

Стратегия. IVQ 2008

Sale или Alles?

Октябрь 2008



Аналитический отдел
Москва, Проспект Мира, 69/1
+7 (495) 785 5336
info@msk.bcs.ru

Содержание

	стр
Стратегия	3
Наши фавориты	17
Нефть и газ	21
Потребительский сектор	24
Девелопмент	29
Банковский сектор	32
Металлы и добыча	37
Электроэнергетика	38
Химия: производство удобрений	42
Производство шин	47
Ядерное топливо	48
Транспорт	49
Машиностроение	53
Телекоммуникации	57
Медиа	59

Стратегия

Наш прогноз

Фондовый рынок

Наш основной сценарий динамики индекса РТС предусматривает следующее его изменение: в конце октября – начале ноября возможна резкая коррекция в район 1200 пунктов. Сейчас сложно сказать, с какой отметки это произойдет, не исключено, что с 500 пунктов. Переход рынка в «бычью» территорию, по нашей оценке, возможен лишь летом следующего года из диапазона 1200-1700 пунктов по индексу РТС.

Собственно, основной сценарий является в то же время и наиболее оптимистичным, так как на данный момент представить себе, что индекс РТС может двинуться в район 2000 пунктов до конца года, крайне сложно.

Худший сценарий развития ситуации, вероятность которого мы оцениваем не более 15%, нам видится в дальнейшем снижении индекса РТС, когда при высокой волатильности рынок попадает в нисходящий понижательный тренд на пару лет.

Экономика РФ

Российская экономика имеет достаточный запас прочности, чтобы не сползти в рецессию, однако очевидно, что в ней произойдут в ближайшее время серьезные изменения. Первое из них коснется источников финансирования экономического роста: на смену внешним заимствованиям и доходам от экспорта нефти и газа должны прийти внутренние ресурсы в виде средств населения, Пенсионного фонда и компаний. Второе относится к темпам роста экономики, которые явно замедлятся на фоне финансового кризиса, в результате чего потребуются дополнительное стимулирование экономики. Например, за счет увеличения оборонного заказа, что также будет отвечать меняющейся геополитической обстановке в мире.

Мировая экономика

Для мировой экономики финансовый кризис означает как минимум стагнацию, а для отдельных развитых стран рецессию. Мы убеждены, что кризис затронет главную основу экономического роста последних во главе с США – потребительские расходы. В текущих условиях модель потребительского поведения будет смещаться от потребления к сбережению, что неизбежно заставит компании еще больше сокращать не только капитальные вложения, но и зарплаты и персонал. Определенные надежды есть на развивающиеся рынки, где потребительский спрос не должен снизиться столь заметно, но и они, вероятно, не смогут компенсировать падение. В то же время они будут все больше полагаться на внутренний спрос и торговлю между собой.

Геополитика

По сути, для запуска экономического маховика Америка может рассчитывать только на военные действия и транснациональные корпорации. В этом случае 2010 год может принести определенные плоды. Однако ситуация показывает, что уже начался процесс постепенной потери влияния США на остальной мир, и остановить его невозможно. Срок его завершения зависит только от того, как долго мир, и в первую очередь Япония и Китай, готов кредитовать США. Ситуация в Европе более сложная, ведь она не может воспользоваться подобными способами решения проблем, а значит, ей придется ждать нормализации ситуации в США. За это время Старому Свету необходимо решить самый сложный вопрос об отношениях с Россией, особенно в энергетической сфере. России, к сожалению, тоже придется делать выбор о том, на Запад или Восток направить дополнительные объемы ресурсов. Таким образом, глобальный финансовый кризис стимулировал общемировые перемены, переход к новой парадигме отношений. И решения сейчас приниматься будут необычно оперативно даже на политическом уровне, ведь часы тикают для всех стран очень быстро.

Фондовый рынок

Оценка PE изменилась

Строго говоря, основным фактором, приведшим к падению котировок в третьем квартале (заскоки вниз из-за неплатежей по сделкам РЕПО не в счет), была переоценка инвесторами коэффициента P/E для индекса РТС в сторону понижения. К столь резкому шагу могли привести несколько причин.

