

A photograph of autumn foliage, featuring various shades of yellow and green leaves, some in sharp focus and others blurred, set against a dark background of tree trunks and shadows.

Сентябрь 2008

Рынок акций

Наши фавориты:

Нефтегаз:

Роснефть
Сургутнефтегаз (прив)

Банки:

Сбербанк
ВТБ

Телекоммуникации:

МТС
Сибирьтелеком
Волгателеком
Дальсвязь

Металлургия:

Распадская
Полиметалл
Северсталь
НЛМК

Потребительский сектор:

Магнит
Нутритек
Балтика

Ситуация на российском фондовом рынке в течение последних двух месяцев вошла в критическую стадию. Такого стремительного обвала котировок, которое летом и осенью этого года испытал российский рынок акций, не было за всю его историю. Даже в кризисный 1998 год рынок не падал такими темпами. С конца мая акции Газпрома подешевели на 54%, акции Сбербанка на 62%, Сургутнефтегаз на 64%, акции ВТБ с момента IPO снизились в 5 раз.

Анализируя возникшую ситуацию, можно отметить, что такое состояние фондового рынка России вызвано сразу несколькими факторами, которые, как будто «по закону подлости» за столь короткий промежуток времени стали действовать на него одновременно. Попробуем проанализировать основные причины, расположив их в порядке значимости:

- Кредитный кризис на мировых финансовых рынках. В настоящий момент рухнули или были поглощены такие огромные финансовые институты, как Northern Rock, Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, Merrill Lynch. Кризис продолжается, и неизвестно, сколько компаний будет добавлено в этот список. В результате инвесторы вынуждены пересмотреть свои оценки по вложениям в высокорискованные активы, к которым, прежде всего, относятся акции стран с развивающейся экономикой.

- Риск стагнации мировой экономики. У компаний сокращается прибыль, растут издержки, падает рентабельность бизнеса. В результате происходит уход инвесторов с рынка акций.

- Политические риски России, связанные с разделом собственности компании ТНК-ВР, делом Мечела и войной на Кавказе. Данные факторы вызвали массовое бегство иностранного капитала с фондового рынка, так как ни один нормальный инвестор не будет вкладывать свои средства в страну с непредсказуемой политикой.

- Кризис платежей и ликвидности в российской банковской системе не позволяет ряду отечественных инвестиционных банков своевременно и четко выполнять свои обязательства перед клиентами на фондовом рынке. В результате происходит массовый сброс акций, что приводит к еще большему падению рынка.

РТС



ММВБ



- Падение нефтяных цен с максимумов, зафиксированных летом этого года. Акции сырьевых компаний имеют самый большой вес в структуре фондового рынка страны, а падение цен на нефтяном рынке заставляет инвесторов выходить из их акций. Несмотря на то, что эту причину мы расположили последней, для российского фондового рынка она является важной. Цена нефти на уровне 85-100 угрожает российской экономике не представляет, но в случае падения цен ниже 60 долларов мы можем увидеть сильное снижение рынка акций.

За последние годы инвесторы могли быть уверены, что любое, даже сильное падение рынка, будет временным явлением. Западные экономики переживали подъемы, а развивающиеся рынки инвестиционный бум. В настоящий момент о быстром восстановлении рынка речь не идет, так как мировые экономики находятся в состоянии сильнейшего за последние годы кризиса, аналогов которого не было в мировой истории.

Это говорит о том, что до конца 2008 года, равно, как и до середины следующего не стоит строить радужных планов на существенный рост рынка акций.

В сентябре, после невообразимого обвала котировок акций 15-17 сентября, правительство внесло существенные изменения в правила игры на рынке. Так были запрещены продажи акций «в короткую» и сделки с использованием маржинального «плеча».

Для стимулирования спроса на акции правительство предложило отменить подоходный налог от продажи ценных бумаг для инвесторов, держащих акции в своем портфеле более одного года. Кроме этого было объявлено, что часть бюджетных средств будет направлена на покупку акций компаний с государственным участием, таких как Газпром, ВТБ, Роснефть. Рейтинговое агентство S@P уже отреагировало на эту инициативу понижением прогнозного рейтинга страны. На наш взгляд использование бюджетных денег для поддержания курсов акций не является рыночным механизмом. Главной целью государства является поддержание стабильности на рынке. Гораздо более значимым событием являются заявления ряда компаний, располагающих свободными денежными средствами, для проведения операции по выкупу своих бумаг на рынке, пользуясь их низкой рыночной стоимостью.

В текущий момент делать краткосрочные прогнозы на рынке акций не представляется возможным. Ситуация будет развиваться в зависимости от состояния мировой экономики,

а также политических событий, связанных с выборами президента в США. На биржах будет сохраняться высокая волатильность котировок акций.

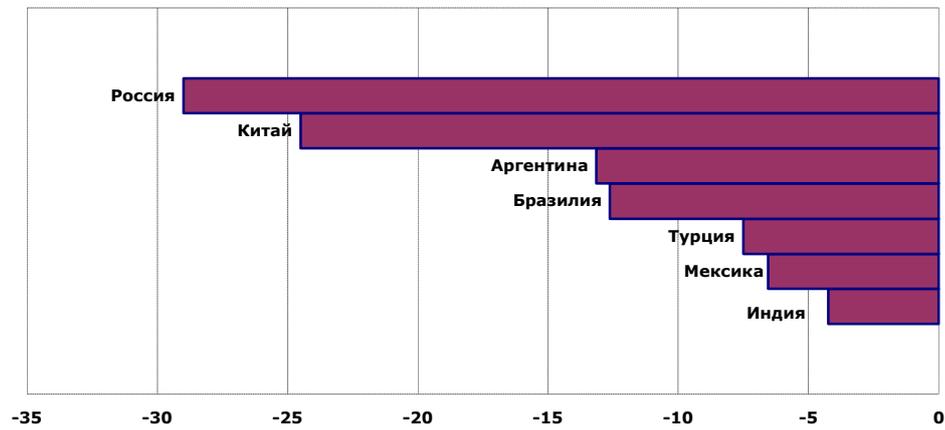
Самое плохое в данной ситуации это то, что текущий кризис серьезно подорвал веру простых инвесторов в рынок акций, как в механизм инвестиционного вложения средств. Текущий рынок может привлечь к себе внимания только спекулянтов. Колебания индекса в 20-30% в течение недели являются признаком скорее слабого рынка, и не будет способствовать притоку на него длинных инвестиционных денежных средств. Для восстановления доверия инвесторов потребуется длительное время.

