

**Стратегия
Сентябрь 2008
Рынок акций**

Переоценка рисков



Мы считаем, что жёсткая позиция России в противостоянии с Западом повышает инвестиционную привлекательность российской экономики для стратегических инвесторов – если Россия может защитить свои внешнеполитические интересы, то она сможет защитить и свой бизнес.

Мы считаем маловероятным сценарий введения экономических санкций против России. Если они и будут иметь место, то скорее всего окажутся символическими и не нанесут заметного ущерба российской экономике.

На наш взгляд, в результате августовской распродажи инвесторы перестраховались и заложили самые худшие ожидания развития кризиса. Реальность окажется не столь страшной, как могло кому-то показаться в августе.

События на Кавказе заставили многих инвесторов выводить капиталы с российского рынка акций, аргументируя эти иррациональные действия (а как иначе назвать продажу активов по ценам существенно ниже справедливой?) возрастающими геополитическими рисками. Мы категорично не согласны с этим утверждением, полагая, спекуляции на тему экономических санкций и изоляции России преувеличены. Более того, мы считаем, что **в долгосрочной перспективе жёсткая позиция России в противостоянии с Западом повышает инвестиционную привлекательность российской экономики** – если Россия может защитить свои жизненные интересы на международной арене, то она сможет защитить и свой бизнес в глобальной конкуренции.

Сценарии военных столкновений с западом мы отвергаем как абсурдный. Заслуживает внимания сценарий экономических санкций и международной изоляции России – его мы считаем маловероятным. Это утверждение мы подкрепляем следующими аргументами:

- для большинства транснациональных компаний российский внутренний рынок является одним из важнейших (например, авторынок России, где в этом году будет продано около 3.4 млн. новых автомобилей, может стать номером один в Европе, опередив Германию, где в прошлом году было продано 3.2 млн. машин; при этом российский рынок продолжает расти в отличие от сокращающихся европейских). Европейские и американские компании достаточно ясно выразили своё отношение к внешнеполитическому кризису, подтвердив, что имеют обширные планы по расширению своего бизнеса в России. Важно отметить, что Россия ведёт себя спокойно и уверенно (как победитель), давая понять, что не настроена на усиление конфронтации, но отступать в ключевых для себя вопросах не будет. Компромисс, очевидно, возможен в экономической сфере – здесь европейские и американские компании смогут получить определённые преференции при условии разумного поведения национальных правительств.
- структура нашего импорта (мы представлены на международных рынках углеводородным сырьём, металлами, удобрениями и вооружением) не позволяет ввести эффективные санкции. Теоретически больше других могут пострадать металлурги (это надо учитывать). Ограничения на поставки российских углеводородов в Европу выглядят просто фантастическими – во-первых, быстро заменить эти поставки невозможно, во-вторых, почувствовав давление на западном направлении, Россия может в долгосрочной перспективе переориентировать свои поставки на Китай, который представляет для США большую стратегическую угрозу в сравнении с Россией.
- угроза создания ядерного оружия Ираном, являющаяся главной головной болью для США, не позволит американцам идти на полной замораживание отношений с Россией. Интересно, что спекуляции вокруг возможного нанесения ракетного удара по иранским ядерным объектам, резко активизировались в последние дни...

Да, российские компании в текущей ситуации могут столкнуться с определёнными проблемами в проведении сделок M&A на международных рынках. Однако российских инвесторов никогда не встречали с распротёртыми объятиями в иностранных компаниях; сделки M&A всегда шли с большим скрипом, и многие из них срывались по причинам, далёким от экономических.

Другая возможная неприятность – российским компаниям ещё сложнее будет привлекать

финансовые ресурсы на западе. Определённый риск здесь присутствует, мы считаем, что некоторый рост стоимости заимствований возможен. Но надо иметь в виду, что текущие уровни процентных ставок и без того становятся запретительными для многих заёмщиков, и связано это никак не с кризисом на Кавказе, а с развитием мирового кредитного кризиса, который пока что не собирается идти на убыль (см. «Долговые рынки»).

Наиболее вероятным сценарием развития событий нам видится сохранение высокого накала страстей в краткосрочной перспективе (Западу нужно сохранить лицо) и ослабление этого фактора риска после президентских выборов в США (4 ноября).

Мы считаем, что в результате августовской распродажи инвесторы перестраховались и заложили самые худшие ожидания в котировки. Реальность окажется не столь страшной, как могло кому-то показаться в августе.

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Рынок акций

Переоценка рисков

Кардинальный пересмотр отношения к риску, произошедший с начала кризиса, заставляет нас более внимательно посмотреть на наши методики. Мы внесли изменения в методику расчёта различных групп рисков и уточнили подход к расчёту стоимости долга. В результате средний WACC по 100 компаниям повышен с 10.8 % до 12.2%, что привело к снижению целевого уровня для индекса РТС на конец года с 2 605 до 2 300 пунктов. Мы считаем, что в следующие 6-12 месяцев риски, скорее всего, продолжат переоцениваться в сторону повышения, что будет негативно сказываться на стоимости акций.

В сентябре мы ждем отскока рынка вверх после неоправданного и во многом эмоционального падения в августе. Влияние внешнеполитических факторов, скорее всего, начнет ослабевать, хотя отдельные всплески эмоций возможны. На первый план должна выйти дешёвизна российских активов, которая представляет инвесторам редкий шанс.

В то же время, мы хотим подчеркнуть, что основные риски, существовавшие на нашем рынке до событий на Кавказе, никуда не исчезли. Эти риски (кредитный кризис, мировая экономика, сырьевые рынки, российская экономика) будут доводить над рынком в ближайшие 6-12 месяцев и, скорее всего, затруднят его быстрое возвращение к своим справедливым уровням. Мы рекомендуем инвесторам сохранять трезвую голову и не впадать в эйфорию в случае резкого роста котировок. Вероятность устойчивого восходящего тренда сейчас практически отсутствует, и лучшая стратегия на таком рынке – искать и использовать возникающие время от времени рыночные неэффективности.

Переоценка рисков

В августе исполнился год с начала мирового кредитного кризиса. Этот кризис существенно изменил финансовый мир, однако главные изменения произошли не на рынках, и не в экономиках, а во взглядах инвесторов. Самым важным изменением в коллективном сознании рынка стал кардинальный пересмотр отношения к риску.

Период сверхдешёвых денег породил кредитную вакханалию, особенно отчетливо проявившуюся на рынке низкокачественной ипотеки в США, где кредиты выдавались заведомо неплатежеспособным заемщикам в надежде на вечный рост стоимости залога. Признаки массового помешательства присутствовали и на нашем долговом рынке, где многие эмитенты стали считать совершенно естественным привлечение кредитов под ставки существенно ниже уровня инфляции. При этом спреды между долгами эмитентов с принципиально разным кредитным качеством перестали отражать различие в качестве риска.

Последний год прошел под знаком отрезвления, и сейчас, мы считаем, пришло время более внимательно взглянуть на новую реальность. Изменение отношения к риску заставляет нас внести коррективы в наши DCF-модели и в дальнейшем больше внимания уделять мониторингу рисков.

Почему мы это делаем только сейчас?

По нашим ощущениям, вплоть до июня-июля 2008 г. у многих инвесторов существовала иллюзия, что кризис не будет иметь долгосрочных последствий – период турбулентности рано или поздно пройдет, после чего ситуация вернется в привычное русло. Однако события последних месяцев охарактеризовались новым драматичным изменением рынков, которое фактически означает прохождение точки бифуркации.

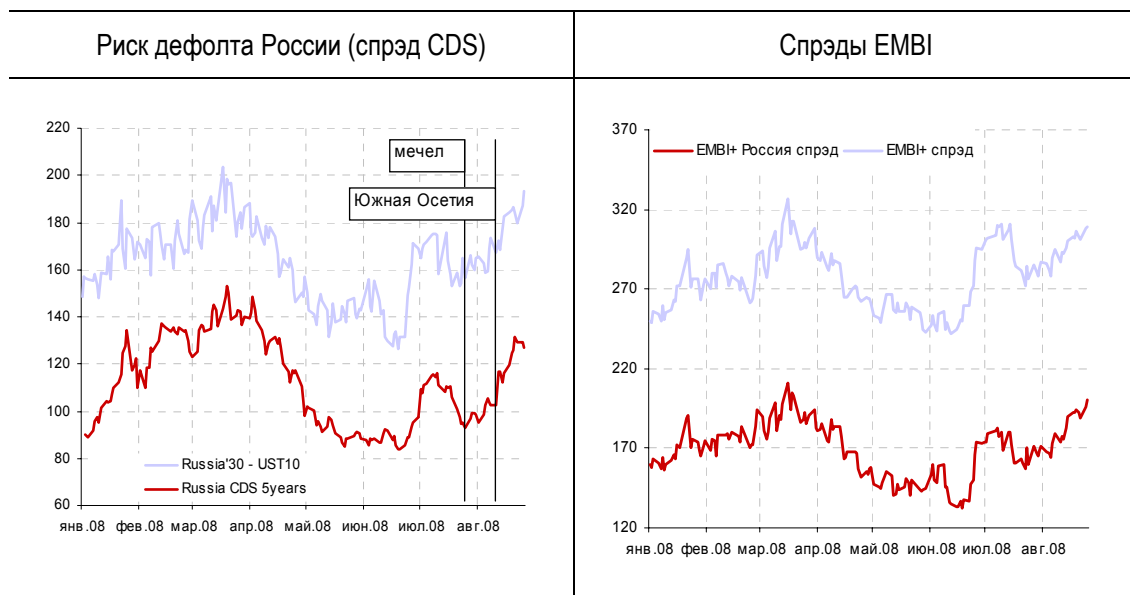
Мы считаем, что возвращение на прежние уровни (оценки рисков) в ближайшие годы невозможно. Более того, **в следующие 6-12 месяцев риски, скорее всего, будут переоцениваться в сторону увеличения.** Улучшение, на наш взгляд, может начаться в середине 2009 г., когда ожидается окончательная стабилизация рынка жилья США (резкое замедление темпов падения заметно уже сейчас) и, соответственно, завершение эпопеи списаний в банковском секторе. Тем не менее, до этого момента мы можем испытать еще ряд значительных потрясений.

Основные изменения, которые мы внесли в методику расчета WACC, касаются повышения уровня странового риска и более детального подхода к расчету корпоративных рисков (введение более детальной шкалы рисков, позволяющей тщательнее ранжировать компании по данному

показателю). Помимо этого мы уточнили расчет стоимости заемного капитала.

Страновые риски

Безрисковую ставку по активам в долларах мы принимаем равной средней доходности UST 10 за последние 5 лет. Данный показатель является по своей природе фундаментальным и не может быстро меняться, в отличие от страновых рисков emerging markets, которые часто пересматриваются достаточно стремительно. Страновой риск для России мы оцениваем как среднюю за 12 месяцев величину спреда в доходности наиболее ликвидных суверенных облигаций Россия'30 к UST 10 (в настоящий момент 160 б.п.).



Источники: Bloomberg, Банк Москвы

Корпоративные риски

Мы всегда учитывали специфические риски эмитентов при расчете WACC, однако сейчас решили уделить этому фактору более пристальное внимание и ввести детальную шкалу расчета риска эмитентов.

В результате мы разложили данный показатель на пять составляющих, которые, по нашему мнению, в наибольшей степени влияют на отношение инвесторов в компании.

Отношения с государством. По умолчанию для госкомпаний значение равно 0%. Для квази-госкомпаний возможно значение 0.25%. Для частных компаний изначально значение принимается равным 0.5%.

Корпоративное управление. Обозначает уровень прозрачности компании, ее готовность предоставлять необходимую для анализа информацию. Помимо этого отражает отношение компании к миноритарным акционерам. Также отражает качество менеджмента. Устанавливается в диапазоне от 0 до 0.5%.

Конфликт акционеров. Показатель равен 0% в случае наличия мажоритарного акционера или группы дружественных акционеров. Принимается за 0.25% в случае наличия опасений относительно появления конфликта между крупнейшими акционерами. Значение 0.5% свидетельствует о выходе конфликта на публичный уровень.

Налоговые угрозы. По умолчанию показатель равен 0%. В случае наличия мелких претензий со стороны налоговых органов принимается за 0.25%. Если присутствуют реальные опасения относительно масштабных налоговых претензий, которые могут угрожать финансовой устойчивости, показатель составляет 0.5%.

Финансовая устойчивость. Оценивает кредитное качество эмитента и его способность обслуживать долговую нагрузку. Как правило, применяется для компаний с высоким левереджем. Устанавливается в диапазоне от 0 до 0.5%.

Риск эмитента	Значение, %
Отношения с государством	От 0 до 0.5
Корпоративное управление	От 0 до 0.5
Конфликт акционеров	От 0 до 0.5
Налоговые угрозы	От 0 до 0.5
Финансовая устойчивость	От 0 до 0.5

Оценка стоимости долга

Стоимость долга в модели DCF рассчитывается исходя из кредитного рейтинга эмитента или оценки его кредитного качества. Для определения стоимости долга используются кредитные рейтинги только трех крупнейших мировых агентств: S&P, Moody's и Fitch. В случае наличия кредитных рейтингов от двух или трех агентств предпочтение отдается последнему по дате рейтингу. На основе анализа текущих спредов корпоративных еврооблигаций к суверенной кривой доходности RD была создана шкала величины спреда в зависимости от уровня рейтинга.

Рейтинг	Спрэд, б.п.
AA	50
AA-	110
A+	160
A	210
A-	260
BBB+	300
BBB	340
BBB-	380
BB+	410
BB	450
BB-	480
B+	500
B	530
B-	560
CCC+	590
CCC	620
CCC-	650

Соответственно, стоимость долга для модели DCF складывается из двух составляющих – средней доходности суверенных еврооблигаций Россия'30 за последние 12 месяцев и спреда в зависимости от кредитного рейтинга.

Результаты переоценки

В результате корректировки нашей модели средний WACC по отслеживаемым нами акциям (100 компаний) увеличился с 10.8 % до 12.2 %. По результатам изменения подхода к вычислению WACC средняя стоимость собственного капитала для анализируемых нами компаний составила 13.6 %, стоимость заемных средств – 9.3 %, что подразумевает средний уровень спреда к доходности Россия'30 в 360 б. п.

Пересмотр методики расчёта WACC привел к снижению справедливой оценки для индекса РТС на конец текущего года с 2 605 до 2 300 пунктов.

Идеи. Рекомендации

В результате корректировки методики расчета WACC **мы снизили целевое значение для индекса РТС на конец года до 2 300 пунктов**. Это предполагает потенциал роста рынка до конца года на 40 %. Снижение targets затронуло весь рынок; сильнее других пострадали компании, имеющие более высокую зависимость от долгового финансирования.

После пересмотра targets фаворитами по потенциалу роста среди голубых фишек являются:

Газпром (+66 %), Сургутнефтегаз (+75 %), ВТБ (+68 %), Сбербанк (+65 %), Вымпелком (+61 %).

Во 2-м эшелоне мы по-прежнему отмечаем нереально дешевый телекоммуникационный сектор, который торгуется со средним EV/Ebitda 08 на уровне 2.6 и P/E 08 на уровне 5.0.

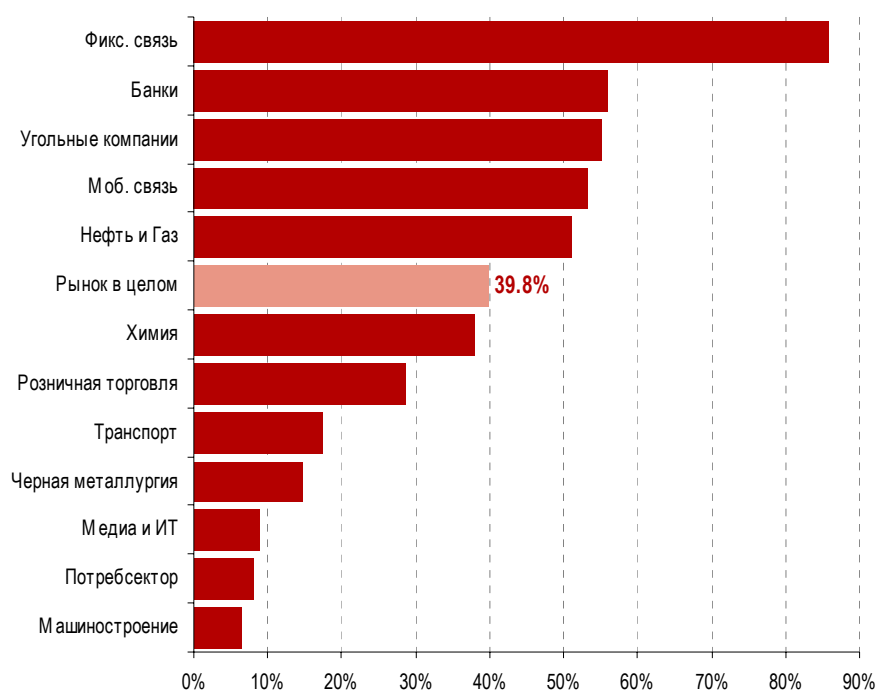
В сентябре мы ждем отскока рынка вверх после неоправданного и во многом эмоционального падения в августе. Влияние внешнеполитических факторов, скорее всего, начнет ослабевать, хотя отдельные всплески эмоций возможны. На первый план должна выйти дешевизна российских активов, которая представляет редкий шанс инвесторам.

В то же время, мы хотим особенно подчеркнуть, что основные риски, присутствовавшие на нашем рынке до событий на Кавказе, никуда не исчезли:

- Мировой кредитный кризис продолжает развиваться; в центре внимания остается судьба ипотечных агентств, Lehman Brothers; все более тревожит рост числа банкротств средних региональных банков; новые крупные списания по итогам 3-го квартала неизбежны.
- Состояние мировой экономики по-прежнему внушает тревогу: хотя экономике США и удастся избежать резкого спада в рецессию, общий тренд к замедлению очевиден во всех частях света.
- Риск взрыва сырьевых «пузырей», связанный с замедлением мировой экономики, сохраняется; особое внимание в ближайшие месяцы будет приковано к Китаю – от того, сумеет ли китайская экономика восстановить после Олимпиады прежние темпы роста или продолжит замедляться, во многом зависит динамика commodities.
- Нарастающие проблемы в финансовой сфере, бьющие по реальному сектору российской экономики, могут привести к падению корпоративных прибылей компаний, ориентированных на внутренний рынок; на долгом рынке неизбежным видится рост числа дефолтов.

Все эти риски будут довлеть над рынком в ближайшие 6-12 месяцев и, скорее всего, затруднят его быстрое возвращение к своим справедливым уровням. Мы рекомендуем инвесторам сохранять трезвую голову и не впадать в эйфорию в случае резкого роста рынка. Вероятность устойчивого восходящего тренда сейчас практически отсутствует, и лучшая стратегия на таком рынке – искать возникающие время от времени рыночные неэффективности. Как мы показали в разделе «Торговые идеи», местами они просто вопиющи!

Потенциал роста различных секторов российского фондового рынка до конца года



Источники: РТС, Банк Москвы

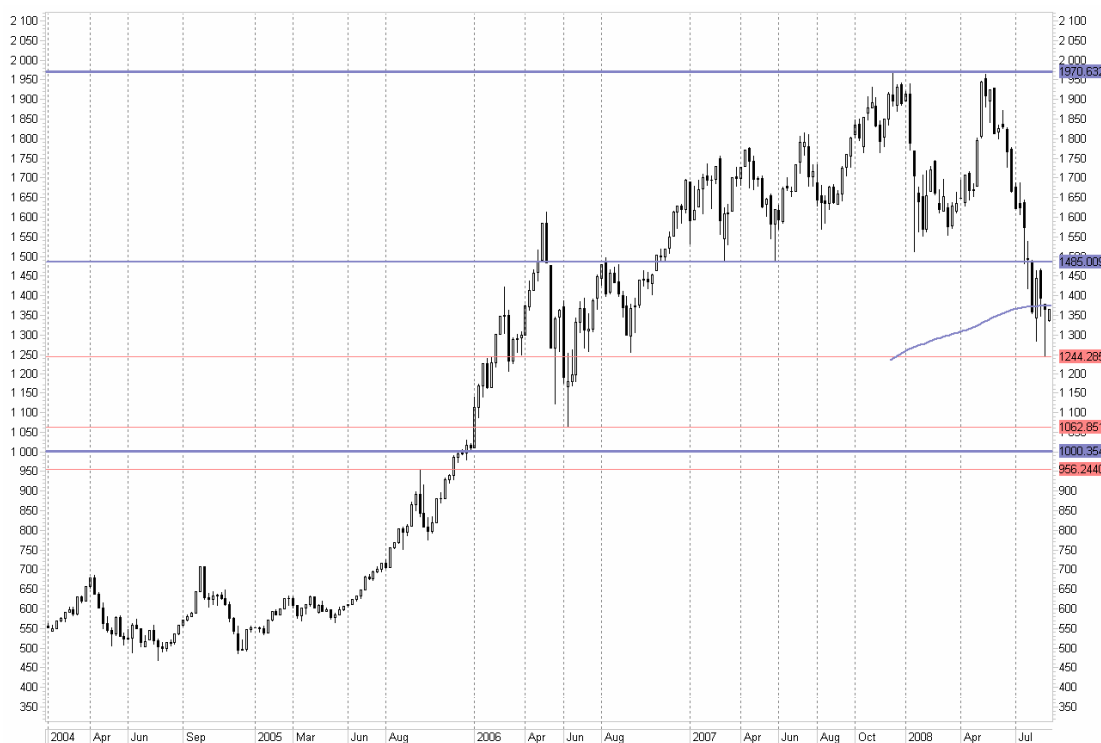
Немного теханализа

Индекс не смог быстро вернуться в прежний канал (1 485 – 1 970), в котором торговался более полутора лет, поэтому есть все основания говорить о том, что торговля переместилась в новый диапазон. Нижняя граница нового канала пока зафиксирована на уровне **1 244** пункта (минимум, достигнутый на торгах 26 августа); верхняя граница – **1 485**.

Судя по резкому отскоку, рынок попытается сейчас протестировать верхнюю границу канала. В рамках восходящего движения основные уровни сопротивления – **1 485**, **1 520** (1-й уровень Фибоначчи), **1 600** (50 % летнего обвала).

В долгосрочном плане рынок технически смотрит вниз с основной целью в районе **1 000** пунктов.

Индекс ММВБ, weekly



Целевые уровни и рекомендации

Голубые фишки

Компания	Код	Цена \$*	Мсар млн. \$	Цель \$**	Потенциал	Рекомендация
Нефть и Газ						
Газпром	GAZP	9.845	232 416	16.34	66.0%	покупать
Роснефть	ROSN	8.5	81 583	10.22	20.2%	покупать
ЛУКОЙЛ	LKOH	74.6	61 620	95.03	27.4%	покупать
СургутНГ	SNGS	0.7125	25 455	1.24	74.5%	покупать
Газпром нефть	SIBN	4.75	22 521	8.98	89.1%	покупать
Татнефть	TATN	5.2	11 329	8.19	57.5%	покупать
НОВАТЭК	NVTK	7.2	21 861	10.61	47.4%	покупать
Электроэнергетика						
Гидро-ОГК	HYDR	0.0685	16 783			пересмотр
Металлургия						
ГМК	GMKN	201.5	38 411			пересмотр
НЛМК	NLMK	3.9	23 374			пересмотр
Северсталь	CHMF	16.8	16 929			пересмотр
ММК	MAGN	0.945	10 560			пересмотр
Полюс	PLZL	31	5 909			пересмотр
Банки						
Сбербанк	SBER	2.355	50 837	3.89	65.2%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	5.5	18 491	9.21	67.5%	покупать
Связь						
Вымпелком	VIP.N	24.03	24 645	38.70	61.0%	покупать
МТС	MBT.N	68	27 109	99.40	46.2%	покупать
УРСИ	URSI	0.0325	1 050	0.0490	50.8%	покупать

Лучшие идеи во втором эшелоне

Компания	Код	Цена \$*	Мсар млн. \$	Цель \$**	Потенциал	Рекомендация
Дальсвязь	ESPK	2.7	258	7.50	177.8%	покупать
Волгателеком	NNSI	2.9	713	7.10	144.8%	покупать
НЗХК	nzhk	8.4	204	20.47	143.7%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.4225	667	0.95	124.9%	покупать
Интегра	INTEq.L	6	951	13.16	119.3%	покупать
Аммофос	ammo	115	1 037	240.00	108.7%	покупать
Распадская	RASP	5.7	4 457	11.49	101.6%	покупать
СЗТ	SPTL	0.85	749	1.70	100.0%	покупать
Нутритек	NTRI	20.675	329	41.16	99.1%	покупать
Сибирьтелеком	ENCO	0.061	733	0.12	96.7%	покупать
Уфимский НПЗ	unpz	1.45	790	2.38	64.1%	покупать
Х5	PJPq.L	27.25	7 210	43.78	60.7%	покупать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.75	2 821	10.70	58.5%	покупать
Акрон	AKRN	70.25	3 350	110.65	57.5%	покупать
АФК Система	SSAq.L	25.4	12 256	39.64	56.1%	покупать
ЮТК	KUBN	0.0905	268	0.14	54.7%	покупать
МСЗ	masz	240	332	369.00	53.8%	покупать
Уфанефтехим	UFNC	3.2	881	4.89	52.8%	покупать
ГАЗ	GAZA	116	2 148	175.00	50.9%	Покупать
Уралсвязьинформ	URSI	0.0325	1 050	0.0490	50.8%	покупать

Источник: Reuters, оценки Банка Москвы

* - по состоянию на закрытие рынка на 29 августа

** - ожидаемая цена акции на конец 2008 г.

Содержание

ГЛАВНАЯ ТЕМА	2
Геополитические риски преувеличены	
РЫНОК АКЦИЙ	4
Переоценка рисков	
ТОРГОВЫЕ ИДЕИ	11
Российские акции в этом десятилетии никогда не были столь дешевыми	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	13
Накануне тяжелой осени	
РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА	21
Бюджетная политика – в русле прежних тенденций	
НЕФТЬ И ГАЗ	31
Роснефть по-прежнему лидер	
МЕТАЛЛУРГИЯ	37
Коррекция докатилась до стали	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	41
Новые фишки	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	47
Мы рекомендуем МТС и Вымпелком	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	53
Негатив в квадрате	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	59
Хорошая отчетность компаний осталась незамеченной	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	65
Запоздалые итоги	
ТРАНСПОРТ	70
AirUnion – не прошло и года	
НЕФТЕПЕРЕРАБОТКА И НЕФТЕХИМИЯ	75
Внимание на ядерное топливо	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	79
Уже дешево	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	82

Российские акции в этом десятилетии никогда не были столь дешевыми

Резкое ухудшение взаимоотношений между Россией и западными странами привело к иррациональным действиям со стороны ряда держателей российских активов. Возникшие рыночные неэффективности местами абсолютно беспрецедентны. Рост страновых рисков (судя по динамике спрэдов и заявлениям рейтинговых агентств, весьма умеренный) не оправдывает произошедший обвал.

В данном разделе мы попытались показать наиболее вопиющие примеры рыночных неэффективностей, которыми и призываем воспользоваться.

Время сверхприбылей

Исходя из текущих ценовых уровней, на российском фондовом рынке существует ряд отличных инвестиционных возможностей, которые должны реализоваться в первую очередь в случае стабилизации ситуации.

Сургутнефтегаз: привилегированные акции предполагают дивидендную доходность в 14 %!

Уже сейчас можно говорить о том, что текущий год станет самым успешным для нефтяных компаний: цены на нефть даже после довольно глубокой коррекции остаются на весьма высоких уровнях, что должно обеспечить нефтяным компаниям рекордные прибыли. В этой связи мы советуем инвесторам обратить внимание на привилегированные акции Сургутнефтегаза, которые на текущих ценовых уровнях предполагают дивидендную доходность в 14 %.

Чистая прибыль, \$ млн (РСБУ 2008)	5 480
Доля чистой прибыли для префов, %	7.09 %
Выплаты на прив. акции, \$ млн	389
Кол-во прив. акций, млн	7 702
Дивиденды на 1 прив. акцию, \$	0.050
Текущая котировка, \$	0.3600
Доходность, %	14.0 %

Мечел: «дела ЮКОСа» не случилось, а дисконт остался

«Дело Мечела» не стало «делом ЮКОСа», в то время как бумаги компании торгуются гораздо дешевле как своих аналогов в черной металлургии, так и в угольной отрасли: акции Мечела по основным мультипликаторам в среднем на 20 % в сравнении с Распадской и на треть дешевле черных металлургов.

<u>\$ млн</u>	<u>2007</u>	<u>2008 O</u>	<u>2009 П</u>	<u>2010 П</u>
Выручка	6 684	12 476	15 757	16 348
ЕБИТДА	1 688	5 045	6 649	5 928
Чистая прибыль	913	2 929	3 979	3 494
	<u>2007</u>	<u>2008 O</u>	<u>2009 П</u>	<u>2010 П</u>
P/E	11.3	3.5	2.6	3.0
EV/ЕБИТДА	8.0	2.7	2.0	2.3
EV/S	2.0	1.1	0.9	0.8
<u>Черная металлургия</u>				
Дисконт по P/E	40 %	-37 %	-54 %	-51 %
Дисконт по EV/ЕБИТДА	45 %	-31 %	-47 %	-44 %
<u>Угольные компании</u>				
Дисконт по P/E	-73 %	-46 %	-37 %	-30 %
	-49 %	-41 %	-33 %	-27 %

Мы полагаем, что по мере осознания инвесторами факта разрешения конфликта компании с властями при весьма скромных штрафах будет иметь место сокращение столь значительного дисконта в оценке.

В дополнение стоит отметить, что благодаря рекордной конъюнктуре рынка угля дивидендная доходность по акциям Мечела может превысить 14 % (дивидендная политика компании предполагает выплату в виде дивидендов 50 % чистой прибыли), что также выглядит весьма привлекательно.

Дальсвязь: может ли быть дешевле?!

Рыночная капитализация Дальсвязи на данный момент составляет немногим более \$ 250 млн, а по основным мультипликаторам это одна из самых дешевых бумаг в секторе: ожидаемый P/E в текущем году – 3.0, ожидаемый EV/EBITDA – 2.0.

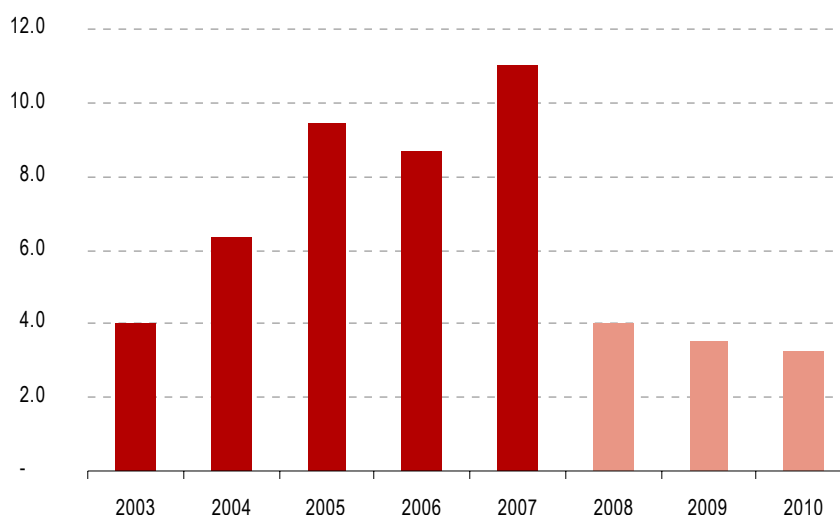
\$ млн	2007	2008 О	2009 П	2010 П
Выручка	439	677	716	734
EBITDA	165	250	267	274
Чистая прибыль	30	88	104	112
	2007	2008 О	2009 П	2010 П
P/E	8.6	2.9	2.4	2.3
EV/EBITDA	2.8	1.9	1.8	1.7
EV/S	1.1	0.7	0.7	0.6

При этом стоит отметить, что текущая оценка не учитывает возможной продажи сотовых активов, которая, по нашим расчетам, может увеличить чистую прибыль в текущем году до более чем \$ 200 млн, что сопоставимо с текущей капитализацией компании, и стать хорошей базой для выплаты высоких дивидендов (возможная доходность привилегированных акций – более 15 %).

Газпром: народное достояние оценено так же, как и в 2003 г.!

За последние 5 лет EBITDA Газпрома выросла в 6.5 раз, как и цена акций компании. В результате ожидаемый мультипликатор EV/EBITDA на 2008 год составляет лишь 4.0, что соответствует уровню 2003 г., в то время как компания принципиально стала другой, а цены на газ выросли в несколько раз. Определенное беспокойство у инвесторов вызывает возможный рост капзатрат в ближайшие годы, однако, как мы полагаем, он будет полностью компенсирован увеличением денежных потоков от операций, а осуществленные инвестиции создадут прочную производственную базу стабильной добычи на ближайшие десятилетия.

Мультипликатор EV/EBITDA Газпрома



Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Системные проблемы на глобальных рынках сохраняются, и особого просвета в отношении восстановления кредитных рынков пока нет. Глобальные банки продолжают отчитываться об очередных списаниях. Инвесторы уже не ждут легкой осени.

Вооруженный конфликт на Северном Кавказе негативно сказался на российских долговых рынках. Банки ожидают тяжелой осени и готовы занимать по гораздо более высоким ставкам. В конце августа мы существенно переоценили оценки базовых кривых доходностей: ОФЗ и 1-го эшелона.