Вклад различных параметров в изменение индекса РТС

	IIIQ08	IIQ08	IQ08	2007	2006
Earnings change	-7.9%	17.2%	12.1%	13.5%	33.0%
P/E change	-47.1%	-4.7%	-18.3%	14.5%	44.0%
Currency	7.6%	-0.4%	-4.3%	-6.8%	-7.0%
Index change	-47.4%	12.1%	-10.5%	21.2%	70.0%
Значение индекса РТС	1212	2303	2049	2291	

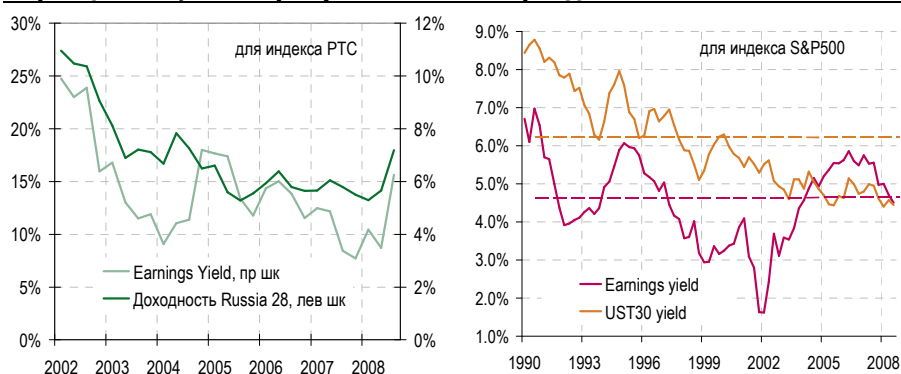
Источник: Bloomberg, РТС, расчеты БКС

Кризис ликвидности

Во-первых, резкая потребность в денежных средствах в мировом масштабе заставила инвесторов в срочном порядке закрывать позиции, в том числе и на развивающихся рынках. К сожалению, проблемы коснулись не только ликвидности, иначе рынок быстро бы восстановился, после того как центральные банки накачали ликвидностью все каналы денежного обращения. Кризис распространился еще и на компании, что дало более серьезные основания для переоценки P/E в сторону понижения.

Во-вторых, и это тоже похоже на правду, снижение котировок еврооблигаций, рост доходности по ним, а вместе с этим и показателя Earnings yield заставили инвесторов меньше платить за единицу чистой прибыли компаний. Интересно, что на некоторых развитых рынках (США, например) при снижении доходности государственных облигаций коэффициент P/E тоже двинулся вниз. Очевидно, вмешался еще такой фактор, как ослабление склонности к риску. Для российского рынка, где эффект flight to quality не наблюдается, это может стать миной замедленного действия в случае, если мировой экономический кризис затянется.

Переоценка P/E в сторону понижения оправдана



Источник: Bloomberg, РТС, расчеты БКС

Прибыли компаний сократятся

Третья причина кроется в переоценке ожидаемых темпов роста прибылей российских компаний. Действительно, финансовый кризис не только увеличивает стоимость обслуживания долга, но и негативно сказывается на продажах (опасения этого выразились в сокращении коэффициента P/S), что в итоге приводит к снижению чистой прибыли. Довод очень веский, и все же он полностью не объясняет сложившуюся ситуацию, потому что акции компаний с очень хорошо прогнозируемыми финансовыми результатами (например, НОВАТЭКа) упали в цене не меньше остальных.

Так ли существенно вырос риск непосредственно России?

Четвертая причина падения оценки P/E – рост рискованности рынка акций, что выражается в увеличении стоимости собственного капитала, которая оказывает основное влияние на оценку справедливого уровня коэффициента P/E. По нашим расчетам, стоимость собственного капитала должна была повыситься примерно вдвое при одновременном сокращении оценки долгосрочных темпов роста и ROE. При этом мы не разделяем общую точку зрения о том, что стоимость капитала выросла только благодаря усилению геополитических рисков России вследствие августовских событий на Кавказе.

После конфликта в Южной Осетии многие наблюдатели повысили страновую премию за риск для России, ссылаясь на геополитические риски. При этом зачастую ее размер определялся только на основании экспертной оценки.

Мы считаем, что страновая премия практически не увеличилась

Однако мы полагаем, что страновая премия за риск практически не увеличилась. Основная причина повышения рискованности фондового рынка кроется в росте требуемой доходности от фондового рынка в целом, безотносительно к его географической привязке. Это стало прямым следствием стремительного подъема котировок на развивающихся рынках в последние годы, а также уникальной ситуации, когда активы всех классов и степени риска росли в цене. Например, удвоение стоимости барреля нефти за год заставило инвесторов по-другому взглянуть на доходность акций нефтяных компаний. Безудержный рост цен на недвижимость и баснословные финансовые результаты хеджевых фондов также способствовали пересмотру отношения к акциям.