В настоящее время мы можем порекомендовать инвесторам, имеющим горизонт инвестирования не менее 2 лет, покупать акции российских компаний. Мировой кредитный кризис обязательно закончится, ведь закончились же все прошлые кризисы, стагнация мировой экономики сменится подъемом, и текущие вложения могут принести очень солидный доход в долгосрочной перспективе.

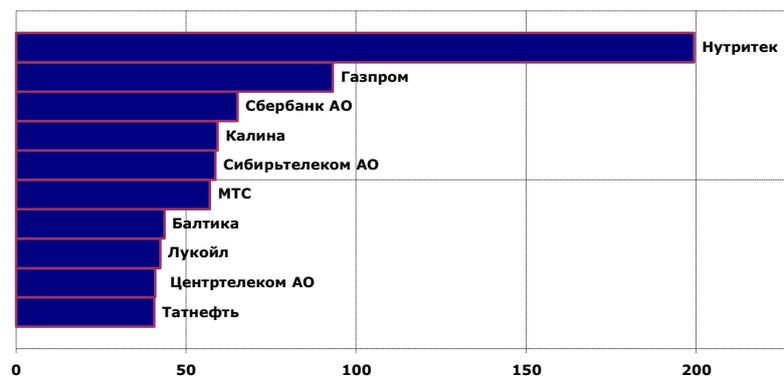
Мы понижаем прогнозное значение индекса РТС на 17% с 2645 до 2185. Это предполагает потенциал роста рынка 71.7%.

Основной предпосылкой для понижения прогноза стала глобальная переоценка рисков. В результате стоимость акционерного капитала в наших оценках выросла на 1,5%, отражая возросшие страновые и корпоративные риски. Не последнюю роль в этом сыграло дело Мечела и возросшее госрегулирование отраслей экономики в целях борьбы с инфляцией, а также южноосетинский конфликт. Оценка стоимости долга также подверглась пересмотру: к текущей стоимости долга мы прибавили 2% на фоне возросшей стоимости денег. В результате переоценки значение WACC в среднем выросло на 1,5%.

**Динамика развивающихся рынков
(июль-сентябрь 2008 г.), %**



Потенциал роста акций, %



Динамика макроэкономических индикаторов		
Показатель	Значение, %	
	I полугодие 2007 г.	I полугодие 2008 г.
ВВП	7,9	8
Промышленное производство	7,1	5,8
Инфляция	5,6	8,5
Инвестиции в основной капитал	23,7	16,9
Реальные доходы населения	9,5	8

Кризис закончился?

Последние два месяца были не такими успешными, как предыдущие. Проблемы на мировых финансовых рынках, сокращение ликвидности в развитых странах, вооруженная конфронтация с Грузией, повлекшая возникновение напряженности в отношениях России с США и некоторыми странами Запада, привели к резкому оттоку капитала из российского фондового рынка, причем вывод средств осуществляли как нерезиденты, так и резиденты РФ.

Отток средств привел к возникновению дефицита ликвидности в банковской сфере, что послужило поводом для принятия Правительством РФ и Банком России быстрых мер по поддержанию стабильности.

ЦБ РФ предпринял радикальные меры, снизив временно на 4 процентных пункта все нормативы обязательного резервирования, в связи с чем у банков высвободилось около 300 миллиардов рублей.

Для трех ведущих банков: Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк, - Минфином РФ было принято решение об увеличении срока размещения бюджетных средств. Общий лимит для всех банков при этом возрос с 1 триллиона 232 миллиардов рублей до 1 триллиона 514 миллиардов рублей.

Все это не могло не повлиять на основные макроэкономические индикаторы РФ, несмотря на обратные заверения чиновников.

Мы полагаем что, индекс потребительских цен к концу года будет выше в связи с принятием мер по поддержанию банковской ликвидности .

В конце сентября ЦБ РФ пересмотрело свой прогноз по инфляции до 12%, Правительство РФ также повысило свой прогноз до 12%, Минэкономразвитие РФ пока оставило прогноз по инфляции на прежнем уровне – 11,8%.

Мы в свою очередь в связи со сложившейся экономической ситуацией прогнозируем значение данного показателя на уровне 14,5%, изменив тем самым предыдущее значение (13,8%).

Общая неблагоприятная ситуация повлияла на золотовалютные резервы. Их значение с 1 августа по 19 сентября 2008 г. сократилось на 6,3%, что было вызвано валютными интервенциями ЦБ РФ для поддержания рубля.

Не смотря на выравнивание положения на финансовом рынке РФ и значительной помощи банковскому сектору со стороны регуляторов, спад в этих областях еще не закончился. Существует вероятность его продолжения в ближайшей перспективе в связи с замедленными темпами восстановления экономики США.

Таблица макроэкономических индикаторов

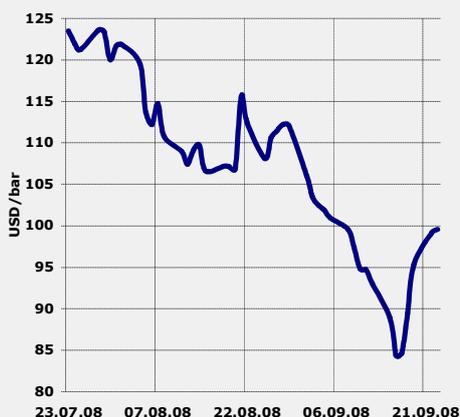
	2005	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П
Макроэкономика							
ВВП реальный, %	6,4	7,4	8,1	7,7	6,7	7,4	7,5
Индекс промышленного производства, %	4,0	6,3	6,3	5,6	4,2	4,7	5,4
Инвестиции в основной капитал, %	10,9	16,7	21,1	15,5	13,5	16,5	17,5
Инфляция (CPI), %	10,9	9,0	11,9	14,5	11,5	10,2	9,1
Платёжный баланс							
Экспорт, млрд. \$	243,6	303,9	355,2	499,9	604,4	644,8	671,8
Импорт, млрд. \$	125,3	164,7	223,1	297,7	386,9	489,3	596,8
Торговый баланс, млрд. \$	118,3	139,2	132,1	202,1	217,5	155,5	75,0
Счет текущих операций, млрд. \$	59,0	94,5	78,3	154,8	178,3	112,7	32,2
Исполнение федерального бюджета							
Доходы, млрд. руб.	5127,2	6276,3	7764,6	9268,9	10241,3	10923,4	12279,5
Расходы, млрд. руб.	3514,3	4281,3	5982,2	7022,0	8811,0	9792,0	10706,0
Профицит бюджета / ВВП, %	7,5	7,4	5,4	5,6	3,0	2,0	2,4
Размер Стабфонда, млрд. руб.*	522,3	1237,0	2346,9	x	x	x	x
Резервный фонд, млрд. руб.	x	x	x	4029,9	4763,4	5601,8	6531,6
Фонд будущих поколений, млрд. руб.	x	x	x	2058,1	2754,9	3048,0	3691,6
Денежные индикаторы							
Денежная масса (M2), млрд. руб.	6044,7	8995,8	13272,1	17386,5	21906,9	26178,8	30891,0
Прирост денежной массы (M2), %	38,5	48,8	47,5	31,0	26,0	19,5	18,0
Золотовалютные резервы, млрд. \$	182,2	303,7	477,9	669,7	864,3	1010,5	1096,2
Прирост золотовалютных резервов, %	46,3	66,7	57,3	40,1	29,1	16,9	8,5
Остатки средств на корсчетах в ЦБ РФ среднегодовые значения, млрд. руб.	283,0	363,9	494,0	643,3	788,6	916,3	1050,3
Ставка рефинансирования ЦБ РФ на конец года, %	12,0	11,0	10,0	11,0	11,5	10,5	9,5
Социально-экономические индикаторы							
Уровень безработицы, %	7,6	7,1	6,1	6,3	5,0	4,7	4,4
Номинальная средняя зарплата, руб.	8555,0	10634,0	13593,0	17467,0	21432,0	25332,6	29816,5
Реальные доходы, %	12,4	13,5	10,7	10,2	9,5	8,8	8,3
Численность эк. активного населения, млн. чел	73,8	74,2	75,0	74,7	74,1	73,0	72,0