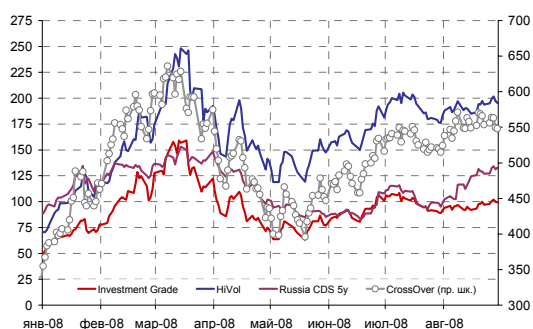
Мы ждем, что проблема рефинансирования внутреннего и внешнего долга станет острой как никогда.

Акцент ФРС в отношении поддержки стабильности финансовых рынков привел к тому, что по итогам августа ожидания по учетной ставке Fed Funds Rate скорректировались в сторону менее агрессивного ее повышения в будущем. Уровень учетной ставки через год в настоящее время ожидается на уровне 2.75%, что на 20 б.п. ниже уровней начала августа.

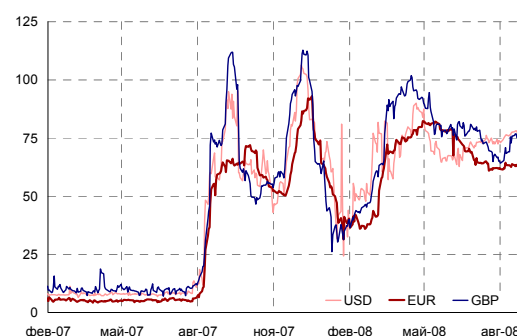
Нестабильность на глобальных финансовых рынках сохраняется. Мы отмечаем целый ряд тревожных тенденций, который может оказать влияние на глобальные рынки в будущем:

- **Индексы дефолтных свопов продолжают расти** практически на всех сегментах кредитного риска, начиная от investment grade (+10 б.п.) и заканчивая общим cross-over index (+30 б.п.).
- **Высокий спрэд 3-х мес. LIBOR к 3-м мес. overnight процентному свопу.** По итогам августа этот спрэд либо сохранился на прежнем уровне (для доллара и евро), либо немного вырос (для фунта).
- **Freddie Mac и Fannie Mae все труднее привлекать средства с рынка.** В августе аукционы по размещению новых обязательств ипотечных агентств прошли с переменным успехом, что подкрепило уверенность инвесторов в неизбежной национализации ипотечных компаний. Мы не исключаем, что отправной точкой очередного витка кризиса ликвидности станет провал одного из будущих аукционов по размещению облигаций ипотечных агентств.
- **Количество банкротств банков в США растет.** Федеральное агентство по страхованию вкладов США (FDIC) указывает на рост числа «проблемных» банков и обращается за дополнительной поддержкой. По данным последнего отчета FDIC количество «проблемных» банков выросло до 117 с 90. Следующий кульминационный период для банковского сектора США - начало октября 2008 г., когда многие банки начнут отчитываться за прошедший финансовый год.

Индексы iTRAXX для CDS-спрэдов



Спрэд 3-мес. LIBOR и 3-мес. o/n Interest Swaps (б. п.)



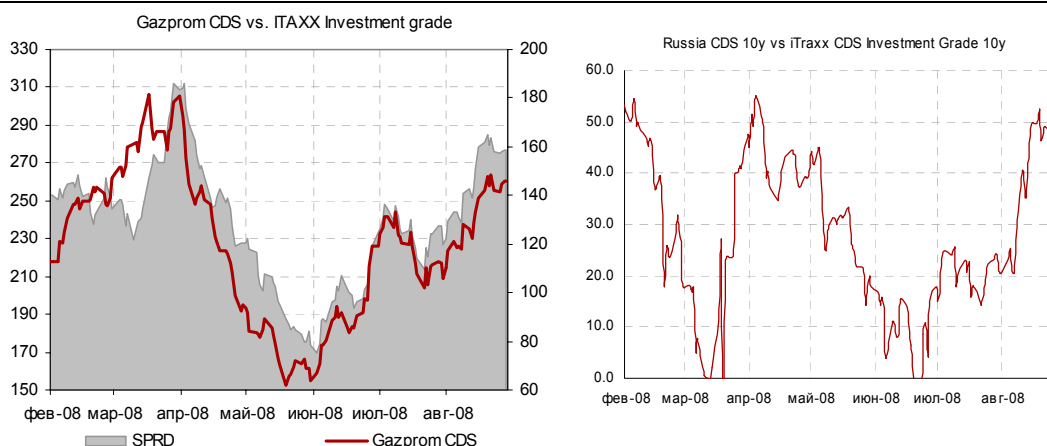
Источник: REUTERS

Российские еврооблигации: премия за российский риск выросла на 50 б. п.

Внешнеполитическая нестабильность в августе заставляет нас приступить к оценке премии за риск, присущий российским активам. Пока продажи российских евробондов не носят массовый разрушительный характер, вычислить премию за российский риск на фоне падающего рынка довольно сложно. Тем не менее, это можно сделать, используя динамику CDS российских компаний. Как видно на графике, с середины июля стоимость страховки от дефолта выросла.



Для оценки российского риска можно использовать спред CDS-индекса ITRAXX Investment Grade Europe (сопоставимого по кредитному качеству с Газпромом и Россией). Точно так же можно использовать CDS для оценок рисков самой России. Так, исходя из данной оценки, рост премии за российский риск уже составил от 30 до 50 б. п.



Источник: REUTERS

Внутренний долговой рынок: ставки продолжают расти

Если взглянуть на стратегию, которую мы опубликовали в середине декабря 2007 г., то риски, которые мы назвали ключевыми для долговых рынков, выйдут на первый план:

- Проблема рефинансирования на внутреннем рынке на фоне внешней политической нестабильности становится еще более острой.
- Выплаты по внешнему долгу лягут тяжелым бременем на российскую банковскую систему.

Палитра негативных факторов, влияющих на долговой рынок, немного изменилась. Агрессивные планы эмитентов 1-го эшелона уже не могут негативно влиять на рынок – их попросту нет. На первый план выходит внешняя политическая неопределенность и проблемы рефинансирования российских заемщиков как на внутреннем, так и на внешнем долговом рынке.

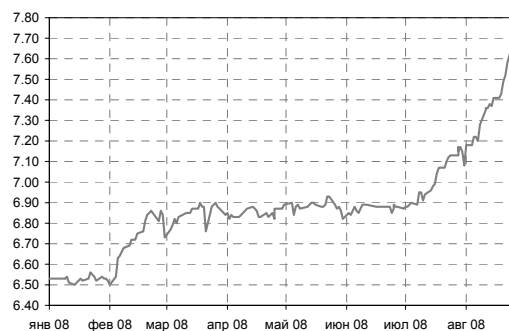
Отношение инвесторов к событиям на Кавказе полностью определило динамику внутреннего долгового рынка. Отток капитала вызвал всплеск роста доходностей. Не устоял и государственный сектор.

По итогам августа доходности гособлигаций взлетели 70 б. п., всего корпоративного сектора – 65 б. п., доходности облигаций blue chips с дюрацией более года и облигаций 2-го эшелона выросли на 59 б. п., а 3-го эшелона – более чем на 100 б. п.

Доходности корпоративных облигаций
blue chips

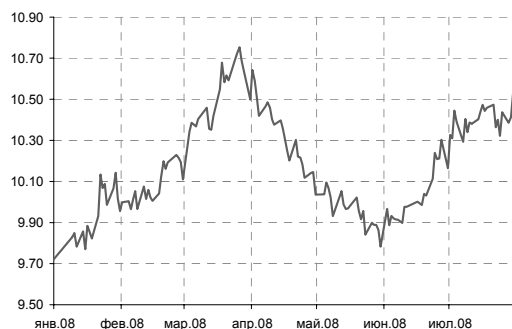


Индекс доходности ОФЗ

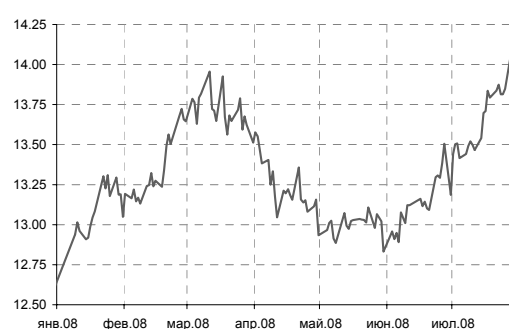


Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Доходности корпоративных облигаций 2-го
эшелона



Доходности корпоративных облигаций 3-го
эшелона



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Отток капитала привел к росту волатильности валютного и денежного рынков

Сегодня большинство рыночных индексов однозначно указывает на то, что причиной наблюдаемых бед на рынке облигаций и денежном рынке являются опасения инвесторов вследствие нестабильной внешнеполитической конъюнктуры. Отток капитала привел к росту волатильности валютного и денежного рынков.

На этот раз причина не общемировая напряженность на финансовых рынках, как это было во время разгара кризиса, а рост политических рисков, стимулирующих вывод капитала. На фоне динамики волатильности LIBOR в долларах и фунтах ситуация на российском денежном рынке выглядит наиболее ярко (см. графики). Курс бивалютной корзины сместился из диапазона 29.31-29.38 в коридор 29.6-29.85 руб., что также является следствием событий в Южной Осетии и оттока капитала из страны.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Пересмотр справедливой доходности ОФЗ и облигаций 1-го эшелона

В конце августа долговой рынок получил еще один неутешительный сигнал негативного развития событий на рынке капитала. Итоги первых аукционов по размещению средств ЖКХ на банковских депозитах в размере 20.0 млрд руб. обнаружили острую необходимость банков в длинных средствах.

Средневзвешенная ставка на срок 371 день составила 12.37% годовых, ставка отсечения – 12.09 %. Средневзвешенная ставка на срок 91 день составила 10.95 % годовых, ставка отсечения – 10.75 %.

Данный аукцион стал первым реальным индикатором того, сколько может стоить фондирование для банков 1-го эшелона. До этого момента наиболее популярными инструментами фондирования банковского сектора были аукционы однодневного РЕПО ЦБ (сейчас ставка равна 7.0 %) и аукционы Минфина по размещению средств на один месяц (в настоящее время ставка не ниже 8.0 %).

Списать столь высокую ставку на краткосрочные проблемы с ликвидностью нельзя. Никто не станет бороться с краткосрочным дефицитом средств за счет дорогих длинных денег, когда можно рефинансироваться в ЦБ под 7.0 %. Единственным правильным объяснением высокой ставки на аукционах по размещению средств ЖКХ, как нам представляется, могут быть негативные ожидания банков относительно перспектив привлечения средств на внешних рынках капитала. Судя по всему, банки готовятся к худшему в ожидании тяжелой осени и пытаются увеличить запас долгосрочных денег на фоне эскалации напряженности между Россией и Западом.

В данной связи мы переоценили оценки справедливой доходности ОФЗ и облигаций blue chips в сторону повышения.

Переоценка ОФЗ и blue chips

Последние события, а также итоги этого аукциона заставляют нас еще пристальней посмотреть на оценку справедливых доходностей ОФЗ и корпоративных облигаций blue chips. Справедливости ради, отметим, что наши **ВЫВОДЫ СДЕЛАНЫ НЕ НА ОСНОВЕ ПРОШЕДШИХ АУКЦИОНОВ ЖКХ**, которые лишь стали катализатором новой переоценки.

Что касается ОФЗ, то, на наш взгляд, госбумаги лишились мощного фактора поддержки со стороны основных игроков, поэтому у бумаг есть шанс достигнуть более рыночных уровней доходности, а, следовательно, восстановить свой статус бенчмарка и привлечь интерес рыночных участников.

Используя синтетические кривые на основе государственных облигаций и NDF, мы пересмотрели оценки справедливых доходностей ОФЗ и корпоративных облигаций blue chips. **Наши оценки доходности ОФЗ составляют от 8.8-9.0 % на сроке полгода-год до 10 % на сроке 30 лет. Кривая доходности эмитентов 1-го эшелона может достигнуть 10.5-11.6 % на сроке до одного года до 5 лет.** Подробнее см. наш специальный комментарий по долговым рынкам от 28.08.2008 «Аукционы ЖКХ: новая реальность».

Срок	0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	10	30
ОФЗ	5.96	6.42	6.69	6.88	7.03	7.15	7.25	7.34	7.42	7.49	7.95	8.68
Еврообл	5.01	5.21	5.32	5.40	5.46	5.51	5.56	5.59	5.63	5.65	5.85	6.15
NDF imp y - USD MS (1y)	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380
Модель ОФЗ	8.81	9.00	9.12	9.20	9.26	9.31	9.35	9.39	9.42	9.45	9.64	9.95
Премия ОФЗ к текущ. ОФЗ	285	259	243	232	223	216	210	205	200	196	170	127
Blue Chips Selectd	7.80	8.37	8.70	8.93	9.11	9.26	9.39	9.50	9.59	9.68	10.24	11.14
Спрэд к ОФЗ	184	195	201	205	209	211	214	216	217	219	229	246
Blue Chips Selectd Model	10.65	10.95	11.13	11.25	11.34	11.42	11.49	11.55	11.60	11.64	11.94	12.41

Технические дефолты: в ожидании новых

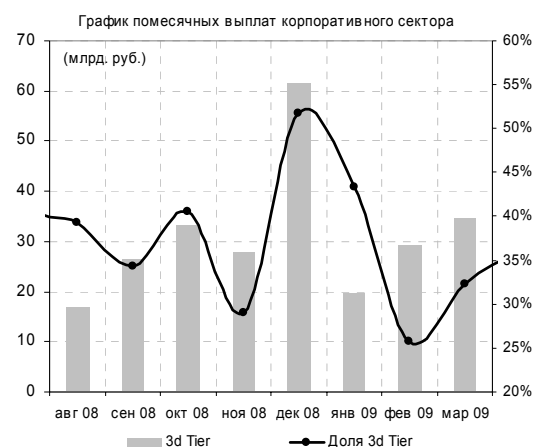
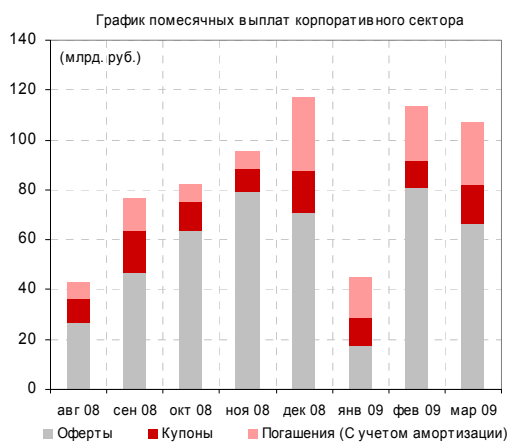
В августе произошло 3 технических и один реальный дефолт. Холдинг «Марта» не исполнил обязательства по оферте и купону; о дальнейших действиях данного эмитента в отношении обязательств нам ничего не известно. Нынешнее лето выдалось весьма «урожайным» на дефолты уже до возникновения серьезных проблем на Северном Кавказе. Мы насчитали 8 эмитентов, огорчивших инвесторов.

Выпуск	Вид просрочки	Когда	Причина	Статус	Отрасль
Евросервис	Погашение	18.12.2007	Технические факторы, связанные со сложной внутренней структурой компании	Выплатил 20 декабря 2008г.	Агропром
Марта-1	Погашение	22.05.2008	Эмитент не успел вовремя аккумулировать средства для погашения	Выплатил 23 мая 2008г.	Ритейл
Миннеско	Купон и оферта	16.06.2008	Ввод таможенных пошлин, снижение спроса на продукцию	Пока не выплатил	леспром
Арбат	Купон и погашение	20.06.2008	Паралич бизнеса Арбата в результате ареста собственника	Выплатил 27.06.08	Ритейл
ГОТЭК-2	Оферта	23.06.2008	Эмитент не рассчитывал на такой объем предъявленных облигаций	Выплатил двумя траншами, один 4 июля, второй - 17 июля	гофрокартон
Мострансавто	Оферта	24.06.2008	Технический сбой	Выплатил 25.06.08	транспорт (Мособласть)
Держава	Купон и оферта	29.07.2008	Краткосрочные затруднения с ликвидностью	Купон выплачен 4 августа, ситуация по оферте пока не ясна	Агропром
Агрохолдинг	Оферта	01.08.2008	Неправильный расчет даты оферты	Выплатил 4.08.08	Агропром
Марта-3	Купон и оферта	04.08.2008	Сложное финансовое положение в компании	Пока не выплатил	Ритейл
АЛПИ-Инвест	Оферта	26.08.2008	Неизвестна	Пока не выплатил	Ритейл, Агропром

Источники: Cbonds, информация организаторов и эмитентов

Мы довольно подробно писали про дефолты всех выпусков, перечисленных выше. Формально каждый конкретный технический дефолт пока можно считать индивидуальным, однако прецеденты с ГОТЭКом и АЛПИ настораживают нас сильнее всего.

Несмотря на то, что одна компания уже расплатилась, другая – только обещает, дефолты этих компаний тревожат нас сильнее других. В нашем понимании ни первый, ни второй эмитент нельзя было назвать проблемным до момента неисполнения обязательств. В этом плане эти дефолты бросают тень на весь сектор эмитентов третьего эшелона, слабопрозрачных компаний с запутанной корпоративной структурой. А это значит, что проблемы рефинансирования значительного для компаний третьего эшелона объема публичного займа в условиях роста процентных ставок и нехватки ликвидности стоят очень остро практически для каждой компании. На этом фоне, мы отмечаем, заметный навес предстоящих оферт и погашений как по всему рынку корпоративных облигаций, так и для компаний третьего эшелона в частности. **При прочих равных условиях, мы не исключаем, что рынок будет переживать по 4-5 дефолтов в месяц.**

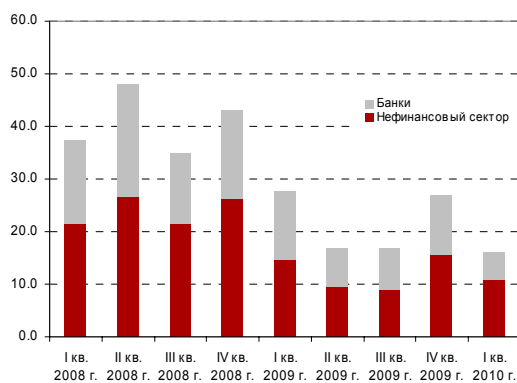


Источники: Банк Москвы

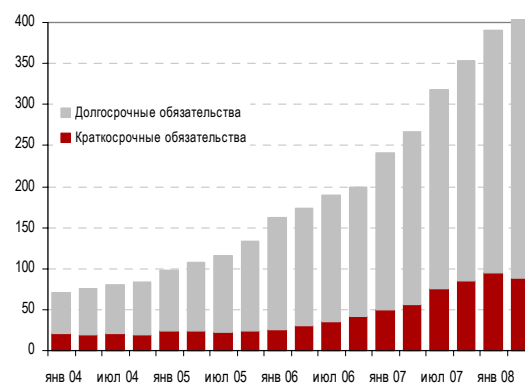
Платежи по внешнему долгу

Объем выплат до конца года по внешнему долгу нельзя назвать рекордным. Банкам и нефинансовому сектору в 4-м квартале предстоит обслужить платежи на сумму около \$ 43 млрд по сравнению с \$ 48 млрд во 2-м квартале 2008 г., когда отток капитала по обслуживанию долга угрожал ликвидности на внутренних рынках. В начале года проблему удалось избежать благодаря частичному восстановлению рынков во второй половине марта – апреле. Тем не менее, даже этот объем может представлять определенную угрозу в случае изоляции российских заемщиков от мировых рынков капитала: для того чтобы обслужить внешний долг, им придется искать средства на внутреннем рынке.

Платежи по внешнему долгу, \$ млрд



Российский внешний долг, \$ млрд



Источники: Центральный Банк

Прогноз: затянуть пояса

На фоне оттока капитала внутренний рынок вряд ли будет способен удовлетворить все потребности участников. В случае возникновения проблем на внешнем рынке ситуация вряд ли может быть разрешима без участия средств Минфина, государственных фондов и Центрального Банка. Вряд ли регуляторы не предполагают такого развития событий, а поэтому – вряд ли они останутся в стороне. Тем не менее, даже в случае поддержки со стороны государства рост доходности неизбежен. Мы пересмотрели свое отношение к доходности ОФЗ и корпоративных облигаций 1-го эшелона. Данный сценарий также предусматривает дальнейший рост доходности остальных секторов долгового рынка.

Наши оценки доходности ОФЗ составляют от 8.8-9.0 % на сроке полгода-год, до 10 % на сроке 30 лет. Кривая доходности эмитентов 1-го эшелона может достигнуть 10.5-11.6 % на сроке от одного года до 5 лет.

Рекомендации: главное – не делать резких движений

По сравнению с прошлым месяцем наши рекомендации немного изменяются. В настоящий момент нужно заботиться не только о сохранении стоимости портфеля (т. е. снижать дюрацию портфеля), но и избегать риска массовых дефолтов в конце 3-го – 4-м квартале. Мы не ждем особых проблем со 2-м эшелонам помимо переоценки доходности в сторону повышения. С другой стороны, короткие облигации 3-го эшелона могут нести довольно высокий риск рефинансирования. В то же время, в силу невысокой ликвидности бумаг мы можем увидеть, как небольшие по объему продажи обрушивают стоимость бумаги.

В свою очередь, вероятность роста корпоративных дефолтов в настоящий момент чрезвычайно возросла. В этом плане инвесторам нужно занять крайне осторожную позицию и не поддаваться излишней панике, а эмитентам, чьи возможности это позволяют, начать изыскивать средства для поддержки котировок или выкупа своих бумаг уже сейчас, а не дожидаться «часа расплаты».

Мы сохраняем позитивный взгляд на риски облигаций компаний 2-го эшелона с сильным кредитным профилем и положительным денежным потоком. Больше всего нам нравятся риски государственных или окологосударственных компаний, в т.ч. машиностроения. Стратегия получения премии в первичных размещениях или участия в офертах коротких облигаций крепкого 2-го эшелона по-прежнему представляется нам адекватной.

Российская экономика продолжает замедляться. Резко ухудшившаяся ситуация на финансовых рынках и поистине драматический взлет процентных ставок усиливают наше беспокойство относительно устойчивости экономического роста. Экономика может преподнести неприятный сюрприз уже этой осенью.

Трехлетний бюджет, утвержденный Правительством в августе, не несет угроз макроэкономической стабильности. Резкое увеличение расходов, наблюдавшееся в 2007 г., оказалось разовым явлением. Бюджетная конструкция обладает большим запасом прочности на случай резкого ухудшения внешней конъюнктуры – даже если цены на нефть окажутся вдвое ниже прогнозных значений, Резервный фонд позволит без проблем компенсировать выпадающие доходы на трехлетнем периоде.

Главной интригой в экономической повестке дня являются налоговые новации. Снижение НДС остается под большим вопросом, зато неожиданно появилась угроза увеличения ЕСН. Продолжаются дискуссии вокруг дальнейшего смягчения налогового климата в нефтяной отрасли.

Бюджетная политика – в русле прежних тенденций

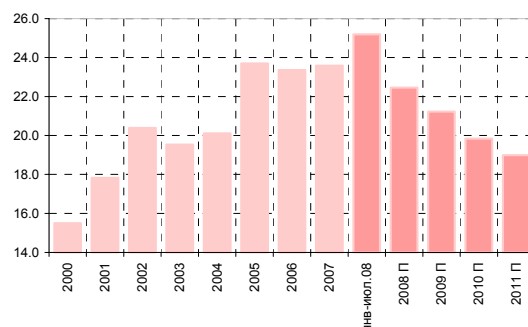
В августе Правительство согласовало проект бюджета на 2009-2011 гг. Больших откровений в этом документе мы не обнаружили. **Бюджетные планы Правительства можно охарактеризовать как достаточно консервативные и реалистичные;** революционных изменений в структуре расходов не наблюдается.

В основу бюджетных проектировок положены прогнозы развития российской экономики до 2011 г., представленные МЭР (см. таблицу ниже). Эти прогнозы предполагают снижение цен на нефть до \$ 88 за баррель к 2011 г. В соответствии с этим снизятся и относительные доходы бюджета – с 22.5 до 19.5 % ВВП. Расходы, напротив, возрастут – до 17.4-17.5 % ВВП в 2009/2010 гг. и лишь в 2011 снизятся до 16.7 % ВВП. Однако, несмотря на рост расходов, проект бюджета все равно предполагает сохранение внушительного профицита: 2.2-3.7 % ВВП на прогнозном периоде. По нашим оценкам, бюджет будет оставаться профицитным при ценах на нефть выше \$ 60 за баррель, что почти вдвое ниже текущих цен.

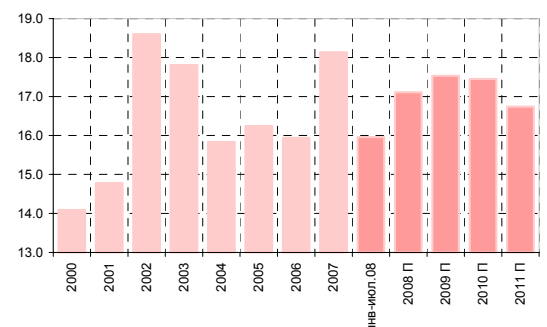
Бюджетные показатели

Относительные доходы бюджета будут снижаться по мере падения цен на нефть; относительные расходы, напротив, увеличатся. При ценах на нефть выше \$ 60 за баррель бюджет все равно будет оставаться профицитным.

Доходы бюджета, % к ВВП



Расходы бюджета, % к ВВП



Источники: Минфин, Банк Москвы

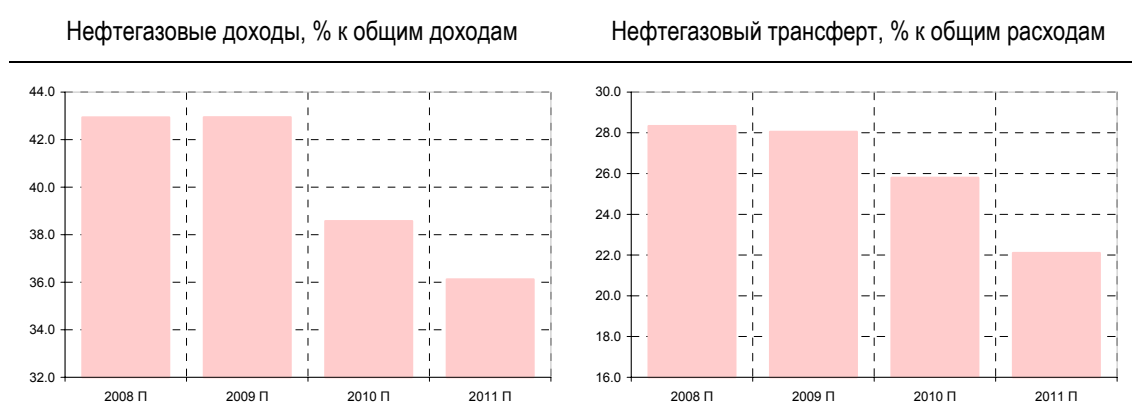
Зависимость бюджета от нефтегазовых доходов начнет уверенно снижаться с 2010 г., однако в любом случае будет оставаться весьма высокой. В 2011 г. нефтегазовые доходы составят 36 % в

общем объеме доходов, а нефтегазовый трансферт профинансирует 22 % всех расходов.

Мы прикинули, что может произойти с бюджетом, если, скажем, цены на нефть в прогнозный период окажутся вдвое ниже прогнозных (т. е. \$ 48, \$ 45 и \$ 44 – экстремальный сценарий (!)) Такая ситуация приведет к тому, что нефтегазовые доходы сократятся примерно в 2.3 раза по сравнению с заложенными в бюджет цифрами, и этих доходов не хватит на то, чтобы в полной мере профинансировать нефтегазовый трансферт. В данном случае недостающие средства (1 670 млрд руб. за 3 года) придется изъять из Резервного фонда. Очевидно, что это не будет большой проблемой для фонда, размер которого на конец текущего года составит 3.5 трлн руб. (еще около 2.5 трлн руб. к концу года окажется в Фонде национального благосостояния). Тем не менее, при столь сильном снижении цен на нефть пострадает вся экономика. В итоге налоговые поступления неизбежно окажутся ниже прогнозных, и для финансирования государственных обязательств потребуется дополнительное изъятие средств из Резервного фонда. Однако в любом случае Резервный фонд с лихвой покроет возможное выпадение бюджетных доходов на трехлетнем периоде в ситуации двукратного падения нефтяных цен.

Нефтегазовые доходы бюджета

Зависимость бюджета от нефтегазовых доходов начнет уверенно снижаться с 2010 г., однако все равно будет оставаться весьма высокой.



Источники: Минфин, Банк Москвы

Данные расчеты показывают, что **бюджет обладает высоким запасом прочности к неблагоприятной внешней конъюнктуре**. Очевидно, что сверхдоходы не вскружили голову Правительству, и Минфин сохраняет очень трезвый взгляд на бюджетную политику. Можно смело констатировать, что трехлетние планы Правительства в отношении бюджетной политики не несут угроз макроэкономической стабильности. При этом всплеск расходов, наблюдавшийся в 2007 г., оказался, по-видимому, разовым явлением.

Что касается структуры расходов, то здесь можно отметить увеличение расходов на национальную экономику. Расходы на силовые структуры и вопросы национальной безопасности остаются относительно стабильными. При этом расходы на образование и здравоохранение имеют четкую тенденцию к снижению. Назвать такой бюджет инструментом инновационной политики невозможно.

Структура расходов федерального бюджета (отдельные статьи), млн. рублей

	2008 оценка	2009	2010	2011
НАЦИОНАЛЬНАЯ ОБОРОНА	1 016 665	1 278 580	1 391 825	1 480 459
% к ВВП	2.31	2.48	2.35	2.19
% к расходам	13.49	14.17	13.49	13.08
НАЦИОНАЛЬНАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ И ПРАВООХРАНИТЕЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	830 700	1 085 603	1 198 025	1 266 112
% к ВВП	1.89	2.11	2.03	1.87

% к расходам	11.02	12.03	11.61	11.19
НАЦИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА	802 044	1 024 515	1 162 844	1 384 797
% к ВВП	1.82	1.99	1.97	2.05
% к расходам	10.64	11.35	11.27	12.24
ОБРАЗОВАНИЕ	346 058	432 242	478 039	484 876
% к ВВП	0.79	0.84	0.81	0.72
% к расходам	4.59	4.79	4.63	4.28
ЗДРАВООХРАНЕНИЕ, ФИЗ. КУЛЬТУРА И СПОРТ	299 569	363 668	381 215	382 236
% к ВВП	0.68	0.71	0.64	0.57
% к расходам	3.98	4.03	3.69	3.38
МЕЖБЮДЖЕТНЫЕ ТРАНСФЕРТЫ	2 590 527	2 980 646	3 620 505	4 001 738
% к ВВП	5.88	5.79	6.12	5.92
% к расходам	34.37	33.03	35.08	35.36

Источники: Минфин, Банк Москвы

Налоги – повышение или снижение?

В августе Минфин подготовил проект бюджетной стратегии до 2023 г. Наиболее интересные моменты этой стратегии связаны с налоговыми новациями. Минфин предлагает с 2010 г. вернуть эффективную ставку ЕСН к уровню 2005 г. (когда ставка была снижена). С этого же года целевой размер Резервного фонда будет снижен с 10 до 6 % ВВП, а из Фонда национального благосостояния будет ежегодно выплачиваться целевой трансферт в размере 0.6 % ВВП для финансирования пенсионной системы. Таким образом, по замыслу Минфина, удастся частично решить, пожалуй, главную долгосрочную проблему российской экономики – увеличение числа пенсионеров (с 30 млн в 2007 г. до 43.3 млн человек в 2023 г.) при одновременном сокращении наемных работников (с 48.7 до 44.5 млн человек).

Увеличение налоговой нагрузки затронет и газовую отрасль – с 2011 г. Минфин предлагает индексировать НДС на газ на индекс потребительских цен.

Давно обсуждаемая тема – снижение НДС с 18 до 12 % – продолжает вызывать резкое неприятие со стороны Минфина. В 48-страничном приложении к упомянутой стратегии Минфин обрушился с достаточно аргументированной критикой на идею снижения НДС, утверждая, что даже при самом лучшем сценарии снижение НДС приведет к потере доходов в размере 1.1-1.3 % ВВП, при том что «последствия снижения ставки НДС будут незначительными с точки зрения воздействия на экономическую и инвестиционную активность, особенно в долгосрочной перспективе». Похоже, что в этом вопросе Минфин перехватывает инициативу, и перспективы снижения НДС остаются весьма туманными.

В представленной бюджетной стратегии ничего не говорится о дальнейшем снижении налоговой нагрузки на нефтяную отрасль. Со стороны Правительства ясных сигналов относительно новых подарков для нефтяников также пока не прозвучало. Тем не менее, представители отрасли продолжают утверждать, что заявленного со следующего года снижения налогов недостаточно для возобновления роста нефтедобычи и реализации масштабных проектов, поэтому, сказав «А», Правительство будет вынуждено сказать и «Б», т. е. продолжить шаги в направлении смягчения налогового режима. На наш взгляд, такой сценарий вполне вероятен, но решения, очевидно, будут приниматься не ранее следующего года и будут зависеть от множества факторов, в первую очередь от ситуации в отрасли и экономике.

Данный короткий обзор налоговых инициатив Правительства показывает, что с этой стороны имеются как угрозы, так и возможные приятные сюрпризы для фондового рынка.

