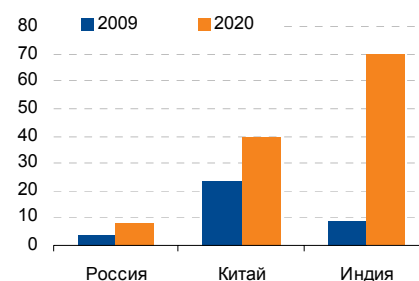
Основной риск связан с созданием СП. Вступление развивающихся рынков в атомную эру – прекрасная возможность для отечественной атомной отрасли проявить себя, принимая во внимание богатый опыт России в этом направлении. Благодаря сотрудничеству Росатома с зарубежными партнерами Россия может получить новые заказы на производство топлива от Индии и Китая, у которых амбициозные планы по строительству атомных станций. Однако наблюдаемая в последнее время тенденция, свидетельствующая о желании обеих стран создать СП с ТВЭЛом на своей территории для локализации производства топлива, несет в себе главный риск для МСЗ и НЗХК. Тем не менее обе компании котируются с дисконтом 80% к зарубежным аналогам по коэффициенту EV/EBITDA 2010 г.

Производство, передача и распределение электроэнергии в России (млрд кВт.час)



Источники: Росстат, АПБЭ, оценка ТКБ Капитал

Установленная мощность АЭС, ГВт



Источники: Росатом, OECD, WNA, оценка ТКБ Капитал

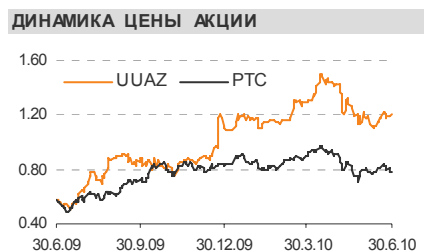
Улан-Удэнский авиационный завод		
	АО	АП
Тикер	UUAZ	-
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	-
Цена, \$	1.20	-
Целевая цена, \$	1.80	-
Потенциал, %	49%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	UUAZ.RX	
Reuters	UUAZ.MM	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	267	-
EV, \$ млн	160	-
MC, \$ млн	322	-
MIN 12 мес., \$	0.50	-
MAX 12 мес., \$	1.50	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
РСБУ	2009	2010П	2011П
Выручка	389	454	503
ЕБИТДА	111	118	115
Чистая прибыль	79	76	72
EPS, \$	0.30	0.29	0.27
Рост выручки, %	27.1	16.5	10.9
EPS рост, %	38.1	-4.1	-5.0
Маржа ЕБИТДА, %	28.6	25.9	22.9
Чистая маржа, %	20.4	16.8	14.4

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	4.05	4.23	4.45
EV/ЕБИТДА	1.44	1.36	1.39

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
ОПК Оборонпром	75.1%
ЗАО "Лидер" (Газфонд)	6.2%
Прочие	18.7%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Улан-Удэнский авиационный завод Эффективный лидер

Улан-Удэнский авиационный завод (У-УАЗ), на наш взгляд, удержит лидерство как наиболее эффективная компания среди публичных производителей вертолетов в России с рентабельностью по ЕБИТДА 2010 г. на уровне 26%. Мы считаем, что акции У-УАЗа представляют собой «входной билет» в госхолдинг «Вертолеты России», IPO которого, как ожидается, состоится в 2011 г. Кроме того, У-УАЗ – единственная компания среди российских производителей вертолетов с чистой денежной позицией. Наш позитивный взгляд на компанию подтверждается также 70-процентным дисконтом к иностранным аналогам по показателям EV/ЕБИТДА и P/E. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции У-УАЗа, прогнозная цена на конец 2010 г. – \$1.8 за акцию.

Финансовые результаты 2009 г. оправдали наши ожидания. Согласно опубликованной отчетности по РСБУ за 2009 г., выручка компании за год увеличилась на 27% до \$389 млн, ЕБИТДА выросла на 61% до \$111 млн, а чистая прибыль – на 38% до \$79.5 млн. Эти показатели в среднем оказались лишь на 1–3% ниже наших прогнозов. Отметим, что сильные финансовые результаты У-УАЗа во многом обусловлены увеличением поставок вертолетов, благоприятным эффектом от ослабления рубля в 2009 г. (на 28% год к году) и высокой долей экспорта (более 60%).

Чистая денежная позиция на конец марта составила \$162 млн. За 1К10 выручка У-УАЗа снизилась на 17% по сравнению с 1К09 до \$82.3 млн, операционная прибыль упала на 29% до \$24.1 млн, а чистая прибыль уменьшилась на 37% до \$18.5 млн. Мы нейтрально оцениваем эти финансовые результаты, принимая во внимание, что согласно графику поставок продукции, львиная доля выручки У-УАЗа придется на 2П10. В подтверждение этому говорит тот факт, что к концу марта 2010 г. денежная позиция компании составляла \$162 млн в основном за счет внесенных авансов от покупателей. Это рекордная сумма за последние несколько лет.

Отличные перспективы подтверждаются. ОПК «Оборонпром» планирует в 2011 г. провести IPO дочернего предприятия «Вертолеты России» (управляющей компании всех российских производителей вертолетов). Мы считаем, что акции У-УАЗа могут стать для инвесторов отличным «входным билетом» в вертолетный госхолдинг. Отметим, что Оборонпрому принадлежит 75.1% акций У-УАЗа. Завод, по прогнозам, увеличит производство вертолетов на 42% до 85 вертолетов к 2012 г. с 60 вертолетов в 2009 г. Доля экспорта в структуре выручке У-УАЗ, как правило, превышает 50%, что оказывает благоприятное влияние на рентабельность.

Наша целевая цена У-УАЗа на конец 2010 г. составляет \$1.8. По нашим оценкам, в 2010 г. выручка У-УАЗа вырастет на 16% за год до \$454 млн преимущественно благодаря увеличению поставок продукции. ЕБИТДА прибавит 5.7% за год до \$117.6 млн. Чистая прибыль, согласно нашим прогнозам, упадет на 4.1% до \$76.2 млн. Отставание темпов роста доходов по сравнению с расходами обусловлено изменениями обменного курса и увеличением затрат на закупку металлов и топлива. В нашей финансовой модели ДДП мы использовали WACC в 14.6% и рост в постпрогнозном периоде, равный 2.0%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции У-УАЗа, наша целевая цена на конец 2010 г. составляет \$1.8 за акцию. Компания торгуется с дисконтом 70% к зарубежным аналогам по коэффициенту P/E 2010 г.

Улан-Удэнский авиационный завод

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	381	394	376	381	405	424
Основные средства	27	34	37	39	42	44
Прочие внеоборотные активы	25	26	30	37	39	40
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	52	61	67	76	81	85
ВСЕГО АКТИВЫ	433	455	444	457	486	508
Краткосрочные заимствования	13	(10)	(32)	(54)	(77)	(101)
Прочие текущие обязательства	222	196	134	97	73	38
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	235	187	103	43	(4)	(63)
Долгосрочные заимствования	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	6	-	-	-	-	-
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	6	-	-	-	-	-
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	18	19	19	20	18	18
Нераспределенная прибыль	173	249	321	394	472	553
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	192	268	341	414	490	571
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	433	455	444	457	486	508

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	389	454	503	570	606	634
Себестоимость	(274)	(327)	(372)	(433)	(460)	(482)
ЕВИТДА	111	118	115	119	126	132
Амортизация	3	4	4	5	5	5
ЕВИТ	108	113	111	114	121	127
Чистые процентные доходы/(расходы)	(1)	-	-	-	-	-
ЕВТ	104	95	91	91	97	101
Налог на прибыль	(25)	(19)	(18)	(18)	(19)	(20)
Чистая прибыль	79	76	72	73	78	81