Мы убеждены, что говорить о существенном увеличении странового риска для России некорректно по следующим причинам. Во-первых, кредитные рейтинги нашей страны остались без изменения. Во-вторых, кроме жесткой непродолжительной риторики никаких конкретных санкций и действий в отношении России другими странами предпринято не было. В-третьих, несколько запоздалые действия властей по стабилизации отечественного денежного рынка, видимо, как раз связаны с тем, что вывод капитала в третьем квартале обусловлен больше событиями на Кавказе, нежели набирающим обороты мировым финансовым кризисом. В-четвертых, грузино-осетинский конфликт заботит инвесторов гораздо меньше, чем ожидание новых банкротств в банковско-инвестиционной сфере. Следует к тому же обратить внимание на то, что оценка странового риска многими наблюдателями очень субъективна. Это чрезвычайно удобно, так как дает аналитику большой простор для манипуляций этой оценкой.

Основные выводы

Разобравшись с причинами падения котировок, теперь перейдем к основным выводам, чтобы понять, что необходимо рынку для восстановления и когда это примерно может произойти.

Кризис будет затяжным, так как повреждены основные точки роста мировой экономики. Развивающимся рынкам, раз уж им не хватило времени, чтобы обезопасить себя от кризисов в развитых странах, придется смириться с замедлением темпов роста. Система взаимоотношений в мире будет перестраиваться теперь в ускоренном режиме, и первые плоды этого процесса появятся в первом полугодии 2010 года. Так как фондовый рынок начинает оживать за 6-9 месяцев до подъема экономики, можно рассчитывать на переход индекса РТС на «бычью» территорию летом 2009 года.

Восстановление доверия не только между банками, но и между корпорациями и потребителями является первостепенной задачей для успешного выхода из кризиса. В этом смысле объединение усилий различных стран представляется нам решающим фактором, а потому энергичные действия властей могут дать результат уже в ноябре. В противном случае мы будем наблюдать резкое падение потребительской активности со всеми вытекающими последствиями.

Аппетит к риску у инвесторов, очевидно, появится только после того, как относительно продолжительности кризиса будет какая-то ясность. На данный момент точно оценить его последствия и масштабы нет возможности, но, вероятно, к концу первого квартала 2009 года какая-то общая позиция по этому вопросу у участников рынка выработается.

Инвесторам придется смириться с мыслью, что фондовый рынок не является тем местом, где ежегодно можно удваивать свой капитал. Возврат к адекватному восприятию доходности и риска по различным инвестиционным активам даст возможность снизить стоимость собственного капитала для компаний и развиваться более активно.

Мировые цены на нефть будут оставаться одним из важнейших факторов для оценки будущего российской экономики, доходов компаний и сроков восстановления отечественного фондового рынка.

Есть ли «дно»?

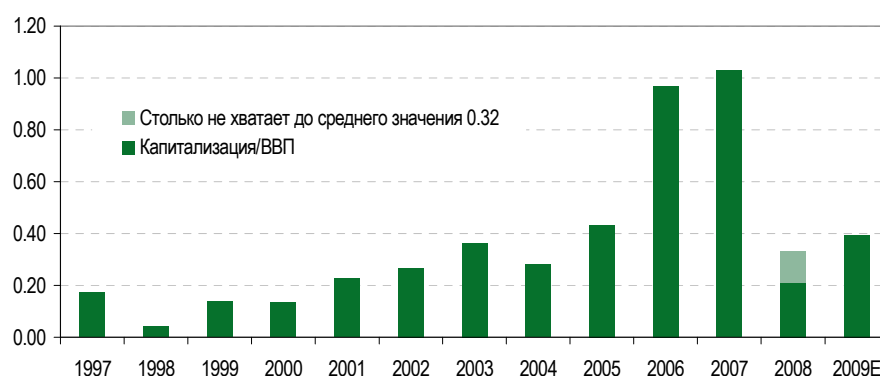
Где у рынка «дно», и есть ли оно вообще? На наш взгляд, существует несколько не связанных с фундаментальными факторами причин, которые делают оценку низшей точки движения индекса РТС весьма условной. Во-первых, доподлинно неизвестно, какие пакеты акций использованы некоторыми крупными бизнесменами в качестве залога под кредит. Технические дефолты могут заставить новых хозяев сбрасывать эти акции, приводя к остановкам торгов на бирже и пугая инвесторов. Во-вторых, это вынужденные продажи хеджевых фондов. На сегодняшний момент, по нашим оценкам, размер их позиций составляет более \$10 млрд. Соответственно, не стоит удивляться, если индекс РТС опустится ниже 500 пунктов, делая капитализацию того же Газпрома до неприличия маленькой.