Прогнозы МЭР

Внешние условия	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Цены на нефть Urals, \$ за баррель	50.6	61.1	69.3	112.0	95.0	90.0	88.0
Цены на газ (дальнее зарубежье), \$/тыс. куб. м	180.7	244.4	266.4	414.8	480.8	413.7	401.3
Темпы роста мировой экономики, %	4.4	5.0	4.9	4.1	4.0	4.5	4.6
Курс евро/доллар среднегодовой	1.24	1.26	1.37	1.55	1.49	1.43	1.4
Курс доллар/рубль среднегодовой	28.3	27.2	25.5	23.8	24.7	26.0	27.7
Инфляция (ИПЦ), %	10.9	9.0	11.9	10.5-11.8	7.0-8.5	5.5-7.0	5.0-6.8
ВВП							
млрд руб.	21 625	26 880	32 987	44 056	51 475	59 146	67 619
\$ млрд	764	988	1 294	1 851	2 084	2 275	2 441
реальный, % год к году	6.4	7.4	8.1	7.8	6.7	6.6	6.2
Инвестиции в основной капитал							
% год к году	10.9	16.7	21.1	16.5	14.5	13.3	10.2
млрд руб.	3 611	4 730	6 627	9 069	11 737	14 656	17 643
\$ млрд	128	174	260	381	475	564	637
% к ВВП	16.7	17.6	20.1	20.6	22.8	24.8	26.1
Основные сектора экономики, % год к году							
Промышленность	5.1	6.3	6.3	5.2	6.0	5.8	5.2
Сельское хозяйство	2.3	3.6	3.3	3.8	3.9	4.1	4.1
Розничная торговля	12.8	14.1	16.1	14.8	13.2	10.5	9.5
Нефтегазовый сектор							
Добыча нефти, млн т	470.2	480.0	490.7	492.0	503.0	514.0	518.0
% год к году	2.5	2.1	2.2	0.3	2.2	2.2	0.8
Экспорт нефти, млн т	253.6	248.4	258.6	249.0	255.0	261.0	262
% к добыче	53.9	51.8	52.7	50.6	50.7	50.8	50.6
Экспорт нефтепродуктов, млн т	97.4	103.5	112.3	115.1	115.4	117.6	117.8
Добыча газа, млрд куб. м	640.8	656.3	651.0	677.0	700.0	715.0	725.0
% год к году	1.3	2.4	-0.8	4.0	3.4	2.1	1.4
Экспорт газа, млрд куб. м	207.9	202.8	191.9	205.0	213.5	222.7	227.0
% к добыче	32.4	30.9	29.5	30.3	30.5	31.1	31.3
Уровень жизни населения, % год к году							
Реальные расп. денежные доходы, % год к году	12.4	13.5	10.7	10.2	10.5	9.3	8.0
Реальная зарплата, % год к году	12.6	13.3	17.2	13.8	13.8	10.7	9.7
Номинальная среднемесячная зарплата, руб.	8 555	10 634	13 593	17 593	21 924	26 095	30 673
\$	302	391	533	739	888	1 004	1 107
Номинальная среднемесячная пенсия, руб.	2 395	2 770	3 169	4 278	5 145	6 574	7 449
% к средней зарплате	28.0	26.0	23.3	24.3	23.5	25.2	24.3
Рынок труда							
Численность населения, млн чел.	143.1	142.5	142.1	141.9	141.8	141.7	141.7
Экономически активное население, млн чел.	72.4	72.5	73.4	73.3	73	72.3	71.4
Численность безработных, млн чел.	5.6	5.3	4.6	4.6	4.4	4.0	3.6
Норма безработицы, %	7.7	7.3	6.3	6.3	6.0	5.5	5.0
Платежный баланс, \$ млрд							
Сальдо счета текущих операций	84.4	94.3	76.2	125-143	47-56	- 12-24	- 63-85
Торговый баланс	118.4	139.3	130.9	216.8	137.4	68.0	19.8
Экспорт	243.8	303.6	354.4	525.4	507.5	502.5	509.5
Импорт	125.4	164.3	223.5	308.6	370.0	434.5	489.7
Прямые иностранные инвестиции	10.9	27.2	47.1	55.0	59.0	64.0	69
Федеральный бюджет							
Доходы, млрд руб.	5 121	6 279	7 779	9 895	10 927	11 733	12 839
% к ВВП	23.7	23.4	23.6	22.5	21.2	19.8	19.0
% год к году	49.3	22.6	23.9	27.2	10.4	7.4	9.4
Расходы, млрд руб.	3 504	4 285	5 983	7 412	9 025	10 320	11 318
% к ВВП	16.2	15.9	18.1	16.8	17.5	17.4	16.7
% год к году	28.1	22.3	39.6	23.9	21.8	14.3	9.7
Профицит, млрд руб.	1 617	1 994	1 796	2 483	1 902	1 413	1 521
% к ВВП	7.5	7.4	5.4	5.6	3.7	2.4	2.2
% год к году	133.3	23.3	-9.9	38.2	-23.4	-25.7	7.6
Регулируемые тарифы, % год к году							

Природный газ (в среднем для всех категорий)	23.0	11.0	15.0	25.0	20.3	28.0	
Электроэнергия (в среднем для всех категорий)	11.0	10.3	10.7	16.7	26.0	22.0	18.0
доля свободного рынка электроэнергии, %			6.55	22.0	44.0	73.0	78.0
Железнодорожные грузоперевозки	12.8	7.5	8.0	21.1	12.5-14.0	9.7-13.7	10.0-14.0

Источник: МЭР

Прогнозы Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	2007	Янв-авг. 08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	69.4	109.2	110.0	107.0	103.5	102.0
на конец года	37.4	54.4	55.1	91.6	112.1	110.0	107.0	103.5	102.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	410	445	605	698	906	890	825	780	750
на конец года	438	517	637	839	831	850	800	760	740
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	35 838	25 945	23 884	19 500	19 000	19 500
на конец года	14 877	13 372	34 025	27 200	20 225	20 000	19 000	19 000	20 000
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	7 009	7 991	7 990	7 750	7 300	6 500
на конец года	3 264	4 542	6 308	6 755	7 510	7 700	7 600	7 000	6 000
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 729	1 906	2 595	2 661	2 908	2 900	3 100	2 900	2 750
на конец года	1 958	2 277	2 803	2 410	2 714	3 000	3 100	2 800	2 700
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 068	1 400	3 250	3 234	2 176	2 050	2 000	2 100	2 100
на конец года	1 246	1 909	4 230	2 430	1 811	1 850	2 100	2 100	2 100
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	50	75	56	73	173	190	200	180	160
на конец года	80	50	64	90	232	220	190	170	160
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.37	1.53	1.55	1.54	1.48	1.45
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.46	1.47	1.60	1.50	1.46	1.45
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	25.55	23.87	23.70	23.65	24.20	24.45
на конец года	27.75	28.78	26.33	24.55	24.58	23.15	24.00	24.35	24.45
Евро/рубль									
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	35.03	36.62	36.80	36.50	35.80	35.50
на конец года	37.81	34.19	34.70	35.93	36.23	37.05	36.00	35.60	35.50
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.82	29.61	29.60	29.43	29.42	29.42
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.67	29.82	29.41	29.40	29.41	29.42
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	2.25	4.25	5.25	4.25	2.00	2.00	-	-	-
UST 10									
среднегодовой, % годовых	4.26	4.28	4.79	4.63	3.81	3.75	-	-	-
на конец года, % годовых	4.23	4.40	4.70	4.03	3.83	3.50	-	-	-
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	7.20	5.89	5.93	5.80	5.47	5.50	-	-	-
на конец года, % годовых	6.53	5.55	5.66	5.53	5.78	5.30	-	-	-
спрэд к UST-10, б. п.	230	115	96	150	195	180	-	-	-
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.59	6.91	7.15	7.60	7.25	6.75
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.53	7.58	8.00	7.50	7.00	6.50
Ставка рефинансирования, % годовых	13.0	12.0	11.0	10.0	11.0	11.0	11.0	10.5	10.0
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	2 291	1 646	2 300	-	-	-
Изменение за год, %	8.3	83.3	70.7	19.2	-28.1	0.4	-	-	-

Прогнозы Банка Москвы

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	Янв-июл.08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
ВВП									
реальный, % год к году	7.2	6.4	7.4	8.1	7.9	7.3	7.0	6.8	6.9
номинальный, млрд руб.	17 048	21 625	26 880	32 987	22 537	43 050	52 521	63 025	74 370
% год к году	28.7	26.8	24.3	22.7	30.4	30.5	22.0	20.0	18.0
номинальный, \$ млрд	592	764	991	1 291	946	1 816	2 221	2 604	3 042
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	7.0	9.1	6.7	12.8	15.8	18.5	21.7
Расходы домохозяйств									
реальные, % год к году	12.1	11.8	11.3	12.8	-	12.5	12.2	12.0	11.8
номинальные, млрд руб.	8 406	10 590	12 881	15 816	-	20 050	24 800	30 250	36 500
% к ВВП	49.3	49.0	47.9	47.9	-	46.6	47.2	48.0	49.1
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	8.0	5.1	6.3	6.3	5.4	5.8	5.2	5.1	5.0
обрабатывающая промышленность	-	5.7	8.3	9.5	7.8	8.5	6.8	6.0	6.1
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.5	1.9	0.2	0.4	2.0	2.2	1.8
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.9	-0.2	4.2	3.0	2.5	2.5	2.5
Добыча нефти									
% год к году	8.9	2.5	2.2	2.3	-0.5	0.2	1.8	2.0	1.7
млн т	459	470	480	491	284	492	501	511	520
млн баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.87	9.76	9.86	10.07	10.26	10.44
Добыча газа									
% год к году	2.3	1.1	2.4	-0.5	3.4	4.0	2.8	2.9	2.4
млрд куб. м	634	641	656	653	395	679	698	718	735
млн б. н. э. в сутки	10.19	10.33	10.58	10.53	10.93	10.92	11.25	11.58	11.85
Инвестиции в основной капитал									
% год к году	13.7	10.9	16.7	21.1	14.4	18.0	17.0	16.0	15.0
млрд руб.	2 865	3 611	4 730	6 627	3 986	9 520	12 100	15 000	18 100
% к ВВП	16.8	16.7	17.6	20.1	17.7	22.1	23.0	23.8	24.3
Розничная торговля									
% год к году	13.3	12.8	14.1	16.1	15.2	15.5	15.0	14.5	14.0
млрд руб.	5 642	7 041	8 712	10 866	7 418	13 950	17 350	21 000	25 000
% к ВВП	33.1	32.6	32.4	32.9	32.9	32.4	33.0	33.3	33.6
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году	10.1	13.2	18.1	18.2	20.4	24.0	19.0	17.0	15.0
млрд руб.	1 314	1 754	2 351	3 293	2 221	5 050	6 500	8 100	9 850
% к ВВП	7.7	8.1	8.7	10.0	9.9	11.7	12.4	12.9	13.2
жилищное строительство									
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	714	284	770	855	935	1 015
млн кв. м жилой площади	41.0	43.6	50.6	61.0	25.5	66.0	73.5	81.0	88.5
% год к году	12.6	6.1	16.1	20.6	5.5	8.2	11.4	10.2	9.3
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	2.3	3.6	3.3	5.1	3.5	3.0	3.0	3.0

Прогнозы Банка Москвы

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006	2007	Янв-июл.08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Ден. доходы в среднем на душу населения									
руб. в месяц	6 410	8 112	10 183	12 551		15 750	19 600	24 000	29 000
% год к году	29.0	26.5	25.5	23.1	24.7	25.5	24.4	22.4	20.8
Реальные расп. денежные доходы населения									
% год к году	10.4	12.4	13.5	10.7	7.4	10.0	10.5	9.8	9.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 634	13 593	16 380	17 500	21 700	26 000	30 000
% год к году	22.6	26.9	24.3	27.8	28.5	28.7	24.0	19.8	15.4
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	392	532	688	738	918	1 074	1 227
% год к году	30.5	29.2	29.7	35.7	41.9	38.8	24.3	17.1	14.2
Реальная заработная плата									
% год к году	10.6	12.6	13.3	17.2	12.7	13.5	13.5	12.5	12.0
Рынок труда									
числ. постоянного населения, млн чел.	143.5	142.7	142.2	142.0	141.9*	141.7	141.5	141.3	141.1
изменение за год, тыс. человек	-694	-736	-533	-238	-134*	-300	-200	-200	-200
числ. эк. активного населения, млн чел.	72.9	73.8	74.3	75.3	76.0	74.5	74.0	73.5	73.0
числ. безработных на конец года, млн чел.	6.1	5.7	5.1	4.6	4.0	4.2	3.9	3.7	3.6
норма безработицы на конец года, %	8.4	7.7	6.9	6.1	5.3	5.6	5.3	5.0	4.9

* - по состоянию на 1.07.2008

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006	2007	Янв-июл.08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Денежная масса (M2)									
% год к году	35.8	38.5	48.8	47.5	30.1	35.5	29.5	25.5	22.0
на конец года, млрд руб.	4 363	6 045	8 996	13 272	14 210	17 984	23 289	29 228	35 658
% к ВВП	25.6	28.0	33.5	40.2	-	41.8	44.3	46.4	47.9
в т. ч. наличные деньги									
% год к году	33.8	30.9	38.6	32.9	23.3	25.5	21.4	16.2	13.5
млрд руб.	1 535	2 009	2 785	3 702	3 807	4 646	5 641	6 554	7 439
доля в M2	35.2	33.2	31.0	27.9	26.8	25.8	24.2	22.4	20.9
% к ВВП	9.0	9.3	10.4	11.2	-	10.8	10.7	10.4	10.0
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % год к году	11.7	10.9	9.0	11.9	14.7	14.0	11.5	10.0	8.5
Индекс цен производителей, % год к году	28.8	13.4	10.4	25.1	33.7	22.0	14.0	12.0	10.0
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	48	58	122	174	118	180	125	95	60
На конец года, \$ млрд	125	182	304	478	596	658	783	878	938
% к ВВП	21.0	23.9	30.7	37.0	-	36.2	35.3	33.7	30.8

Прогнозы Банка Москвы

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	Янв-июн. 08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Активы, млрд руб.	7 101	9 696	13 963	20 125	23 059	27 000	33 750	41 000	49 200
% год к году	27.3	36.6	44.0	44.1	34.0	34.2	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	41.7	44.8	51.9	61.0	-	62.7	64.3	65.1	66.2
Собственный капитал, млрд руб.	947	1 242	1 693	2 672	2 984	3 500	4 300	5 100	6 020
% год к году	16.2	31.2	36.3	57.8	27.9	31.0	22.9	18.6	18.0
% к ВВП	5.6	5.7	6.3	8.1	-	8.1	8.2	8.1	8.1
% к активам	13.3	12.8	12.1	13.3	12.9	13.0	12.7	12.4	12.2
Депозиты населения (с учетом депозитных и сбер. сертификатов), млрд руб.	1 981	2 761	3 810	5 159	5 771	6 500	8 100	10 000	12 100
% год к году	30.4	39.4	38.0	35.4	-	26.0	24.6	23.5	21.0
% к ВВП	11.6	12.8	14.2	15.6	-	15.1	15.4	15.9	16.3
% к пассивам	27.9	28.5	27.3	25.6	25.0	24.1	24.0	24.4	24.6
Кредиты населению (без учета частных предпринимателей), млрд руб.	538	1 056	1 882	2 971	3 590	4 250	5 500	6 800	8 300
% год к году	116.4	96.2	78.3	57.9	-	43.0	29.4	23.6	22.1
% к ВВП	3.2	4.9	7.0	9.0	-	9.9	10.5	10.8	11.2
% к активам	7.6	10.9	13.5	14.8	15.6	15.7	16.3	16.6	16.9
Кредиты предприятиям и прочие размещенные средства, млрд руб.	3 348	4 397	6 148	9 316	11 127	12 950	16 550	20 150	24 200
% год к году	38.0	31.3	39.8	51.5	-	39.0	27.8	21.8	20.1
% к ВВП	19.6	20.3	22.9	28.2	-	30.1	31.5	32.0	32.5
% к активам	47.1	45.3	44.0	46.3	48.3	48.0	49.0	49.1	49.2
Прибыль, млрд руб.	178	262	372	508	285	630	780	945	1 110
% год к году	38.6	47.3	41.8	36.7	28.7	24.0	23.8	21.2	17.5
ROAA	2.8	3.1	3.1	3.0	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5
ROAE	20.2	24.0	25.3	23.3	19.7	20.4	20.0	20.1	20.0

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ*	2004	2005	2006	2007	Янв-июл. 08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Доходы, млрд руб.	3 429	5 125	6 279	7 779	5 677	9 897	10 927	11 733	12 839
% год к году	32.6	49.5	22.5	23.9	46.5	27.2	10.4	7.4	9.4
% к ВВП	20.1	23.7	23.4	23.6	25.2	22.5	21.2	19.8	19.0
Расходы, млрд руб.	2 699	3 512	4 285	5 983	3 597	7 536	9 025	10 320	11 318
% год к году	14.4	30.1	22.0	39.6	36.9	26.0	19.8	14.3	9.7
% к ВВП	15.8	16.2	15.9	18.1	16.0	17.1	17.5	17.4	16.7
Профицит, млрд руб.	730	1 613	1 994	1 796	2 081	2 361	1 902	1 413	1 521
% год к году	220.7	120.9	23.6	-9.9	66.7	31.4	-19.4	-25.7	7.6
% к ВВП	4.3	7.5	7.4	5.4	9.2	5.4	3.7	2.4	2.2
Резервный фонд**									
млрд руб.	522	1 237	2 347	3 849	3 040	3 500	5 148	5 915	6 761
\$ млрд	18.8	43.0	89.1	156.8	130	151	214	243	277
% к ВВП	3.1	5.7	8.7	11.7	7.1	8.3	9.7	9.3	9.1
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.	-	-	-	-	766	2 456	3 331	4 588	6 080
\$ млрд	-	-	-	-	33	106	139	188	249
% к ВВП	-	-	-	-	1.8	5.7	6.3	7.3	8.2

* - прогнозные бюджетные показатели на 2009-2011 гг. приведены в соответствии с проектом закона о федеральном бюджете на 2009-2011 гг.

** - до 2008 г. - Стабилизационный фонд

Прогнозы Банка Москвы

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2004	2005	2006	2007	Янв-июн. 08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
Счет текущих операций	60	84	94	76	69	150	80	25	-50
% год к году	68.1	41.9	11.7	-19.3	89.6	96.9	-46.7	-68.8	-
% к ВВП	10.1	11.1	9.5	5.9	8.8	8.3	3.6	1.0	-1.6
Экспорт товаров	183	244	304	354	238	535	575	610	630
% год к году	34.8	33.1	24.5	16.8	53.1	51.0	7.5	6.1	3.3
% к ВВП	31.0	31.9	30.6	27.5	30.2	29.5	25.9	23.4	20.7
т. ч. экспорт углеводородов	100	149	191	219	161	371	375	365	350
% к ВВП	16.9	19.5	19.3	16.9	20.4	20.4	16.9	14.0	11.5
% к общему объему экспорта	54.7	61.1	62.8	61.7	67.7	69.3	65.2	59.8	55.6
Импорт товаров	97	125	164	223	135	320	415	490	570
% год к году	28.0	28.8	31.0	36.0	41.3	43.2	29.7	18.1	16.3
% к ВВП	16.5	16.4	16.6	17.3	17.1	17.6	18.7	18.8	18.7
Торговое сальдо	86	118	139	131	103	215	160	120	60
% год к году	43.4	37.9	17.7	-6.0	71.9	64.2	-25.6	-25.0	-50.0
% к ВВП	14.5	15.5	14.1	10.1	13.1	11.8	7.2	4.6	2.0
Прямые иностранные инвестиции	15.4	12.9	29.7	54.3	30.6	55	65	80	100
% к ВВП	2.6	1.7	3.0	4.2	3.9	3.0	2.9	3.1	3.3
Банки	0.7	2.0	2.5	7.2	-	4.5	7.5	10.0	15.0
% к ВВП	0.1	0.3	0.3	0.6	-	0.2	0.3	0.4	0.5
% к общему объему ПИИ	4.4	15.5	8.5	13.3	-	8.3	11.5	12.5	15.0
Прочие сектора	14.8	10.9	27.2	47.1	30.6	50.0	57.5	70.0	85.0
% к ВВП	2.5	1.4	2.7	3.6	3.9	2.8	2.6	2.7	2.8
% к общему объему ПИИ	95.6	84.5	91.5	86.7	100.0	91.7	88.5	87.5	85.0
Чистое привлечение капитала частным сектором	-8.9	0.1	41.8	83.2	12.3	30	45	70	110
% к ВВП	-1.5	0.0	4.2	6.4	1.6	1.7	2.0	2.7	3.6
Банки	3.5	5.9	27.5	45.8	10.0	25.0	30.0	45.0	70.0
% к ВВП	0.6	0.8	2.8	3.5	1.3	1.4	1.4	1.7	2.3
Прочие сектора	-12.4	-5.8	14.3	37.4	2.2	5.0	15.0	25.0	40.0
% к ВВП	-2.1	-0.8	1.4	2.9	0.3	0.3	0.7	1.0	1.3

ВНЕШНИЙ ДОЛГ, \$ млрд	2004	2005	2006	2007	Янв-мар. 08	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П
ВСЕГО	214	257	311	464	477	525	635	755	890
% к ВВП	36.1	33.7	31.4	35.9	26.4	29.0	28.6	29.0	29.3
Правительство и ЦБ	105	82	49	46	41	40	35	30	30
% к ВВП	17.8	10.7	4.9	3.6	2.3	2.2	1.6	1.2	1.0
% ко всему внешнему долгу	49.4	31.9	15.6	10.0	8.6	7.6	5.5	4.0	3.4
Нефинансовые предприятия	76	125	161	254	265	290	350	415	490
% к ВВП	12.8	16.4	16.2	19.6	14.6	16.0	15.8	15.9	16.1
% ко всему внешнему долгу	35.5	48.6	51.7	54.7	55.5	55.2	55.1	55.0	55.1
Банки	32	50	101	164	171	195	250	310	370
% к обязательствам банков	14.5	16.9	21.6	23.0	21.8	19.2	20.4	21.0	21.0
% к ВВП	5.5	6.6	10.2	12.7	9.5	10.8	11.3	11.9	12.2
% ко всему внешнему долгу	15.1	19.5	32.6	35.3	35.9	37.1	39.4	41.1	41.6

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, МЭР, REUTERS, оценки Банка Москвы

Август стал тяжелым испытанием как для российского фондового рынка в целом, так и для нефтегазового сектора в частности. Отток капитала, связанный с военным конфликтом на Кавказе, обрушил котировки бумаг сектора на 15-20 %, в то время как цены на нефть после умеренной коррекции от годовых максимумов стабилизировались на весьма комфортных уровнях в \$ 115 за баррель.

Ключевыми событиями августа стали публикация отчетности за 2-й квартал Роснефтью и ЛУКОЙЛом, заявления Газпрома о намерении увеличить и без того амбициозную инвестпрограмму на текущий год, а также неожиданно слабая отчетность Татнефти за 1-й квартал по US GAAP.

В августе мы пересмотрели подходы к определению ставок дисконтирования в наших моделях DCF, в результате чего целевые цены по отдельным бумагам сектора были снижены на 15-30 %. Тем не менее, с учетом недавнего падения котировок хорошим потенциалом роста по-прежнему обладают Газпром, Роснефть и ЛУКОЙЛ.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	9.85	232 416	4.8	1.7	3.7	16.34	66%	покупать
Лукойл	LKOH	74.60	61 620	4.0	0.5	2.9	95.03	27%	покупать
Роснефть	ROSN	8.50	81 583	6.4	1.1	4.5	10.22	20%	покупать
ТНК-ВР	tnbp	1.68	26 623	3.8	0.4	2.3	2.20	31%	покупать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.71	25 455	3.9	0.1	0.5	1.24	74%	покупать
Газпром нефть	SIBN	4.75	22 521	3.7	0.7	2.8	8.98	89%	покупать
Татнефть	TATN	5.20	11 329	4.5	0.5	2.9	8.19	57%	покупать
НОВАТЭК	NVTK	7.20	21 861	12.1	4.1	8.3	10.61	47%	покупать
Траснефть п.	TRNFP	1027.50	7 297	2.3	1.1	2.0	1 293.04	26%	покупать
Башнефть	BANE	15.00	2 553	3.5	0.3	1.6	19.46	30%	покупать
Интегра	INTEq.L	5.85	927	6.2	0.7	3.2	13.16	125%	покупать

Что было?

В августе большинство бумаг сектора потеряли 15-20 % на фоне массивных продаж нерезидентами, спровоцированных военным конфликтом в Южной Осетии, который получил крайне негативную оценку мирового сообщества. В итоге в середине минувшего месяца была зафиксирована первая волна оттока капитала из российских активов.

Наибольшие потери понесли самые ликвидные бумаги сектора – Газпром и ЛУКОЙЛ, чья капитализация за месяц снизилась почти на четверть.

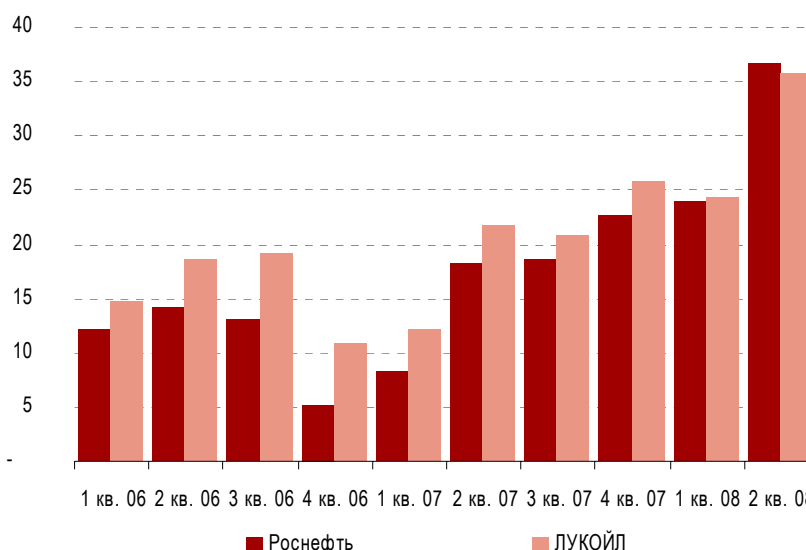
В самом конце сентября результаты за 2-й квартал в один день опубликовали ЛУКОЙЛ и Роснефть, причем если Роснефти удалось порадовать инвесторов сильными цифрами, то отчетность ЛУКОЙЛа скорее вызвала разочарование.

С точки зрения выручки квартальные результаты лидеров отрасли неожиданностей не преподнесли – крайне благоприятная конъюнктура мирового рынка нефти позволяла рассчитывать на высокие доходы. При этом в части расходов наблюдались определенные сюрпризы. В первую очередь это относится к ЛУКОЙЛу: компания включила в расходы на приобретение нефти и нефтепродуктов убыток от хеджирования во 2-м квартале в размере \$ 620 млн, или более 10 % от операционной прибыли (!). Подобный результат стал следствием ралли на нефтяном рынке: если в 1-м квартале цены на нефть были ниже \$ 100 за баррель, то к концу июня они уже достигали уровней в \$ 130 за баррель.

Что касается операционных расходов компаний, то тенденция к росту затрат была отмечена как у Роснефти, так и у ЛУКОЙЛа: госкомпания увеличила операционные расходы на добычу барреля нефти за квартал на 5.5 %, ЛУКОЙЛ – на 11 %. Основной причиной опережающего роста операционных расходов у ЛУКОЙЛа в нашем понимании является падение добычи нефти в Западной Сибири и заметно более высокая степень истощенности месторождений в сравнении с Роснефтью.

Удельная величина EBITDA на баррель добычи, как мы и ожидали, во 2-м квартале текущего года у Роснефти превысила аналогичный показатель ЛУКОЙЛа, даже без учета единоразовых убытков последнего от операций по хеджированию (\$ 35.7 на баррель).

Динамика удельной EBITDA Роснефти и ЛУКОЙЛа, \$/бар.



Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Мы полагаем, что публикация квартальных результатов заметно увеличит число инвесторов, позитивно относящихся к Роснефти, в то время как крупные единоразовые убытки ЛУКОЙЛа от внеоперационной деятельности вызывают определенные опасения.

В то же время, мы рассчитываем, что в дальнейшем компания не понесет подобных крупных внеоперационных убытков, поскольку уже в 3-м квартале цены на нефть стабилизировались и даже несколько снизились.

Кроме того, в августе Татнефть впервые представила квартальную отчетность по US GAAP, которая разочаровала инвесторов по причине крайне высоких расходов, а поскольку компания не представила сравнительных данных за аналогичный период 2007 г., оценить их динамику не представляется возможным. При этом промежуточные результаты компании за январь-июль по РБСУ оставляют надежду на рекордную прибыль в текущем году, которая в случае сохранения прежних щедрых дивидендных выплат в размере 30 % от чистой прибыли позволяет рассчитывать на весьма интересную дивидендную доходность в 10 %.

Также в конце месяца свои результаты за полугодие представила Группа «Интегра». Несмотря на высокие темпы роста бизнеса, из-за опционных программ компания вновь показала чистый убыток, что, очевидно, разочаровало инвесторов. В то же время, поквартальная динамика выручки и EBITDA, а также прогнозы руководства дают возможность рассчитывать на то, что по итогам года Интегра все же выйдет на чистую прибыль.

Что будет?

В августе нами был пересмотрен подход к расчету WACC в моделях оценки стоимости методом DCF. Основные изменения коснулись расчета стоимости заемных средств, а также корректировки методики определения коэффициента бэта. В целом изменения привели к повышению стоимости долга компаний, что повлияло на рост WACC. В результате целевые цены по отдельным бумагам сектора были снижены на 15-30 %.

	Старый		Новый		Изм., %
	WACC	Цель, \$	WACC	Цель, \$	
Газпром	8.74 %	21.40	10.53 %	16.34	-24 %
ЛУКОЙЛ	9.33 %	130.98	11.34 %	95.03	-27 %
Роснефть	8.74 %	15.31	10.85 %	11.72	-23 %
СургутНГ	14.50 %	1.19	13.38 %	1.24	5 %
ТБХ	16.26 %	2.38	17.76 %	2.20	-8 %
Газпром нефть	12.47 %	8.91	12.36 %	8.98	1 %
Татнефть	12.80 %	8.33	13.02 %	8.19	-2 %
НОВАТЭК	12.88 %	10.36	12.69 %	10.61	2 %
Башнефть	17.39 %	19.29	17.12 %	19.46	1 %
Транснефть п.	9.33 %	1880.00	12.08 %	1293.04	-31 %

Интегра	11.67 %	20.27	14.68 %	13.16	-35 %
---------	---------	-------	---------	-------	-------

Наибольшая корректировка справедливых цен произошла в ЛУКОЙЛе, Роснефти и Газпроме, поскольку их ставки дисконтирования в среднем выросли на 2 %, в основном за счет увеличения справедливой стоимости заемных средств.

Впрочем, даже с учетом снижения целевых цен, именно вышеперечисленные бумаги в нашем понимании являются лучшими инвестициями в нефтегазовом секторе.

В сентябре, по всей видимости, ключевыми драйверами для нефтегазового сектора будут оставаться цены на нефть, динамика которых определит конъюнктуру 3-го квартала: при сохранении текущих цен смеси Urals на уровне \$ 110 за баррель очищенная цена экспорта в июле-сентябре составит около \$ 25 за баррель против рекордных \$ 39 за баррель во 2-м квартале текущего года. Очевидно, что это отразится на доходах российских нефтяных компаний, которые заметно снизятся.

Вторым по важности событием станут возможные новые налоговые инициативы государства в отношении налогообложения нефтяной отрасли в целях стимулирования роста добычи.

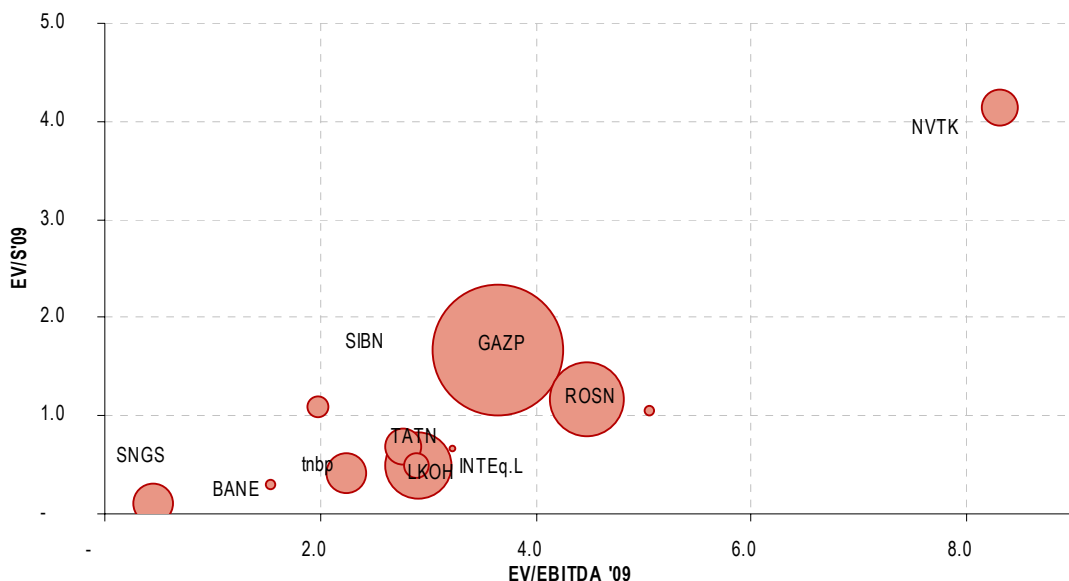
Что делать?

Как и месяц назад, мы видим наличие значительного потенциала роста в большинстве бумаг сектора, за исключением, пожалуй, Башнефти, однако нашими фаворитами остаются Газпром, Роснефть и ЛУКОЙЛ, обладающие наибольшими потенциалом роста и ликвидностью в секторе.