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	(54)	(18)	(49)	31	52	48
Инвестиционный денежный поток	(18)	(9)	(7)	(9)	(5)	(4)
Финансовый денежный поток	12	(23)	(22)	(22)	(23)	(24)
Чистый долг	(83)	(106)	(128)	(149)	(173)	(197)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	27%	16%	11%	13%	6%	5%
Рентабельность ЕВИТДА	29%	26%	23%	21%	21%	21%
Чистая рентабельность	20%	17%	14%	13%	13%	13%
Чистый долг/ЕВИТДА	(0.7)	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.5)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Казанский вертолетный завод Вперед к новому горизонту

Казанский вертолетный завод – крупнейший производитель вертолетов в России по объему выпускаемой продукции. Мы полагаем, что компания будет лидером отрасли в производстве легких и средних вертолетов для гражданской авиации, наиболее востребованных на российском и зарубежном рынках. Кроме того, КВЗ экспортирует более 70% продукции, что позитивно сказывается на рентабельности. По коэффициентам EV/EBITDA и P/E 2010 г. КВЗ оценен с дисконтом 40–70% к зарубежным аналогам. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции КВЗ, прогнозная цена на конец 2010 г. – \$2.2 за акцию.

Финансовые результаты 2009 г.: рентабельность, как и ожидалось, улучшилась. Выручка КВЗ за прошлый год увеличилась на 6% по сравнению с 2008 г. и составила \$475 млн в 2009 г. EBITDA выросла на 4% до \$66 млн, чистая прибыль взлетела на 178% и достигла \$48.6 млн. Эти результаты в среднем на 0–12% оказались ниже наших оценок, потому что часть поставок техники перенеслась на 1К10. Так, по итогам 2009 г. КВЗ выпустил 85 вертолетов (на 31% больше, чем в 2008 г.), а отгрузка покупателям составила только 65 единиц техники (на 12% больше за год). В то же время ослабление рубля в 2009 г. на 28% год к году и высокая доля экспорта в выручке (более 70%) способствовали росту рентабельности КВЗ по чистой прибыли до 10.2%.

Сильный 1К10 вселяет оптимизм в отношении всего 2010 г. КВЗ увеличил поставки вертолетов на 125% год к году до 18 единиц техники в январе–марте 2010 г. В итоге выручка производителя за этот период удвоилась год к году и достигла \$164.5 млн, операционная прибыль составила \$47.1 млн против операционного убытка в 1К09 в размере \$4.7 млн, чистая прибыль выросла в четыре раза до \$34.9 млн. Заметим, что денежные средства на балансе КВЗ уменьшились почти вдвое до \$102 млн на конец марта, в то время как объем займов почти не изменился и составил \$259 млн. Мы считаем, что это произошло по причине того, что компания осуществляет инвестиции в запуск производства новых моделей вертолетов, которые сойдут с конвейера в ближайшие годы.

Высокий коэффициент загрузки и многообещающее IPO госхолдинга. По данным Вертолетов России (управляющей компании, принадлежащей Оборонпрому) КВЗ обеспечен заказами на 2010–2011 гг. Помимо этого, доля экспорта в выручке, как правило, превышает 70%, что благоприятно отражается на рентабельности завода. Напомним, что Оборонпром (владеет 54.7% акций КВЗ) планирует провести IPO холдинга «Вертолеты России» в 2011 г., и мы считаем, что акции КВЗ могут стать одним из наиболее интересных способов получить акции объединенной компании.

Наша целевая цена одной акции КВЗ на конец 2010 г. равняется \$2.2. Мы ожидаем, что выручка КВЗ в этом году увеличится на 16% за год до \$549 млн главным образом на фоне роста объема поставок техники. EBITDA, согласно нашим прогнозам, прибавит 14% и достигнет \$76 млн. Чистая прибыль, напротив, снизится на 1% до \$48 млн из-за изменений валютных курсов и увеличения расходов на металлы и топливо. Мы оставили прежними WACC и темп роста в постпрогнозном периоде на уровне 14.6% и 2.0% соответственно. Наша целевая цена акций КВЗ на конец 2010 г. составляет \$2.2 за акцию, рекомендация – ПОКУПАТЬ.

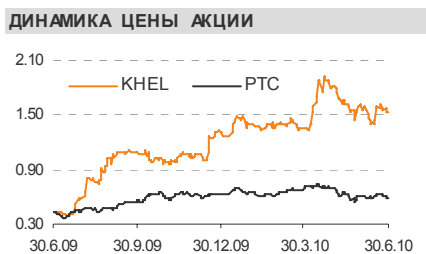
Казанский вертолетный завод		
	АО	АП
Тикер	КHEL	КHELР
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	-
Цена, \$	1.54	-
Целевая цена, \$	2.20	-
Потенциал, %	43%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	КHEL.RX	КHEL.MM
Bloomberg	КHEL.RX	
Reuters	КHEL.MM	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	154.1	0.6
EV, \$ млн	394	
MC, \$ млн	237	
MIN 12 мес., \$	0.39	
MAX 12 мес., \$	1.92	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
РСБУ	2009	2010П	2011П
Выручка	475	549	602
EBITDA	66	76	83
Чистая прибыль	49	48	53
EPS, \$	0.32	0.31	0.34
Рост выручки, %	5.7	15.6	9.6
EPS рост, %	177.8	-0.6	9.6
Маржа EBITDA, %	13.9	13.8	13.7
Чистая маржа, %	10.2	8.8	8.8

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
P/E	4.9	4.9	4.5
EV/EBITDA	6.0	5.2	4.8

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
ОПК Оборонпром	54.7%
ООО "ТФК"	11.5%
Прочие	33.9%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Казанский вертолетный завод

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	847	959	1 050	1 092	1 121	1 189
Основные средства	56	58	61	63	66	68
Прочие внеоборотные активы	25	35	41	47	53	58
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	81	93	102	111	119	126
ВСЕГО АКТИВЫ	928	1 052	1 152	1 203	1 240	1 316
Краткосрочные заимствования	261	247	231	214	197	179
Прочие текущие обязательства	498	586	649	660	664	700
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	759	833	880	875	862	880
Долгосрочные заимствования	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	-	-	-	-	-	-
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	69	72	73	74	68	66
Нераспределенная прибыль	99	147	200	255	311	370
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	168	219	273	328	379	436
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	928	1 052	1 152	1 203	1 240	1 316

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	475	549	602	653	702	744
Себестоимость	(326)	(384)	(433)	(483)	(533)	(566)
ЕВИТДА	66	76	83	86	89	94
Амортизация	3	4	4	5	5	5
ЕВИТ	63	71	78	82	84	89
Чистые процентные доходы/(расходы)	(17)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
ЕВТ	49	60	66	69	70	74
Налог на прибыль	-	(12)	(13)	(14)	(14)	(15)
Чистая прибыль	49	48	53	55	56	60

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	34	141	118	117	108	150
Инвестиционный денежный поток	(18)	(13)	(9)	(9)	(8)	(7)
Финансовый денежный поток	82	(15)	(16)	(16)	(17)	(18)
Чистый долг	73	58	42	26	9	(9)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

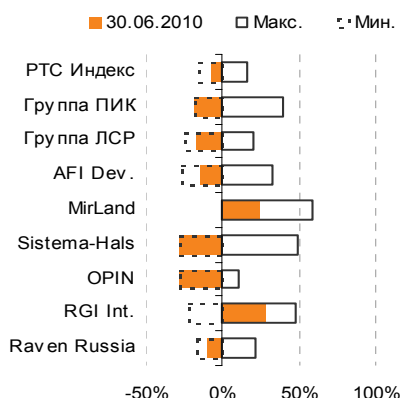
%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	6%	16%	10%	9%	7%	6%
Рентабельность ЕВИТДА	14%	14%	14%	13%	13%	13%
Чистая рентабельность	10%	9%	9%	8%	8%	8%
Чистый долг/ЕВИТДА	1.1	0.8	0.5	0.3	0.1	(0.1)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Сектор недвижимости

Спрос оживает

Котировки компаний сектора и индекс РТС



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Мы придерживаемся умеренно позитивной оценки перспектив российского рынка недвижимости, однако ожидаем некоторого замедления темпов роста цен в течение 2П10. Нестабильность на финансовом и валютном рынках, волатильность цен на нефть и ограниченность внутреннего платежеспособного спроса затягивает процесс восстановления сектора после кризиса. Среди факторов поддержки успешного восстановления сектора в 2010 г. мы по-прежнему отмечаем государственные инвестиции в развитие ипотечного кредитования и выкуп жилья для социальных нужд.