Точка отсчета – 1200 пунктов по индексу РТС

Мы полагаем, что центральной точкой, на которую будет завязано движение российского фондового рынка в обозримом будущем, является уровень 1200 пунктов по индексу РТС. Это связано со следующими причинами.

Адекватность. Мы убеждены, что рост капитализации фондового рынка не должен проходить в сильном отрыве от фундаментальных показателей экономики. Тем более это невозможно на длительном промежутке времени, даже если инвесторы ожидают существенного увеличения темпов роста экономики. В этом смысле 1200 пунктов соответствуют отношению капитализации к ВВП на уровне 0.3. Это является адекватной оценкой, так как соответствует среднему уровню коэффициента за последние 10 лет. Сейчас отношение капитализации к ВВП для российского рынка составляет всего лишь 0.21.

Капитализация при текущем ВВП должна быть больше



Источник: РТС, ГКС, БКС

Важность. Уровень 1200 пунктов по индексу РТС является достаточно сильным и важным с точки зрения технического анализа. Во-первых, сюда приходит долгосрочный восходящий тренд, берущий свое начало еще в 2001 году. Во-вторых, это примерно 50% от исторического максимума. Именно после такого падения в прошлые кризисы индекс хорошо корректировался в сторону повышения. В-третьих, область 1000-1200 пунктов практически не «расторгована» рынком, тогда как на каждых пятистах пунктах индекс РТС задерживался на весьма продолжительное время.

Количественный анализ

Впервые за последние 10 лет российский рынок завершил третий квартал падением по индексу РТС более чем на 40%. При этом впервые в истории индекс РТС падал три месяца подряд на двузначную величину в процентах.

Для того чтобы закрыть четвертый квартал в позитивной территории, индексу РТС необходимо закончить год выше 1200 пунктов. Нам это кажется вполне реальным по соображениям, высказанным выше.

Статистика доходности индекса РТС по кварталам

	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Средняя доходность индекса РТС	16.5%	20.8%	-6.3%	16.2%
Стандартное отклонение	23%	55%	31%	35%
Риск/доходность	1.39	2.65	-4.85	2.15

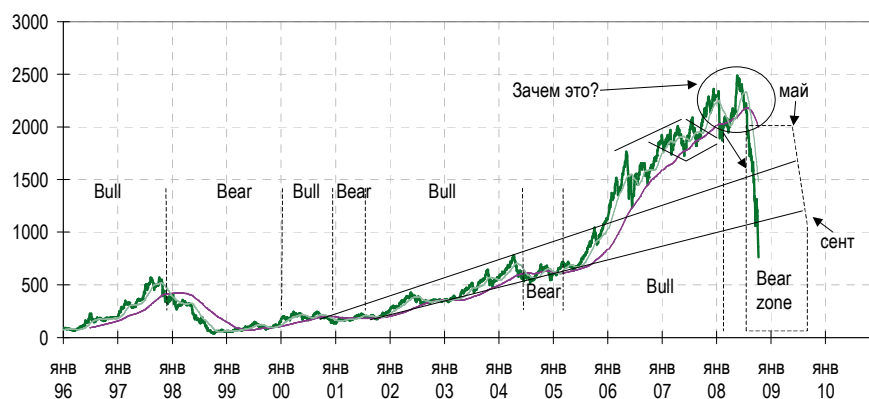
Источник: РТС, расчеты БКС

Четвертый квартал, по статистике, практически ничем не примечателен, за исключением декабря, который является самым доходным месяцем для российского фондового рынка. Средняя доходность по индексу РТС за этот период составляет 9.5%.

Технический взгляд

Технически все плохо. Может ли фондовый рынок упасть за полгода на 60%? Как мы видим, может, если вспомнить, что он за год может вырасти в 2.5 раза, как это произошло в 2005 году. Только верится в это... с трудом. В общем, пробив все мыслимые поддержки, индекс РТС скатился в «медвежью» территорию.

Технически «медвежий» рынок, видимо, продлится до мая 2009 года



Источник: Bloomberg, РТС, БКС

Строго говоря, непонятно, за счет чего индекс РТС смог обновить исторический максимум в мае после первого предупреждения в начале года. Обещанные тогда налоговые послабления для нефтяников не играли особой роли для капитализации сектора.