Содержание

Рынок акций

1. Нефтегазовый сектор.....	9
2. Банковский сектор.....	12
3. Телекоммуникационный сектор.....	14
4. Минеральные удобрения.....	16
5. Metallургический и угольный секторы.....	17
6. Потребительский сектор.....	20
7. Сравнительные коэффициенты компаний.....	23
8. Динамика курсов акций и рекомендации....	24

Нефть марки Urals

**Лукойл****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 1 649,34
 Расчетная цена: 2 453,00
 Потенциал: +48,7 %

Млн. долл.	2007 (2)	2008(2)	% изм
Выручка	20 129	31 935	58,7
ЕБИТДА	3 917	6 236	59,2
Чист.приб.	2 517	4 130	64,1
Рентаб.	19,5	19,5	0,0
ЕБИТДА, %			

Лукойл

**1. Нефтегазовый сектор**

За последние два месяца акции нефтяных компаний демонстрировали существенное снижение. Одной из причин является снижение цен на нефть. Стоимость нефти в настоящий момент стабилизировалась в районе 90-100 долларов. Данные уровни, как для российской экономики, так и для нефтедобывающих компаний являются достаточно комфортными. Опасения вызывают только возможное падение цен на нефть в результате дальнейшего развития мирового кризиса и снижения спроса на сырье. Напомним, что Бюджет России на 2009-2011 годы сформирован из расчета цены на нефть 95 долларов в 2009, 90 долларов в 2010 и 88 долларов в 2011 годах. В случае снижения нефтяных котировок, правительство будет вынуждено разморозить резервный фонд.

В настоящий момент государство готовит второй пакет мер, направленных на снижение налоговой нагрузки на нефтяную отрасль, принятие которого должно состояться уже в этом году. Ожидается, что еще одно снижение НДС планируется с 2010 года, а снижение экспортных пошлин может произойти более оперативно – уже с 2009 года. По заявлению помощника президента Аркадия Дворковича, «Правительство ищет баланс налогов, чтобы стимулировать глубокую переработку нефти в России».

В текущем периоде свои отчетности за 2 квартал 2008 года опубликовали Роснефть и Лукойл. Государственная Роснефть, в отличие от своего частного конкурента, порадовала своих акционеров, впервые обойдя его по размерам чистой прибыли и ЕБИТДА. Роснефть лучше контролировала свои затраты, которые выросли на 5%, в то время как рост затрат у Лукойла составил 14%. Стоит отметить, что на увеличение затрат Лукойла повлияли операции хеджирования и падения добычи нефти в Западной Сибири.

По сообщению менеджмента Газпрома компания в этом году опять решила скорректировать инвестиционную программу в сторону увеличения на 25%. Кроме этого, капитальные затраты вырастут на 20% и в 2009 году. Куда пойдут дополнительные денежные средства, менеджмент Газпрома не сообщает.

Для тех, кто хотел бы иметь акции нефтяных компаний в своем портфеле можно выделить следующие инвестиционные идеи:

Роснефть: компания в процессе своей деятельности показывает, что способна эффективно контролировать свои издержки, генерировать большой денежный поток и снижать долговую нагрузку. Кроме этого, стоит отметить планы

Газпром**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 203,37

Расчетная цена: 420,00

Потенциал: + 106,5%

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	72 293	93 542	18,0
ЕБИТДА	36 514	42 309	15,9
Чист.приб.	23 434	27 202	16,1
Рентаб.	46,1	45,2	-1,8
ЕБИТДА, %			

Газпром**Татнефть****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 100,93

Расчетная цена: 165,00

Потенциал: + 63,5%

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	11 732	12 641	7,7
ЕБИТДА	1 837	2 385	29,8
Чист.приб.	1 097	1 296	18,1
Рентаб.	15,7	18,9	20,4
ЕБИТДА			

Татнефть

правительства в отношении покупки акций компании за счет бюджетных средств.

Сургутнефтегаз: стоит отметить привилегированные акции компании. Текущая цена позволяет инвестору получить дивидендную доходность, превосходящую проценты по банковским депозитам. Размер дивидендов, согласно уставу компании определен в размере 7,09% от годовой прибыли по российским стандартам бухучета. Несмотря на то, что компания никак не желает стать открытой и не публикует отчетность по МФСО, вложения в привилегированные акции рассматриваются в качестве некоторого аналога облигации, позволяющей снизить риски корпоративного управления и гарантировать доходность.