Основная ставка – на жилую недвижимость

Спрос на жилье сохранится. В условиях крайне низкой обеспеченности жильем в России спрос на недвижимость экономкласса остается высоким. Ограниченное предложение является одним из основных факторов роста цены квадратного метра жилья в долгосрочной перспективе.

Ипотечное кредитование возвращается к жизни. Благоприятным фактором роста спроса на недвижимость остается развитие рынка ипотечного кредитования. Государство намерено в течение 2010 г. потратить 250 млрд руб. на стимулирование роста ипотечных покупок за счет снижения кредитных ставок.

Государство продолжит выкуп жилья. Программа по привлечению частных строительных компаний для возведения социального жилья, на наш взгляд, остается одним из лучших способов дозагрузки производственных мощностей при недостаточном рыночном спросе.

До конца года возможна коррекция цен

Динамика средней цены может уйти в «минус». С начала года средняя цена квадратного метра столичной жилой недвижимости выросла на 16% в рублевом и на 11% в долларовом эквиваленте. Учитывая текущий макроэкономический фон, мы не исключаем возможной коррекции рублевых цен – в пределах 10%.

Коммерческая недвижимость под давлением новых площадей

Цены стабилизировались, но до роста далеко. Оживление в сегменте коммерческой недвижимости в первом полугодии произошло благодаря росту деловой и потребительской активности. Однако запуск новых площадей, «замороженных» на время кризиса, размывает спрос и сдерживает рост цен.

Наш фаворит – Группа ЛСР

Комфортная ликвидность, растущий портфель проектов. Дополнительное размещение акций на \$398 млн обеспечило Группе ЛСР финансовую стабильность. Растущий портфель проектов и экспансия в перспективный московский регион повышает инвестиционную привлекательность компании.

Привлекательная оценка на основе коэффициентов. Группа ЛСР торгуется со средними прогнозами EV/EBITDA на 2010–2011 гг., равными соответственно 9.4 и 8.2, что предполагает в среднем 25-процентный дисконт к иностранным компаниям строительного сектора.

Фундаментальная стоимость выше рынка. Мы рекомендуем покупать акции лидера строительного сектора – Группы ЛСР. Наша целевая цена на конец 2010 г. составляет \$11.4 за ГДР и \$57 за акцию.



Источники: Bloomberg, РТС, оценка ТКБ Капитал

Наши прогнозы относительно 1П10 оправдались, и реальность даже превзошла ожидания. Сегмент жилой недвижимости начал год с уверенного восстановления спроса, а цена квадратного метра, несмотря на отсутствие сильных стимулов ее роста, смогла отыграть часть позиций, потерянных в 2009 г., поднявшись с начала года на 16% в рублевом выражении. Группа ПИК и Группа ЛСР успешно провели реструктуризацию основной части задолженности и открыли новые кредитные линии для развития новых проектов. Благодаря этому акции Группы ПИК и Группы ЛСР демонстрировали уверенный рост в январе–апреле. Однако завершить 1П10 в мажорном ладу им не удалось. Обострившиеся во 2К10 проблемы на финансовом и валютном рынках обнажили риски сектора и привели к волне коррекции в акциях строительных компаний.

Основная ставка на жилую недвижимость

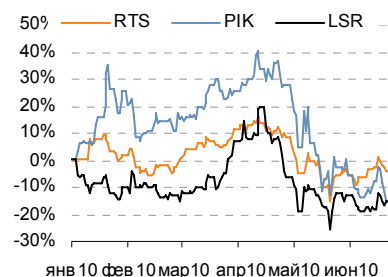
Спрос на жилье сохранится. В 1П10 наблюдалось устойчивое оживление не только на строительных площадках Москвы и Санкт-Петербурга, но и в регионах России. Возобновилось строительство многих проектов, «замороженных» в период кризиса, начали запускаться новые проекты. Стимулом к этому послужили низкие цены на строительные материалы и заметное восстановление спроса. Потребность в жилье в России остается высокой, и в ближайшие годы данный дефицит удовлетворить не удастся. Объемы ежегодного строительства (включая докризисный период) лишь на 40% сопоставимы со среднеевропейскими уровнями. При этом обеспеченность площадями на одного жителя в Европе более чем вдвое превышает российский показатель.

Новое предложение будет ограничено. Несмотря на то что финансовое состояние строителей за последний год улучшилось и многим из них удалось провести реструктуризацию кредитных обязательств, оно еще не обрело достаточную стабильность. Долговая нагрузка сохраняется высокой. Основным источником финансирования девелоперских проектов остаются банковские кредиты, так как доступ к внешнему инвестиционному капиталу для большинства компаний по-прежнему закрыт. При этом банки, хотя и выражают желание кредитовать девелоперов, предъявляют к ним повышенные требования и предпочитают кредитовать только крупные компании (такие как Группа ПИК и Группа ЛСР), что в конечном итоге приводит к снижению объемов строительства в России и, как следствие, ограниченному предложению.

Объемы покупок подтверждают наличие отложенного спроса. Накопленный в период кризиса спрос превзошел наши ожидания. Покупатели, отложившие покупку квартир из-за кризиса 2008–2009 гг., начали уверенно выходить на рынок в 2010 г. В первую половину 2010 г. количество сделок купли-продажи жилья в Москве превысило не только уровень 2009 г. (рост на 76%), но и докризисный уровень 2008 г (рост на 32%). Такой всплеск активности покупателей обусловлен, по нашему мнению, во-первых, растущим уровнем доходов населения и перспективами дальнейшего роста экономики страны; во-вторых, стабильной ценой на жилье, которая несмотря на рост покупок, повышается довольно скромными темпами; и в-третьих, оживлением рынка ипотечного кредитования.

Ипотечное кредитование возвращается к жизни. Дополнительным фактором формирования рыночного спроса является возрождающийся рынок ипотечного кредитования. Объем выданных кредитов за первые пять месяцев 2010 г. на 124% превысил уровень 2009 г. Однако излишнего оптимизма в отношении данного способа покупки жилья на данный момент мы не испытываем. Во-первых, несмотря на солидный рост объемов год к году, в основном благодаря эффекту низкой базы, текущие объемы покупок с помощью ипотеки составляют всего около 40% от докризисного уровня; во-вторых, в России объем покупок квартир с использованием ипотеки составляет менее 2% ВВП страны во многом по причине высоких кредитных ставок. При этом, например, в Польше и Чехии данный показатель составляет около 10%, во Франции – 34%, Германии – 48% а в США – более 50%, а средняя ставка по кредиту колеблется в диапазоне 2.5–4.8%.