Мы также советуем инвесторам обратить внимание на привилегированные бумаги Сургутнефтегаза, чьи котировки подразумевают дивидендную доходность за 2008 год в размере 13-15 % – весьма привлекательный уровень даже с учетом текущих рыночных реалий.

Даже с учетом существенной корректировки целевой цены из-за пересмотра подхода к расчету WACC, мы оцениваем потенциал роста расписок Интегры в более чем 100 %: бумаги компании торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 08 в 4.1 в то время как основной конкурент, БК «Евразия», – на 50 % дороже (6.1).

Оценка компаний сектора



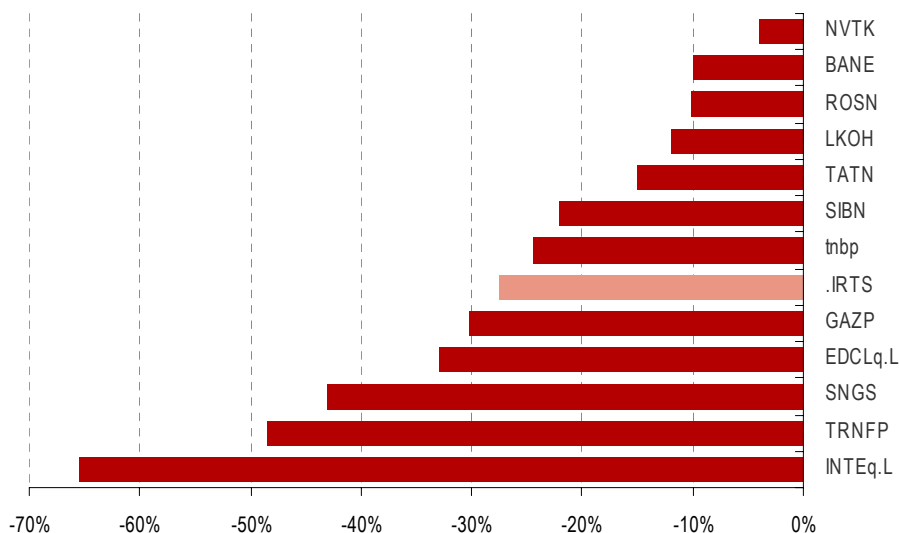
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Газпром	142 909	164 211	174 529	65 039	74 565	79 880	42 840	48 656	50 927
Лукойл	130 426	144 116	144 408	24 153	24 157	25 681	16 008	15 301	15 911
Роснефть	83 875	89 533	93 363	22 813	22 961	24 677	12 393	12 694	13 589
ТНК-ВР	58 974	63 369	63 215	11 511	11 607	12 461	7 206	7 057	7 466
Сургутнефтегаз	48 050	50 097	49 218	10 304	10 440	11 536	6 321	6 577	7 356
Газпром нефть	34 272	36 429	35 962	8 604	8 916	8 945	6 280	6 088	5 878
Татнефть	20 984	21 943	23 408	3 200	3 718	5 112	2 128	2 511	3 503
НОВАТЭК	4 029	5 284	7 051	1 953	2 623	3 518	1 338	1 811	2 463
Траснефть п.	10 751	11 880	12 782	6 117	6 476	6 975	3 307	3 242	3 377
Башнефть	6 486	6 257	6 022	1 471	1 180	1 230	979	726	742
Интегра	1 658	1 978	2 381	328	404	532	102	149	234
БК Евразия	2 060	2 457	2 958	412	507	669	247	359	564

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



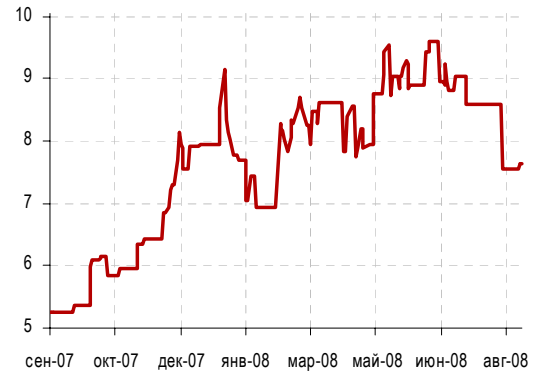
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Газпром



НОВАТЭК



Роснефть



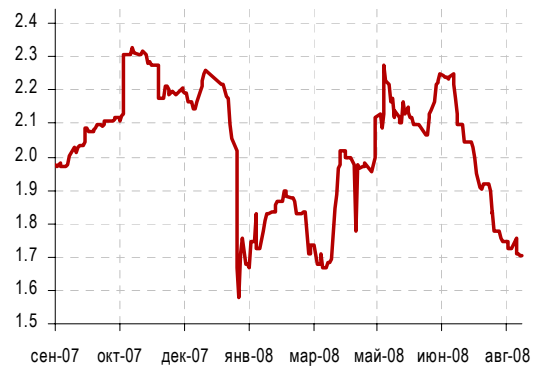
ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



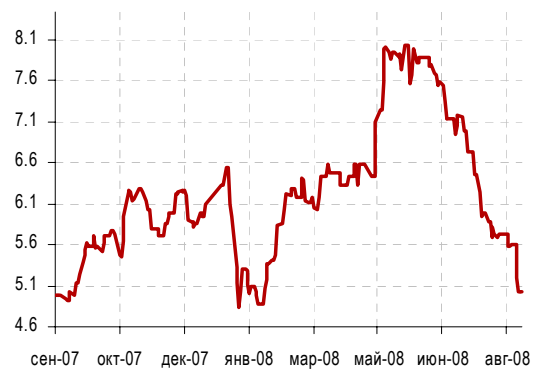
ТНК-ВР



Газпром нефть



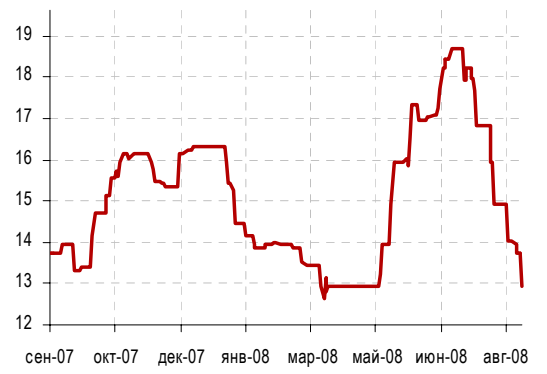
Татнефть



Транснефть п.



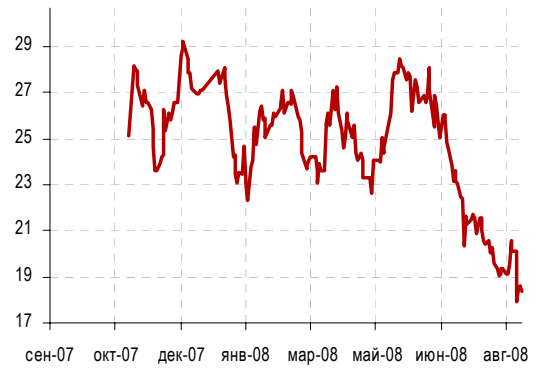
Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



В августе котировки компаний металлургического сектора продолжили свое движение вниз – виной тому увеличение рисков и снижение цен на товарных рынках, к концу месяца затронувшее и рынок стали. Впрочем, пока уровень цен на сталь не дает серьезных поводов для беспокойства, а финансовые результаты отечественных компаний сектора черной металлургии бьют все рекорды.

В прошедшем месяце мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости бумаг угольных компаний с учетом новой методологии расчета стоимости акционерного капитала. Кроме того, в ближайшее время мы намерены пересмотреть оценки целевой стоимости остальных компаний сектора.

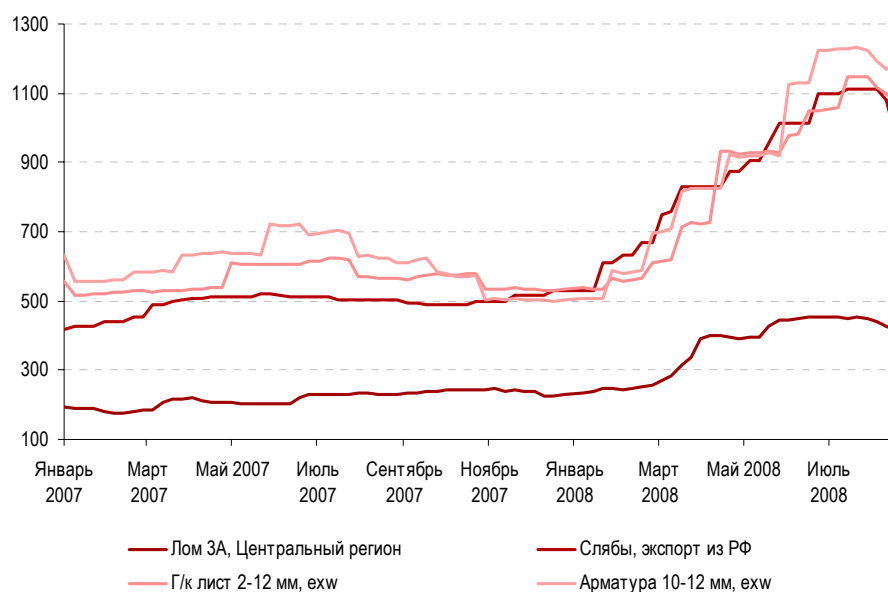
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	78.00	27 684	6.3	1.5	4.3	-		
НЛМК	NLMK	3.90	23 374	6.9	1.8	4.6	-		
Северсталь	CHMF	16.80	16 929	5.7	0.9	3.5	-		
Мечел	MTLN	27.34	11 381	2.9	0.9	2.2	58.82	115%	покупать
ММК	MAGN	0.95	10 560	5.0	0.9	3.7	-		
ТМК	TRMKq.L	27.00	5 893	5.8	1.0	4.2	-		
ЧТПЗ	CHEP	3.80	1 795	6.6	0.8	4.0	-		
ПНТЗ	PNTZ	28.70	699	4.1	0.8	3.4	-		
ВМЗ	VSMZ	1500.00	2 576	9.4	0.7	3.1	-		
Распадская	RASP	5.70	4 457	3.1	1.9	2.3	11.49	102%	покупать
Белон	BLNG	156.50	1 800	5.7	1.5	4.2	178.00	14%	держать
Норильский Никель	GMKN	201.50	38 411	6.4	2.8	4.5	-		
Полюс Золото	PLZL	31.00	5 909	13.9	4.4	9.3	-		
Полиметалл	PMTLq.L	6.19	1 950	12.4	3.7	7.4	-		
ВСМПО	VSMO	137.00	1 580	6.0	1.1	3.8	-		
ЧЦЗ	CHZN	5.25	285	9.1	0.5	3.3	-		

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Что было?

Коррекция на рынках большинства биржевых товаров, начавшаяся еще в июле, в августе докатилась и до рынка стали, не являющегося биржевым. Стоимость основных видов металлопродукции в РФ к концу месяца снизилась в долларовом выражении на 5-15%. Среди основных причин снижения – некоторое охлаждение наиболее перегретых из экспортных рынков (в первую очередь, стран Ближнего Востока и Турции), активность ФАС, а также укрепление курса американской валюты. Отраслевые источники указывают на возможность дальнейшего снижения цен и в сентябре.

Цены на металлопродукцию в РФ, \$/т

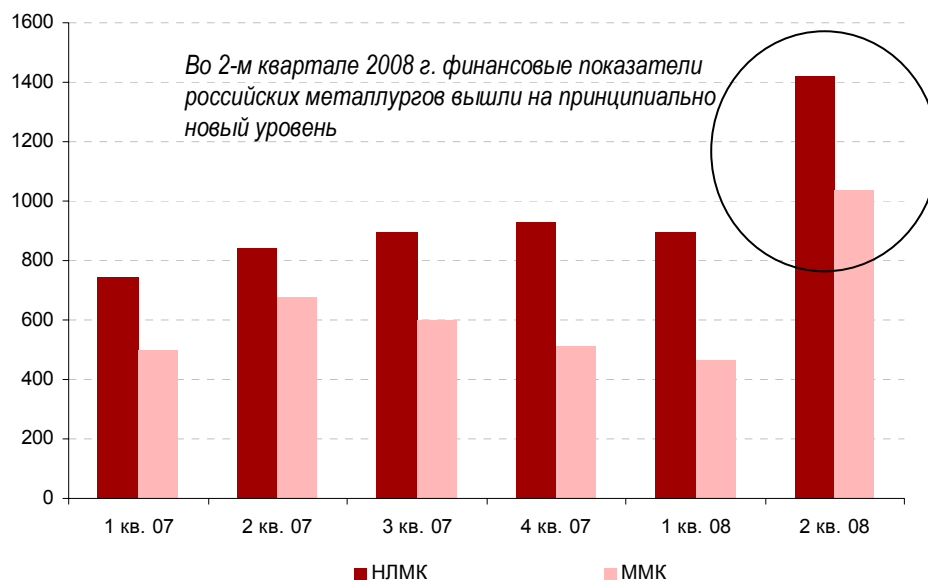


Источник: Металл-Курьер

Впрочем, на фоне впечатляющего ралли с начала 2008 г. снижение цен на металлопродукцию

абсолютно не выглядит критическим – текущий уровень цен по большинству позиций превышает средние значения прошедшего 2-го квартала, первые финансовые результаты которого стали рекордными для отечественных металлургов. Это подтверждают последние квартальные результаты НЛМК и ММК, традиционно открывающих сезон публикации финансовой отчетности среди российских металлургов. Как и ожидалось, обе компании показали рекордные финансовые результаты, продемонстрировав уровень EBITDA, более чем в 1.5 раза превышающий лучшие достижения прошлых периодов.

Динамика EBITDA НЛМК и ММК, \$ млн



Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Другим важным событием месяца в металлургическом секторе стало решение ФАС по «делу Мечела», как мы и полагали, оказавшееся не критичным для компании. Согласно требованию ФАС, Мечел должен будет заплатить штраф в размере \$ 32 млн и снизить цены на коксующийся уголь для российских потребителей на 15 % начиная с 4-го квартала 2008 г. На фоне относительно мягкого решения ФАС, а также отсутствия каких-либо серьезных претензий к Мечелу со стороны налоговых или других регулирующих органов акциям компании, несмотря на падение рынка в целом, в августе удалось отыграть часть своего июльского обвала.

Что будет?

В сентябре российские металлурги продолжат публикацию своих финансовых результатов за 1-е полугодие 2008 г. Кроме того, по-прежнему в центре внимания останется ситуация с конфликтом между крупнейшими акционерами Норникеля – в ближайшие недели РУСАЛ должен определиться с повесткой дня созываемого компанией внеочередного собрания акционеров ГМК и размером дивидендов, которые алюминиевая компания надеется получить от Норникеля, заручившись поддержкой миноритарных акционеров компании.

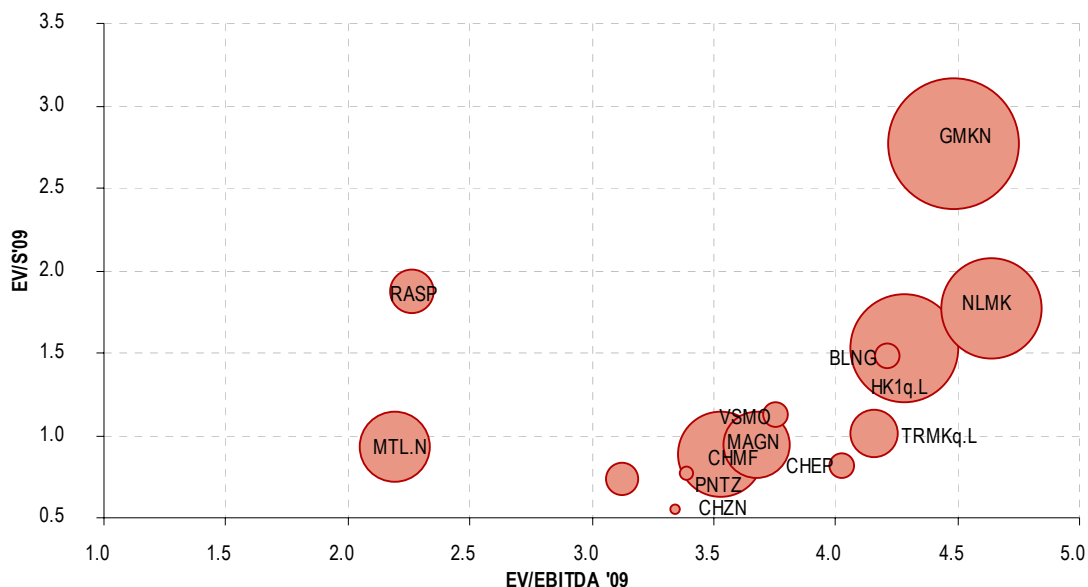
Основное влияние на котировки компаний сектора помимо общерыночных факторов будет оказывать динамика цен на товарных рынках. Мы ожидаем, что снижение цен на сталь, начавшееся в конце августа, продолжится и в сентябре, что, однако, уже более чем заложено в текущие котировки акций металлургических компаний.

Что делать?

В прошедшем месяце мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости компаний угольного сектора. На наш взгляд, **Распадская** и **Мечел** имеют значительный потенциал роста стоимости даже с учетом возрастающих рисков российского рынка акций в целом и угольного сектора в частности.

Кроме того, в ближайшее время мы намерены пересмотреть свои оценки целевой стоимости акций остальных металлургических компаний РФ с учетом новых прогнозов цен на металлы, последних финансовых результатов и приобретений, а также оценки рисков этих компаний и российского рынка акций в целом.

Оценка компаний сектора



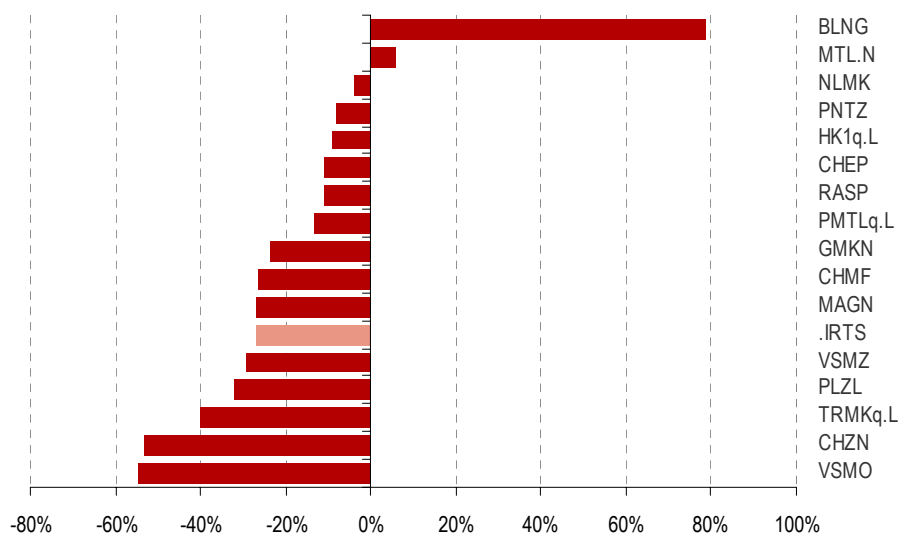
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Евраз Групп	20 546	22 364	22 194	7 484	7 922	7 094	4 120	4 382	3 906
НЛМК	12 559	13 388	12 880	5 232	5 104	4 628	3 430	3 398	3 182
Северсталь	19 837	21 388	21 552	5 033	5 292	4 979	2 882	2 949	2 532
Мечел	12 476	15 757	16 348	5 045	6 649	5 928	2 929	3 979	3 494
ММК	11 719	12 566	12 648	3 053	3 183	3 135	2 178	2 124	2 305
ТМК	5 374	7 082	7 669	1 235	1 702	1 769	665	1 012	1 055
ЧТПЗ	2 450	2 668	2 964	492	536	621	254	273	302
ПНТЗ	1 104	1 277	1 276	270	290	233	142	170	141
ВМЗ	3 322	3 777	3 760	799	877	816	254	273	302
Распадская	1 736	2 522	2 310	1 392	2 087	1 824	922	1 426	1 216
Белон	1 323	1 529	1 398	363	537	556	199	316	332
Норильский Никель	15 924	15 392	15 965	10 781	9 472	9 160	7 348	6 045	5 981
Полюс Золото	1 111	1 310	1 556	517	614	802	301	424	503
Полиметалл	304	548	623	101	276	303	34	157	163
ВСМПО	1 235	1 414	1 530	424	420	451	258	262	285
ЧЦЗ	452	484	555	91	78	111	42	31	57

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

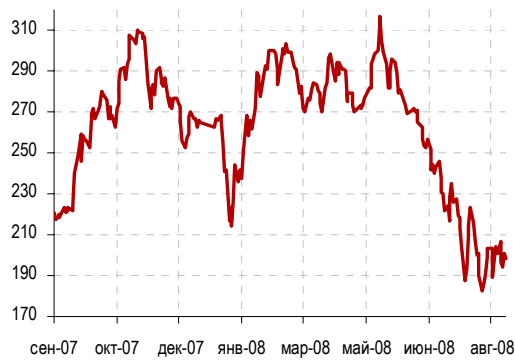
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Норильский никель



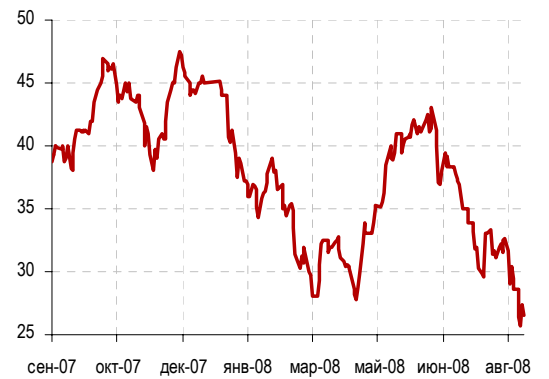
Полюс Золото



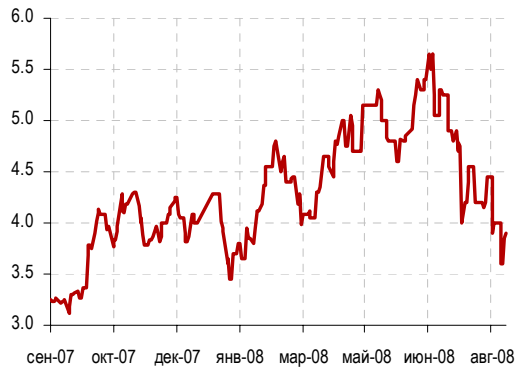
Полиметалл



ТМК



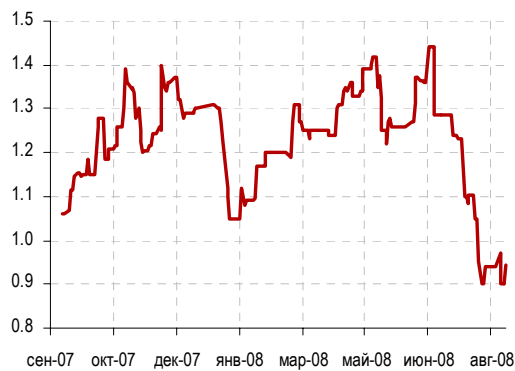
НЛМК



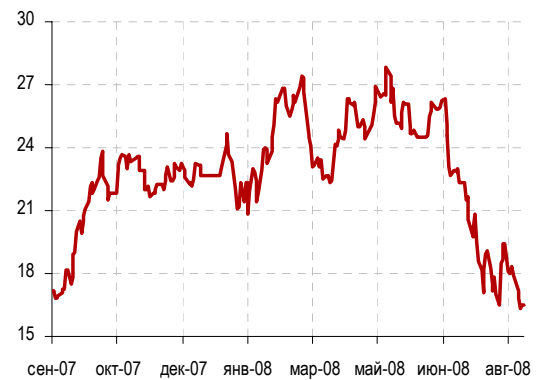
Евраз Групп



ММК



Северсталь



В августе рынок акций энергетических компаний продолжил снижение. По итогам месяца основные бумаги сектора в целом потеряли по 17%. Менее драматичное снижение или даже небольшой рост наблюдался лишь в бумагах с действующей офертой.

Отдельно можно отметить акции ФСК ЕЭС и РусГидро, сумевшие завершить месяц в плюсе. Во многом всплеск интереса к бумагам РусГидро был обусловлен новостями о включении акций в расчет индексов MSCI. Тем не менее, по нашему мнению, рост данных бумаг может быть первым сигналом возвращения интереса инвесторов в сектор, что в первую очередь отражается на призванных заменить ушедшую с рынка «голубую фишку» РАО ЕЭС.

В данной стратегии мы отзываем выставленные ранее рекомендации по ОГК/ТГК, что связано с изменением методики оценки компаний и рисков российского рынка.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
ГидроОГК	HYDR	0.0685	16 783	16.0	5.8	9.2			
Мосэнерго	MSNG	0.1000	3 975	7.9	0.8	4.1			
Иркутскэнерго	IRGZ	0.7300	3 480	30.4	2.6	12.0			
ОГК-1	OGKA	0.0520	2 321	10.0	1.1	5.6			
ОГК-2	OGKB	0.0450	1 473	18.5	0.6	6.4			
ОГК-3	OGKC	0.0750	3 562	16.4	0.4	2.6			
ОГК-4	OGKD	0.0623	3 923	16.9	1.2	5.3			
ОГК-5	OGKE	0.1018	3 599	31.5	2.3	14.5			
ОГК-6	OGKF	0.0380	1 016	13.3	0.4	3.5			
ТГК-1	TGKA	0.0006	2 426	21.7	2.2	22.1			
ТГК-2	TGKB	0.0010	1 069	13.0	1.4	6.8			
ТГК-4	TGKD	0.0010	1 983	32.3	2.2	14.9			
ТГК-5	TGKE	0.0006	677	17.1	1.9	20.0			
ТГК-6	TGKF	0.0007	864	6.7	1.3	7.5			
ТГК-7	TGKG	0.0528	1 378	7.8	0.9	5.3			
ТГК-8	TGKH	0.0016	3 216	59.6	5.7	78.0			
ТГК-9	TGKI	0.0002	883	5.8	0.9	5.7			

Что было?

Российский сектор электроэнергетики в августе испытал очередной удар со стороны продавцов. По итогам месяца котировки компаний сектора в среднем снизились на 17%. Исключением стали лишь бумаги ФСК, РусГидро и ТГК-8. Положительная динамика ТГК-8 объясняется новостями о продлении до 9 сентября оферты миноритарным акционерам компании на выкуп их долей по цене 0.0398 руб. за одну акцию со стороны ЛУКОЙЛ-Волгограднефтепереработка. Во многом всплеск интереса к бумагам РусГидро был обусловлен новостями о включении акций в расчет индексов MSCI, что автоматически увеличивает список инвесторов за счет западных фондов, формирующих портфели исходя из структуры индексов. Также можно отметить, что РусГидро на прошедшей в августе конференции компании сообщила о том, что в результате реорганизации РАО получила 30 млрд руб. (\$ 1.2 млрд), а также ряд активов, среди которых пакеты акций ОГК/ТГК, что снижает потребность генерирующей компании в привлечении кредитов на выполнение инвестиционной программы. Среди переданных активов – 21.7%-ный пакет акций ОГК-1, который по текущим котировкам стоит порядка 11.6 млрд руб. (\$ 470 млн). Остальные пакеты в энергетических компаниях менее существенны, а совокупную стоимость рыночных бумаг в портфеле мы оцениваем в \$ 450-500 млн. Напомним: ранее ожидалось, что РАО ЕЭС для финансирования инвестпрограммы передаст РусГидро 76 млрд руб. (\$ 3.1 млрд), в том числе в виде денег – 20 млрд руб. (\$ 815 млн), а остальное – в форме акций других компаний и векселей.

В августе генерирующие компании подвели финансовые итоги 1-го полугодия 2008 г. У большинства компаний финансовые результаты отразили явные ухудшения относительно 2007 г., в частности опережающие темпы роста себестоимости. Данная тенденция в большей степени обусловлена текущей моделью рынка электроэнергии. Впрочем, с учетом более высоких темпов роста топлива, можно ожидать компенсации выпадающих доходов компаний в следующем году.

Кроме того, стоит отметить ряд новостей, касающихся отдельных компаний, в том числе новости об объединении выпусков ИнтерРАО, которое произойдет в два этапа – 10 сентября и 7-15 ноября. Напомним, что торги акциями ИнтерРАО начались 17 июля, тем не менее, за счет сложной схемы реорганизации компании в рамках выделения из РАО на биржу попала лишь

часть бумаг (около 2 %), не принадлежащая миноритариям РАО ЕЭС, получившим акции компании вследствие ликвидации энергомонополии. В этой связи акции ИнтерРАО с начала обращения торгуются с высокой волатильностью и не отражают реальных отношений инвесторов к будущему компании. После объединения выпусков динамика котировок будет более предсказуемой.

В августе на рынке появились последние составные части РАО ЕЭС – Холдинг МРСК и РАО Энергетические системы Востока (РАО ЭСВ). Акции компаний начали торговаться в RTS Board. Впрочем, появление бумаг не вызвало большого интереса у инвесторов: к концу месяца котировки РАО ЭСВ упали на 60 %, а Холдинга МРСК – на 5 %. Ликвидность торгов остается невысокой.

Что будет

После появления рыночной оценки РАО ЭСВ и Холдинга МРСК, а также на основании котировок ОГК/ТГК и ФСК стоимость корзины бумаг, получаемых миноритарными акционерами РАО ЕЭС при реорганизации, на конец месяца составила 22.5 руб. за 1 акцию РАО, что на 10 % ниже, чем в последний торговый день акций РАО.

Расчетная стоимость 1 акции РАО ЕЭС, исходя из стоимости бумаг выделяемых компаний

Название компании	Коеф. обмена на 1 акцию РАО ЕЭС	Цена акции ММВБ, руб.	Стоимость в составе акции РАО, руб.
Торгуемые активы			18.91
ГидроОГК	3.5	1.58	5.44
ОГК-1	1.0	1.18	1.13
ОГК-2	0.5	1.08	0.54
ОГК-3	0.4	1.70	0.70
ОГК-4	1.0	1.51	1.55
ОГК-6	0.6	0.90	0.52
ТГК-1	38.2	0.01	0.57
ТГК-2	13.0	0.02	0.31
Мосэнерго	0.3	2.50	0.84
ТГК-4	15.9	0.03	0.41
ТГК-6	15.3	0.02	0.25
Волжская ТГК	0.3	1.34	0.45
ТГК-8	17.3	0.04	0.68
ТГК-9	67.3	0.004	0.26
ТГК-10	0.0	108.6	0.97
ТГК-11	6.2	0.02	0.10
Кузбассэнерго	0.7	0.27	0.19
Енисейская ТГК	1.7	0.12	0.20
ТГК-14	9.7	0.01	0.07
ФСК	10.1	0.31	3.12
ИнтерРАО	41.9	0.015	0.63
Неторгуемые активы			3.66
Холдинг МРСК	1.0	3.37	3.37
РАО Энергетические системы Востока	1.0	0.29	0.29
Стоимость 1 акции РАО ЕЭС			22.57

С учетом падения стоимости корзины РАО (что потенциально свидетельствует о низкой доходности продажи бумаг, полученных после ликвидации энергохолдинга), можно ожидать снижения угрозы дальнейшего проседания рынка. С другой стороны, все еще сохраняющийся навес может препятствовать росту. Также негатива сейчас добавляет процесс переоценки рисков на российском рынке акций. В данной связи мы полагаем, что отрицательная динамика акций генерирующих компаний на фоне слабости российского рынка в целом продолжится. Особенно это отразится на котировках компаний с действующей офертой, после окончания

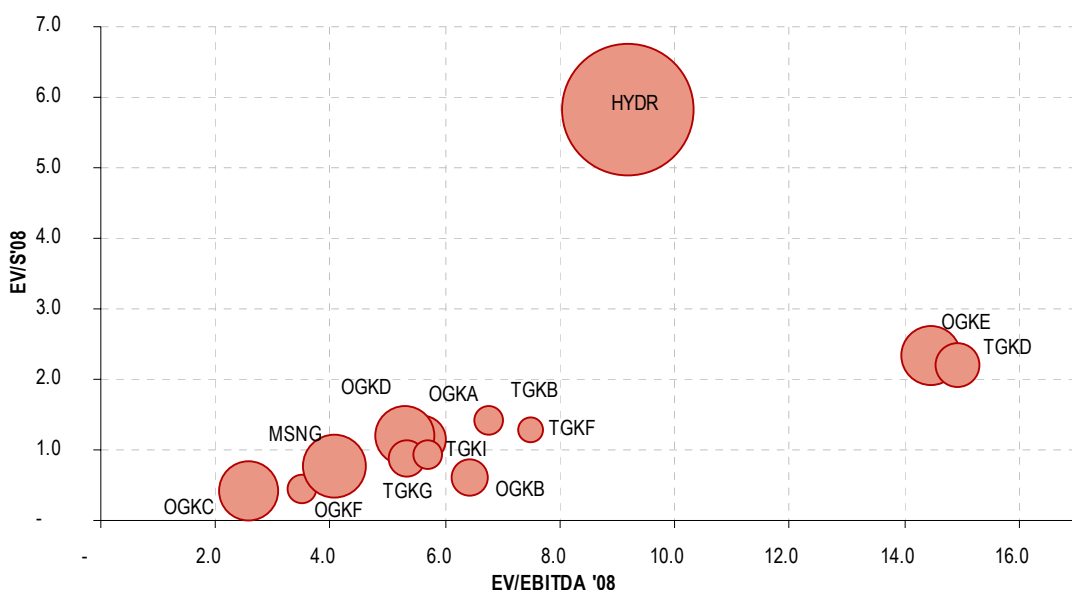
сроков которой бумаги может ждать сильный обвал.