Финансовые показатели компаний

В млн. долл.	Выручка, в млн.\$		Чистая прибыль, в млн. \$		ROE, %	
	2007	2008П	2007	2008П	2007	2008П
Лукойл	81 891	115 941	9 511	20 489	22,8	24,1
Газпром	93 542	111 645	27 202	31 866	17,8	17,3
Татнефть	13 944	18 925	1 693	1 435	13,8	11,7
Газпром нефть	21 100	31 313	4 143	6 561	39,7	43,7

Сбербанк**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 42,79
 Расчетная цена: 77,00
 Потенциал: + 79,9%

Млн. долл.	2007 (1Q)	2008 (1Q)	% изм
Активы	201 176	213 544	6.1
Капитал	26 008	27 218	4.7
Чист.приб.	1 093	1 270	16.2

Сбербанк**ВТБ****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 0,0503
 Расчетная цена: 0,10
 Потенциал: + 98.8%

Млн. долл.	2007 (1Q)	2008 (1Q)	% изм
Активы	92 609	99 293	7.2
Капитал	16 207	16 979	4.8
Чист.приб.	232	121	-47.8

ВТБ

2. Банковский сектор

Котировки российских банков в течение 2008 года показывают самую негативную динамику из всех отраслей экономики, по темпам падения уступая лишь энергетике. Распродажа на мировых рынках обвалила котировки ВТБ на уровень половины капитала, которым располагает банк. Котировки Сбербанка, несмотря на неплохую отчетность, стремительно движутся вниз, упав с начала года на 62%. Основной причиной такого поведения акций остается очень неблагоприятный внешний фон. Но в отличие от своих западных коллег, российские банки не участвовали в спекуляциях с ипотечными инструментами и не списывали активы на несколько миллиардов долларов.

Вместе с тем в текущей ситуации можно выделить ряд проблем банковского сектора:

1. Отрицательный внешний фон: дефолты и банкротства кредитных учреждений США и Европы. Скорее всего ситуация банкротством Lehman не ограничится, и мы узнаем о новых жертвах кризиса. Учитывая, что фактически все крупные игроки уже выбыли из игры, речь пойдет о мелких и средних банках. На наш взгляд рынок уже закладывает в текущие котировки такой сценарий развития событий.

2. Кризис ликвидности: повышение с 1 сентября уровней обязательного резервирования явилось одной из причин кризиса финансовой системы России. Часть кредитных институтов не смогла рассчитаться по сделкам «РЕПО». Участники рынка вспомнили 2004 год, когда из-за так называемого «кризиса доверия» часть банков не смогли перекредитоваться и разорились. Для поддержания ликвидности и спасения своих бизнесов компании были вынуждены продавать все свои ликвидные активы, в том числе и акции по любым ценам, что и привело к огромному падению фондового рынка 15-17 сентября. Центробанк отреагировал снижением нормы обязательного резервирования, а Минфин дополнительно выделил денежные средства для вливания в экономику через государственные банки.

3. Процентные риски: с учетом роста процентных ставок кредитование наши банки не могут кредитоваться на Западе в полном объеме. Для привлечения дополнительных средств банки увеличивают процентные ставки по привлекаемым депозитам. Естественно, при этом вырастает стоимость кредитов для реального сектора экономики. Для ряда компаний высокая стоимость кредитования делает потенциальные проекты убыточными. В связи с этим банковский сектор России не сможет расти такими же темпами, которые они демонстрировали на протяжении последних 10 лет.

4. Финансовые риски: так как наши ВТБ и Сбербанк не вкладывали денежные средства в ипотечные ценные бумаги, то череда списаний их не затронет. В то же время ВТБ может показать дополнительные убытки из-за падения фондовых рынков, так как в отличие от Сбербанка имеет больший процент активов, вложенных в ценные бумаги.

Инвестиционные идеи:

Сбербанк и ВТБ. Продолжающаяся распродажа акций мировых финансовых институтов сильно снизила котировки и наших отечественных банков, несмотря на то, что их фундаментальные показатели не вызывают опасений, а риск снижения доходности уже учтен в котировках. Вместе с тем, инвесторам можно порекомендовать дожидаться сигналов об окончании кризиса, стабилизации обстановки, хотя долгосрочные инвесторы (с горизонтом инвестирования 3-5 лет) могут начинать приобретать акции банков уже сейчас.

Финансовые показатели компаний

	Активы, в млн. \$		Капитал, в млн. \$		Чистая прибыль, в млн. \$	
	2007	2008П	2007	2008П	2007	2008П
Сбербанк	209 736	272 278	27 114	32 321	4 531	5 795
ВТБ	92 609	114 698	16 501	17 689	1 514	2 219

Сибирьтелеком**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 0.87
 Расчетная цена: 2.32
 Потенциал: + 165.4%

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	1 111	1 379	24,2
ЕБИТДА	277	468	68,9
Чист.приб.	35	104	196,1
ЕБИТДА рент,%	24,9	33,9	36,1

Сибирьтелеком**Волгателеком****Рекомендация: нет**

Текущая цена: 43.45

Млн. долл.	2007(1Н)	2008 (1Н)	% изм
Выручка	589.8	643.4	9.1
ЕБИТДА	223.2	253.1	13.4
Чист.приб.	69.5	70.2	1.1
ЕБИТДА рент,%	37.8	39.3	4.0

Волгателеком**3. Телекоммуникационный сектор**

Еще одним лидером падения на фондовом рынке стал телекоммуникационный сектор. В результате распродажи котировки некоторых МРК с начала года упали более чем в три раза.

В сентябре стало известно, что приватизация Связьинвеста в настоящий момент не рассматривается и переносится на неопределенное время.

Участники рынка ждут этого события более десяти лет. На наш взгляд приватизация Связьинвеста произойдет только в том случае, если сильно упадут цены на нефть, и правительство будет вынуждено искать новые источники доходов. В текущий момент приватизация государственным органам неинтересна.

В результате инвесторам, вкладывающим в акции МРК, мы рекомендуем больше не надеяться на реализацию такого сценария, а обращать внимание только на фундаментальные характеристики компаний. Особое внимание необходимо уделить соотношению собственных и заемных средств, так как обслуживание долговой нагрузки становится все более дорогим. Кроме этого для МРК крайне важен показатель доли так называемых «нерегулируемых» услуг связи. Чем он выше, тем меньше зависит компания от тарифов, утвержденных государством. Основные виды «нерегулируемых» услуг: широкополосный доступ в интернет и дополнительные услуги для абонентов. Одним из рисков в деятельности МРК является рост финансирования текущей деятельности и капитальных затрат.

В отличие от МРК, наиболее перспективно выглядят сотовые операторы. Компании характеризуются крайне низкой долговой нагрузкой, продолжающимся увеличением доходов от одного абонента (ARPU), расширением спектра услуг и увеличением так называемых «неголосовых» услуг связи в ARPU.