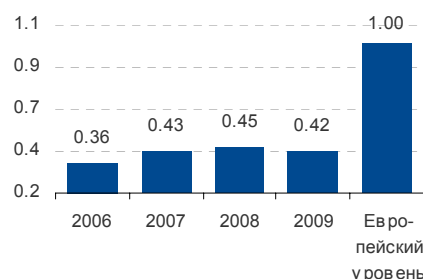
Динамика котировок акций Группы ПИК, Группы ЛСР и индекса РТС



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

До европейских уровней еще далеко

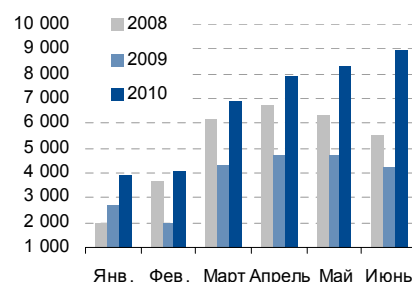
Объемы строительства жилья в России на душу населения, кв. м



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал

Количество сделок превышает докризисный уровень

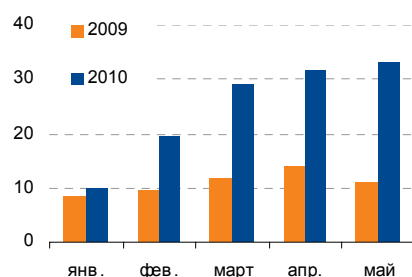
Сведения о регистрации сделок купли-продажи в Москве



Источники: Росреестр, оценка ТКБ Капитал

Ипотечное кредитование уверенно растет...

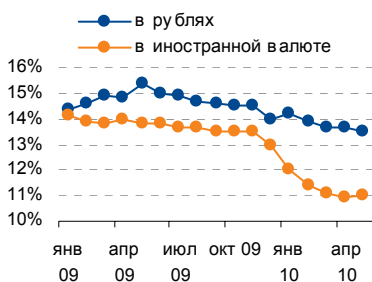
Объемы ипотечных кредитов в России, млрд руб.



Источники: Банк России, оценка ТКБ Капитал

...на фоне снижения кредитных ставок

Средневзвешенная ставка по выданным ипотечным кредитам



Источники: Банк России, оценка ТКБ Капитал

Государство работает над снижением ставок... В текущем году государство намерено инвестировать в рынок ипотечного кредитования в общей сложности 250 млрд руб. Из средств ВЭБа будет выделено 50 млрд руб., 160 млрд руб. – из средств пенсионных накоплений и 40 млрд руб. – из Фонда национального благосостояния. Основная цель выделяемых средств – снижение ставок по ипотечным кредитам до уровня 10–11% уже в 2010 г. В мае премьер-министр РФ Владимир Путин сообщил, что ВЭБ приступил к реализации программы поддержки ипотеки. С начала года средняя ставка по выданным кредитам снизилась на 0.5 п.п. до 13.7% в рублях и на 2.1 п.п. до 10.9% в валюте. Мы позитивно оцениваем государственные инициативы, однако учитывая нестабильность на финансовом и валютном рынках, не ожидаем заметного снижения ипотечных ставок с текущих уровней до конца 2010 г.

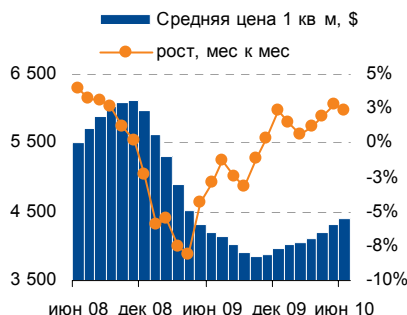
... и продолжит выкуп жилья. Программа по привлечению частных компаний для строительства социального жилья, на наш взгляд, остается эффективным способом компенсации падения рыночного спроса. Несмотря на то что операционная рентабельность подобных проектов для строителей не превышает 5–7%, участвующие в государственных заказах строители, во-первых, получают возможность загрузить свободные (при отсутствии рыночного спроса) производственные мощности и во-вторых, улучшают свою краткосрочную ликвидность. Например, крупнейший заказчик социального жилья Министерство обороны РФ, который намерен потратить на покупку жилья только в 2010–2011 гг. до \$3.5 млрд (110 млрд руб.), перечисляет авансовые платежи на строительство.

До конца года возможна коррекция цен

Динамика средней цены может уйти в «минус». Уверенный рост стоимости квадратного метра столичной недвижимости наблюдался в течение всего первого полугодия. С начала 2010 г. средняя цена квадратного метра столичной недвижимости выросла на 16% в рублевом и на 11% в долларовом эквиваленте. При этом усилившаяся нестабильность на финансовом и валютном рынках в последние месяцы может привести к коррекции цен во второй половине года. Рынок недвижимости обладает высокой инертностью, и время его реакции на экономические события может варьироваться от месяца до полугодия. Поэтому мы прогнозируем, что второе полугодие для рынка недвижимости будет достаточно волатильным, но в то же время не видим каких-либо причин как для резкого взлета, так и для падения цены квадратного метра. По нашим прогнозам, возможная коррекция рублевых цен не превысит 10% от текущих уровней.

Динамика цен находится в позитивной зоне

Средняя цена 1 кв. м жилья в Москве и ее динамика



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

Коммерческая недвижимость под давлением новых площадей

Цены стабилизировались, но до роста далеко. Мы относимся со сдержанным оптимизмом к данному сегменту рынка недвижимости. В 1П10 благодаря росту деловой и потребительской активности средние ставки аренды на офисные и торговые площади столицы стабилизировались, и по некоторым площадям с выгодным местоположением наблюдается незначительный рост средних ставок (в пределах 2–3%). Однако, учитывая объемы нового предложения на рынке и количество заявленных к вводу в ближайшие два года площадей, на восстановление спроса на коммерческую недвижимость потребуется более длительное время, чем на жилую. Мы прогнозируем, что рынок коммерческой недвижимости будет находиться под давлением ввода новых площадей и считаем, что положительная динамика арендных ставок возможна не ранее 2011 г. Текущие уровни свободных площадей по офисным площадям составляют 17–19%, по торговым площадям – 13–14%. Мы полагаем, что более уверенного роста арендных ставок следует ожидать не ранее того, как уровень свободных площадей опустится ниже 10%, что, по нашим прогнозам, наступит не ранее 2012 г.

Группа ЛСР Курс на Москву

Группа ЛСР остается нашим лидером в секторе недвижимости. Гибкость бизнес-модели, комфортный уровень долга и перспективный портфель проектов, на наш взгляд, способны обеспечить компании конкурентное преимущество перед другими крупными застройщиками. Активная экспансия в столичной регион, который, по нашему мнению, обладает наилучшей способностью быстрого восстановления после кризиса расширит рынок сбыта и повысит рентабельность Группы ЛСР благодаря высокой доходности московского рынка недвижимости по сравнению с другими регионами России.

СРО повысило ликвидность. В апреле текущего года Группа ЛСР успешно провела вторичное размещение акций и таким образом привлекла \$385 млн. Из них на погашение долговых обязательств потрачено \$179 млн, остальные средства ЛСР намерена инвестировать в развитие девелоперского бизнеса и расширение производственных мощностей. По данным финансовой отчетности по итогам 2009 г., чистый долг Группы ЛСР составил \$1.2 млрд. Отношение чистого долга к EBITDA – 2.6, что является одним из самых низких показателей в секторе. Среди перспективных направлений развития мы отмечаем экспансию Группы ЛСР на московский рынок, где компания уже владеет заводами по производству бетона и железобетонных изделий, и в этом году приступила к реализации проектов строительства жилой недвижимости.