Растущего тренда придется подождать

Если основываться на данных графика, наиболее вероятным сценарием нам представляется резкая коррекция в район 1200 пунктов по индексу и дальнейшая стагнация вплоть до лета 2009 года, когда рынок выйдет в «бычий» тренд из диапазона 1200-1700 пунктов по РТС.

Наши рекомендации

В настоящее время недооцененность акций не является стимулом к их покупке. Инвесторам не нужны дешевые активы, им нужно то, что вырастет в цене, и желательно без риска. Поэтому мы рекомендуем следующее.

До конца года ориентироваться на спекулятивные операции на фондовом рынке либо приобрести надежные облигации. Среди акций лучше выбирать по принципу «мало долгов – господдержка – сильно упала в цене». Цель коррекции – 1200 пунктов по РТС.

Набирать осторожно долгосрочные длинные позиции с прицелом на конец 2009 года. «Ловить дно» в этом случае не стоит, так как шанса купить на уровне около 500 пунктов по РТС может не быть. Мы считаем, что рынок как минимум удвоится в течение двух лет.

Экономика России.

На данный момент различные сегменты экономики России еще только начинают чувствовать на себе мировой финансовый кризис. Пока они столкнулись лишь с проблемой кредитования, которая не сильно отразится на результатах 2008 года. Гораздо сложнее пройдет 2009 год, когда сжатие кредитования и сворачивание проектов подкосит прибыли компаний.

Кризис придет постепенно

Последствия кризиса будут захватывать отрасли постепенно, волнами, в зависимости от уровня долговой нагрузки сегмента в отношении к операционной прибыли компаний. Первыми уже пострадали банки.

Кредитоспособность российских отраслей

волна	Отрасль	Долг/EBITDA	Поддержка государства	
	Банки	n/a	В основном гос. банки	
I	Транспорт	3.9	Частичная	Критический уровень долга
	Сельское хозяйство	3.6	Полная	
II	Строительство	2.7*	Слабая	Критический уровень долга
	Розничная торговля	2.3	Слабая	
	Производство	2.1	Частичная	
	Электроэнергетика	2.0	Большинство	
III	Нефтехимия	1.9	Слабая	Нормальный уровень долга
	Фиксированная связь	1.9	Частичная	
	Девелопмент	1.8	Слабая	
	Сотовая связь	1.2	Нет	
	Продукты питания	1.1	Нет	
	Металлургия	1.0	Частичная	
IV	Нефть и газ	0.6	В основном гос. компании	Нормальный уровень долга
	Фармацевтика	0.4	Нет	
	Химия	0.1	Нет	

*без учета Главмосстроя, иначе – 6.7

Источник: компании, оценка БКС

Важным показателем является операционная прибыль, которую компании смогут генерировать по итогам 2009 года. Например, для девелоперов снижение цен на недвижимость (по нашим оценкам, падение может составить около 50%) означает пропорциональное сокращение EBITDA, что выводит коэффициент кредитоспособности на критический уровень. Похожая ситуация заставляет опасаться за розничную торговлю, строительство и промышленность.

Господдержка выходит на первый план

Ключевым моментом сейчас выступает поддержка государством компаний во время кризиса. По данным правительства РФ, ВЭБ готов предоставить российским банкам и компаниям, занимавшим средства за рубежом, кредиты общим лимитом \$50 млрд. Судя по графику платежей, этого вполне достаточно, чтобы как минимум до конца года быть спокойными за обслуживание внешнего долга.

Платежи по внешнему долгу, \$ млрд

	IVQ08	IQ09	IIQ09	IIIQ09	IVQ09	IQ10
Всего	39.8	25.1	14.4	14.9	24.5	14.3
Банки	15.2	11.6	6.3	6.7	10.4	4.3
Компании	23.9	12.5	7.6	7.2	13.6	8.9
Государство	0.7	1.0	0.5	1.0	0.5	1.1

Источник: ЦБ РФ

Определенные опасения вызывает снижение мировых цен на нефть. В случае если до конца года баррель не будет стоить дороже \$75, счет текущих операций может оказаться отрицательным уже по итогам IV квартала.

Отток капитала пока не критичен

Финансовый кризис заставил многие иностранные компании выводить средства из России, в результате чего по итогам III квартала произошел отток капитала в размере более \$16 млрд. Тем не менее пока есть основания рассчитывать на то, что по итогам года в России все-таки будет наблюдаться небольшой приток капитала.

Платежный баланс РФ (нефть не выше \$75/бар. до конца 2009 г.)