В своем прогнозе развития сотового рынка России компания МТС ждет увеличения объема услуг в два раза до 48,3 миллиардов долларов и роста доли «неголосовых» услуг связи с 13% до 28%. Основным стимулом для роста доли дополнительных услуг станет запуск сетей 3G.

Инвестиционные идеи:

МТС: компания имеет очень низкую задолженность и в случае необходимости финансирования может привлечь его на выгодных для себя условиях. Компания генерирует большой свободный денежный поток для акционеров, стабильно выплачивает высокие дивиденды, на которые тратит около 50% прибыли.

МТС**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 220.44
 Расчетная цена: 357,00
 Потенциал: + 61.9%

Млн. долл.	2007(2Q)	2008 (2Q)	% изм
Выручка	1 969	2 635	33.8
OIBDA	1 019	1 349	32.4
Чист.приб.	508	659	29.7
OIBDA рент,%	51.8	51.2	-1.1

**АФК Система****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 27,653
 Расчетная цена: 51,8
 Потенциал: + 87,3%

Млн. долл.	2007(2Q)	2008 (2Q)	% изм
Выручка	3 053.5	4 280.4	40.2
OIBDA	1 076.7	1 506	39.9
Чист.приб.	289.5	124.7	-56.9
OIBDA рент,%	35.3	35.2	-0.2



МРК: из операторов фиксированной связи наибольшее предпочтение у Сибирьтелекома, Волгателекома и Дальсвязи. В отличие от Уралсвязьинформа, ЮТК и Северо-Западного Телекома эти компании характеризуются низкой долговой нагрузкой. Учитывая текущие низкие цены можно рекомендовать к покупке и привилегированные акции компаний, так как они показывают дивидендную доходность, превышающую процент по банковским депозитам.

Финансовые показатели компаний

В млн. долл.	Выручка, в млн. \$		Чистая прибыль, в млн. \$		ROE, %	
	2007	2008П	2007	2008П	2007	2008П
МТС	81 891	115 941	9 511	20 489	38,1	39,2
АФК Система	93 542	111 645	27 202	31 866	20,7	18,4
Сибирьтелеком	13 944	18 925	1 693	1 435	12,9	12,6
Волгателеком	21 100	31 313	4 143	6 561	12,5	13,4

Уралкалий**Рекомендация: держать**

Текущая цена: 190.0

Расчетная цена: 189.0

Потенциал: 0%

Млн. долл.	2007 (1)	2008 (1)	% изм
Выручка	2 706	3 780	39,7
OIBDA	1 095	1 444	31,8
Чист.приб.	223	401	79,7
OIBDA рент,%	40,5	38,2	-5,7

Уралкалий**Акрон****Рекомендация: нет**

Текущая цена: 1 221.01

Млн. долл.	2007 (1Q)	2008 (1Q)	% изм
Выручка	314.5	476.8	51.6
EBITDA	87.5	223.6	155.5
Чист.приб.	53.1	161.7	204.5
EBITDA рент,%	27.8	46.9	68.7

Акрон**4. Минеральные удобрения**

Заключение "Уралкалием" новых долгосрочных контрактов с основными потребителями своей продукции – Китаем и Индией – привело к существенному скачку цен на хлористый калий, превысивших отметку в \$1 тыс. за тонну. В середине июня "Белорусская калийная компания" (БКК), единый экспортный трейдер "Уралкалия" и "Беларуськалия", подняла с 1 июля цену на хлористый калий для Бразилии с \$600-610 до \$1000 за тонну (на условиях CFR, Бразилия).

В последнее время акции российских производителей удобрений переживают значительную коррекцию на фоне негативного отношения инвесторов к бумагам сырьевых компаний. Положение только усугубилось после снижения котировок акций в сырьевом секторе в связи с историей с Мечелом. Не дожидаясь санкций со стороны государства "Уралкалий" заключил соглашения со своими российскими потребителями - производителями сложных удобрений ОАО "МХК "ЕвроХим" и ЗАО "ФосАгро АГ" - о сохранении до конца года цены на хлористый калий, используемый для производства сложных удобрений, которые поставляются российским сельхозпроизводителям, на уровне 3500 рублей за тонну. А цена на хлористый калий, поставляемый компанией напрямую российским сельхозпроизводителям, сохраняется и вовсе на уровне 3000 рублей за тонну, и ее увеличение не планируется. Предполагается, что цены на внутреннем рынке будут устанавливаться с дисконтом 16–30% по отношению к очищенной экспортной цене, а к 2011 году дисконт будет снижен до 5–10%. На внутреннем рынке реализуется всего 10–20% от общего объема производимых удобрений, поэтому снижение цен на российском рынке не окажет сильного давления на компании,

"Уралкалий" опубликовал отчетность по МСФО по итогам первого полугодия 2008 года.

Выручка увеличилась в 2,3 раза, чистая прибыль выросла в 3,9 раза за счет повышения объемов продаж и роста цен на продукцию компании на внутреннем и внешних рынках. При этом второе полугодие станет еще более прибыльным для "Уралкалия" ввиду вступления в силу новых контрактов, в которых заложена цена \$1000 за тонну хлористого калия.

Инвестиционные идеи: в настоящий момент у нас нет рекомендаций по данному сектору.

Северсталь**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 346.42

Расчетная цена: 437.00

Потенциал: + 26,1%

Млн. долл.	2007 (1H)	2008 (1H)	% изм
Выручка	7 347	10 121	37.8
EBITDA	2 048	3 250	58.7
Чист.приб.	1 188.7	1 991.7	67.6
EBITDA рент, %	27.9	32.1	15.2

Северсталь**Полиметалл****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 133.00

Расчетная цена: 206.00

Потенциал: + 54.9%

Млн. долл.	2007	2008	% изм
Выручка	308.7	526.5	70.5
EBITDA	29.6	233.8	789.9
Чист.приб.	-22.8	120.7	-
EBITDA рент, %	9.6	44.4	362.5

Полиметалл**5. Металлургический и угольный секторы**

За прошедший период котировки компаний черной металлургии показали сильное снижение. При этом главной причиной снижения стали не распродажа на мировых финансовых рынках, а действия российских властей в отношении компании Мечел. В итоге ФАС в отношении компании вынесла достаточно «мягкое» решение: компания будет вынуждена выплатить штраф в размере 32 млн. долларов и снизить цены на коксующийся уголь с 4 квартала 2008 года на 15%. Распадская и Евраз также отделались легким испугом: помимо небольшого штрафа они согласились снизить цены на уголь и перейти на долгосрочные контракты. При этом снижение цен на уголь у данных компаний еще меньше, чем у Мечела, в размере 5%.