В связи со сменой методов оценки компаний энергетического сектора в данной стратегии мы отзываем выставленные ранее рекомендации по их акциям.

Что делать?

Мы полагаем, что в настоящее время наиболее привлекательными бумагами в секторе являются те фишки, которые призваны заменить ушедшие бумаги РАО ЕЭС, т. е. ликвидность которых позволяет участвовать в капитале крупным инвесторам. В частности, мы продолжаем выделять бумаги ГидроОГК, потенциал которых, по нашим оценкам, приближается к 100 %. Мы полагаем, что после завершения технического снижения сектора, связанного с реорганизацией РАО, а также восстановления рынка в целом именно бумаги ГидроОГК привлекут интерес инвесторов.

Оценка компаний сектора



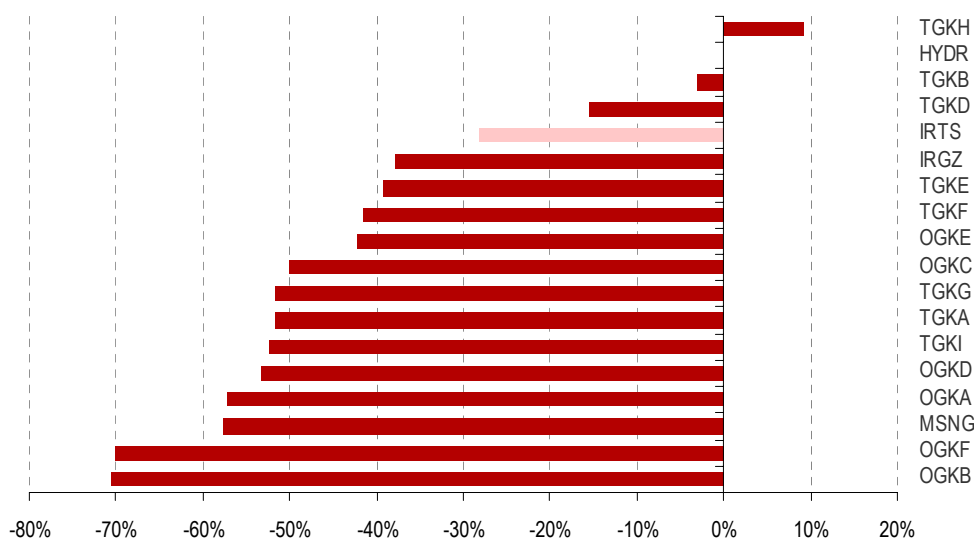
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
ГидроОГК	2 397	2 974	3 896	1 370	1 883	2 792	725	1 048	1 604
Мосэнерго	3 870	4 904	6 732	528	916	1 306	136	503	753
Иркутскэнерго	1 239	1 363	1 458	263	298	335	105	114	118
ОГК-1	1 725	2 202	2 828	235	444	780	99	232	403
ОГК-2	1 370	1 496	1 914	100	136	348	44	80	120
ОГК-3	1 267	1 564	2 024	166	248	407	170	217	222
ОГК-4	1 509	1 925	2 867	216	434	746	185	232	451
ОГК-5	1 190	1 531	1 879	187	246	402	80	114	182
ОГК-6	1 312	1 511	1 853	217	186	264	51	76	83
ТГК-1	1 081	1 316	1 693	139	132	336	28	112	188
ТГК-2	911	1 121	1 517	150	231	350	56	82	159
ТГК-4	913	1 135	1 398	123	166	231	44	61	96
ТГК-5	503	627	799	47	59	134	25	40	57
ТГК-6	868	1 068	1 329	150	181	194	105	128	106
ТГК-7	1 813	2 160	2 785	151	352	561	80	177	251
ТГК-8	520	649	769	40	48	55	44	54	80
ТГК-9	1 247	1 503	1 726	220	241	282	158	152	146

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

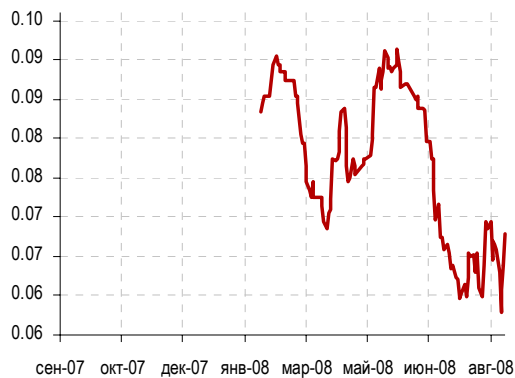
Динамика акций сектора с начала года



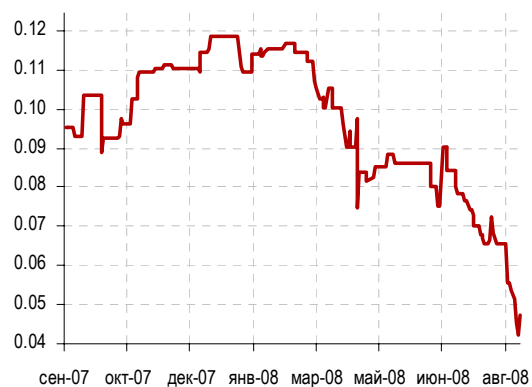
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

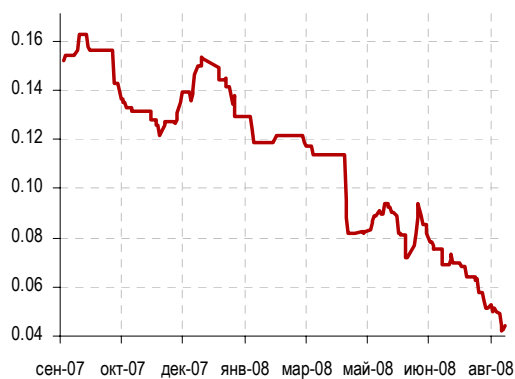
РусГидро



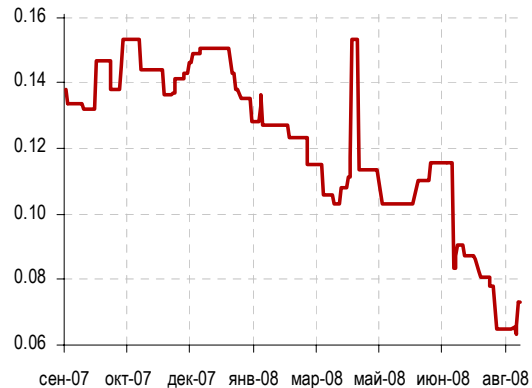
ОГК-1



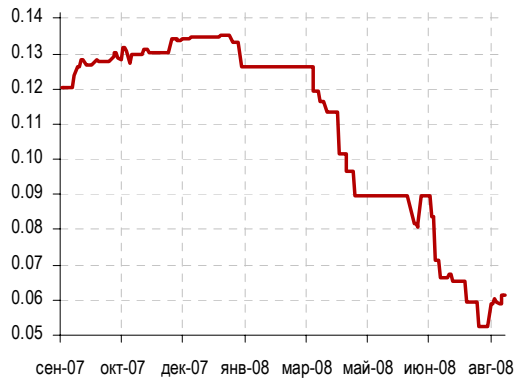
ОГК-2



ОГК-3



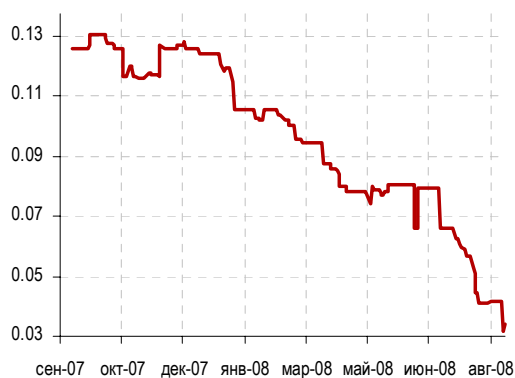
ОГК-4



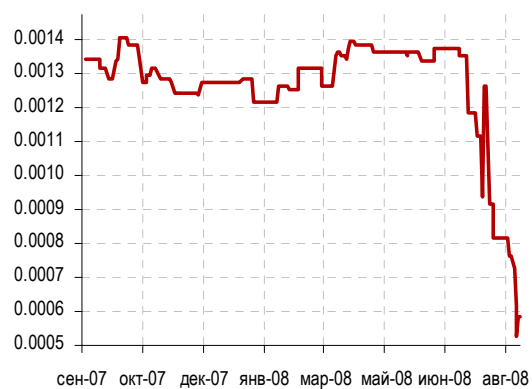
ОГК-5



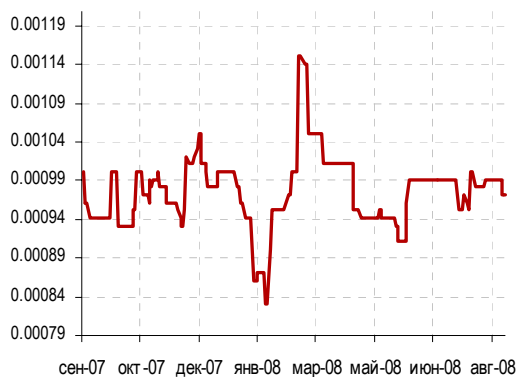
ОГК-6



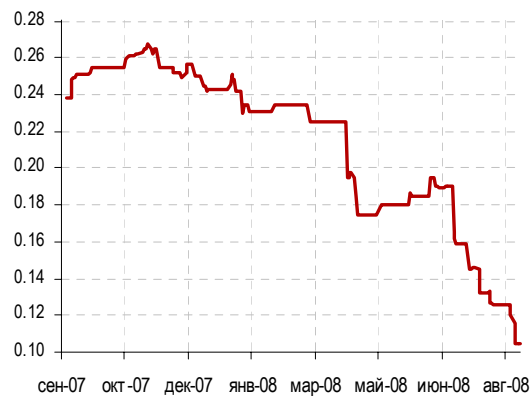
ТГК-1



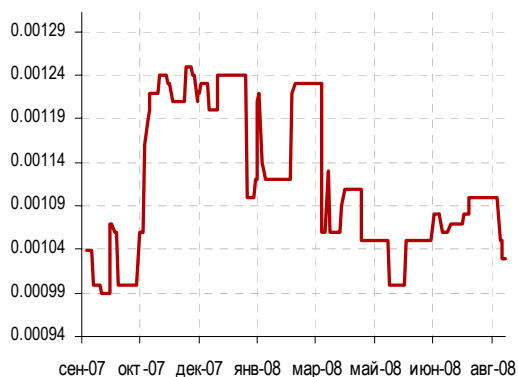
ТГК-2



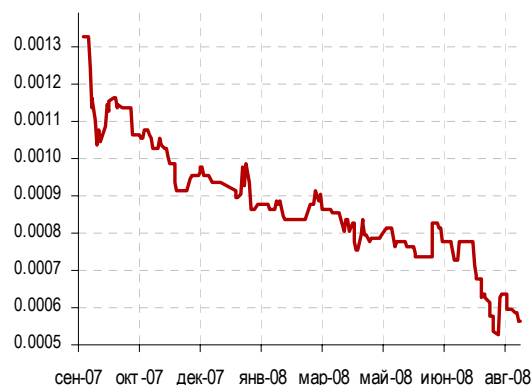
Мосэнерго



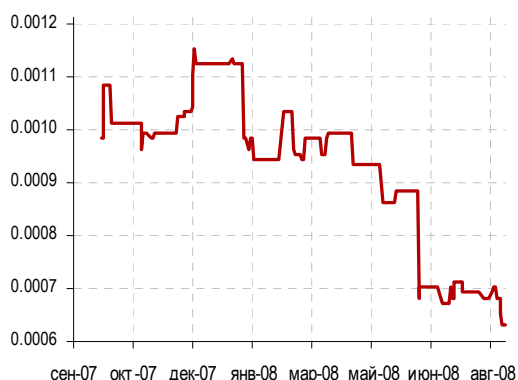
ТГК-4



ТГК-5



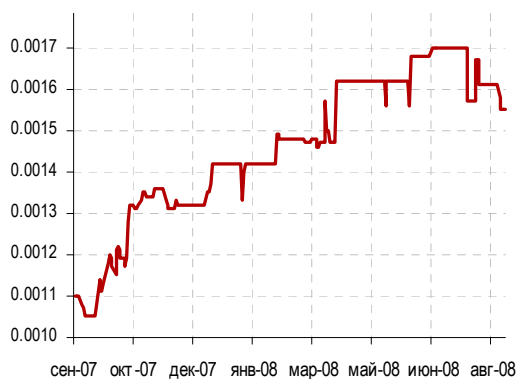
ТГК-6



ТГК-7



ТГК-8



Из-за крайне неблагоприятного политического фона, спровоцированного военным конфликтом на Кавказе, в августе продажи в телекоммуникационном секторе продолжились – большинство бумаг снизились на 10-15 %, а наибольшие потери понесли бумаги МРК.

Ключевыми событиями месяца стали отчетность за 2-й квартал МТС и Вымпелкома, а также подача МТС ходатайства в ФАС о приобретении последнего крупного независимого регионального сотового оператора «СМАРТС».

Мы по-прежнему считаем текущие уровни весьма привлекательными для покупки, однако полагаем, что на данном этапе целесообразнее инвестировать только в наиболее ликвидные бумаги. Так, в условиях отсутствия новостей относительно судьбы Связьинвеста мы бы рекомендовали ограничиться вложениями в акции сотовых операторов. Тем не менее, в случае негативной рыночной конъюнктуры и от МТС с Вымпелкомом не стоит ждать движения вверх.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС	MBT.N	68.00	27 109	9.0	2.4	4.7	99.40	46%	покупать
Вымпелком	VIP.N	24.03	24 645	10.1	2.0	4.3	38.70	61%	покупать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.60	2 758	15.5	1.7	4.2	10.70	62%	покупать
Уралсвязьинформ	URSI	0.03	1 050	6.2	0.9	2.7	0.05	51%	покупать
Волгателеком	NNSI	2.90	713	4.4	0.8	2.0	7.10	145%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.42	667	3.4	0.9	2.2	0.95	125%	покупать
Сибирьтелеком	ENCO	0.06	733	4.7	0.8	2.4	0.12	97%	покупать
СЗТ	SPTL	0.85	749	3.9	0.9	2.1	1.70	100%	покупать
ЮТК	KUBN	0.09	268	2.9	1.3	3.5	0.14	55%	покупать
Дальсвязь	ESPK	2.70	258	2.5	0.7	1.8	7.50	178%	покупать
АФК Система	SSAq.L	23.45	11 315	5.4	1.0	2.8	39.64	69%	покупать
СТС Media	CTCM.O	19.40	2 939	13.7	3.4	7.1	23.40	21%	покупать
РБК	RBCI	6.85	960	18.0	3.2	10.8	5.84	-15%	продавать
Армада	ARMD	22.40	269	12.4	1.6	7.0	17.50	-22%	продавать

Что было?

В августе основные события телекоммуникационной отрасли происходили в секторе мобильной связи. Ключевой новостью сектора в целом стала статистика по абонентским базам операторов.

По данным консалтингового бюро AC&M, число пользователей сотовой связи в России выросло в июле 2008 г. на 2.8 млн по сравнению с июнем 2008 г. до 175.8 млн абонентов. Таким образом, июль стал лучшим месяцем в этом году с точки зрения подключения абонентов.

Среди «большой тройки» лидером по новым подключениям с долей 36.4 % стал Мегафон. За ним следует Вымпелком, который в июле привлек в свою сеть 33.1 % от общего числа новых абонентов. На МТС пришлось 16.9 % подключений.

Для Мегафона июль текущего года стал рекордным – компания никогда ранее не привлекала такое количество абонентов (1.02 млн). Однако более впечатляющим выглядит рост абонентской базы Вымпелкома, тогда как еще в первой половине года оператор не уделял особого внимания данному показателю, и доля компании по количеству абонентов снижалась. Вымпелком в июле подключил 927 тыс. абонентов, что стало лучшим месячным результатом за последние 2.5 года.

Слабые по сравнению с конкурентами июльские результаты МТС объясняет разницей учетной политики – оператор придерживается шестимесячной системы учета абонентов в отличие от трехмесячной у Вымпелкома и Мегафона. В июле МТС перестала учитывать абонентов, которые воспользовались специальными новогодними предложениями компании, однако впоследствии не использовали полученные сим-карты.

Расклад сил крупнейших сотовых операторов существенно не изменился: 35.2 % российского рынка занимает МТС, 24.7 % – Вымпелком и 22.6 % – Мегафон.

Еще более важным событием стала публикация полугодовых результатов МТС и Вымпелкомом. Чистая прибыль крупнейшего российского оператора сотовой связи «МТС» выросла во 2-м квартале 2008 г. на 30 % до \$ 659 млн. Выручка МТС увеличилась по итогам апреля-июня текущего года на 34 % до \$ 2.635 млн. OIBDA выросла до \$ 1.349 млрд, что на 32 % выше

аналогичного показателя годом ранее. Рентабельность по OIBDA сократилась до 51.2 % с 51.7 % во 2-м квартале 2007 г.

\$ млн	2 кв. 2007	1 кв. 2008	2 кв. 2008	г-к-г, %	кв-к-кв, %
Выручка	1969	2379	2635	33.8	10.8
OIBDA	1019	1176	1349	32.4	14.7
<i>маржа, %</i>	51.8 %	49.4 %	51.2 %		
Чистая прибыль	165	208	307	85.7	47.8
ARPU Россия	9.3	10.1	11.0	18.3	8.9
ARPU Украина	6.4	6.8	7.4	15.6	8.8

Традиционное для данного периода увеличение показателя ARPU наряду с продолжающимся ростом трафика позволили МТС продемонстрировать сильные финансовые результаты. Если по размерам затрат итоги квартала полностью совпали с нашими ожиданиями, то по доходам оператору удалось превысить наши прогнозы. Приятным сюрпризом стала рентабельность по OIBDA. Впечатляющий рост абонентской базы в условиях насыщенного рынка при стабильном показателе средней стоимости минуты разговора (APPM) указывает на остающийся потенциал роста компании на сотовом рынке России.

На украинском рынке наблюдается стабилизация после тяжелого периода ценовых войн. На остальных рынках СНГ, за исключением Туркмении, МТС также продемонстрировал высокие темпы роста. Спад на туркменском рынке был обусловлен изменением ЦБ страны официального курса маната, что ударило по долларovým показателям компании.

В своем прогнозе развития сотового рынка в России компания «МТС» представила цифры, согласно которым объем услуг увеличится с \$ 20.1 млрд до \$ 48.3 млрд. При этом доля неголосовых услуг вырастет с 13 до 28 %. Основным стимулом роста доли дополнительных услуг станет развитие услуг на основе технологии 3G.

Данный прогноз заметно превосходит наши ожидания. Во многом это обусловлено нашим консервативным подходом к перспективам услуг 3G в России. В случае успешного развития широкополосного беспроводного доступа по технологии 3G и без того большой потенциал роста капитализации МТС будет существенно увеличен.

В конце августа отчетность за 2-й квартал текущего года представил и Вымпелком. В целом опубликованные цифры оказались несколько ниже консенсус-прогноза рынка. Отметим, что представленные данные впервые учитывают результаты приобретенного в текущем году оператора фиксированной связи «Голдентелеком».

\$ млн	2 кв. 2007	1 кв. 2008	2 кв. 2008	г-к-г, %	кв-к-кв, %
Выручка	1 717	2 108	2 611	52.1	23.9
OIBDA	897	1 126	1 223	36.3	8.6
<i>маржа, %</i>	52.2 %	53.4 %	46.8 %	-10.3	-12.3
Чистая прибыль	359	601	470	30.9	-21.8
ARPU Россия	12.3	13.2	14.7	19.5	11.4
ARPU Казахстан	13.6	11.6	12.3	-9.6	6.0

Выручка Вымпелкома за апрель-июнь выросла на 52 % относительно аналогичного периода прошлого года, а без учета доходов от фиксированной связи – на 28.5 % до \$ 2.163 млрд.

ARPU в России вырос за квартал на 11 % до \$ 14.7, в то время как в Казахстане рост составил лишь 6 %. В сравнении с МТС российский показатель выручки на абонента по-прежнему заметно выше.

Показатель OIBDA Вымпелкома увеличился за 2-й квартал на 36.3 % до \$ 1.223 млрд, при этом OIBDA фиксированной связи составила \$ 90 млн. Чистая прибыль Вымпелкома выросла за год на 31 % и составила \$ 470 млн.

В целом опубликованные результаты оказались несколько ниже консенсус-прогнозов, в основном с точки зрения рентабельности, однако снижение маржи было вполне ожидаемым, поскольку консолидируемый со 2-го квартала Голдентелеком имеет менее низкую

рентабельность.

Также в августе стало известно, что ОАО «МТС» подало ходатайство в Федеральную антимонопольную службу (ФАС) о приобретении прав, позволяющих определять условия осуществления предпринимательской деятельности ОАО «Средневолжская межрегиональная ассоциация радиотелекоммуникационных систем» (СМАРТС).

Тот факт, что компания «МТС» подала документы в ФАС, говорит о том, что, скорее всего, в ближайшем будущем СМАРТС будет продана МТС. Поволжским оператором интересовались все представители «большой тройки», а также Tele2. Тем не менее, только МТС подала ходатайство в ФАС. Этот факт позволяет предположить, что на данный момент между МТС и владельцами СМАРТС уже достигнуты некоторые договоренности.

По информации в СМИ, ОАО «МТС» оценило поволжского оператора в \$ 1 млрд. На наш взгляд, справедливая стоимость СМАРТС несколько ниже – мы оцениваем оператора в \$ 650-800 млн. Тем не менее, необходимость заплатить \$ 1 млрд существенно не повлияет на финансовое состояние МТС – по итогам полугодия денежные средства оператора почти достигли отметки в \$ 1.2 млрд. С другой стороны, приобретение СМАРТС увеличит отрыв МТС от основных конкурентов – Вымпелкома и Мегафона.

Что будет?

В августе нами был пересмотрен подход к расчету WACC в модели оценки стоимости методом DCF. Основные изменения коснулись расчета стоимости заемных средств. В целом изменения привели к повышению стоимости долга компаний, что повлияло на рост WACC.

	Старый		Новый		Изм., %
	WACC	Цель, \$	WACC	Цель, \$	
МТС	10.8 %	107.3	11.4 %	99.4	-7 %
Вымпелком	10.8 %	43.8	11.6 %	38.7	-12 %
Уралсвязьинформ	11.2 %	0.061	12.8 %	0.049	-20 %
Волгателеком	13.3 %	7.4	14.0 %	7.1	-3 %
Центртелеком	13.7 %	1.12	15.7 %	0.95	-15 %
Сибирьтелеком	12.9 %	0.14	14.1 %	0.12	-15 %
СЗТ	13.1 %	1.8	14.0 %	1.7	-6 %
ЮТК	12.5 %	0.31	16.2 %	0.14	-55 %
Дальсвязь	12.9 %	8.7	15.3 %	7.5	-14 %
Комстар-ОТС	10.1 %	14.5	12.8 %	10.7	-26 %

Больше других изменение WACC затронуло компанию «ЮТК». В данный момент у ЮТК самая высокая долговая нагрузка среди МРК. В связи с этим ставка дисконтирования по данному оператору наиболее чувствительна к изменению стоимости долга. В итоге WACC по ЮТК вырос с 12.5 до 16.2 %, что привело к исключению акций данной компании из числа наших фаворитов.

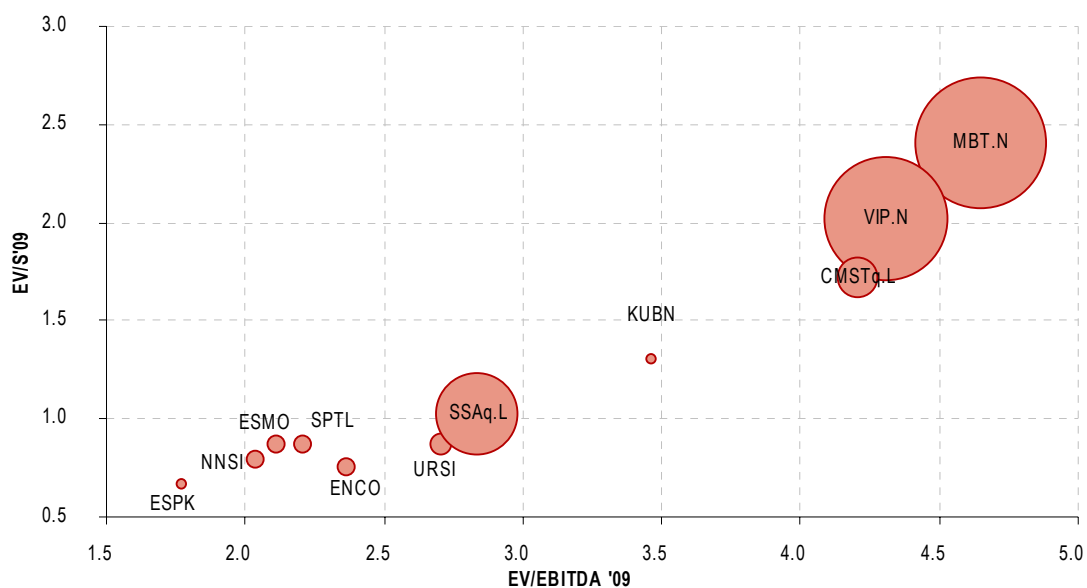
Других операторов рост ставки дисконтирования затронул в меньшей степени. Мы по-прежнему считаем привлекательными с точки зрения покупки бумаги сотовых операторов МТС и Вымпелкома. Среди МРК нашими фаворитами являются акции Волгателекома, Дальсвязи и Центртелекома.

Что делать?

В текущем году телекоммуникационный сектор демонстрирует заметно более слабую динамику, нежели рынок в целом. В условиях продолжающегося финансового кризиса и роста напряженности в отношениях между Россией и Западом едва ли стоит ждать разворота вверх, а от телекоммуникационного сектора – тем более.

Мы по-прежнему считаем текущие уровни весьма привлекательными для покупки, однако полагаем, что на данном этапе целесообразнее инвестировать только в наиболее ликвидные бумаги. Так, в условиях отсутствия новостей относительно судьбы Связьинвеста мы бы рекомендовали ограничиться вложениями в акции сотовых операторов. Тем не менее, и от МТС с Вымпелкомом не стоит ждать движения вверх в случае негативной рыночной конъюнктуры. Ближайшим событием, способным стать драйвером роста мобильных операторов, станет их отчетность за 3-й квартал, которая будет опубликована лишь в ноябре.

Оценка компаний сектора



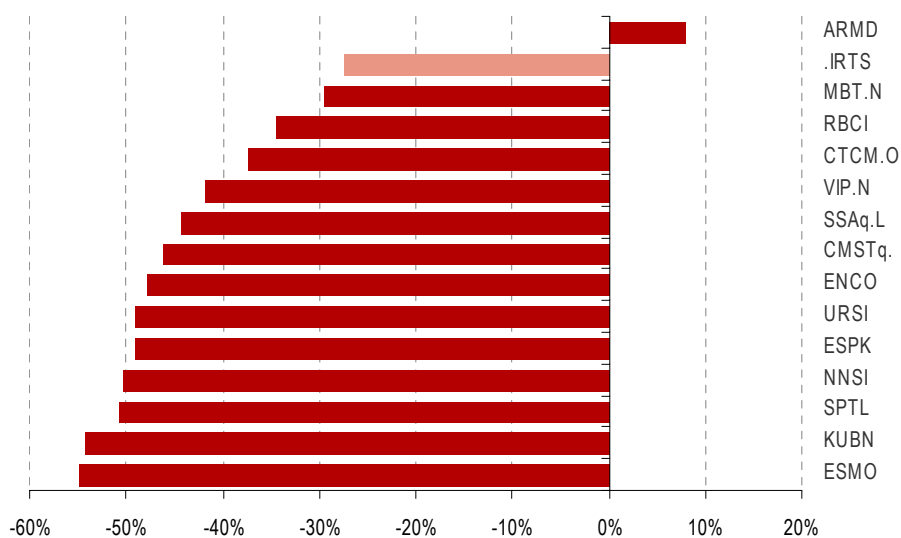
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
МТС	10 250	12 144	14 094	5 221	6 257	7 282	3 251	3 015	4 109
Вымпелком	11 020	13 081	15 025	5 183	6 119	7 012	1 994	2 448	2 977
Комстар-ОТС	1 820	2 095	2 250	748	853	922	131	178	192
Уралсвязьинформ	1 729	1 844	1 892	534	590	609	104	169	189
Волгателеком	1 412	1 521	1 568	545	592	602	146	163	179
Центртелеком	1 548	1 666	1 726	612	653	677	170	199	223
Сибирьтелеком	1 603	1 726	1 788	493	549	579	130	155	167
СЗТ	1 147	1 235	1 267	477	509	518	169	193	199
ЮТК	943	1 002	1 028	352	377	392	77	94	94
Дальсвязь	677	716	734	250	267	274	88	104	112
АФК Система	16 337	18 973	22 218	5 956	6 849	8 264	1 738	1 920	2 115
СТС Media	615	771	942	292	369	452	170	215	264
РБК	277	316	360	83	94	107	44	53	65
Армада	122	144	167	28	33	38	20	22	25

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

МТС



Вымпелком



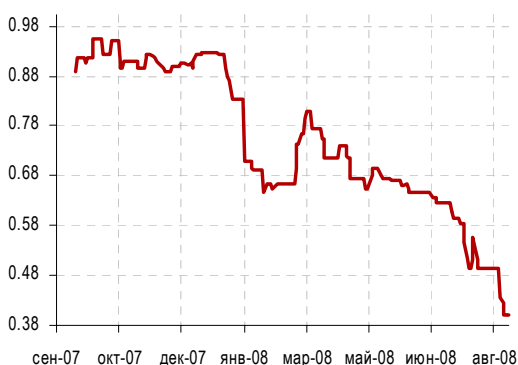
Комстар-ОТС



Уралсвязьинформ



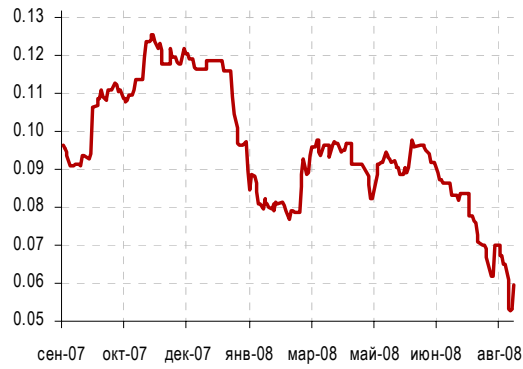
ЦентрТелеком



СЗТ



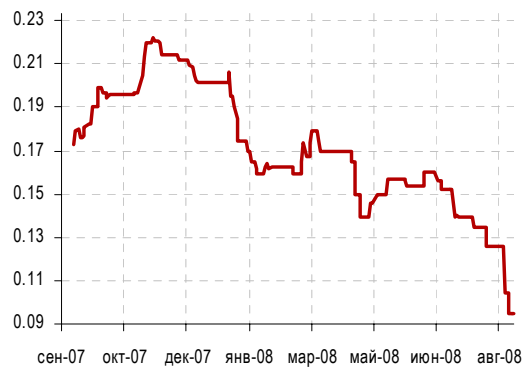
Сибирьтелеком



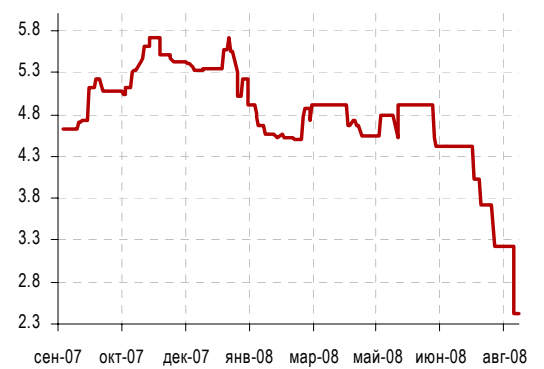
Волгателеком



ЮТК



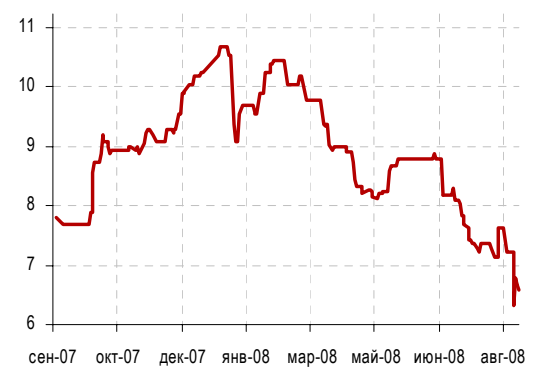
Дальсвязь



СТС Media



РБК



Годовщину начала глобального кризиса и десятилетие кризиса в России отечественный банковский сектор отметил в состоянии двойного негатива – к самому сектору и к российскому фондовому рынку в целом под влиянием южноосетинского фактора.

ТАК прошедшем месяце имело место рекордное падение котировок акций публичных российских банков на уровни конца 2006 г. На конец августа 2008 г. Сбербанк и ВТБ практически потеряли половину капитализации от уровней конца 2007 г. В настоящее время российские банки котируются намного ниже их восточно-европейских, латиноамериканских и азиатских коллег: среднее значение P/BV 09 для российских банков сейчас составляет 1.3, аналогичный показатель для восточно-европейских, латиноамериканских и азиатских банков равен 2.1 Таким образом, дисконт российских банков к аналогам из развивающихся стран составляет более 50 %.