	2006	2007	IQ08	IIQ08	IIIQ08	IVQ08E	2008E	2009E
Счет текущих операций	94.3	76.6	37.5	26.2	27.7	-0.7	90.6	-3.0
Торговый баланс	139.2	128.7	50.0	51.9	51.4	22.9	176.2	65.0
Счет операций с кап. и фин. инстр.	5.8	74.8	-18.6	36.4	-17.5	6.0	6.3	16.0
Счет опер. с капиталом	0.2	-11.8	-0.1	0.2	0.2	-1.1	-0.7	-8.0
Фин. счет	5.6	86.6	-18.5	36.1	-17.7	7.1	7.0	24.0
Изменение межд. резервов	-107.5	-148.9	-12.1	-65.0	-8.8	-4.8	-90.6	-8.0
Сальдо	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Чистый отток частного сектора	42.1	82.2	-23.5	40.4	-16.6	0.6	0.9	44.0

Источник: ЦБ РФ, прогноз БКС

Предпосылок для бюджетного или валютного кризиса нет

Мы полагаем, что средние мировые цены на нефть устоят выше \$80/бар. в 2009 году, что в совокупности с притоком капитала, который будет стимулироваться государственной поддержкой ключевых секторов экономики, не окажет слишком негативного влияния на обменный курс рубля. Иными словами, предпосылок для резкой девальвации рубля нет, и проблема обменного курса не является первостепенной задачей. А поскольку российский денежный рынок (предложение на котором формируется в основном через валютный механизм) сильно зависит от торгового баланса, предложение денег в экономике будет оставаться высоким. Проблем с исполнением бюджета также не наблюдается.

В принципе Россия имеет сейчас достаточный запас прочности, чтобы не впасть в рецессию, и системный кризис ей не грозит.

Россия тогда и сейчас.

	1998	2008
Номинальный ВВП, \$ млрд	268.5	1727.5
Счет текущих операций, \$ млрд	0.2	113.5
Резервы, \$ млрд	12.2	589.9
Brent, \$/бар. (среднее за год)	12.7	110.3
Внешний долг РФ, \$ млрд	188.4	477.0
Из них частный сектор, \$ млрд	20.0	264.6
Из них банки, \$ млрд	10.0	171.4
Из них госдолг, \$ млрд	158.4	41.0
Эпицентр кризиса	Развивающиеся рынки	Развитые рынки

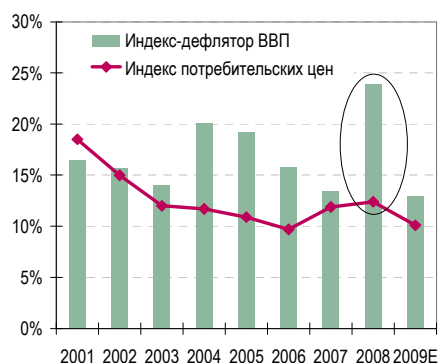
Источник: Bloomberg, РТС, ЦБ РФ, МЭРТ, БКС

Несмотря на отсутствие критической ситуации, мировой финансовый кризис предоставляет редкую возможность России для проведения реформ, продвижения на новые рынки, улучшения имиджа. Изменится и формат развития отечественной экономики, постепенно уходя от фондирования через изъятие ренты от экспорта углеводородов и внешних заимствований.

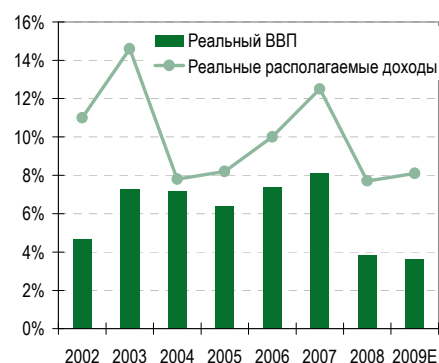
Темп роста экономики ощутимо замедлится

Мы полагаем, что Россия постепенно будет переходить к новой модели финансирования экономического развития, основанной на внутренних ресурсах. Это потребует определенного времени и будет сопряжено с существенным замедлением темпов роста ВВП. Если по итогам 2008 года увеличение данного показателя может составить более 7.1%, то в 2009-м мы ожидаем только 3.6%, а в 2010 году – 3.2% (и это при очень умеренном прогнозе индекса-дефлятора).

Реальный рост цен огромен



ВВП и доходы замедлят ход



Источник: ГКС, ЦБ РФ, МЭРТ, БКС

Инфляция

Еще одной проблемой является инфляция. О ее существовании все догадываются по индексу потребительских цен, однако истинная картина откроется, если обратить внимание на динамику индекса-дефлятора. Чем это грозит? В обычных условиях это всего лишь следствие увеличения денежной массы и роста цен производителей. Однако с учетом кризисных явлений в мировой экономике реальные располагаемые доходы населения прекратят свой стремительный рост.