Снижение цен на товарных рынках, вызванное сокращением спроса со стороны азиатских и европейских потребителей, вызвало падение цен на сталь. Стоит напомнить, что сталь не является биржевым товаром, и ее стоимость не измеряется часто меняющимися биржевыми котировками.

Несмотря на текущее падение, цены на сталь остаются выше на 60-70% прошлогодних значений, а котировки акций сталелитейных компаний находятся на уровнях прошлого года.

Цены на золото в текущем периоде показывали отрицательную динамику, снизившись ниже 800 долларов за унцию, что было вызвано как укреплением доллара, так и падением спроса на ювелирную продукцию. Произшедшее в сентябре падение мировых фондовых индексов резко активизировало спрос на металл: котировки золота уверенно двигались вверх. В случае стабилизации ситуации в мировой экономике спекулятивный спрос на золото упадет, и котировки стабилизируются вблизи 800 долларов. Акции золотодобывающих компаний Полиметалл и Полюс Золото продемонстрировали удручающую инвесторов динамику, снизившись за два месяца более чем в два раза. Сообщения менеджмента Полюс Золота о планах выкупа компанией части акций с рынка, должны вернуть спрос на ее акции. Полиметалл о таком решении пока не сообщал, но вполне вероятно, что оно может последовать.

На фоне снижения мирового спроса продолжают дешеветь цветные металлы. Норильский никель, акции которого по итогам периода также показали почти двукратное снижение, объявил оферту о выкупе своих акций по цене 6 167 рублей за штуку. Компания планирует выкупить 4,2% акционерного капитала компании. Действие ферты начинается 29 сентября, и продлится она до 28 октября. Учитывая, что основные акционеры компании вряд ли будут предъявлять акции к выкупу, у каждого предъявившего акции к оферте Норильский никель выкупить около 10% акций. Мы

Шахта Распадская

Рекомендация: покупать

Текущая цена: 139.51
 Расчетная цена: 237.00
 Потенциал: + 69.9%

Млн. долл.	2006(2Q)	2007(2Q)	% изм
Выручка	335.7	602.9	79.6
ЕБИТДА	91.5	261.8	186.1
Чист.приб.	202.3	435.8	115.4
ЕБИТДА рент,%	27.3	43.4	59.3



ГМК Норильский никель

Рекомендация: держать

Текущая цена: 3 304.99
 Расчетная цена: 3 920.00
 Потенциал: 18,6 %

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	11 550	15 909	37,7
ЕБИТДА	8 673	8 979	3,5
Чист.приб.	5 965	5 276	-11,6
ЕБИТДА рент,%	75	56,4	-24,8



настоятельно советуем воспользоваться офертой, так как она предполагает 100% премию к рыночной цене.

Инвестиционные идеи:

Распадская: компания полностью модернизировала оборудование, показывает хорошую рентабельность, имеет низкую задолженность и генерирует большой свободный денежный поток. Неопределенность в отношении штрафов со стороны ФАС благополучно разрешилась. Текущее сильное снижение акций можно использовать для покупки.

Полиметалл: одну из ведущих российских компаний, занимающихся добычей драгоценных металлов — золота и серебра. У Полиметалла сменился владелец: Сулейман Керимов продал контрольный пакет, Чешская PPF Group, принадлежащая миллиардеру Петеру Келлнеру приобрела 24,9% акций, Quota, контролируемая Александром Несисом (старшим братом гендиректора «Полиметалла» Виталия Несиса) — 24,04%, Inure Александра Мамута — 19,08%. В планах Полиметалла увеличение производства золота и серебра, разработка новых месторождений. Учитывая текущую рыночную конъюнктуру на рынке драгоценных металлов, а также слабую зависимость отрасли от состояния мировой экономики данные планы менеджмента помогут максимизировать акционерную стоимость компании.

Северсталь и НЛМК: у компаний эффективное и опытное руководство, отлично выстроенный бизнес и высокая рентабельность производства. Котировки акций в текущий момент выглядят крайне недооцененными по сравнению с зарубежными аналогами. Также менеджмент Северстали принял решение о выкупе собственных акций с рынка на сумму 400 млн. долларов, что должно повысить их привлекательность в глазах инвесторов.

Финансовые показатели компаний

В млн. долл.	Выручка, в млн.\$		Чистая прибыль, в млн. \$		ROE, %	
	2007	2008П	2007	2008П	2007	2008П
Северсталь	81 891	115 941	9 511	20 489	19,3	17,9
НЛМК	81 891	115 941	9 511	20 489	23,08	38,75
Распадская	93 542	111 645	27 202	31 866	22,4	50,2
Полиметалл	13 944	18 925	1 693	1 435	25,6	16,4
ГМК Норильский никель	21 100	31 313	4 143	6 561	36,0	25,0

Балтика**Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 784.66

Расчетная цена: 1515.00

Потенциал: + 54,8%

Млн. евро	2007 (1)	2008 (1)	% изм
Выручка	408,7	463,1	13,3
EBITDA	112,8	115,2	2,1
Чист.приб.	57,4	58,7	2,3
EBITDA рент,%	27,6	24,9	-9,8

**Нутритек****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 349.99

Расчетная цена: 1669

Потенциал: + 199,5

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	373,2	390,6	4,4
EBITDA	68,4	79,2	15,8
Чист.приб.	27,8	25,5	16,7
EBITDA рент,%	18,3	20,3	10,9

**6. Потребительский сектор**

Компании потребительского сектора в течение августа-сентября демонстрировали негативную динамику, но некоторые из них упали намного меньше «голубых фишек».

В лидерах падения по итогам августа-сентября были акции «Вимм-Билль-Данна». По итогам первого полугодия 2008 года компания показала результаты ниже ожидаемых, что было связано с повышением цен на сырье для молочного производства, и в результате привело к снижению рентабельности молочного производства. А вот сегмент детского питания показал высокие результаты, выручка по которому увеличилась более чем на 65%.

«Магнит» опубликовал сильные финансовые результаты по итогам первого полугодия 2008 года. Выручка компании увеличилась более чем на 50%, валовая прибыль выросла на 67%. В этом году компания активно открывает один гипермаркет за другим. За 7 месяцев текущего года было открыто 10 гипермаркетов, до конца года менеджмент обещает открыть еще не менее 9, что по итогам года должно позитивно отразиться на финансовых показателях «Магнита». Несмотря на сильную отчетность котировки Магнита показали снижение в пределах 20%.