Корпоративный и внутророссийский новостной фон в целом был умеренно позитивным: статистика Банка России за январь-июль свидетельствует о естественном развитии сектора в рамках прогнозов и ожиданий участников рынка.

На наш взгляд, В случае затяжного характера геополитического фактора, может сказаться на фундаментальных показателях публичных российских банков, что неминуемо отразится в стоимости публичных российских банков и не позволит реализоваться высокому потенциалу имеющемуся на текущий момент.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	P/BV 09	ROAE	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	2.4	52 132	7.1	1.5	22.9%	3.89	61%	Покупать
ВТБ	VTBRq.L	5.7	19 063	9.3	1.0	11.0%	9.21	62%	Покупать
Возрождение	VZRZ	36.3	861	6.7	1.2	20.0%	40.50	11.7%	Держать
БСПб	STBK	5.4	1 510	8.9	1.7	20.9%	4.10	-23.4%	Продавать
Уралсиб	USBN	0.012	2 491	12.1	0.9	7.7%	-		
Росбанк	ROSB	6.00	4 082	9.1	1.6	19.5%	-		

Что было?

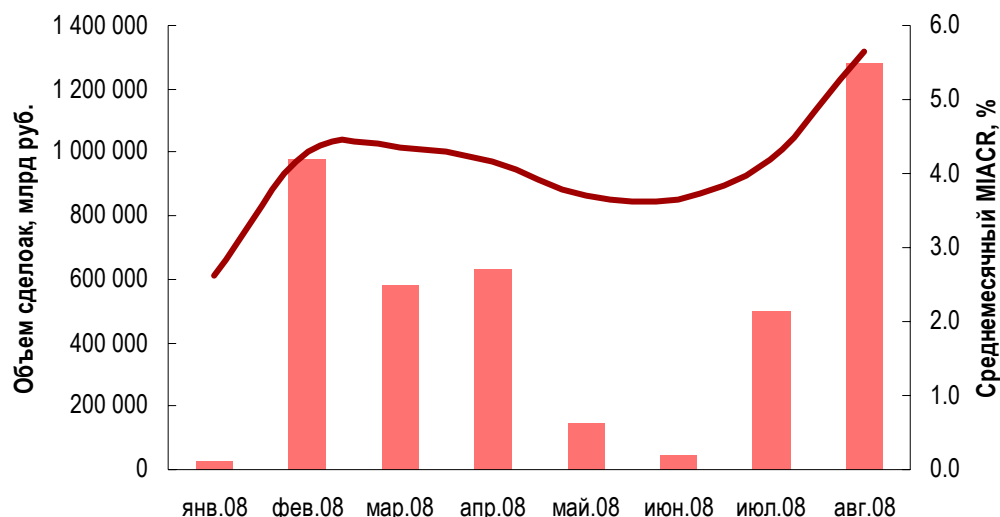
Месяц был насыщен внутренними и внешними событиями, повлиявшими на котировки акций российских банков.

- ЕЦБ и Банк Англии сохранили базовые процентные ставки на прежних уровнях вследствие замедления экономического роста.
- Цена акций Fannie Mae и Freddie Mac упала до минимума почти за 18 лет из-за опасений, что правительство США будет вынуждено пойти на «спасение» ипотечных компаний путем национализации. С начала текущего года стоимость акций Fannie Mae снизилась на 82 %, Freddie Mac – на 85 %.
- Кроме этого, мировой финсектор жил в ожидании мер Lehman Brothers по повышению капитала. Одним из претендентов на покупку акций американского инвестбанка был назван Корейский Банк Развития. Однако, несмотря на желание сторон продолжать переговоры, регуляторы обеих стран выказали свое недовольство предстоящей сделкой, тем самым поставив крест на ее успешном завершении.

Ситуация в банковском секторе США продолжает ухудшаться. Отчет Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC) США вызвал бурю негативных эмоций. Количество проблемных банков в США во 2-м квартале возросло на 30 % до 117 единиц, что является самым высоким уровнем за 5 лет. Прибыль во 2-м квартале 2008 г. упала на 87 % в сравнении с аналогичным периодом прошлого года.

Основным событием августа стало обострение южноосетинского конфликта, что привело к массовому «бегству» капитала из России. Объем операций прямого РЕПО с Банком России достиг уровней октября 2007 г., когда был зарегистрирован рекордный объем операций РЕПО.

Объем операций прямого РЕПО с Банком России



Переход ситуации с ликвидностью в хроническое состояние может заставить сократить объемы кредитования банками реальной экономики, что естественно приведет к сокращению доходов сектора. Кроме этого, негатива банковским акциям (особенно бумагам Сбербанка и ВТБ) добавило снижение стоимости российских долговых облигаций, вызванное оттоком спекулятивного капитала из страны. Дело в том, что в случае если стоимость госбумаг не вернется на доконфликтные уровни, то банкам держателям облигаций придется зафиксировать убытки в результате переоценки стоимости торговых долговых бумаг. Однако пока не закончился квартал, говорить об этом рано.

Сбербанк. На наш взгляд, основным событием в августе стала публикация отчетности банка по РСБУ за июль текущего года. Прибыль по итогам 7 месяцев 2008 г. выросла на 40 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, однако рост балансовых показателей в июле был несколько ниже среднемесячных значений в 1-м полугодии. Как и прежде, слабым местом остается прирост средств населения. Несмотря на сложную ситуацию на рынках, Сбербанк РФ выдал 12 банкам мандаты на организацию 3-летнего синдицированного кредита на \$ 1.2 млрд.

Кроме того, появились признаки новой стратегии: банк объявил о стратегии в сегменте малого и среднего бизнеса и существенно улучшил условия работы с клиентами сегмента. В Сбербанке рассчитывают, что реализация новых подходов позволит к 2014 г. привлечь на комплексное обслуживание примерно половину всех предприятий малого бизнеса в стране.

ВТБ. Несмотря на низкую информативность, обращает на себя внимание слабый финансовый результат по РСБУ за июль месяц. Чистая прибыль ВТБ за 7 месяцев 2008 г. составила 8.349 млрд руб. За аналогичный прошлогодний период чистая прибыль была зафиксирована в размере 8.358 млрд руб.; в 1-м полугодии 2008 г. по РСБУ она была равна 11.49 млрд руб. и по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. увеличилась на 80% (6.37 млрд руб). Таким образом, убыток банка за июль превысил 3 млрд руб. Уменьшение прибыли по сравнению с предыдущим периодом банк объясняет увеличением суммы налогов, уплаченной из прибыли.

Кроме этого, в начале месяца банк объявил оферту по принудительному выкупу акций ВТБ Северо-Запад по цене 45 руб. за бумагу. Оферта действует до 26 сентября. Всего на выкуп акций у миноритариев будет направлено 1.715 млрд руб.

Возрождение. Банк «Возрождение» отчитался по МСФО за 1-е полугодие 2008 г., показав хороший рост балансовых показателей. Чистая прибыль банка увеличилась в 2 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, активы выросли на 43 %, кредитный портфель – на 32 %. Руководство банка подтвердило прогнозы по основным показателям на конец 2008 г.: рост составит 25-35 %. Помимо этого, в начале месяца агентство Standard & Poor's присвоило рейтинг банку на уровне «BB-», отметив высокий уровень корпоративного управления.

Банк «Санкт-Петербург». Банк «Санкт-Петербург» назначил JP Morgan и Ренессанс Капитал организаторами SPO. Однако с учетом продолжающегося негатива к сектору со стороны инвесторов мы по-прежнему сомневаемся в успешности запланированного SPO банка. Однако пока мы по-прежнему сомневаемся в успешности SPO в текущей ситуации.

Уралсиб. По-прежнему ничего не известно о решении ФК «Уралсиб» относительно пакета акций банка в размере 8.38 %, принадлежащего Правительству Башкирии, который был оценен в 7.2 млрд руб. (\$ 298 млн). Однако, учитывая текущую ситуацию на финансовых рынках и высокую заинтересованность ФК «Уралсиб» в консолидации пакета, можно предположить, что выставленный пакет будет приобретен ФК «Уралсиб». При этом планы мажоритарного акционера относительно дальнейшего развития банка (что является основным моментом) до сих пор не были обнародованы.

Росбанк. За минувший месяц банк потерял всего 6 % своей капитализации и по ценовым мультипликаторам сейчас торгуется несколько выше Сбербанка, что, на наш взгляд, обеспечивает ему имидж дочерней структуры глобального финансового института.

Несмотря на наше предположение относительно замены исполнительного руководства банка представителями Societe Generale, в августе Совет директоров Росбанка утвердил Владимира Голубкова в должности предправления. Ранее он работал в структурах ОВК и Росбанка. Несмотря на то что г-н Голубков представляет интересы не мажоритарного акционера, главным для миноритариев Росбанка, на наш взгляд, станет именно объявление о планах и стратегии Societe Generale в отношении своих активов в России. Пока этой стратегии озвучено не было.

Учитывая повышение страновых рисков и, как следствие, рост стоимости капитала, мы пересмотрели наши целевые ценовые ориентиры по представителям сектора, оставив фундаментальную составляющую без изменений. Основными факторами, внесшими наибольший вклад в увеличение стоимости капитала банков, стали ликвидность акций и специфический риск эмитента в зависимости от его финансового положения, отношений с различными регуляторами и миноритарными инвесторами.

Компания	Старый			Новый			Изменение, %
	COE	Цель	Рекомендация	COE	Цель	Рекомендация	
Сбербанк	9.8	4.7	Покупать	11.1	3.9	Покупать	21
ВТБ	10.8	10.11	Покупать	11.4	9.2	Покупать	10
Возрождение	11.3	69.7	Покупать	15.8	40.5	Держать	72
БСПБ	11.5	7	Держать	15.8	4.1	Продовать	71

Больше всего в результате нашей переоценки пострадали целевые цены акций эмитентов 2-го эшелона – Банка «Возрождение» и Банка «Санкт-Петербург». При этом мы оставили неизменными наши финансовые прогнозы по каждому из анализируемых банков.

Что будет?

Угроза дефолта американских банков еще не миновала, и, на наш взгляд, регуляторам США еще придется не раз экстренно вмешиваться в ситуацию на финансовых рынках. Кроме того, напряжения рынку может добавить ситуация с ипотечными агентствами Fannie и Freddie. По данным агентства Bloomberg, Fannie должна выплатить в рамках обслуживания своих долгов \$ 120 млрд до 30 сентября, Freddie – \$ 103 млрд.

В сентябре также состоятся очередные заседания центральных банков – Банка Англии, Европейского Центробанка и Федеральной резервной системы США. Банк Англии может понизить уровень базовой процентной ставки в этом году для того, чтобы не допустить рецессии в экономике страны, а ЕЦБ и ФРС – сохранить ставку на достигнутом ранее уровне.

Из корпоративных событий важными будут являться публикации отчетности по МСФО за 2-й квартал Банком «Санкт-Петербург» (17 сентября) и ВТБ (24 сентября).

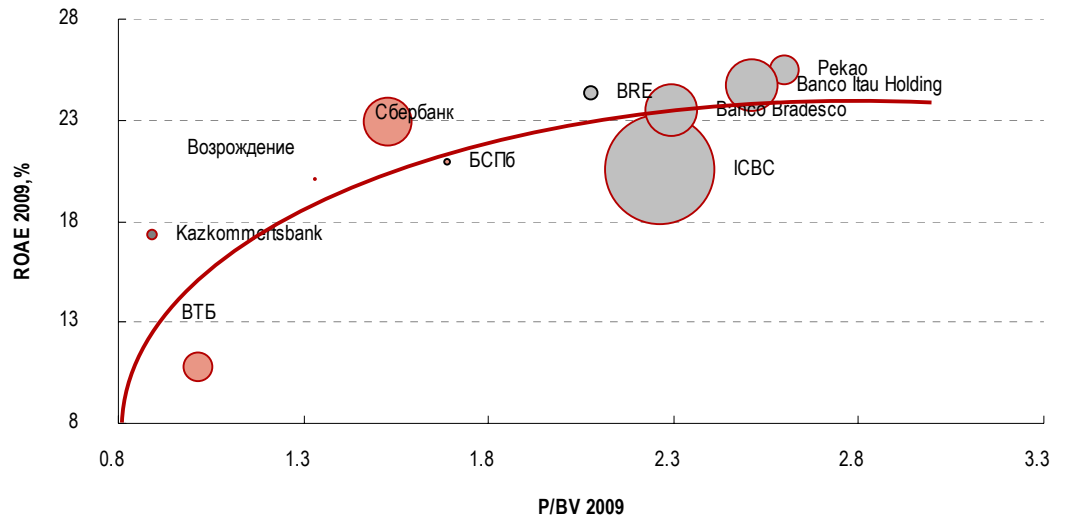
Помимо внешних и корпоративных факторов важнейшее значение имеет геополитический фактор – снижение страновых рисков может оказать существенную поддержку всему рынку в целом и банковским акциям в частности.

Что делать?

В случае снижения геополитической напряженности долгосрочным инвесторам мы рекомендуем покупать акции Сбербанка и ВТБ, учитывая текущие ценовые уровни и их фундаментальную привлекательность. В настоящий момент российские банки котируются намного ниже их восточно-европейских, латиноамериканских и азиатских коллег: среднее значение P/BV 09 для российских банков сейчас составляет 1.3, аналогичный показатель для восточно-европейских, латиноамериканских и азиатских банков равен 2.1. Так, дисконт российских банков к аналогам из

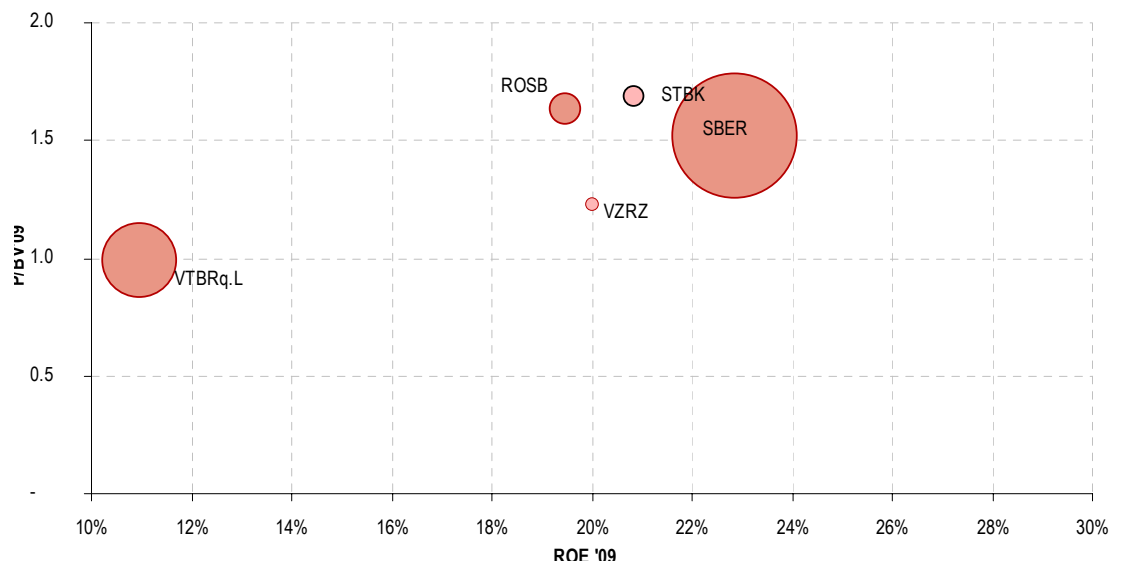
развивающихся стран составляет более 50 %.

Сравнительная оценка банков развивающихся стран



Источники: Bloomberg, PTC, расчеты Банка Москвы

Оценка компаний сектора



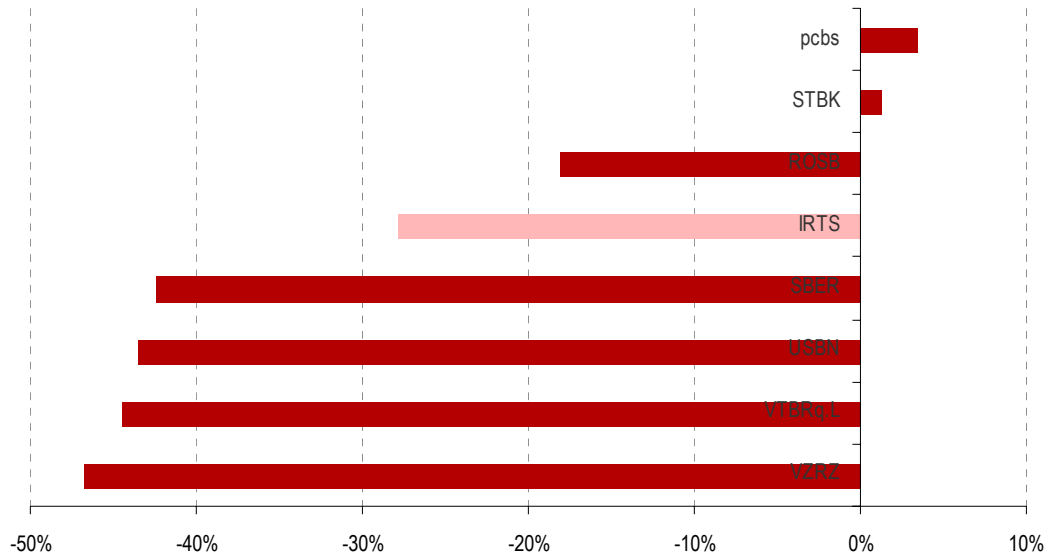
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. \$			Капитал млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2007	2008 П	2009 П	2007	2008 П	2009 П	2007	2008 П	2009 П
Сбербанк	200 797	264 777	332 097	25 959	30 144	34 371	4 168	5 876	7 381
ВТБ	92 609	117 815	148 344	16 501	17 865	19 294	1 514	1 882	2 041
Возрождение	4 547	5 836	7 037	485	582	702	75	102	129
БСПб	5 160	7 415	9 292	611	735	894	79	132	170
Уралсиб	15 263	20 605	25 757	1 942	2 427	2 912	86	172	206
Росбанк	16 622	22 439	28 049	1 666	2 082	2 498	241	372	446

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

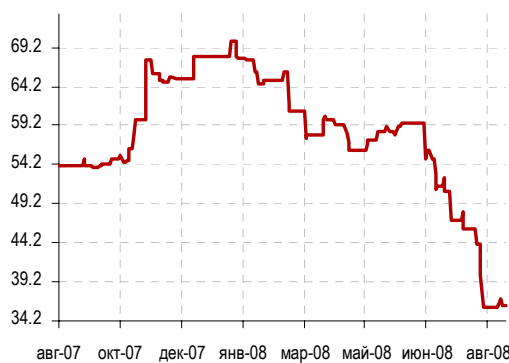
Сбербанк



ВТБ



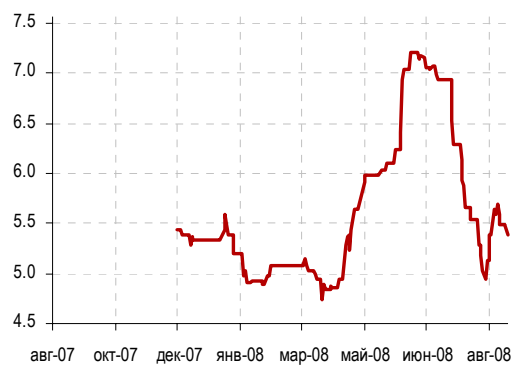
Возрождение



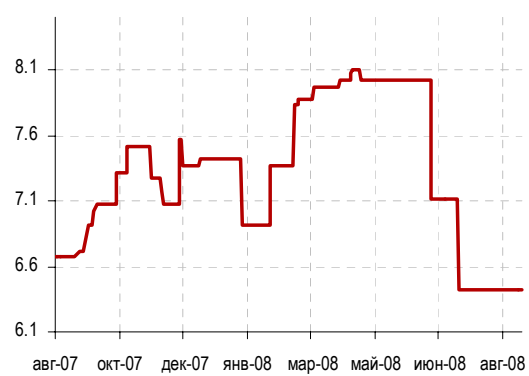
Уралсиб



Санкт-Петербург



Росбанк



Потребительский сектор**Хорошая отчетность компаний осталась незамеченной**

В августе акции потребительского сектора, последовав за рынком, в целом выглядели лучше него.

Лучше рынка и сектора смотрелись бумаги Седьмого Континента и Лебедянского. Миноритарные акционеры последнего ожидают оферту со стороны Pepsi Co по цене \$ 88, что и определяет рыночную цену акций компании в последние месяцы.

Среди корпоративных событий месяца можно отметить публикацию отчетности Балтики, Магнита, Фармстандарта и Верофарма, финансовые показатели которых за 1-е полугодие оказались выше консенсусных, но это не нашло своего отражения в росте рыночных котировок.

В августе мы пересмотрели наш подход к расчету WACC, а также подняли конечный темп роста для компаний розничного и фармацевтического секторов.

		Цена \$	МСap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Х5	PJPq.L	27.25	7 210	15.6	0.7	7.6	43.78	61%	покупать
Магнит	MGNT	40.00	3 332	16.4	0.5	8.5	41.36	3%	держать
Седьмой Континент	SCON	25.80	1 935	15.1	0.8	8.3	21.02	-19%	продавать
Дикси	DIXY	11.00	660	10.7	0.3	5.2	12.76	16%	покупать
Балтика	PKBA	35.50	5 386	7.0	1.3	4.4	44.96	27%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	69.52	3 059	11.1	1.1	7.2	80.82	16%	покупать
Лебедянский	LEKZ	85.00	1 735	10.2	1.2	6.8	88.00	4%	держать
Нутритек	NTRI	20.68	329	6.0	1.0	3.8	41.16	99%	покупать
Калина	KLNA	28.45	277	7.1	0.7	5.4	32.52	14%	держать
Верофарм	VRPH	48.00	480	9.5	2.2	6.6	43.07	-10%	продавать
Фармстандарт	PHSTq.L	24.20	3 658	17.6	5.3	11.9	18.85	-22%	продавать
Росинтер	ROST	40.00	481	15.1	1.0	7.4	42.86	7%	держать

Что было?**Магнит**

Финансовые результаты Магнита за 1-е полугодие 2008 г. совпали с нашими ожиданиями, однако годовые значения с большой вероятностью могут превысить наш текущий прогноз на 2008 год (выручка = \$ 5210 млн, EBITDA = \$ 326 млн, маржа EBITDA = 6.3%), особенно с учетом следующих факторов:

- В 2008 г. Магнит планирует открыть 320 «магазинов у дома» (net) (ранее компания ориентировалась на 300 магазинов) и 13 гипермаркетов против 300 «магазинов у дома» и 12 гипермаркетов, прогнозируемых в нашей текущей модели.
- Рентабельность EBITDA за весь 2008 год ожидается менеджментом на уровне 7% (плюс/минус 0.2%), что предполагает маржу во 2-м полугодии 2008 г. на уровне около 7.5%. На данный момент в нашей модели годовой прогноз по марже EBITDA на 2008 год составляет 6.3%.
- В 2009 г. желаемый для компании уровень маржи EBITDA составляет 7.5%, что также выше нашего прогноза.
- Что касается снижения трафика, то менеджмент компании считает, что это связано в первую очередь с изменением покупательских привычек, то есть уменьшается частота похода в магазины (но растет средний чек, что мы и наблюдаем). Более того, интересным нам показался тот факт, что снижение трафика даже будет способствовать повышению эффективности компании за счет снижения нагрузки на персонал и его оптимизации внутри магазина.
- Как полагает менеджмент Магнита, ценовая конкуренция со стороны других игроков (и особенно других федеральных сетей) ограничена, учитывая мощную логистическую систему компании, которая позволяет договариваться с поставщиками о наиболее оптимальных ценах.

Фармацевтическая отрасль

Верофарм и Фармстандарт представили финансовые результаты за 1-е полугодие 2008 г., которые в целом оказались лучше ожиданий.

1 пол.2008	рост выручки (\$)	валовая маржа	изм. валовой маржи (б.п.)	маржа ЕБИТДА	изм. маржи ЕБИТДА
Верофарм	45.4 %	67.9 %	632	33.0 %	444
Фармстандарт	52.6 %	58.9 %	161	42.3 %	569

Обе компании продемонстрировали рост выше рынка:

- Верофарм – за счет продаж рецептурных препаратов (RX), преимущественно относящихся к группе противоопухолевых, посредством успешного участия в федеральных и региональных тендерах;
- Фармстандарт – за счет своего сильного портфеля безрецептурных препаратов (OTC) и ускорения темпов роста коммерческого рынка, который в 1-м полугодии, по данным DSM, составил 21 % (руб.). Напоминаем, что рост коммерческого сегмента в 2007 г. составил только 15 % (руб.).

Верофарм удивил своей высокой валовой маржой, что явилось следствием роста доли RX в выручке. Рост валовой маржи Фармстандарта оказался не столь впечатляющим, что обусловлено запуском нового проекта с препаратом Милдронат (в рамках соглашения с компанией «Гриндекс» Фармстандарт осуществляет эксклюзивные продажи Милдроната в России), маржа которого составляет 10 %. Тем не менее, запуск Милдроната позволил увеличить выручку Фармстандарта на 11 % с \$ 233 млн (без учета продаж Милдроната) до \$ 259 млн (с учетом продаж Милдроната).

Фармстандарт также отличился своим умением контролировать рост издержек, доля которых в выручке снизилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в отличие от Верофарма, и это при том, что Фармстандарт более активен в расширении своей команды продаж (планируется увеличить команду на 130 человек до 470 к концу 2008 г.). Однако нельзя не учитывать некоторые различия в методах продвижения рецептурных и безрецептурных препаратов.

В августе Фармстандарт также объявил о приобретении торговой марки Афобазол® за \$ 91.5 млн. Афобазол является оригинальным селективным анксиолитиком для лечения тревожных состояний из группы безрецептурных препаратов. Препарат занимает 17.2 % сегмента анксиолитиков и обладает высоким потенциалом роста за счет минимального количества побочных эффектов. Данная сделка продемонстрировала еще раз, что Фармстандарт не намерен уступать свои лидирующие позиции на рынке.

Балтика

Результаты Балтики за 1-е полугодие 2008 г. оказались лучше, чем мы ожидали, что обусловлено высоким ростом валовой прибыли (наши прогнозы были довольно консервативны после пересмотра модели в мае, и в результате мы недооценили фактические значения компании, что в том числе связано с увеличением доли премиальных сегментов в выручке) и оптимизацией издержек.

Более того, даже на таком консолидированном рынке, как рынок пива (на конец 2007 г. ТОП-5 компаний отрасли контролировали более 85 % рынка), Балтике удастся расти выше рынка и увеличивать свою долю (с 37.6 до 38.1 %).

Что будет?

В августе мы пересмотрели нашу методологию расчета WACC (повысили безрисковую ставку, премию рынка акций, изменили подход к расчету «бета»). В результате значения WACC повысились, что привело к понижению целевых уровней по акциям. Целевые уровни по бумагам компаний потребительского сектора понизились в среднем на 30 %.

Одновременно мы пересмотрели наш подход к величине конечного темпа роста. Мы повысили это значение для фармацевтических компаний (с 4 до 5 %), что обусловлено высоким потенциалом роста фармацевтического рынка России, который мы считаем одним из самых

привлекательных в российском потребительском секторе. Мы также повысили конечный темп роста для розничных компаний (с 3.5 до 4 %) по аналогичным причинам.

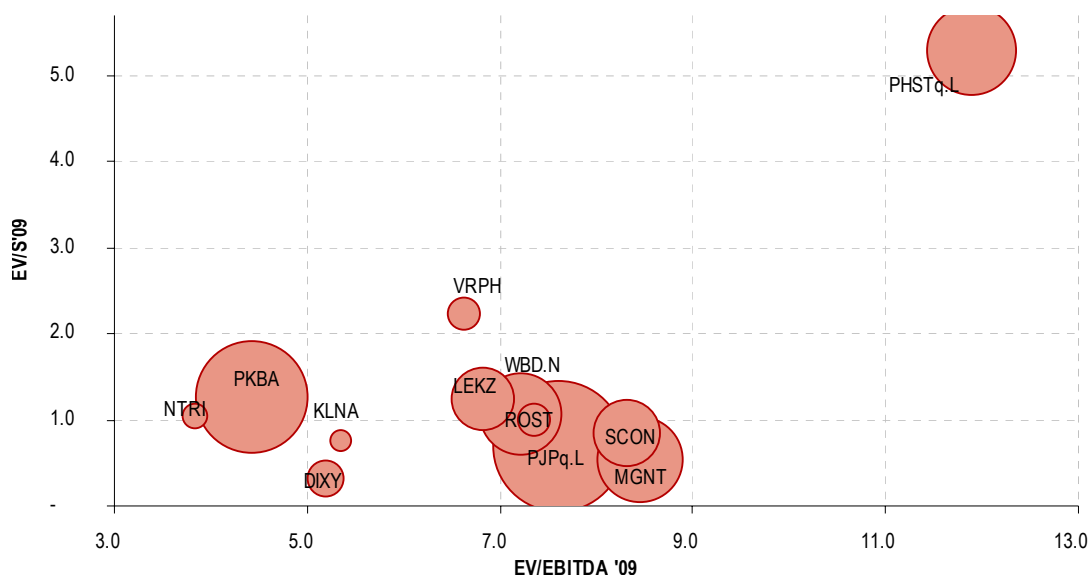
	Старый			Новый			изм., %
	WACC	конечный темп роста	цель, \$	WACC	конечный темп роста	цель, \$	
Х5	11.7 %	3.5 %	48.80	12.8 %	4.0 %	43.78	-10 %
Магнит	11.3 %	3.5 %	58.94	14.0 %	4.0 %	41.36	-30 %
Седьмой Континент	11.7 %	3.5 %	29.72	14.0 %	4.0 %	21.02	-29 %
Дикси	11.1 %	3.5 %	23.18	15.4 %	4.0 %	12.76	-45 %
Балтика	13.8 %	3.0 %	51.73	15.3 %	3.0 %	44.96	-13 %
Вимм-Билль-Данн	9.9 %	3.0 %	120.65	12.7 %	3.0 %	80.82	-33 %
Лебедянский	11.7 %	3.0 %	88.00	15.4 %	3.0 %	88.00	0 %
Нутритек	11.6 %	3.0 %	60.15	15.4 %	3.0 %	41.16	-32 %
Калина	11.8 %	3.0 %	48.34	15.4 %	3.0 %	32.52	-33 %
Верофарм	11.7 %	4.0 %	66.02	15.4 %	5.0 %	43.07	-35 %
Фармстандарт	11.5 %	4.0 %	22.25	12.7 %	5.0 %	18.85	-15 %
Аптечная сеть 36.6	12.4 %	4.0 %		16.5 %	5.0 %		
Разгуляй	12.4 %	3.0 %		15.4 %	3.0 %		
Росинтер	11.3 %	3.5 %	69.84	15.4 %	4.0 %	42.86	-39 %

- В сентябре мы планируем пересмотреть наши целевые уровни по компаниям фармацевтического сектора (Аптечная сеть 36.6, Верофарм и Фармстандарт) и Группе «Разгуляй».
- Мы также планируем скорректировать нашу модель по Магниту на фоне хороших финансовых результатов в 1-м полугодии.

Что делать?

- **Нутритек.** Финансовые результаты группы за 2007 год подтвердили наши прогнозы и целевую цену. Увеличение WACC сохранило высокий потенциал роста выше 100 %. Инвестиционная привлекательность Нутритека обусловлена высоким темпом роста рынка детского питания, диверсифицированной структурой выручки, а также проектами в Юго-Восточной Азии.
- **Х5.** На данный момент является самой недооцененной розничной сетью на рынке, что неоправданно, учитывая самые высокие темпы роста выручки Х5 среди федеральных сетей за 1-е полугодие.