Новые источники финансирования роста

Последние пять лет российская экономика подпитывалась дешевыми кредитными ресурсами из-за рубежа за счет корпоративных и банковских кредитов, объем которых достиг более 30% от ВВП. Дополнительно государство изымало нефтегазовую ренту, за счет чего ЦБ обеспечивал основной источник денежного предложения в стране. Помогал и приток иностранного капитала в Россию. Из трех источников сейчас остались только доходы от экспорта углеводородов, но и они в силу возможного снижения их стоимости не могут служить инструментом, на который можно полностью положиться.

Таким образом, в 2009 году нас ждет существенное замедление активности в строительстве, сокращение поступлений от экспорта нефти и газа, а также стагнация реальных располагаемых доходов населения, производства и розничной торговли. Это неминуемо повлечет замедление темпов роста ВВП в 2009 году. Распространится ли это на 2010 год, зависит от действий государства по переводу экономики на новые источники финансирования: средства населения, Пенсионного фонда и предприятий. По самым скромным оценкам, сейчас это более \$600 млрд.

\$160 млрд на спасение российской финансовой системы

Что касается ближайшего будущего, то определенные меры для противодействия кризису приняты, и они пока представляются вполне достаточными. Более того, учитывая, что объем выделяемых средств – всего около \$160 млрд, очевидно, что государство обладает пространством для маневра в виде международных резервов. План спасения российской финансовой системы выглядит следующим образом.

- \$50 млрд готов предоставить ВЭБ российским компаниям и банкам для рефинансирования внешней задолженности.
- В \$12 млрд оценивается эффект от смягчения нормативов обязательного резервирования для банков.
- \$5.5 млрд смогут получить дополнительно нефтяники от изменения порядка расчета экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты.
- До \$50 млрд увеличен предельный объем свободных средств бюджета, которые могут быть размещены на депозитах коммерческих банков.
- ФСФР изменила правила биржевых торгов. Удалось расшить возникшую систему неплатежей по сделкам РЕПО.
- Государственные гарантии по вкладам населения увеличены со 100 тыс. руб. до 700 тыс. руб.
- До \$20 млрд готово потратить государство на приобретение пакетов акций на открытом рынке.
- \$2.4 млрд доведены в уставный капитал АИЖК
- \$20 млрд доведены ЦБ РФ в уставный капитал Сбербанка.

Выводы

Исходя из вышесказанного, следует сделать следующие выводы.

Замедления темпов экономического роста не избежать, причем практически по всем направлениям.

Экономика России достаточно хорошо защищена, что многократно повышает привлекательность инвестиций в нашу страну после нормализации ситуации.

От государственного вмешательства будет зависеть очень многое, но, по нашим ощущениям, страна почувствует достаточность ликвидности только в начале 2009 года.

К сожалению, траектория движения экономики все еще сильно зависит от мировых цен на нефть.

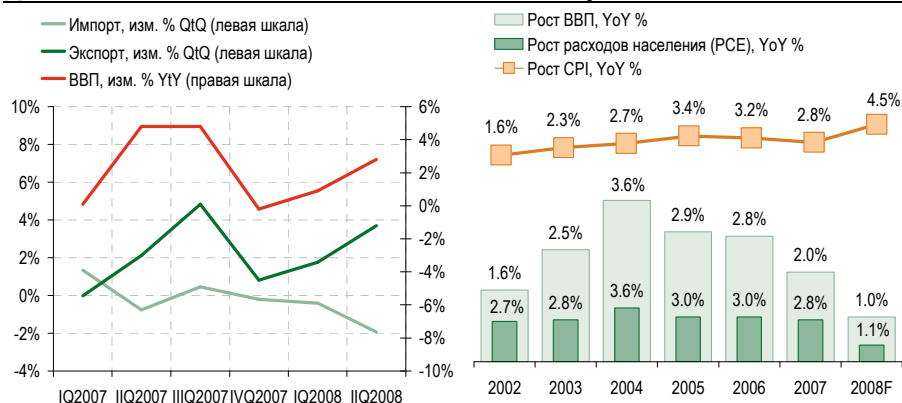
Макс Шеин
brit@msk.bcs.ru

Америка и Европа

США

В наступившем квартале мы не ожидаем каких-либо позитивных сюрпризов, касающихся экономической ситуации в США. **Существенное замедление темпов роста ВВП и усиление инфляционного давления на фоне продолжающейся борьбы за стабильность на финансовом рынке продолжат вызывать серьезные беспокойства у игроков и сдерживать инвестиции в развивающиеся рынки.**