Позиции в московском регионе продолжают укрепляться. В марте 2010 г. компания вышла на рынок московской недвижимости с проектом строительства недвижимости экономкласса, расположенном в 13 км от Москвы, продаваемой площадью 79 тыс. кв. м, с объемом инвестиций около \$100 млн. В апреле ЛСР продолжила укреплять свои позиции, заявив о проекте строительства жилья бизнес-класса на юго-западе столицы объемом \$600 млн, продаваемой площадью 170 тыс. кв. м и проекте в 16 км от Москвы продаваемой площадью 190 тыс. кв. м, с объемом инвестиций \$260 млн. Согласно нашим расчетам, операционная рентабельность проектов, расположенных в Московской области, составит около 25%, проектов в Москве – 35%. Расширение бизнеса в Москве и регионе позитивно отразится на рентабельности Группы ЛСР. По данным Ассоциации строителей России, валовая доходность в Москве на 13–15 п.п. превышает аналогичную доходность в Санкт-Петербурге.

Портфель госзаказов не перестает пополняться. Мы позитивно оцениваем взаимодействие Группы ЛСР с госструктурами по строительству социального жилья. В 2010 г. компания успешно завершила госконтракт на \$60 млн и дополнительно получила контракты на \$180 млн. По нашим подсчетам, портфель заказов компании на строительство социального жилья на ближайšie два года составляет \$830 млн. На наш взгляд, участие в подобных проектах позволяет обеспечить максимальную загрузку производственных мощностей Группы ЛСР и компенсировать рыночные риски.

Привлекательная оценка на основе коэффициентов. Оценка на основе коэффициентов указывает на хороший потенциал роста стоимости. Группа ЛСР торгуется со средними прогнозами EV/EBITDA на 2010–2011 гг., равными соответственно 9.4 и 8.2, что предполагает в среднем 25-процентный дисконт к иностранным компаниям строительного сектора.

Фундаментальная стоимость выше рынка. Мы рекомендуем покупать акции неоспоримого лидера строительного сектора. Исходя из нашей оценки, проведенной методом дисконтирования денежных потоков, целевая цена Группы ЛСР на конец 2010 г. составляет \$11.4 за ГДР и \$57 за акцию.

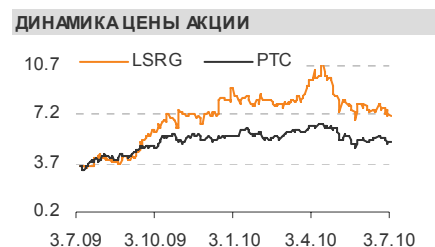
ГРУППА ЛСР		
	АО	ГДР
Тикер	LSRG RU	LSRG LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена GDR, \$	26.9	7.0
Справедливая цена, \$	57.0	11.4
Потенциал роста	112%	63%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	LSRG LI
Reuters	-
	ГДР
ГДР в обращении, млн	468.3
EV, \$ млн	4 433
MC, \$ млн	3 278
MIN 12 мес., \$	0.5
MAX 12 мес., \$	11.0
	АО
Коэффициент ГДР/акцию	5

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
	2009	2010П	2011П
Выручка	1 608	1 751	2 161
EBITDA	464	473	540
Чистая прибыль	145	205	262
EPS, \$	0.3	0.4	0.6
Рост в выручки, %	-20	9	23
EPS рост, %	-145	42	28
Маржа EBITDA, %	28.9	27.0	25.0
Чистая маржа, %	9.0	11.7	12.1

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2009	2010П	2011П
EV/EBITDA	9.5	9.4	8.2
EV/S	2.8	2.5	2.1

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Streetlink Limited	48%
Андрей Молчанов	10%
Менеджмент	12%
Free Float	30%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	2 240	2 721	3 291	4 053	4 757	5 458
Основные средства	1 053	1 124	1 121	1 082	1 043	1 005
Прочие внеоборотные активы	354	356	390	420	442	457
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	1 407	1 480	1 510	1 502	1 486	1 462
ВСЕГО АКТИВЫ	3 647	4 201	4 801	5 556	6 243	6 921
Краткосрочные заимствования	500	400	400	400	400	400
Прочие текущие обязательства	972	1 092	1 480	1 933	2 238	2 475
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	1 471	1 492	1 880	2 333	2 638	2 875
Долгосрочные заимствования	808	750	700	650	600	550
Прочие долгосрочные обязательства	58	58	58	58	58	58
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	866	808	758	708	658	608
Доля миноритариев	12	12	12	12	12	12
Акции и добавочный капитал	1 039	1 424	1 424	1 424	1 424	1 424
Нераспределенная прибыль	259	464	726	1 078	1 511	2 001
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	1 298	1 888	2 150	2 502	2 935	3 425
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	3 647	4 201	4 801	5 556	6 243	6 921

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	1 608	1 751	2 161	2 669	3 025	3 277
Себестоимость	(1 018)	(1 067)	(1 384)	(1 728)	(1 957)	(2 117)
ЕБИТДА	462	473	540	657	755	821
Амортизация	76	83	92	100	100	98
ЕБИТ	331	390	448	557	655	723
Чистые процентные доходы/(расходы)	(144)	(126)	(110)	(104)	(98)	(92)
ЕВТ	187	264	338	453	557	631
Налог на прибыль	(42)	(59)	(75)	(101)	(124)	(141)
Чистая прибыль	145	205	262	352	433	490

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционный денежный поток	109	380	517	656	653	642
Инвестиционный денежный поток	(182)	(184)	(114)	(82)	(76)	(69)
Финансовый денежный поток	63	228	(50)	(50)	(50)	(50)
Чистый долг	1 212	631	228	(346)	(923)	(1 495)

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-20%	9%	23%	24%	13%	8%
Рентабельность ЕБИТДА	29%	27%	25%	25%	25%	25%
Чистая рентабельность	9%	12%	12%	13%	14%	15%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.6	1.3	0.4	(0.5)	(1.2)	(1.8)

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Компании малой капитализации

«Дочки» Славнефти: в ожидании раздела активов

Наталья Янакаева n.yanakaeva@tkbc.ru

Пока окончательное решение о разделе активов Славнефти не принято. Разговоры о разделе Славнефти ведутся уже несколько лет. Тем не менее договоренности между основными акционерами компании – Газпром нефтью и TNK-BP International (материнской структурой TNK-BP Холдинга) – пока не достигнуто. Между тем на Петербургском экономическом форуме в июне текущего года после долгого молчания глава Газпром нефти Александр Дюков затронул эту тему и сообщил, что возможность раздела существует. В то же время в последнее время появилась информация о том, что схема раздела уже согласована, и он может состояться в 2011–2012 гг. В качестве возможных сроков также назывался первый квартал 2011 г.

Новости об ускорении раздела могут стимулировать рост акций дочерних компаний Славнефти. Во втором полугодии текущего года мы ожидаем появления новостей в отношении процесса разделения активов холдинга между его основными акционерами. В этом случае миноритариям Славнефти и ее дочерних компаний может быть выставлена оферта.

Разделение будет проходить на уровне отдельных компаний. Процесс разделения Славнефти начался три года назад с разделения Ярославнефтепродукта (ЯНП). Эта компания была реорганизована путем выделения Газпромнефть-Ярославль и TNK-Ярославль, контроль над которыми получили Газпром нефть и TNK-BP Холдинг соответственно. Для миноритариев ЯНП, не согласных с реорганизацией или не голосовавших по этому вопросу на ВСА, была определена цена выкупа, превышающая рыночную цену на 93% в случае обыкновенных акций и на 9% – в случае привилегированных. К оставшимся дочерним компаниям схема выделения не применима из-за технологических и законодательных ограничений. Мы ожидаем, что при дальнейшем разделе контроль над каждой «дочкой» достанется одному из нынешних основных акционеров Славнефти.