Оценка компаний сектора



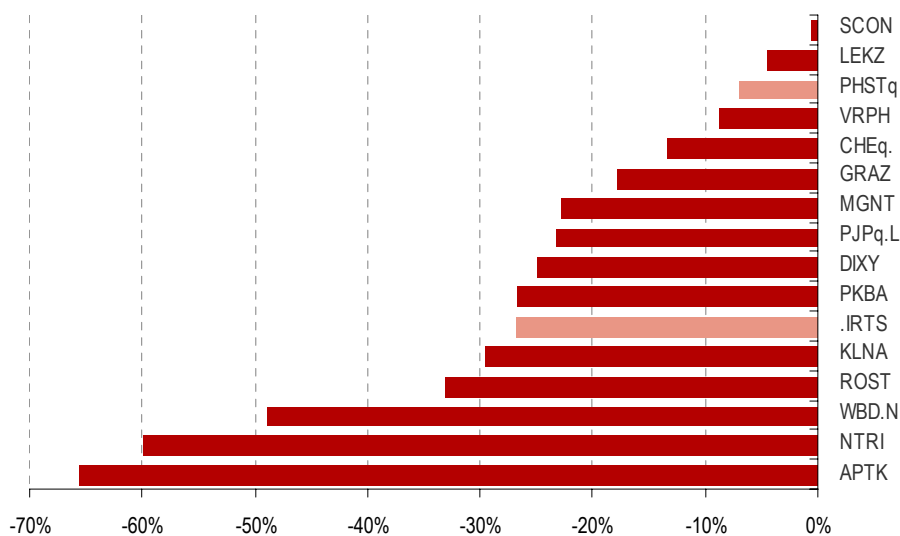
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Х5	8 980	13 170	16 719	786	1 189	1 518	260	464	685
Магнит	5 210	7 058	9 163	326	448	590	134	204	291
Седьмой Континент	1 832	2 635	3 910	187	265	389	80	128	203
Дикси	2 204	3 017	3 829	124	177	230	37	62	90
Балтика	4 013	4 508	4 673	1 070	1 287	1 341	621	765	826
Вимм-Билль-Данн	2 934	3 339	3 730	395	486	601	209	275	359
Лебедянский	1 276	1 552	1 827	237	283	335	138	171	208
Нутритек	275	349	428	71	94	117	40	55	71
Калина	464	508	542	63	70	75	34	39	43
Верофарм	182	218	251	59	73	85	40	51	59
Фармстандарт	567	694	814	254	308	361	166	207	247
Росинтер	401	552	686	50	75	95	18	32	46

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

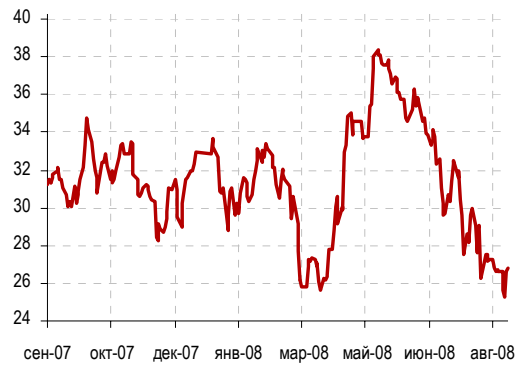
Динамика акций сектора с начала года



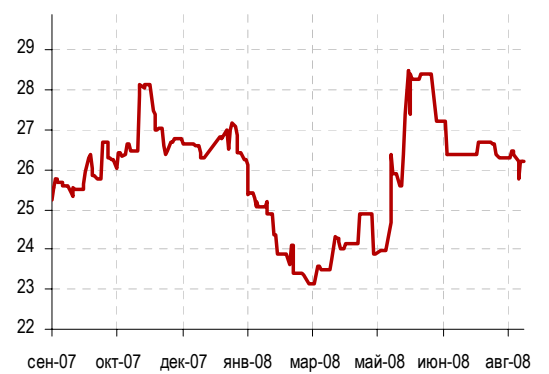
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5



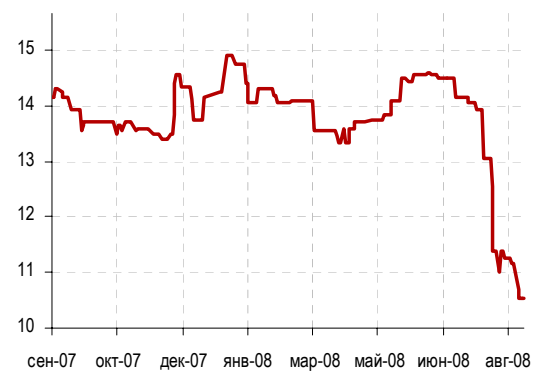
Седьмой Континент



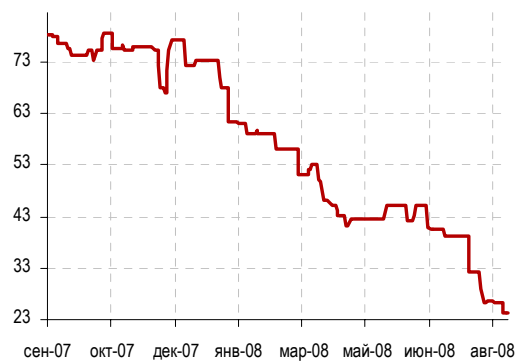
Магнит



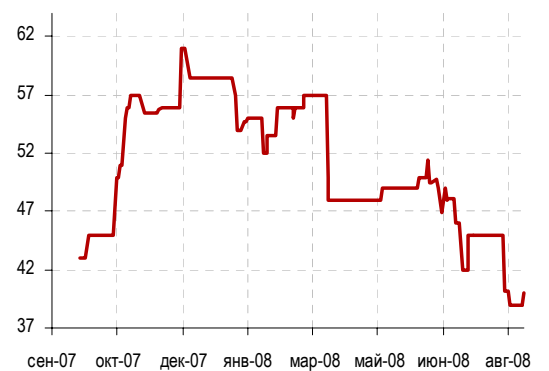
Дикси



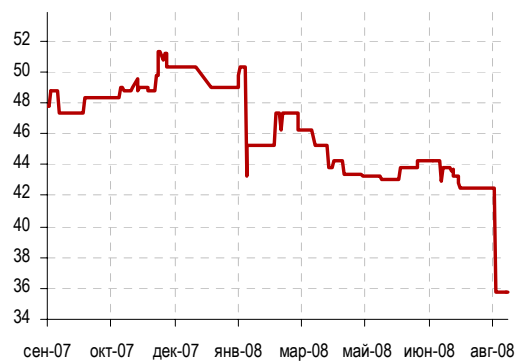
Аптечная сеть 36.6



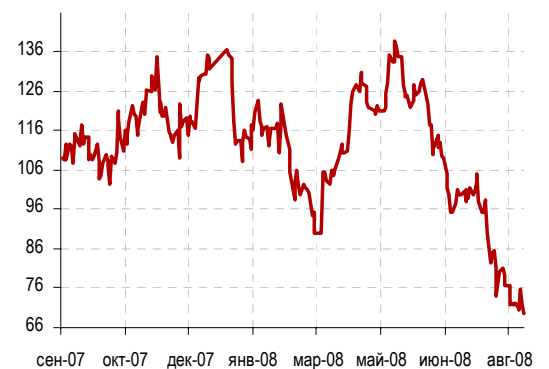
Росинтер



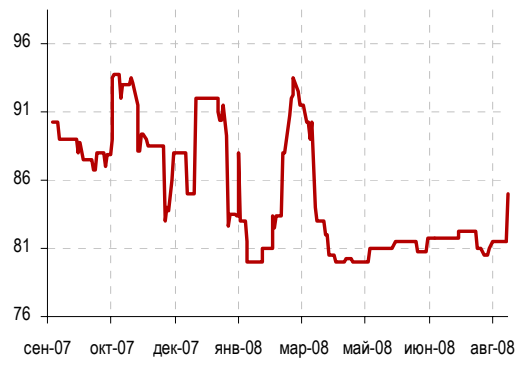
Балтика



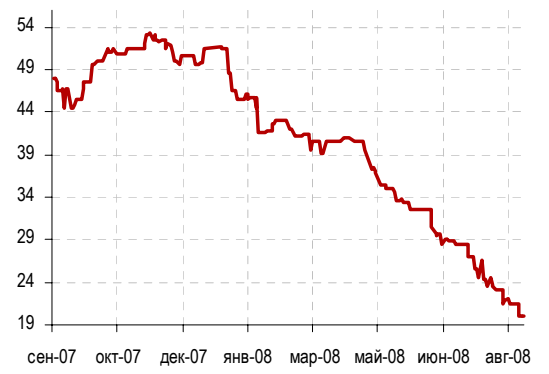
Вимм-Билль-Данн



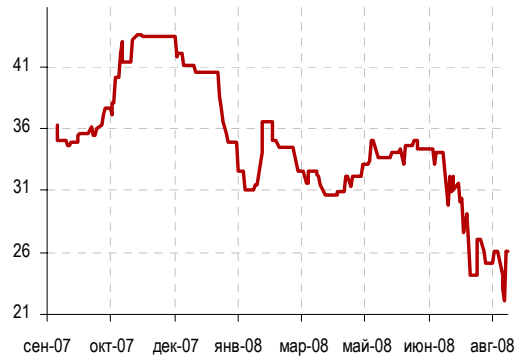
Лебедянский



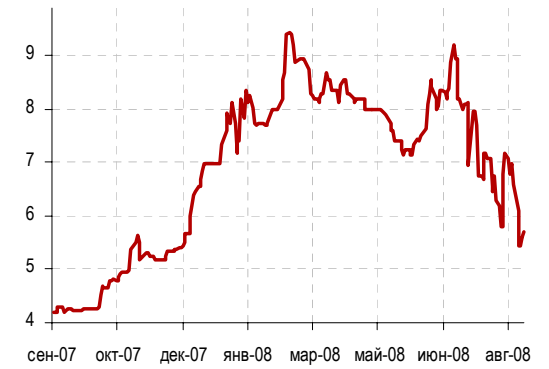
Нутритек



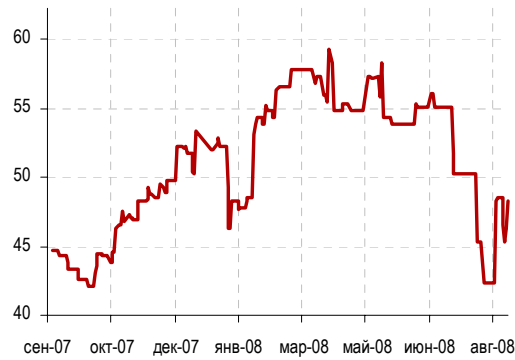
Калина



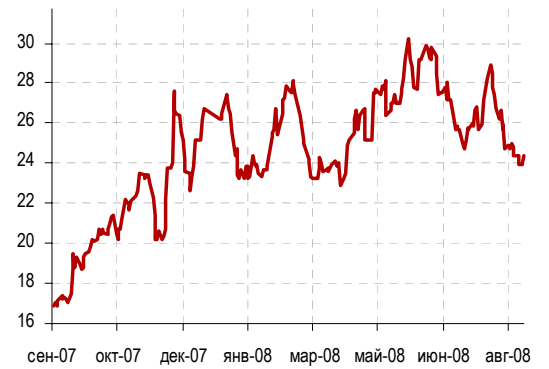
Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Основными событиями в машиностроительном секторе в августе стали публикации финансовых отчетов компаний. В частности, свои итоги деятельности за 2007 год подвели АвтоВАЗ и КАМАЗ, а также была опубликована первая неконсолидированная отчетность ОАК за 2005-2006 гг.

Запоздалая публикация отчетов снижает их актуальность для рынка, тем не менее, отчеты показали все более заметную разницу в финансовом положении компаний в зависимости от сегмента доминирования на автомобильном рынке.

В августе мы пересмотрели подход к расчету WACC в модели оценки стоимости методом DCF. Пересмотр метода расчета ставки дисконтирования привел к снижению целевых уровней по акциям компаний сектора. Впрочем, даже с учетом внесенных изменений картина на рынке машиностроительных компаний осталась примерно той же: потенциально интересными для покупки остаются Группа «ГАЗ» и Sollers, рекомендация по остальным бумагам сохраняется на уровне «продавать».

		Цена \$	МСap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.86	1 194	37.0	0.3	4.4	0.68	-21%	продавать
ГАЗ	GAZA	116.00	2 148	4.4	0.4	3.4	175.0	51%	покупать
Северсталь-Авто	SVAV	45.00	1 542	8.0	0.5	3.9	66.0	47%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	4.20	2 970	8.0	0.7	5.6	3.8	-10%	держать
Силовые машины	SILM	0.20	1 720	64.3	1.7	12.5	0.2	-24%	продавать

Что было?

В августе основными событиями сектора стали долгожданная публикация отчетности АвтоВАЗа и КАМАЗа по МСФО за 2007 год, а также первая неконсолидированная отчетность ОАК за 2005-2006 гг.

Первая финансовая отчетность ОАК отразила действительно весьма скромное положение российских предприятий авиационного комплекса, что, впрочем, не является новостью. Тем не менее, отметим, что в 4-м квартале 2008 г. ОАК намерена опубликовать отчетность за 2007 год, которая будет более актуальна, а с учетом начала более активного участия государства в судьбе авиастроения новые цифры могут отличаться от результатов 2005-2006 гг.

Опубликованные итоги АвтоВАЗа в целом мы оценили как негативные. В соответствии с данными компании, выручка в прошлом году увеличилась на 11 % до \$ 7.3 млрд. Важным моментом отчетности стал опережающий рост себестоимости, что является следствием искусственного сдерживания цен на конечную продукцию. В результате рентабельность АвтоВАЗа снизилась с 17.4 до 15.7 %. С учетом роста административных расходов (+26.7 %) еще более существенно сократилась операционная рентабельность. Стоит особенно отметить появление в отчете АвтоВАЗа «бумажных» статей. Так, в прошлом году Группа провела восстановление резервов под обесценение инвестиций в ЗАО «Джи Эм-АВТОВАЗ» в сумме \$ 56 млн, что увеличило размер операционной прибыли. Еще около \$ 61 млн получено от восстановления резервов по претензиям налоговых органов. Без учета данных статей операционная деятельность АвтоВАЗа в 2007 г. принесла бы \$ 225 млн. Отметим, что мы ожидали снижение рентабельности производства вследствие роста конкуренции с одновременным удорожанием материалов, используемых в производстве. Тем не менее, мы оценивали, что в 2007 г. рентабельность по EBITDA упадет с 9 до 8 %, в то время как по факту без неденежных доходов она составила 7.5 %.

\$ млн	2006	2007	Изм., г/г %
Выручка	6615	7340	11.0
Валовая прибыль	1148	1154	0.5
рентабельность, %	17.4 %	15.7 %	
Операционная прибыль	357	342	-4
рентабельность, %	5.4 %	4.7 %	
EBITDA	594	664	12
рентабельность, %	9.0 %	9.0 %	
Чистая прибыль	130	144	11
рентабельность, %	2.0 %	2.0 %	

Несмотря на существенное запоздание публикации данных за 2007 год, актуальность которых сейчас снижается, цифры, обнародованные КАМАЗом, оказались весьма позитивными. По итогам прошлого года выручка Группы «КАМАЗ» выросла на 45.4 % и составила \$ 3.8 млрд. Продажи автомобилей в абсолютном выражении в прошлом году увеличились на 25 %. По нашему мнению, важным фактором роста выручки в прошлом году являлся рост цен на продукцию, произошедший на внутреннем рынке, где в условиях дефицита производители могут влиять на цены. По нашим оценкам, по итогам прошлого года средняя стоимость отгружаемых грузовиков на внутренний рынок выросла на 38 %, в то время как увеличение средней цены поставляемых на внешний рынок автомобилей увеличилась на 8 %. Впрочем, стоит отметить, что отчасти рост средней цены также обусловлен увеличением продаж автомобилей со спецнастройками и новых моделей.

Себестоимость производства в прошлом году росла меньшими темпами (41 %), что стало следствием сокращения амортизационных отчислений, а также списания на себестоимость изменения запасов. Без учета списаний себестоимость производства выросла бы на 43 %. В результате, валовая рентабельность КАМАЗа в 2007 г. увеличилась до 22.2 % с 19.6 % годом ранее. Улучшения наметились и на уровне административных издержек, в прошлом году увеличившихся всего на 30 %.

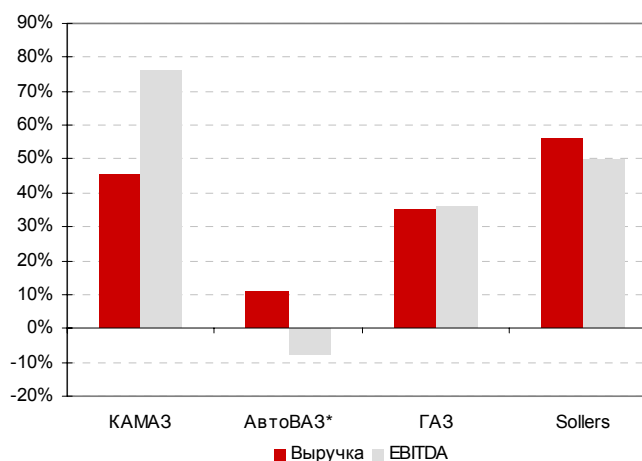
Итоги 2007 г. мы оцениваем как позитивные. Рост внутреннего рынка тяжелых грузовиков позволяет компании работать на пределе своих возможностей, что сказывается на эффективности производства. Кроме того, сохраняющийся дефицит техники на рынке способствует проведению ценовой политики, позволяющей адекватно реагировать на рост стоимости материалов и компонентов, используемых в производстве. Сохранение данного фактора будет способствовать удержанию КАМАЗом рентабельности и в 2008 г. Отметим, что по итогам 8 месяцев 2008 г. цены на сталь увеличились практически в 2 раза.

Что будет?

После публикации отчетов АвтоВАЗом и КАМАЗом можно дать характеристику рынку российского автомобилестроения в 2007 г.: между автопроизводителями все больше заметна разница в зависимости от принадлежности к сегменту рынка, на котором они занимают доминирующее положение. Так, итоги прошлого года еще ярче отразили более выгодное положение КАМАЗа, большая часть продаж продукции которого осуществляется на дефицитном рынке. Как итог, несмотря на удорожание производства, в первую очередь за счет роста стоимости металлов КАМАЗ смог компенсировать данный негативный эффект увеличением цен грузовых автомобилей на внутреннем рынке, на который приходится около половины всей выручки производителя. Вместе с тем, растущий спрос также позволяет предприятию работать на предельных объемах, что отражается на эффективности производства в целом.

В наихудшем положении сейчас оказался АвтоВАЗ, испытывающий все большую конкуренцию не в части подержанных машин, а в отношении новых иномарок. В итоге вынужденное сдерживание цен российского автопроизводителя на фоне удорожания производства болезненно отразилось на результатах компании в 2007 г. В данной связи определяющей для российского автозавода станет стратегия развития, которая разрабатывается совместно с Renault. В частности, ключевым моментом для отечественного производителя будут условия передачи технологий, на основе которых АвтоВАЗ сформирует свой модельный ряд, способный ликвидировать отставание российского автозавода от иностранных аналогов, что даст возможность с большей уверенностью реагировать на повышение цен.

Динамика выручки и EBITDA российских автопроизводителей в 2007 г.



*без учета бумажных прибылей

Источник: данные компаний, оценки Банк Москвы

Стоит сказать, что даже с учетом хороших результатов 2007 г. текущий год может закончиться для отечественных производителей более печально, что связано с высокими темпами роста цен на сырье. В этой связи помимо стратегии развития в текущем году будут важны и тактические действия предприятий по борьбе с ростом себестоимости и, соответственно, 2008 год станет весьма показательным с точки зрения оценки менеджмента российских компаний. Это относится не только к автомобилестроению, но и ко всему машиностроительному комплексу.

Что делать?

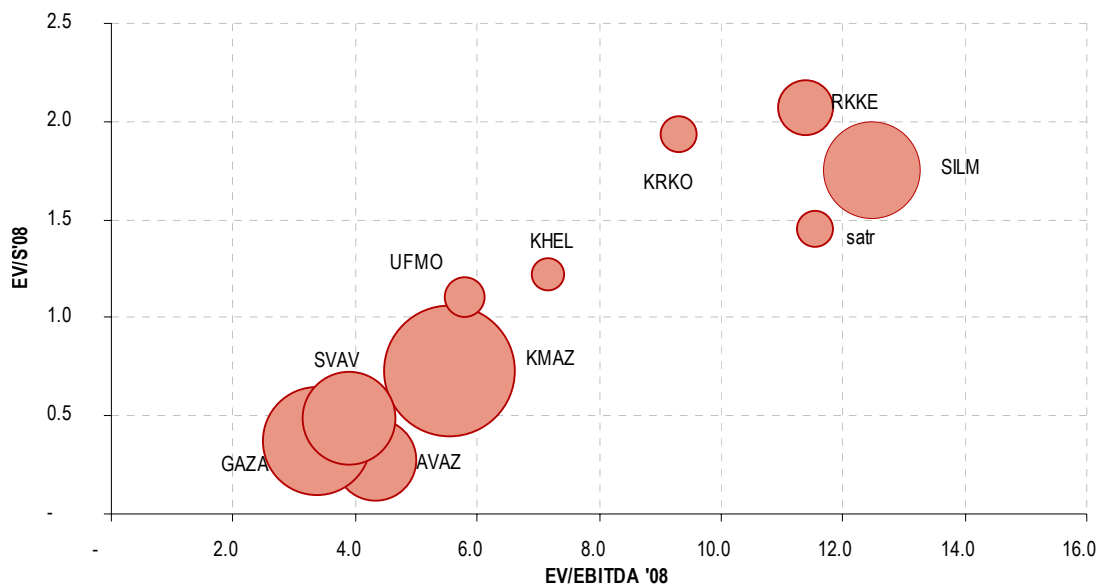
В августе нами был пересмотрен подход к расчету WACC в модели оценки стоимости методом DCF. Основное влияние на изменение ставки оказал пересмотр риска российского рынка в целом, а также изменение методики оценки стоимости долга компаний.

	Старый		Новый		Изм, %
	WACC	Цель, \$	WACC	Цель, \$	
АвтоВАЗ	12.69%	0.9	15.2%	0.68	-24%
ГАЗ	13.20%	225	15.6%	175	-22%
Sollers	11.80%	84	14.2%	66	-22%
КАМАЗ	14.4%	4.1	15.7%	3.8	-8%
Силовые машины	14.40%	0.2	16.7%	0.15	-25%

Тем не менее, с учетом достаточно невысокого отношения долг/капитал в большей степени влияние на WACC машиностроительных компаний оказал пересмотр коэффициента бета, что обусловлено существенным снижением ликвидности акций компаний с начала года. Данный факт отразился на бумагах всех компаний сектора, кроме Sollers, ликвидность которых в настоящее время находится на самом высоком уровне.

Впрочем, даже с учетом внесенных изменений, картина на рынке машиностроительных компаний осталась примерно той же: потенциально интересными для покупки остаются Группа «ГАЗ» и Sollers, рекомендация по остальным бумагам сохраняется на уровне «продавать».

Оценка компаний сектора



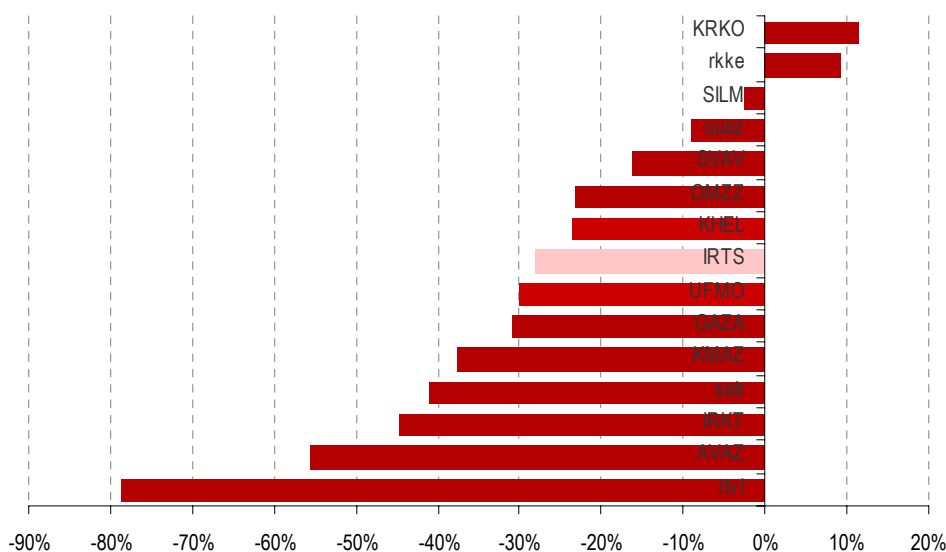
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
АвтоВАЗ	7 480	7 727	7 823	532	488	566	66	32	78
ГАЗ	7 425	8 400	9 312	777	900	1 031	400	484	564
Северсталь-Авто	2 717	3 714	4 505	330	457	557	139	194	243
КАМАЗ	4 114	4 767	5 379	536	620	708	306	372	438
Силовые машины	973	1 216	1 500	121	170	218	14	27	47
Иркут	1 197	-	-	144	-	-	50	-	-
ОМЗ	867	997	1 097	90	105	118	1	80	88
Красный котельщик	131	150	165	27	31	34	4	5	5
УМПО	712	855	940	122	162	169	36	34	42
НПО Сатурн	467	528	580	40	66	96	7	11	15
КВЗ	286	309	339	44	52	61	6	6	6
У-УАЗ	237	256	276	22	26	28	5	6	7
Роствертол	340	391	430	36	40	52	12	12	12
РКК Энергия	321	369	424	58	67	78	19	22	25

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

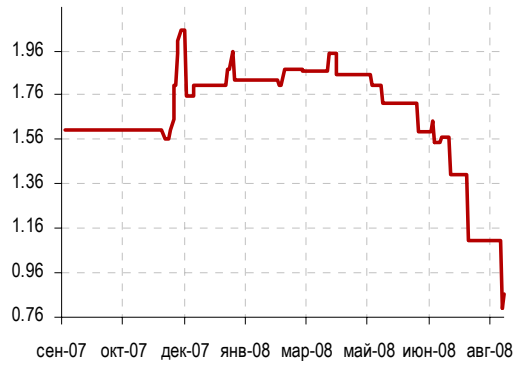
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

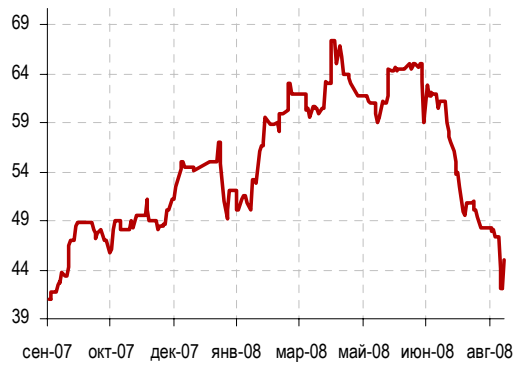
АвтоВАЗ



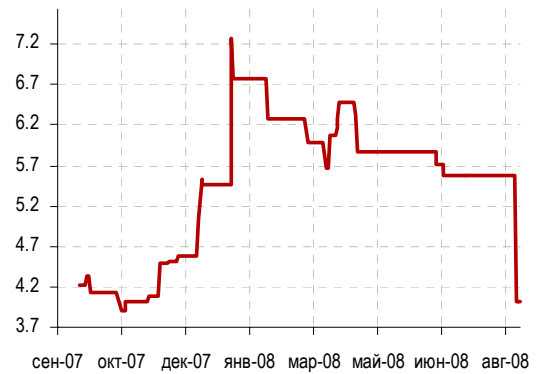
ГАЗ



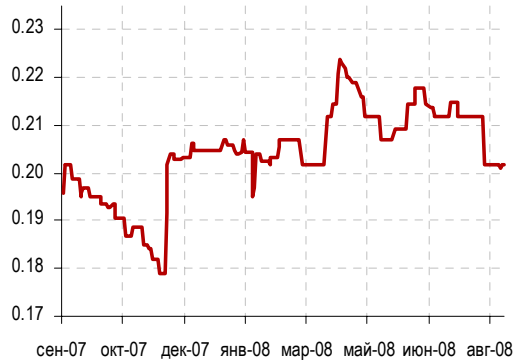
Sollers



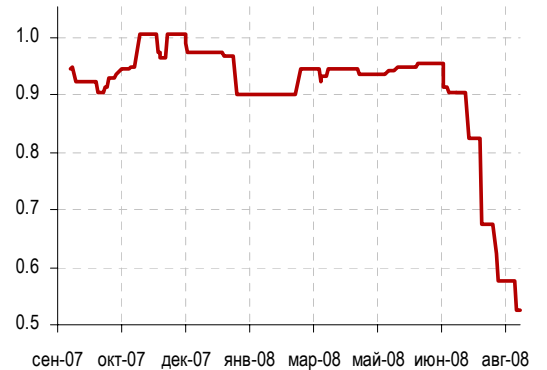
КАМАЗ



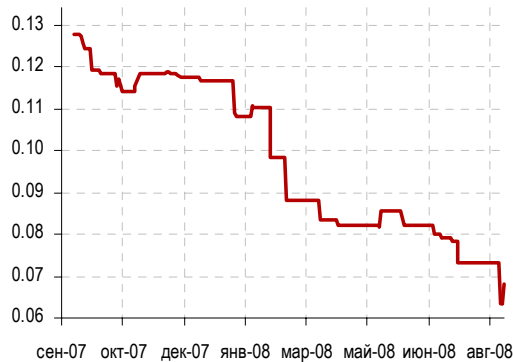
Силовые машины



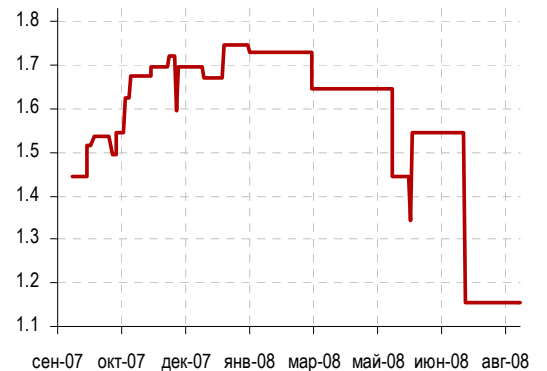
Иркут



НПО «Сатурн»



КВЗ



В августе динамика российских компаний вновь была негативной. Новостной фон вокруг российского сектора также не добавлял радости, что связано с появлением сообщений о возможном банкротстве альянса AirUnion. Напомним, что с середины августа из-за высокой задолженности компаний альянса аэропортовые заправщики перестали предоставлять услуги компаниям AirUnion. Пока сложно делать выводы о дальнейшей судьбе альянса. Очевидно, что оказываемой в настоящее время поддержки компаниям альянса недостаточно, а банкротство AirUnion может негативно сказаться на отрасли в целом.

Стоит отметить и другую негативную тенденцию месяца – сохранение цен на авиакеросин на российском рынке на высоком уровне, даже несмотря на их снижение в Европе. В случае наличия и далее подобной диспропорции многие российские авиакомпании могут не успеть сократить отставание темпов роста стоимости топлива и тарифов до конца года.

В августе мы пересмотрели подход к расчету WACC, что обусловлено изменением отношения инвесторов к российскому риску. Пересмотр ставки вызвал небольшие корректировки? в наших прогнозах по акциям компаний.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	2.95	3 279	7.8	0.7	5.1	4.0	35%	покупать
Сибирь	avsi	4015.00	411	29.6	0.5	5.1			держать
Ютэйр	TMAT	0.54	312	4.9	0.5	3.9	0.60	11%	держать
Красэйр	avka	200.00	94						
НМТП	NMTP	0.16	40	0.2	0.6	1.2			
ДВМП	FESH	0.98	2 892	22.2	3.3	10.4			
ММП	mush	75.15	71	2.2	0.5	2.6			

Что было?

В августе негативная динамика акций транспортных компаний продолжилась. По итогам месяца в среднем российские компании сектора потеряли около 7 %. Единственной бумагой, сумевшей в августе показать положительный результат, является ЮТэйр (+9 %).

В секторе авиаперевозчиков главными новостями были сообщения о задержке рейсов компаний альянса AirUnion. Причиной задержек стал отказ авиазаправщиков заправлять самолеты альянса из-за высокой задолженности AirUnion перед ними.

Стоит отметить, что проблема задолженности AirUnion обсуждается уже давно, и кредиторы пытались через суд признать компании альянса банкротами. Тем не менее, все вопросы удавалось уладить мирным путем. Кроме того, большие надежды возлагались? на Ростехнологии, в этом году получившие пакеты акций авиакомпаний альянса, принадлежавшие государству. Однако, судя по всему, помощи от госкорпорации не последовало, что привело к началу активных действий со стороны кредиторов, и если бы не активное участие государства, принявшего ряд мер для обеспечения AirUnion топливом, самолеты альянса могли бы и не подняться в воздух. Впрочем, отметим, что пока все сделанные правительством шаги являются временными и направлены в основном на предотвращение последствий отказа крупного перевозчика выполнять свои обязательства перед пассажирами.

С другой стороны, подпорченный имидж и угрозы авиационных властей сократить программу авиакомпании в зимний период ставят под большое сомнение дальнейшее существование ранее крупного перевозчика, долг которого оценивается в \$ 1 млрд. Кроме того, появление проблем у главной компании альянса, Красэйра, сразу привлекло внимание крупных российских авиакомпаний к одному из самых рентабельных рейсов перевозчика – Москва-Красноярск-Москва, доступ к которому ранее получить было весьма сложно. Так, Аэрофлот уже установил два дополнительных рейса. В ближайшее время открыть рейсы планирует и S7 Airlines.

Мы полагаем, что данная новость весьма негативна для отрасли. В отличие от других перевозчиков, Красэйр пытался создать на базе Красноярского аэропорта крупный авиационный узел (хаб), организовав маршрутную сеть по веерному принципу (сбор пассажиров с близлежащих регионов с их последующим перевозом в другой крупный центр). Тем не менее, после прихода в регион других крупных игроков, чей интерес, скорее всего, ограничится

московским направлением. Развитие хаба в Красноярске затормозится, а вся нагрузка от полученных авиакомпаниями пассажиропотоков вновь ляжет на и без того перегруженный московский узел.

Другой важной новостью российского рынка авиаперевозок стало сообщение об интересе S7 Airlines к приватизируемой австрийской авиакомпании – Austrian Airlines. Напомним, что Австрия намерена выставить на продажу 42.75 % акций авиакомпании. По данным СМИ, парк Austrian Airlines состоит из 30 самолетов. По итогам прошлого года авиакомпания перевезла 8.2 млн пассажиров. Годовой оборот в 2007 г. составил 2.5 млрд евро.

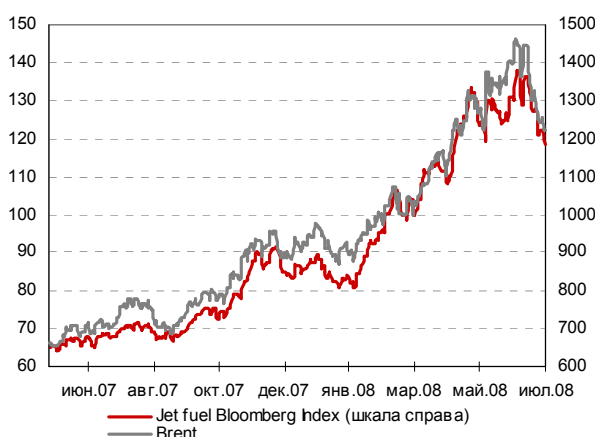
Ранее о планах участвовать в приватизации сообщал крупнейший российский авиаперевозчик «Аэрофлот», впоследствии отказавшийся от своих первоначальных намерений. Одновременно с Аэрофлотом приватизируемым пакетом авиакомпании интересовались крупнейшие участники мирового рынка – Air France-KLM и Lufthansa, а также Air China.