Самое большое разочарование ждало акционеров «Аптечная сеть "36.6"», которая за август-сентябрь потеряла около 60%. Вышедшая отчетность сети за первое полугодие 2008 г. не принесла оптимизма: несмотря на продажу Европейского Медицинского Центра, сеть продолжает показывать убыток (\$8,1 млн за период).

Нутринвестхолдинг обнародовал неплохие операционные показатели, свидетельствующие о росте продаж на 23% в натуральном выражении. Акции компании на данное событие никак не отреагировали. Вероятно, инвесторы хотят дождаться финансовых результатов за 2008 год, чтобы оценить результаты работы группы на рынке Азии.

Концерн Калина опубликовал отчетность за первое полугодие 2008 г., подготовленную по МСФО. Компания продемонстрировала высокие темпы роста выручки по сравнению с себестоимостью, что стало причиной роста валовой рентабельности. Калина отмечает в числе главных причин роста выручки повышение средних отпускных цен на 15% и эффективную рекламную кампанию. В то же время рост коммерческих и административных расходов и расходов по обслуживанию долга обусловили снижение рентабельности. В своих прогнозах компания обращает внимание на ожиданиях более высокой себестоимости по итогам года.

Разгуляй**Рекомендация: покупать**

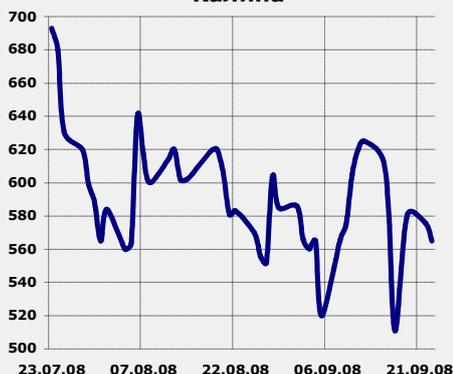
Текущая цена: 96,49
 Расчетная цена: 152,00
 Потенциал: + 57,5%

Млн. долл.	2006	2007	% изм
Выручка	846,2	1 213,7	43,4
ЕБИТДА	88,7	184,0	107,3
Чист.приб.	34,0	48,1	41,7
ЕБИТДА рент,%	10,5	15,2	44,6

Разгуляй**Калина****Рекомендация: покупать**

Текущая цена: 563.03
 Расчетная цена: 759.00
 Потенциал: + 34.3%

Млн. долл.	2007 (1H)	2008 (1H)	% изм
Выручка	188.0	228.3	21.4
ЕБИТДА	27.5	31.2	13.5
Чист.приб.	13.9	13.6	-2.2
ЕБИТДА рент,%	14.6	13.7	6.6

Калина

Финансовые результаты Балтики за 1 полугодие 2008 года оказались выше ожиданий. Чистая прибыль выросла на 13,5%, выручка на 16,8%. Несмотря на замедление темпов роста пивного рынка компания демонстрирует увеличение объема продаж на 6,1%.

Инвестиционные идеи:

Магнит: в этом году компания активно развивает экспансию, уверенно открывая один гипермаркет за другим. За 7 месяцев текущего года было открыто 10 гипермаркетов, до конца года менеджмент обещает открыть еще не менее 9, что по итогам года должно позитивно отразиться на финансовых показателях компании.

Нутритек: компания может извлечь выгоду из высоких темпов роста рынка детского питания. У Нутритека интересные проекты в Юго-Восточной Азии.

Балтика: несмотря на насыщение пивного рынка, компания показывает темпы роста, превышающие темпы роста рынка. Компания характеризуется низкой долговой нагрузкой и выплачивает 50% прибыли в форме дивидендов.

В млн. долл.	Выручка, в млн. \$		Чистая прибыль, в млн. \$		ROE, %	
	2007	2008П	2007	2008П	2007	2008П
Магнит	81 891	115 941	9 511	20 489	22,8	16,7
Калина	81 891	115 941	9 511	20 489	15,0	24,8
Нутритек	93 542	111 645	27 202	31 866	8,3	4,1
Балтика	13 944	18 925	1 693	1 435	29,8	17,0
Аптеки 36,6	21 100	-	4 143	-	отриц	-

7. Сравнительные коэффициенты компаний

	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			ROE		
	2007	2008	2009П	2007	2008	2009П	2007	2008	2009П	2007	2008	2009П
Нефть и газ												
Газпром	3,0	1,8	2,5	8,5	3,9	4,2	13,1	5,9	4,9	17,8	17,3	28,6
Лукойл	0,9	0,5	0,6	5,3	1,9	1,9	8,0	4,4	4,9	22,8	24,1	25,0
Роснефть	2,3	1,3	1,4	10,3	5,0	4,6	17,7	6,7	6,2	45,2	24,8	26,0
Газпромнефть	1,4	0,7	0,7	4,5	2,4	2,5	6,6	3,3	4,5	39,7	43,7	43,7
Татнефть	1,1	0,5	0,7	8,5	4,1	4,8	9,9	4,0	7,0	13,8	11,7	15,7
Металлургия												
Нор. Никель	2,4	2,2	2,6	5,3	3,3	4,7	5,2	6,0	7,7	36,0	25,0	19,0
Полюс Золото	11,5	3,5	5,7	26,4	8,0	16,6	29,0	13,8	32,3	9,8	8,3	4,7
Полиметалл	6,4	3,2	4,8	2,07	7,3	9,8	36,1	14,0	15,0	25,6	16,4	19,3
Распадская	6,5	3,6	6,4	10,3	5,4	10,3	19,9	6,5	12,9	22,4	50,2	40,5
Северсталь	1,2	0,6	0,7	4,3	2,6	2,9	8,8	5,0	4,9	19,3	17,9	19,4
Телекоммуникации												
МТС	3,5	1,9	2,4	6,8	5,7	4,8	17,5	11,2	9,3	38,1	39,2	29,3
АФК Система	2,2	0,5	1,0	5,3	3,6	2,8	5,6	9,0	7,4	20,7	18,4	18,0
Центртелеком	2,1	0,3	0,9	4,1	2,6	2,2	8,5	9,6	6,5	18,6	24,9	25,0
Сибирьтелеком	1,9	1,3	0,8	5,1	3,6	3,0	9,4	12,6	9,0	12,9	12,6	14,0
Потребительский сектор												
Балтика	3,8	1,3	1,7	11,9	6,2	8,4	17,3	8,6	11,7	29,8	17,0	16,2
Калина	1,1	0,5	0,7	8,8	4,6	4,0	6,7	7,4	5,9	15,0	24,8	24,0
Аптеки 36,6	1,2	-	-	31,1	-	-	отриц	-	-	отриц	-	-
Разгуляй	1,1	0,4	0,5	17,6	10,8	8,5	39,2	22,8	16,5	22,8	16,7	18,7
Магнит	1,0	0,5	0,3	17,6	10,8	8,5	39,2	22,8	16,5	22,8	16,7	18,7
Нутритек	1,8	0,7	0,9	11,7	4,8	13,5	41,8	16,7	38,5	8,3	4,1	5,5