Акции «дочек» Славнефти в свободном обращении

Компания	Тикер	Капитализация, \$ млн	Акции в свободном обращении (всего)		Акции в свободном обращении (всего)	
			%	\$ млн	%	\$ млн
Славнефть	SLAV	4,588	1.0	45	1.0	45
Мегионнефтегаз	MFGS MFGSP	2,498	5.2	130	3.4	66
Обьнефтегазгеология	obne obnep	273	20.3	56	8.3	17
Мегионнефтегазгеология	slme slmer	219	5.9	13	2.5	5
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS JNOSP	609	5.9	36	3.0	15

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Некоторые «дочки» Славнефти выглядят привлекательно. Мы оценили дочерние компании Славнефти, акции которых торгуются на фондовом рынке, по прогнозному коэффициенту EV/Добыча (Переработка) на 2010 г. Его целевое значение мы определили на уровне \$30/барр., что соответствует среднеотраслевому показателю с поправкой на размер оцениваемых компаний. Для оценки самой Славнефти мы учли собственную добычу компании и ее доли в добыче и переработке «дочек». Мы считаем, что Славнефть, Мегионнефтегаз (МНГ) и Мегионнефтегазгеология (МНГГ) выглядят дороже остальных «дочек». МНГ показывает отрицательную динамику добычи нефти на протяжении последних нескольких лет. В 2009 г. этот показатель снизился на 8% год к году до 12 млн т. За 5 месяцев 2010 г. сокращение составило 9% в годовом выражении до уровня 4.6 млн т.

MFGS		
	АО	АП
Тикер	MFGS	MFGSP
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ	
Цена, \$	20	17
Целевая цена, \$	14	12
Потенциал, %	-30%	-30%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	0	Bloomberg
	0	Reuters
	АО	АП
Акции в обращении, млн	99	33
EV, \$ млн	3 133	
MC, \$ млн	2 498	
MIN 12 мес., \$	0.00	
MAX 12 мес., \$	0.00	

obne		
	АО	АП
Тикер	obne	obnep
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	
Цена, \$	83	76
Целевая цена, \$	196	178
Потенциал, %	136%	136%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	0	Bloomberg
	0	Reuters
	АО	АП
Акции в обращении, млн	2.5	0.8
EV, \$ млн	272	
MC, \$ млн	273	
MIN 12 мес., \$	0.00	
MAX 12 мес., \$	0.00	

slme		
	АО	АП
Тикер	slme	slmer
Рекомендация	ПРОДАВАТЬ	
Цена, \$	1.2	1.3
Целевая цена, \$	1.2	1.2
Потенциал, %	-6%	-6%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	0	Bloomberg
	0	Reuters
	АО	АП
Акции в обращении, млн	172	6
EV, \$ млн	218	
MC, \$ млн	219	
MIN 12 мес., \$	0.00	
MAX 12 мес., \$	0.00	

JNOS		
	АО	АП
Тикер	JNOS	JNOSP
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	
Цена, \$	0.5	0.4
Целевая цена, \$	2.2	1.6
Потенциал, %	314%	314%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	0	Bloomberg
	0	Reuters
	АО	АП
Акции в обращении, млн	933	311
EV, \$ млн	1 148	
MC, \$ млн	609	
MIN 12 мес., \$	0.00	
MAX 12 мес., \$	0.00	

Добыча МНГГ также снижается – за 2009 г. на 20% до 1.2 млн т, за 5М10 – на 19% до 0.4 млн т. Собственная добыча Славнефти составляет только 10% добычи холдинга. В 2009 г. компания увеличила добычу на 17% до 1.3 млн т. Однако за 5М10 этот показатель упал на 5% год к году до 0.5 млн т.

Наиболее недооцененными мы считаем Обьнефтегазгеологию (ОНГГ) и Ярославнефтеоргсинтез (ЯНОС). ОНГГ разрабатывает Тайлаковское месторождение с оценочными запасами 111 млн т нефти. Среднегодовые темпы роста добычи нефти компании за последние три года составили 31%. За 5М10. добыча выросла на 66% год к году до 1.2 млн т. ЯНОС имеет установленную мощность переработки нефти 15 млн т в год. За 5М10 завод переработал 5.4 млн т, что на 2% больше, чем за 5М09. Глубина переработки в 2009 г. составила 66%. Сейчас на заводе ведется модернизация, по завершении которой глубина переработки достигнет 88%. Завод работает по схеме процессинга, однако при переходе под контроль одного акционера схема работы НПЗ может быть изменена.

Оценка «дочек» Славнефти

Компания	Тиккер	Рын.кап., \$ млн	EV, \$ млн	EV/Добыча (Переработка) 2010П, \$/барр.	Целевая цена, \$	Потенциал роста, %
МНГ	MFGS	2,498	3,133	39	14	-30
ОНГГ	obne	273	272	13	196	136
МНГГ	slme	219	218	32	1.2	-6
ЯНОС	JNOS	609	1,148	11	2.2	314

Источники: данные компаний, Нефтяная торговля, оценка ТКБ Капитал

РОССИЙСКИЕ ADR И GDR НА ЗАПАДНЫХ БИРЖАХ

Код Bloomberg	Эмитент	Биржа	Акции за ADR/ГДР	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
				Цена ADR/ГДР, \$	Цена ADR/ГДР, \$			
OGZD LI	Газпром	LSE	4	19.09	25.50	-25.14%	26.64	18.06
ROSN LI	Роснефть	LSE	1	6.18	8.60	-28.14%	9.30	6.18
LKOD LI	ЛУКОЙЛ	LSE	1	51.90	57.30	-9.42%	60.80	44.70
SGGD LI	Сургутнефтегаз, ао	LSE	10	8.83	8.90	-0.79%	10.20	7.76
ATAD LI	Татнефть, ао	LSE	6	28.20	29.14	-3.23%	33.10	22.66
GAZ LI	Газпром нефть	LSE	5	18.90	27.40	-31.02%	29.40	16.95
NVTK LI	НОВАТЭК	LSE	10	72.30	66.00	9.55%	80.50	63.40
AOIL SS	Alliance Oil	OMXS	1	11.28	14.31	-21.15%	17.28	11.04
EDCL LI	Eurasia Drilling	LSE	1	2.25	3.00	-25.00%	3.47	2.20
INTE LI	Интегра	LSE	0.05	2.25	3.00	-25.00%	3.47	2.20
O2C GR	CAT Oil	XETRA	1	8.46	7.02	20.47%	8.53	6.22
VGAS LN	Volga Gas	LSE	1	3.01	3.39	-11.31%	4.59	2.91
SSA LI	АФК "Система"	LSE	20	23.72	21.00	12.95%	30.99	21.00
MBT US	МТС	NYSE	2	19.16	19.56	-2.02%	23.55	17.84
VIP US	Вымпелком	NYSE	0.05	16.18	-	-	19.01	14.34
CMST LI	Комстар-ОТС	LSE	1	6.10	5.50	10.91%	7.01	5.45
RKMD LI	Ростелеком, ао	LSE	6	21.16	28.00	-24.43%	31.89	18.20
CTCM US	СТС Медиа	NASDAQ	1	14.44	14.77	-2.27%	19.63	12.68
SITR LI	СИТРОНИКС	LSE	50	1.00	1.55	-35.48%	1.55	0.80
VTBR LI	Банк ВТБ	LSE	2000	22.00	26.50	-16.98%	35.68	22.00
VZY GR	Банк Возрождение, ао	XETRA	0.75	4.87	4.72	3.18%	5.93	4.20
FIVE LI	X5 Retail Group	LSE	0.25	33.90	31.90	6.27%	37.10	29.35
MGNT LI	Магнит	LSE	0.20	17.29	15.85	9.09%	19.60	14.35
PHST LI	Фармстандарт	LSE	0.25	22.00	20.49	7.37%	29.15	16.75
WBD US	Вимм-Билль-Данн	NYSE	0.25	17.80	23.83	-25.30%	25.35	17.62
CHE LI	Черкизово	LSE	2/3	14.36	10.50	36.76%	22.50	10.50
URKA LI	Уралкалий	LSE	5	18.02	21.00	-14.19%	25.20	15.00
RUSAL FP	РУСАЛ	Euronext	20	18.39	24.92	-26.23%	25.70	17.43
MNOD LI	Норильский Никель	LSE	0.1	14.52	14.35	1.18%	20.00	14.15
SVST LI	Северсталь	LSE	1	9.80	9.50	3.16%	15.72	9.20
NLMK LI	НЛМК	LSE	10	26.00	30.70	-15.31%	39.40	25.04
MMK LI	ММК	LSE	13	9.29	11.30	-17.79%	14.30	9.10
MTL US	Мечел, ао	NYSE	1	18.14	18.82	-3.61%	31.18	18.14
EVR LI	Евраз Груп	LSE	1/3	23.63	28.25	-16.35%	42.72	22.82
PLZL LI	Полюс Золото	LSE	0.5	27.50	27.75	-0.90%	29.90	22.75
PMTL LI	Полиметалл	LSE	1	12.55	9.17	36.86%	13.55	8.90
HGM LN	Highland Gold	LSE	1	2.02	1.46	37.97%	2.44	1.34
HRG CN	High River Gold	TSX	1	0.73	0.55	30.73%	0.87	0.59
TMKS LI	ТМК	LSE	4	15.00	17.93	-16.34%	23.50	15.00
CHZN LI	ЧЦЗ	LSE	1	3.10	3.35	-7.46%	5.11	3.10
LSRG LI	Группа ЛСР	LSE	0.2	7.60	9.10	-16.48%	10.90	6.75
PIK LI	Группа ПИК	LSE	1	3.40	4.15	-18.07%	5.81	3.40
AFID LI	AFI Development	LSE	1	1.63	1.90	-14.21%	2.51	1.39
MLD LN	MirLand	LSE	1	2.99	2.58	15.54%	3.91	2.71
HALS LI	Система Галс	LSE	0.05	1.05	1.45	-27.59%	2.17	1.05
RUS LN	Raven Russia	LSE	1	0.61	0.73	-16.60%	0.89	0.55
RGI LN	RGI International	LSE	1	2.04	1.58	29.11%	2.33	1.23
GLTR LI	Глобалтранс	LSE	1	14.29	9.90	44.34%	14.40	10.20
NCSP LI	НМТП	LSE	75	11.00	11.51	-4.43%	15.20	10.50