В целом новость достаточно позитивна для S7 Airlines, которая в случае приобретения австрийской авиакомпании сможет начать экспансию на европейский рынок, повысив тем самым долю международных рейсов. Кроме того, для отечественной компании может упроститься доступ к иностранной авиатехнике. Впрочем, по нашему мнению, в краткосрочном периоде покупка убыточной Austrian Airlines может оказать существенное давление на финансовое состояние S7. С учетом наличия других весьма крупных участников в списке претендентов, несмотря на убыточность, австрийская компания не будет продана с дисконтом.

Что будет?

Несмотря на снижение индикативных котировок авиационного топлива в Европе, адекватной реакции в российских аэропортах, по заявлению участников рынка, не наблюдается, что создает существенный негативный фон для российских авиакомпаний. Отметим, что 2008 год стал тяжелым для авиаперевозчиков во многом благодаря неожиданному взлету цен в начале года. Многие авиакомпании не успели заложить данное повышение в стоимость билетов, что приведет к сокращению их операционных доходов. В российских условиях фактор неожиданности ударит по большинству перевозчиков, деятельность которых и так не отличалась высокой рентабельностью. В этой связи отставание российского рынка топлива от мировых тенденций повышает риск того, что ожидаемое снижение нефтяных цен вместе с сохранением темпов роста тарифов не позволит компаниям вывести бизнес на рентабельный уровень и к концу года.

Индекс Bloomberg авиатоплива (\$/т)



Источник: Bloomberg

В мировом масштабе ослабление давления со стороны топливного рынка отражается на динамике акций крупнейших компаний, в августе подорожавших на 5-10 %.

Что делать?

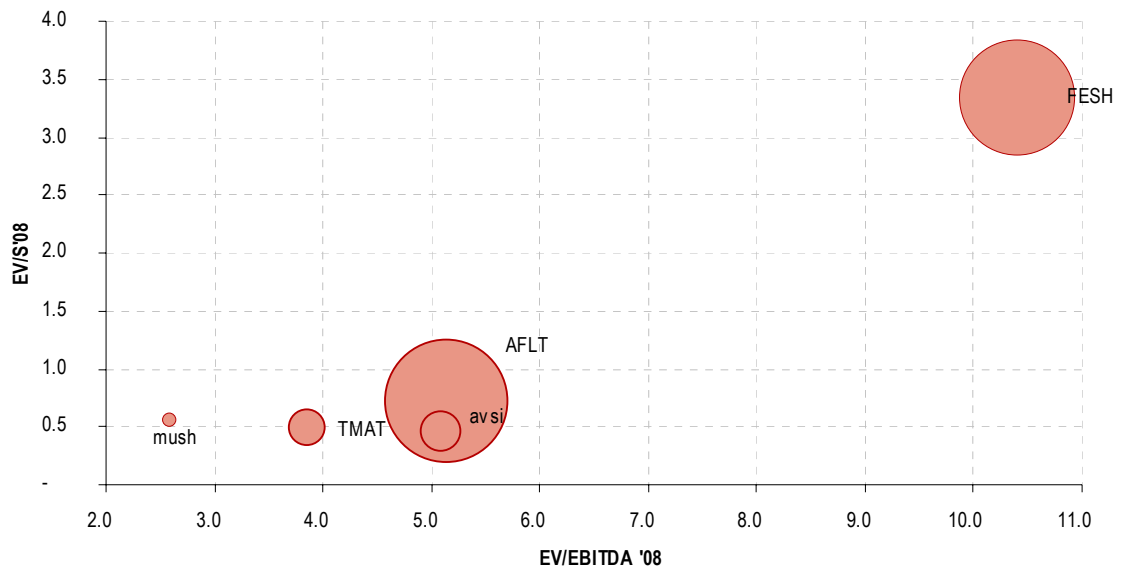
В августе нами был пересмотрен подход к расчету WACC в модели оценки стоимости методом DCF. Основное влияние на изменение ставки оказал пересмотр риска российского рынка в целом, а также изменение методики оценки стоимости долга компаний.

	Старый		Новый		Изм., %
	WACC	Цель, \$	WACC	Цель, \$	
Аэрофлот	12.67 %	4.7	14.1 %	4.0	-15 %
ЮТэйр	14.20 %	0.77	16.8 %	0.60	-22 %
НМТП	10.9 %	18.8	14.2 %	13.0	-31 %

Повышение ставки дисконтирования привело к снижению целевых уровней по акциям компаний. Тем не менее, даже с учетом проведенного пересмотра наши рекомендации по акциям Аэрофлота и НМТП сохранены на уровне «покупать». Рекомендация по бумагам ЮТэйра снижена до «продавать».

Также отметим, что в связи с выставлением целевых уровней по авиакомпании «Сибирь» на основании сравнительных мультипликаторов текущий пересмотр отношения к риску может несколько исказить адекватность сравнительного метода оценки, ввиду чего мы временно отзываем рекомендацию по бумагам компании.

Оценка компаний сектора



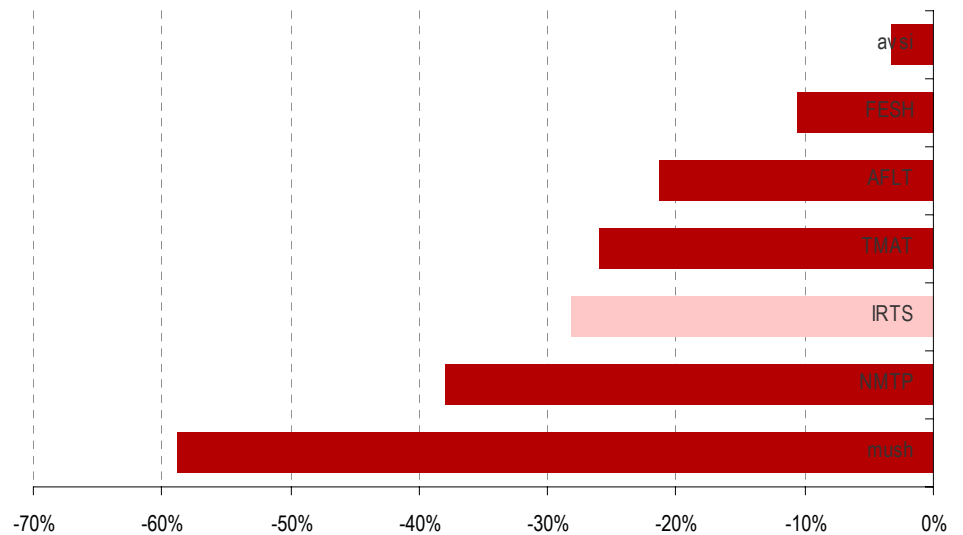
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Аэрофлот	5 018	5 954	6 812	643	835	1 091	283	420	589
Сибирь	1 486	1 739	2 017	111	156	196	3	14	24
Ютэйр	990	1 186	1 371	119	152	176	41	64	78
Красэйр	541	-	-	20	-	-	3	-	-
НМТП	741	923	1 051	335	440	518	177	250	313
ДВМП	977	1 075	1 161	293	344	371	117	130	142
ММП	319	357	400	64	75	86	32	32	34

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

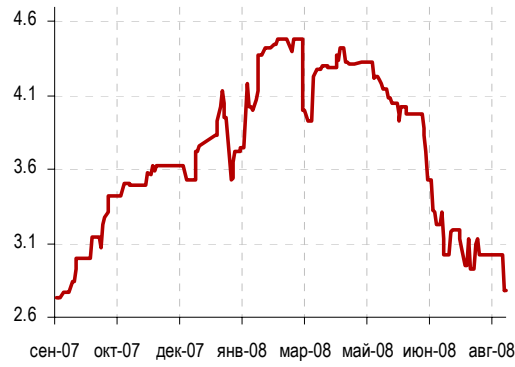
Динамика акций сектора с начала года



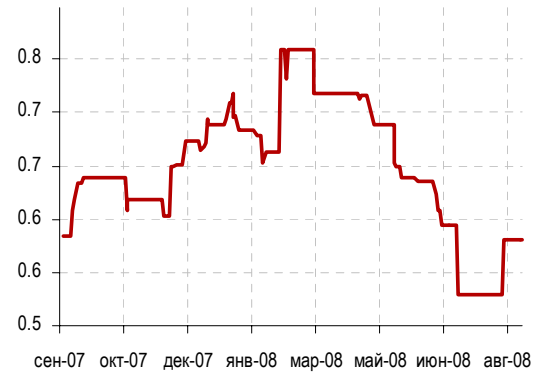
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

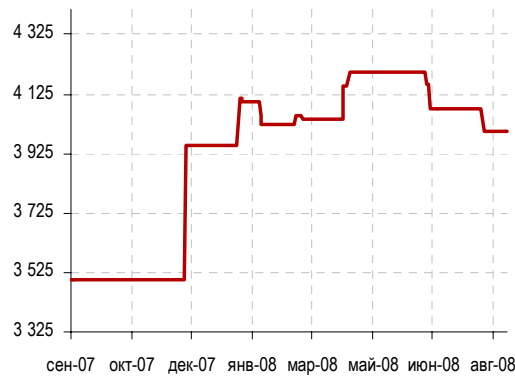
Аэрофлот



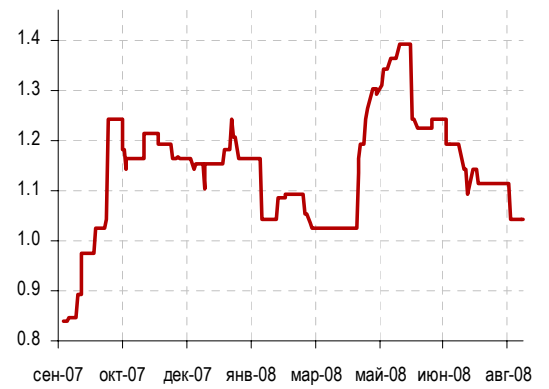
ЮТэйр



Сибирь



ДВМП



НМТП



Веденев Владимир
Vedenev_VY@mmbank.ru
Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Нефтепереработка и нефтехимия

Внимание на ядерное топливо

В августе с учетом новой методологии оценки стоимости акционерного капитала мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости бумаг нефтехимического сектора. Теперь мы гораздо менее оптимистично смотрим на компании татарской нефтехимии, в то время как бумаги производителей ядерного топлива по-прежнему остаются в числе наших фаворитов.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
НКНХ	NKNC	0.73	1 168	8.6	0.4	4.3	0.74	2%	держать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.48	860	7.1	1.4	5.6	0.39	-19%	продавать
Уфанефтехим	UFNC	3.20	881	1.8	0.3	1.2	4.89	53%	покупать
Уфимский НПЗ	UNPZ	1.45	790	1.6	0.3	1.2	2.38	64%	покупать
Новыйл	NUNZ	1.23	973	1.9	0.3	1.3	1.58	29%	покупать
Уфаоргсинтез	UFOS	4.00	391	6.0	0.7	4.0	4.80	20%	покупать
Куйбышевазот	KAZT	3.65	865	4.4	1.1	3.9	3.15	-14%	продавать
ППГХО	PGHO	540.00	945	15.2	2.4	8.9	484.00	-10%	продавать
МСЗ	masz	240.00	332	6.7	0.6	3.3	369.00	54%	покупать
НЗХК	nzhk	8.40	204	2.9	0.5	1.4	20.47	144%	покупать
Метафракс	mefr	1.52	496	8.3	1.2	5.4	0.87	-42%	продавать

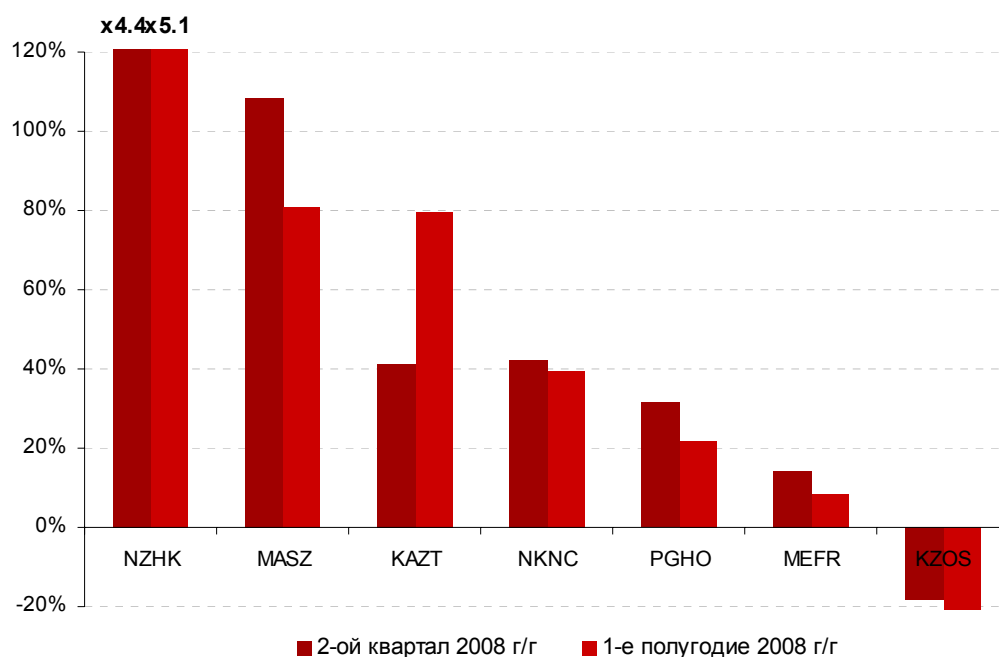
Что было?

В августе мы пересмотрели свои финансовые оценки компаний сектора, применив новую методологию оценки рисков и стоимости акционерного капитала. В своей новой оценке мы отразили последние финансовые результаты компаний. В итоге целевая стоимость акций компаний сектора татарской нефтехимии была существенно снижена – сказались низкая ликвидность бумаг и сравнительно высокая долговая нагрузка в условиях удорожания финансовых ресурсов. Оценки остальных бумаг изменились незначительно, за исключением целевой стоимости Куйбышевазота, которая была повышена на 25 % на фоне более оптимистичных прогнозов финансовых показателей сегмента по производству минеральных удобрений, который продолжает приносить КУАЗу значимую долю прибыли.

Компания	Старая цель, \$	Новая цель, \$	Рекомендация
НКНХ	1.23	0.74	Держать
Казаньоргсинтез	0.72	0.39	Продавать
Уфанефтехим	5.9		
Уфимский НПЗ	2.96		
Новыйл	1.97		
Уфаоргсинтез	5.65	4.80	Покупать
Куйбышевазот	2.51	3.15	Продавать
ППГХО	526	484	Продавать
МСЗ	360	369	Покупать
НЗХК	20	20.47	Покупать
Метафракс	0.98	0.87	Продавать

Среди корпоративных событий последнего месяца отметим, что большинство компаний сектора опубликовали свою финансовую отчетность по РСБУ за первую половину 2008 г., в которой можно особо выделить результаты производителей ядерного топлива – НЗХК и МСЗ. Обе компании по итогам последнего квартала кратно увеличили EBITDA и чистую прибыль, что, учитывая низкие мультипликаторы, с которыми торгуются данные предприятия, еще раз подтверждает наш позитивный взгляд на их бумаги. Впрочем, НЗХК и МСЗ традиционно получают большую часть прибыли во второй половине года, так что настоящий импульс роста этим бумагам могут дать результаты ближайших кварталов.

Динамика EBITDA компаний химического сектора, г/г



Источники: Данные компаний, оценки Банка Москвы

Что будет?

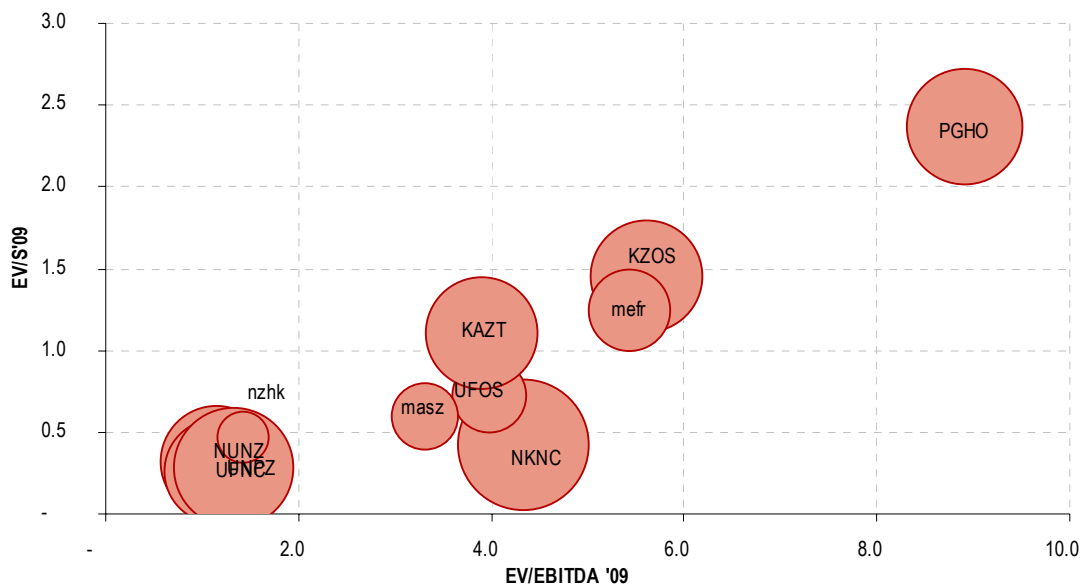
В сентябре мы не ожидаем каких-либо значимых новостей от компаний сектора, которые обычно не балуют инвесторов своей излишней открытостью.

Что делать?

Мы рекомендуем обратить внимание на производителей ядерного топлива – **МСЗ** и, особенно, **НЗХК**: эти компании смотрятся неоправданно дешево на фоне отсутствия долговой нагрузки и увеличения своих финансовых показателей.

Кроме того, мы рекомендуем к покупке башкирские НПЗ – **Уфимский НПЗ** и **Уфанефтехим** – в расчете на раскрытие стоимости данных компаний в случае отказа от процессинговых схем.

Оценка компаний сектора



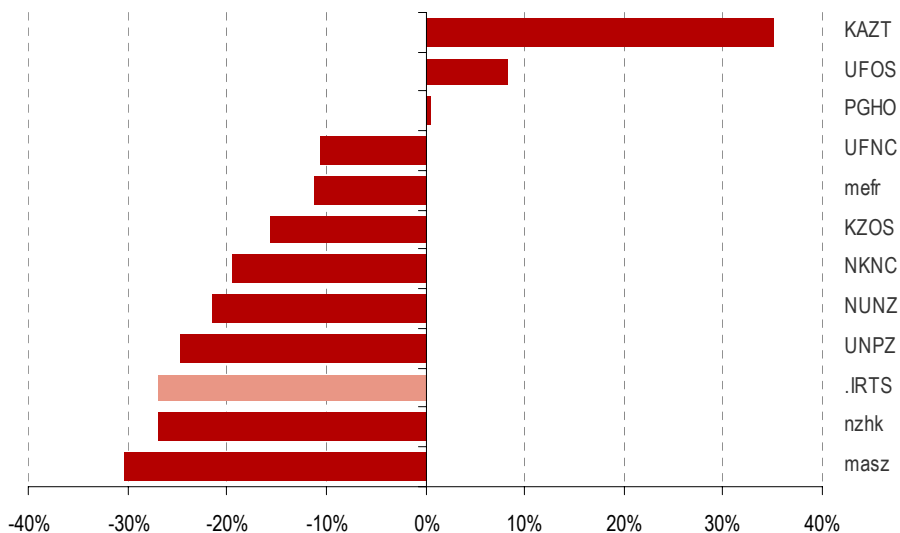
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
НКНХ	3 466	4 223	4 885	322	405	488	97	137	176
Казаньоргсинтез	1 070	1 178	1 315	256	303	355	87	122	171
Уфанефтехим	2 391	2 439	2 410	620	650	650	459	481	482
Уфимский НПЗ	2 921	2 933	2 866	627	648	637	469	484	476
Новоил	2 974	3 214	3 356	620	675	695	460	501	515
Уфаоргсинтез	508	524	539	95	95	97	65	65	66
Куйбышевазот	1 008	1 055	1 025	295	296	254	203	196	162
ППГХО	312	414	514	58	110	164	28	62	99
МСЗ	434	478	514	87	86	81	50	49	46
НЗХК	288	362	371	81	117	104	45	71	61
Метафракс	342	373	372	93	85	54	66	60	35

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

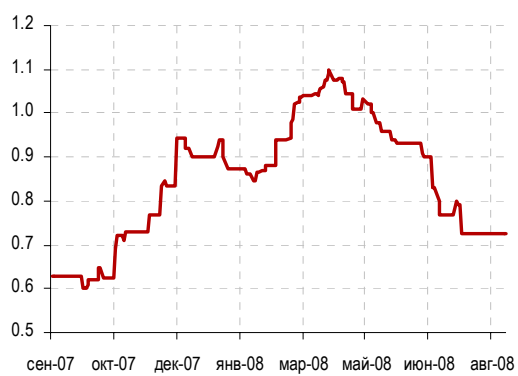
Динамика акций сектора с начала года



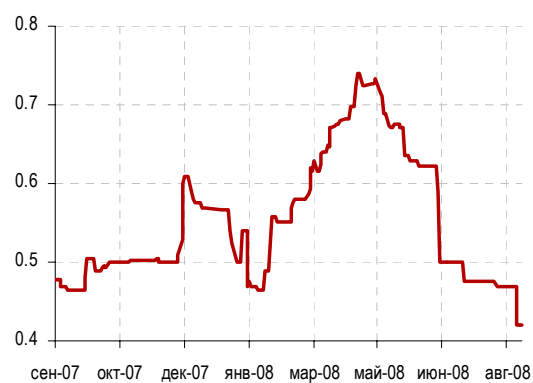
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

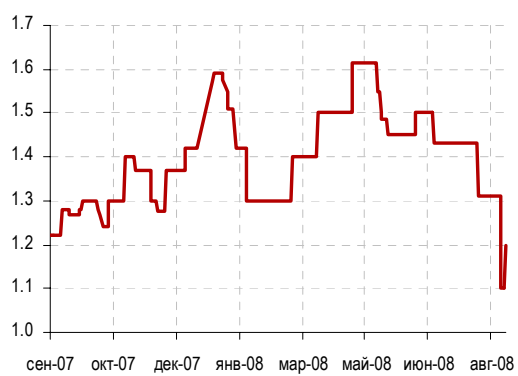
Нижнекамскнефтехим



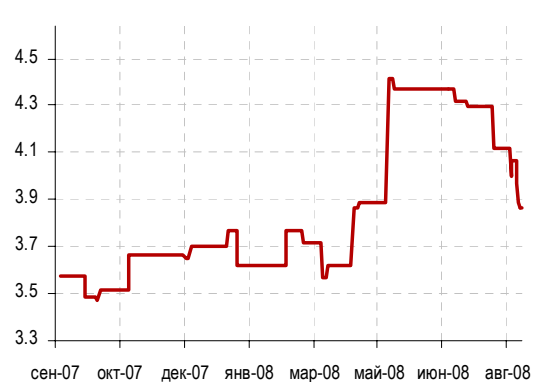
Казаньоргсинтез



Новойл



Уфаоргсинтез



В августе котировки бумаг большинства компаний сектора минеральных удобрений продолжили движение вниз – сказались общерыночные тенденции и возрастающие опасения относительно уровня цен на товарных рынках. Тем временем фундаменталии сектора по-прежнему выглядят весьма солидно, что предоставляет инвесторам неплохую возможность для покупки.

С учетом новой методологии оценки стоимости акционерного капитала и новых более оптимистичных прогнозов цен на минеральные удобрения на ближайшие годы мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости компаний сектора, которые, впрочем, в большинстве случаев не претерпели серьезных изменений.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	8.50	18 057	6.3	3.8	4.9	12.93	52%	покупать
Сильвинит	SILV	1131.00	8 851	3.6	2.2	2.7	1 602.00	42%	покупать
Акрон	AKRN	70.25	3 350	5.4	1.4	3.4	110.65	58%	покупать
Апатит	APAT	600.00	3 742	8.9	2.8	6.0	509.00	-15%	продавать
Аммофос	AMMO	115.00	1 037	1.7	0.6	1.2	240.00	109%	покупать

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Что было?

Август не стал богатым на события месяцем в секторе минеральных удобрений. Из основных новостей можно отметить лишь публикацию отчетности большинства компаний по РСБУ, которая оказалась ожидаемо сильной, а также заявление министра финансов РФ А. Кудрина о том, что пошлины на экспорт минеральных удобрений из РФ будут сохранены как минимум до конца 2009 г. (первоначально их срок действия был установлен до 31 марта 2009 г.)

В центре внимания инвесторов по-прежнему остаются события на товарных рынках, переживающих период коррекции после бурного роста начала года. Рынок минеральных удобрений пока в целом остается в стороне от общей динамики: в калийном секторе цены на спотовых рынках уверенно закрепились выше \$ 1 000 за тонну, в то время как цены на фосфорные и азотные удобрения находятся на уровнях лишь незначительно ниже исторических максимумов.

С учетом новой методики расчета стоимости акционерного капитала, а также новых, более оптимистичных прогнозов цен на минеральные удобрения и последних финансовых результатов компаний мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости акций сектора.

Компания	Старая цель, \$	Новая цель, \$	Рекомендация
Уралкалий	11.76	12.93	Покупать
Сильвинит	1694	1602	Покупать
Акрон	110	111	Покупать
Апатит	311	509	Продавать
Аммофос	242	240	Покупать

В большинстве случаев пересмотр в сторону увеличения финансовых показателей, связанный с повышением прогнозов цен на минеральные удобрения, перевесил некоторый рост ставки дисконтирования, что привело к незначительному изменению прогнозов целевой стоимости бумаг. Впрочем, есть и исключения – так, целевая стоимость бумаг Апатита пересмотрена вверх примерно в 1.5 раза на фоне более оптимистичных прогнозов роста доли продаж апатитового концентрата компании по рыночным (биржевым) ценам. Впрочем, бумаги этой компании по-прежнему кажутся нам переоцененными – на наш взгляд, рынок недооценивает отсутствие перспектив развития данной компании и необходимость осуществления значительных капиталовложений для сохранения существующего уровня добычи.

Что будет?

Мы ожидаем возвращения внимания инвесторов к сектору с нормализацией ситуации на рынке в целом. Фундаментальные показатели российских производителей минеральных удобрений по-прежнему находятся на высоком уровне, а опасения относительно возможного снижения цен на их продукцию пока не оправдываются и уже, похоже, всецело заложены в цену большинства

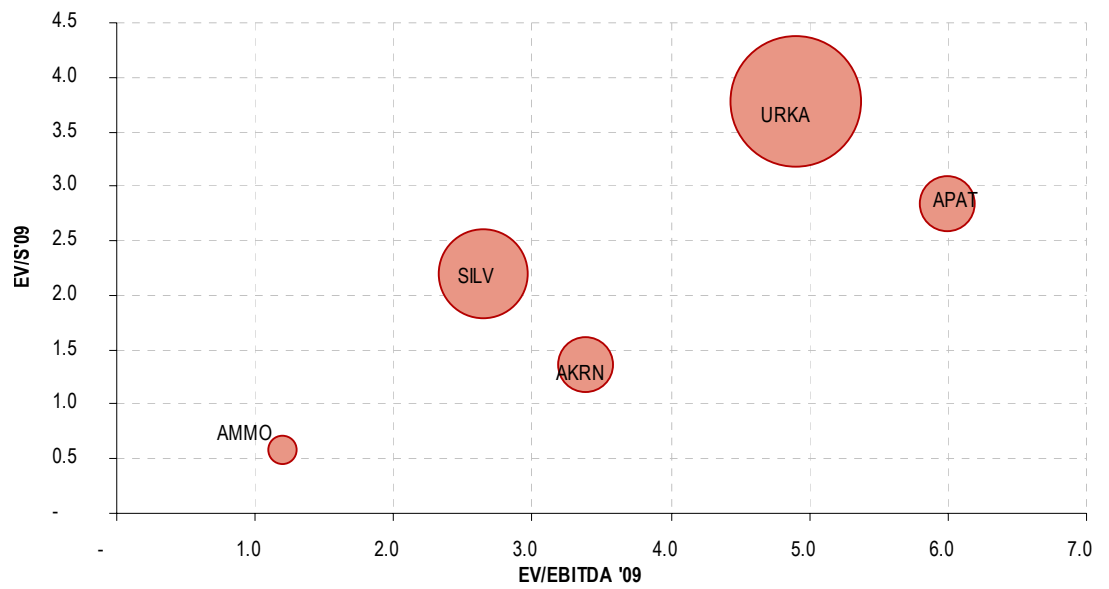
компаний.

Из основных ожидаемых событий сентября стоит отметить публикацию Уралкалием отчетности по МСФО за 1-е полугодие 2008 г., а также формализацию вопроса с экспортными пошлинами на минеральные удобрения на 2009 год.

Что делать?

Котировки большинства компаний сектора находятся на привлекательных для покупки уровнях. На наш взгляд, акции **Акрона**, **Уралкалия** и **Аммофоса** выглядят перепроданными и сулят инвесторам неплохой доход уже в ближайшем будущем.

Оценка компаний сектора



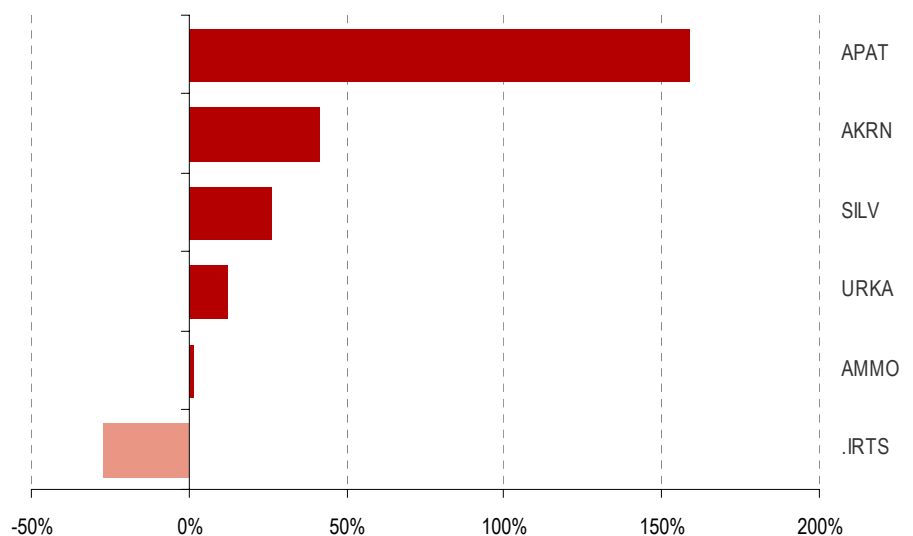
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Уралкалий	3 311	4 826	5 575	2 376	3 710	4 187	1 787	2 862	3 236
Сильвинит	2 618	4 105	3 782	2 026	3 392	3 000	1 548	2 448	2 108
Акрон	2 412	2 612	2 519	1 213	1 039	823	775	623	471
Апатит	1 157	1 312	1 409	513	617	690	339	418	474
Аммофос	1 687	1 786	1 631	849	843	612	623	614	435

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



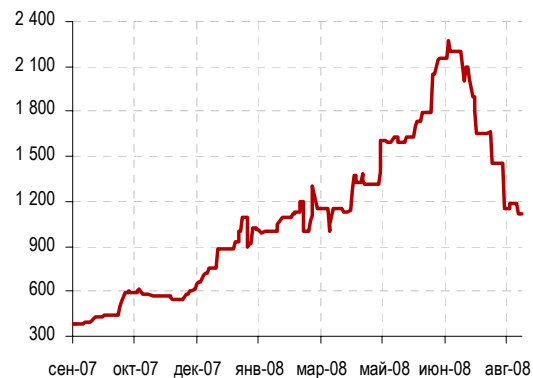
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

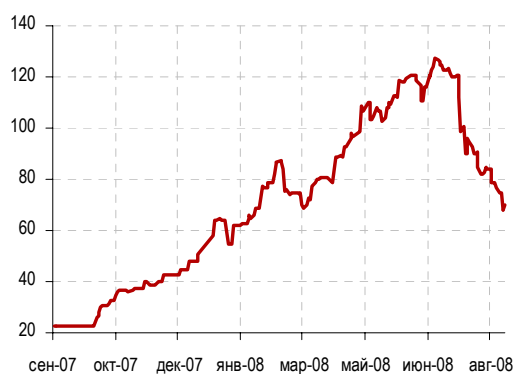
Уралкалий



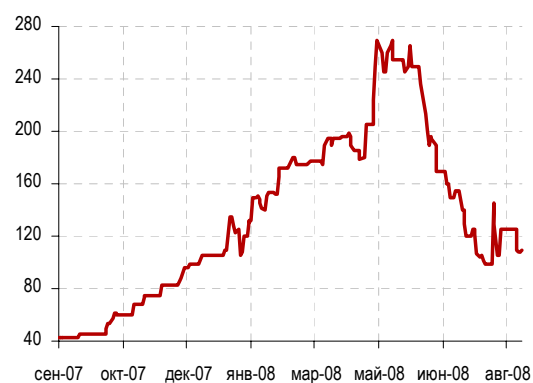
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.