	P/ BV			Рост прибыли			P/E			ROE		
	2007	2008O	2009п	2007	2008	2009П	2007	2008	2009П	2007	2008	2009П
Банки												
Сбербанк	3,5	1,2	1,9	28,6	27,9	20,1	28,4	8,3	15,7	16,7	14,1	12,1
ВТБ	2,2	0,8	1,4	28,4	40,0	21,0	21,5	9,0	18,0	9,2	12,0	13,2

8. Динамика курсов акций и рекомендации

Эмитент	Цена	Изменение цены			Max год	Min год	Цель	Потенциал %
		месяц	С начала года	За год				
Нефть и газ								
Лукойл	1648,99	-30,08	-26,08	-22,56	2686,00	1366,00	2453,00	48,76
Газпром	202,97	-42,40	-73,76	-34,13	367,40	160,99	420,00	106,93
Газпромнефть	116,21	-50,59	-34,54	12,25	190,10	95,00	141,00	21,33
Роснефть	195,98	-27,56	-16,21	-10,67	288,80	128,50	-	-
Татнефть	99,70	-56,67	-55,07	-31,50	189,41	71,99	165,00	65,50
Цветная металлургия								
ГМК Норильский никель	3290,00	-54,47	-95,14	-89,36	7620,50	3051,00	3920,00	19,15
Полюс Золото	504,96	-141,90	-128,33	-120,81	2180,02	357,00	852,00	68,73
Полиметалл	133,00	-53,87	-39,85	-21,39	227,50	82,00	239,00	79,70
Черная металлургия								
Северсталь	349,86	-34,34	-61,71	-42,81	655,01	319,99	437,00	24,91
НЛМК	63,00	-80,16	-66,03	-32,78	132,41	50,00	183,00	190,48
ММК	18,95	-48,81	-67,82	-52,77	34,29	17,40	26,80	41,42
Распадская	140,00	-41,93	-13,93	30,36	247,00	94,55	237,00	69,29
Банковский сектор								
Сбербанк АО	42,80	-77,34	-137,97	-137,92	109,90	32,55	77,00	79,91
Сбербанк АП	22,40	-92,72	-210,80	-204,55	76,15	14,72	46,00	105,36
ВТБ	0,05	-71,43	-141,47	-140,67	0,13	0,03	0,10	98,41
Телекоммуникации								
МТС	220,02	-23,63	-70,33	-30,67	379,80	180,10	357,00	62,26
АФК Система	16,20	-85,49	-156,48	-105,56	46,20	14,50	45,00	177,78
Центртелеком АО	8,01	-72,31	-182,72	-185,30	24,00	6,25	14,56	81,80
Сибирьтелеком АО	0,88	-117,84	-228,98	-168,75	3,12	0,74	2,32	163,64
Волгателеком	43,45	-116,09	-230,86	-172,11	156,10	37,00	-	-
Потребительский сектор								
Балтика	785,00	-28,03	-53,50	-51,59	1240,00	600,00	1215,00	54,78
Магнит	820,00	-35,98	-59,76	-28,41	1379,00	750,00	700,00	-14,63
Седьмой Континент	700,00	12,46	7,86	9,72	700,00	540,00	446,00	-36,29
ВБД	835,00	-82,61	-166,78	-147,90	2278,00	810,00	1500,00	79,64
Лебедянский	2120,00	8,96	-4,48	-6,04	2340,00	1856,00	1900,00	-10,38
Калина	565,00	-22,65	-75,40	-55,22	1075,00	511,01	759,00	34,34
Аптеки 36,6	297,99	-151,69	-497,00	-520,83	1963,15	235,00	-	-
Разгуляй	96,80	-83,87	-76,34	-5,99	222,50	78,00	152,00	57,02
Нутритек	349,99	-71,43	-265,72	-227,15	1330,00	310,00	1358,00	288,01
Минеральные удобрения								
Уралкалий	190,00	-50,84	3,34	-	-	-	189,00	-0,53
Акрон	1221,01	-122,52	-16,38	50,62	2985,00	593,39	-	-

Контактные данные

Управление Рынков ОАО ДнБ НОР Мончебанк		+7 (815 2)
Начальник Управления	Святенко Алексей Александрович	555-338 <i>Svyatenko@monb.com</i>
Отдел торговли акциями		
Начальник отдела	Якубенко Андрей Ростиславович	555-359 <i>Yakubenko@monb.com</i>
Главный трейдер	Мельник Александр Иванович	555-385 <i>Melnick@monb.com</i>
Отдел Казначейских операций		
Начальник отдела	Сбитнев Александр Валерьевич	555-323 <i>Sbitnev@monb.com</i>
Главный дилер	Хохлов Денис Викторович	555-355 <i>Hohlov@monb.com</i>
Дилер	Калныш Александр Юрьевич	555-323 <i>Kalnish@monb.com</i>
Депозитарий		
Начальник депозитария	Кальгина Ольга Анатольевна	555-370 <i>Kalgina@monb.com</i>
Экономист	Лисицинский Антон Владимирович	555-370 <i>Lis@monb.com</i>
Сектор внутреннего учета операций с ценными бумагами		
Старший экономист	Молчанов Павел Юрьевич	555-309 <i>Molchanov@monb.com</i>
Аналитик	Грицаенко Роман Анатольевич	555-309 <i>Gritsaenko@monb.com</i>

Этот обзор подготовлен Управлением Рынков ОАО «ДнБ НОР Мончебанк». Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Оценки и мнения, опубликованные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков ОАО «ДнБ НОР Мончебанк» в отношении анализируемых инструментов и эмитентов. При написании данного обзора использовалась информация, полученная из открытых источников, которые ОАО «ДнБ НОР Мончебанк» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее, ОАО «ДнБ НОР Мончебанк» не гарантирует абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и оставляет за собой право изменять предоставленные данные без предварительного уведомления.