Источник: Bloomberg

МИРОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Индекс	Страна	30.06.10	31.12.09	Изменение, %	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
Азия						
Nikkei 225	Япония	9 382.64	10 546.44	-11.04%	11 339.30	9 382.64
Hang Seng	Гонконг	20 128.99	21 872.50	-7.97%	22 416.67	18 985.50
Straits Times	Сингапур	2 835.51	2 897.62	-2.14%	3 019.74	2 650.61
Seoul Composite	Южная Корея	1 698.29	1 682.77	0.92%	1 752.20	1 552.79
Shanghai Composite	Китай	2 398.37	3 277.14	-26.82%	3 282.18	2 398.37
Taiwan Weighted	Тайвань	7 329.37	8 188.11	-10.49%	8 356.89	7 071.67
SENSEX	Индия	17 700.90	17 464.81	1.35%	17 970.02	15 790.93
Европа						
FTSE 100	Великобритания	4 916.87	5 412.88	-9.16%	5 825.01	4 914.22
DAX	Германия	5 965.52	5 957.43	0.14%	6 332.10	5 434.34
CAC 40	Франция	3 442.89	3 936.33	-12.54%	4 065.65	3 331.29
Budapest SE Index	Венгрия	21 050.43	21 227.01	-0.83%	25 322.96	20 224.74
PX50	Чехия	1 103.90	1 117.30	-1.20%	1 314.60	1 092.80
WIG 20 TR	Польша	2 271.03	2 388.72	-4.93%	2 604.76	2 173.25
ISE 100	Турция	54 839.46	52 825.02	3.81%	59 330.34	48 739.43
PTC	Россия	1 339.35	1 444.61	-7.29%	1 676.27	1 226.57
ММВБ	Россия	1 309.31	1 370.01	-4.43%	1 530.93	1 197.39
Африка						
FTSE/JSE Top 40	Южная Африка	23 294.83	24 996.97	-6.81%	26 547.87	23 093.24
Egypt HERMES	Египет	561.07	573.44	-2.16%	695.44	545.94
Америка						
DJIA	США	9 774.02	10 428.05	-6.27%	11 205.03	9 774.02
S&P 500	США	1 030.71	1 115.10	-7.57%	1 217.28	1 030.71
NASDAQ	США	2 109.24	2 269.15	-7.05%	2 530.15	2 109.24
Bovespa	Бразилия	60 935.90	68 588.41	-11.16%	71 784.78	58 192.08
BUSE MERVAL	Аргентина	2 185.01	2 320.73	-5.85%	2 487.76	2 061.07
IBC	Венесуэла	65 158.40	55 075.68	18.31%	65 264.84	54 368.95
Сводный индекс по развивающимся рынкам						
MSCI BRIC		300.20	332.29	-9.66%	347.68	277.12
FTSE Russia IOB Index		769.59	879.03	-12.45%	984.11	705.18
MSCI Russia		707.47	795.32	-11.05%	909.21	656.44

Источник: Bloomberg

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Код Bloomberg	Товар	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
СПОТ-рынок						
EUCRBRDT	Brent	73.87	77.20	-4.31%	88.45	69.60
EUCRURMD	Urals	72.85	76.73	-5.06%	85.18	67.31
USCRWTIC	WTI	75.63	79.36	-4.70%	86.84	65.96
GOLDLNPM	Золото	1 244.00	1 087.50	14.39%	1 261.00	1 058.00
SLVRLN	Серебро	18.74	16.99	10.30%	19.64	15.14
PLAT	Платина	1 533.50	1 465.50	4.64%	1 745.00	1 445.85
PALL	Палладий	442.25	407.80	8.45%	566.25	394.00
LMANDY	Алюминий	1 951.25	2 197.00	-11.19%	2 439.85	1 834.75
LMCADY	Медь	6 483.50	7 342.00	-11.69%	7 960.25	6 067.75
LMNIDY	Никель	19 679.00	18 452.00	6.65%	27 227.00	16 976.00
LMZSDY	Цинк	1 759.50	2 529.00	-30.43%	2 686.25	1 596.50
MBSTCIHR	Сталь Г/К (FOB Black Sea)	580.00	507.50	14.29%	715.00	507.50
MBSTUSHR	Сталь Г/К (США)	625.00	505.00	23.76%	645.00	505.00
LMSNDY	Олово	17 380.00	16 869.00	3.03%	19 127.00	15 139.00
LMPBDY	Свинец	1 725.75	2 402.00	-28.15%	2 652.75	1 529.00
Фьючерсы						
CO1	Brent	75.01	77.93	-3.75%	88.94	69.55
CL1	WTI	75.63	79.36	-4.70%	86.84	68.01
HO1	Печное топливо	198.17	211.88	-6.47%	234.51	187.17
PG1	Бензин	206.04	205.29	0.37%	243.51	188.64
NG1	Газ	4.62	5.57	-17.16%	6.01	3.84
GC1	Золото	1 245.90	1 096.20	13.66%	1 257.20	1 052.20
SI1	Серебро	18.67	16.82	10.99%	19.64	14.83
PL1	Платина	1 530.90	1 460.00	4.86%	1 747.30	1 452.30
PA1	Палладий	444.40	407.25	9.12%	567.45	394.50
LY1	Алюминий	1 887.25	1 934.50	-2.44%	2 304.00	1 777.50
LP1	Медь	6 492.75	7 351.50	-11.68%	7 967.25	6 069.50
LN1	Никель	19 693.00	18 467.00	6.64%	27 245.00	16 984.00
LX1	Цинк	1 767.00	2 534.75	-30.29%	2 691.25	1 598.00
LT1	Олово	17 385.00	16 893.00	2.91%	19 149.00	15 145.00
LL1	Свинец	1 731.75	2 409.00	-28.11%	2 657.75	1 529.75
API21MON	Уголь энергетический	94.75	83.19	13.90%	98.15	72.75
ССКРТАIY Index	Уголь коксующийся	1 680.00	1 700.00	-1.18%	1 830.00	1 680.00
MBFOFO01 Index	Железная руда	148.50	111.50	33.18%	189.50	126.00
SB1	Сахар	18.03	26.95	-33.10%	29.90	13.67
CC1	Какао	2 894.00	3 289.00	-12.01%	3 461.00	2 787.00
KC1	Кофе	164.20	135.95	20.78%	167.00	127.70
C 1	Кукуруза	354.25	414.50	-14.54%	423.00	325.00
W 1	Пшеница	464.75	541.50	-14.17%	572.50	428.00
S 1	Соя	948.50	1 039.75	-8.78%	1 052.25	908.00
CT1	Хлопок	82.60	75.60	9.26%	84.72	66.62

Источник: Bloomberg

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Курсы валют

Код Bloomberg	Валюта	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
RUB Curncy	Доллар США (руб за \$1)	30.67	30.04	2.12%	31.52	28.93
RREU Curncy	Евро (руб за 1 евро)	38.29	43.07	-11.10%	43.47	37.58
RUBBASK Curncy	Бивалютная корзина \$0.55/0.45€ (руб)	34.41	35.96	-4.31%	36.19	33.46
EUR Curncy	Евро (\$ за 1 евро)	1.226	1.433	-14.47%	1.451	1.195
GBP Curncy	Британский фунт стерлингов (\$ за 1 фунт)	1.496	1.615	-7.34%	1.638	1.432
JPY Curncy	Японская иена (иен за \$1)	88.58	93.14	-4.90%	94.72	88.40
CHF Curncy	Швейцарский франк (франков за \$1)	1.078	1.035	4.16%	1.162	1.017
CNY Curncy	Китайский юань (юаней за \$1)	6.781	6.827	-0.67%	6.835	6.781
BRL Curncy	Бразильский реал (реалов за \$1)	1.797	1.742	3.13%	1.895	1.720
MXN Curncy	Мексиканский песо (песо за \$1)	12.87	13.08	-1.65%	13.18	12.15
TRY Curncy	Турецкая лира (лир за \$1)	1.579	1.493	5.76%	1.604	1.452
INR Curncy	Индийский рупий (рупий за \$1)	46.45	46.53	-0.16%	47.71	44.29
KRW Curncy	Корейская вона (вон за \$1)	1 221.4	1 158.1	5.47%	1 262.9	1 103.3

Процентные ставки по кредитам

Код Bloomberg	Индикатор	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
BP000/N Index	LIBOR Овернайт	0.31	0.17	0.14	0.32	0.17
BP0001M Index	LIBOR 1 месяц	0.35	0.23	0.12	0.35	0.23
BP0003M Index	LIBOR 3 месяца	0.53	0.25	0.28	0.54	0.25
EUR001M Index	EURIBOR 1 месяц	0.49	0.45	0.03	0.49	0.40
EUR003M Index	EURIBOR 3 месяца	0.77	0.70	0.07	0.77	0.63
MOSKON Index	MosPrime Овернайт	2.84	4.45	-1.61	5.95	2.50
MOSK1W Index	MosPrime 1 неделя	2.96	4.60	-1.64	5.45	2.91
MOSK2W Index	MosPrime 2 недели	3.12	4.95	-1.83	5.50	3.09
MOSKP1 Index	MosPrime 1 месяц	3.42	6.32	-2.90	6.35	3.41
MOSKP3 Index	MosPrime 3 месяца	3.94	7.05	-3.11	7.11	3.91

NDF RUR

Код Bloomberg	Срок	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
RRN1M Curncy	1 месяц	4.58	5.74	-1.16	5.86	4.35
RRN3M Curncy	3 месяца	2.98	7.52	-4.54	7.57	2.66
RRN6M Curncy	6 месяцев	3.68	6.05	-2.37	6.08	2.92
RRN12M Curncy	1 год	4.14	6.46	-2.32	6.46	4.04

Государственные облигации

Код Bloomberg	Облигация	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
GT2 Govt	США - 2 года	0.61	1.14	-0.53	1.17	0.60
GT5 Govt	США - 5 лет	1.78	2.68	-0.91	2.74	1.77
GT10 Govt	США - 10 лет	2.93	3.84	-0.91	3.99	2.93
GT30 Govt	США - 30 лет	3.89	4.64	-0.75	4.84	3.89
EC228830 Corp	Россия - 30 лет	5.29	5.40	-0.12	5.95	4.79
	Спред РФ30-США10	2.35	1.56	0.79		

Источник: Bloomberg

Контакты

Аналитический Департамент

Анализ рынка акций
+ 7 (495) 981 3430

Мария Кальварская
Начальник отдела анализа рынка акций
Банковский сектор, Транспорт
m.kalvarskaia@tkbc.ru

Александр Ковалев, к.ф.-м.н.
Товарно-сырьевые рынки
aa.kovalev@tkbc.ru

Алексей Серов
Электроэнергетика
a.serov@tkbc.ru

Даниил Затологин
Телекоммуникации

Артем Лаврищев
Машиностроение,
Базы данных, Дивиденды
a.lavrishev@tkbc.ru

Татьяна Задорожная
Транспорт
t.zadorozhnaya@tkbc.ru

Анализ рынка
долговых инструментов
+ 7 (495) 981 3430

Дмитрий Зак
Начальник отдела анализа
рынка долговых инструментов
d.zak@tkbc.ru

Михаил Зак
Старший аналитик
m.zak@tkbc.ru

Юлия Крючкова
Редактор
y.kryuchkova@tkbc.ru

Евгения Дышлюк
Нефть и газ
e.dyshlyuk@tkbc.ru

Евгений Рябков
Металлургия
e.ryabkov@tkbc.ru

Наталья Колупаева
Потребительский сектор
n.kolupaeva@tkbc.ru

Анатолий Высоцкий
Недвижимость,
Инфраструктура
a.vysotsky@tkbc.ru

Наталья Янакаева
Компании малой
капитализации
n.yanakaeva@tkbc.ru

Департамент Структурных продуктов и Торговых операций

Москва + 7 (495) 981 3430

Дмитрий Романов
d.romanov@tkbc.ru

Павел Шлык
p.shlyk@tkbc.ru

Вадим Гугленко
v.googlenko@tkbc.ru

Данил Олимов
d.olimov@tkbc.ru

119019 Москва,
ул. Знаменка, д.7, стр. 3
Тел.: +7 (495) 981 3430
Факс: +7 (495) 783 3170

www.tkbc.ru

Департамент Долговых Рынков

Москва + 7 (495) 981 3430

Анна Грицаенко
a.gritsaenko@tkbc.ru

Евгения Старченко
e.starchenko@tkbc.ru

Антон Агошков
a.agoshkov@tkbc.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и ТКБ Капитал не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. ТКБ Капитал не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако ТКБ Капитал имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения ТКБ Капитал. ТКБ Капитал не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