Динамика основных экономических индикаторов

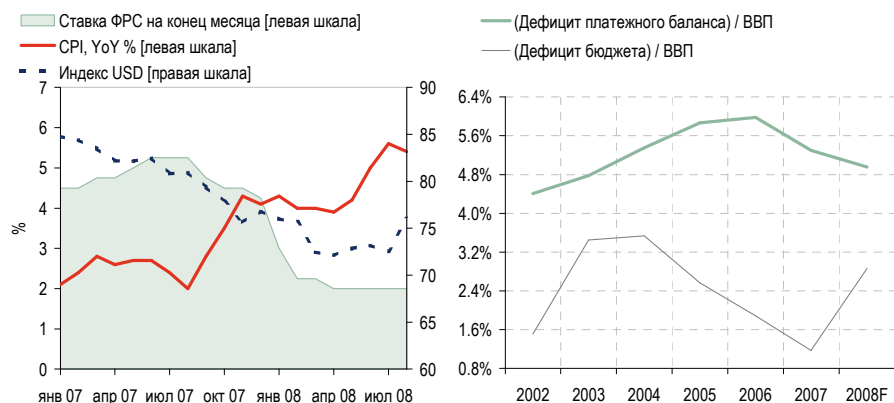


Источник: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, оценка БКС

Улучшение экономического климата США во II квартале – временное явление

Во II квартале США удалось несколько отдалиться от ожидаемой рецессии – рост экономики, по уточненным данным, составил 2.8% (против +0.9% в I квартале) и оказался максимальным с III квартала 2007 года. Рост ВВП оказался неожиданно высоким, однако он происходил преимущественно под влиянием опережающих темпов увеличения экспорта, что, в свою очередь, было спровоцировано не повышением объема экспортируемых товаров, а ослаблением курса доллара. В III квартале курс доллара демонстрировал обратную динамику – вывод средств из фондовых рынков и ресурсов (металлы, нефть) в государственные облигации США и денежную наличность спровоцировал укрепление американской валюты. Мы ожидаем, что период «сильного» доллара может продлиться до конца текущего года, поэтому влияние фактора поддержки роста ВВП США в виде увеличения стоимости экспорта, вероятнее всего, существенно ослабнет.

Дефициты торгового баланса и бюджета к ВВП



Источник: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, оценка БКС

Мы полагаем, что во второй половине текущего года негативное влияние на темпы роста экономики США будут оказывать следующие факторы:

- давление на темпы роста экспорта будет оказывать укрепление американской валюты, а также снижение спроса со стороны стран еврозоны и Японии (где также наблюдается существенное ухудшение экономической ситуации);
- продолжение ослабления внутреннего спроса (замедление темпов роста расходов населения в пользу увеличения объема сбережений под влиянием осложнений на рынке кредитования);
- неблагоприятная ситуация на рынке труда (уровень безработицы в США находится на пятилетнем максимуме);
- сохраняющаяся неблагоприятная ситуация на рынке недвижимости (несмотря на некоторое замедление темпов падения, цены на недвижимость продолжают снижаться; при этом продолжение конфискации залоговой недвижимости по-прежнему будет оказывать давление на цены);
- высокий уровень инфляции практически не оставляет шансов на дальнейшее снижение процентной ставки;
- продолжающаяся нестабильность на финансовых рынках.

Мы ожидаем, что темпы роста ВВП США по итогам 2008 года не превысят 1%, при этом в IV квартале рост американской экономики, вероятнее всего, будет отрицательным.

Высокие цены на нефть, а также экстренное снижение процентной ставки ФРС в октябре в целях поддержания кредитного рынка будут оказывать негативное влияние на уровень инфляции в США в IV квартале. **Мы полагаем, что по итогам 2008 года рост индекса потребительских цен составит не менее 4.5%.**

Снижение темпов экономического роста, усиление инфляционного давления вкупе с ослаблением налоговой нагрузки приведут к росту дефицита бюджета США до 2.9% к ВВП в 2008 году, что в конечном итоге окажет негативное влияние на размер государственного долга.

Динамика безработицы в США



Индикаторы рынка недвижимости



Источник: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, оценка БКС

Денис Мухин
dmuhin@msk.bcs.ru

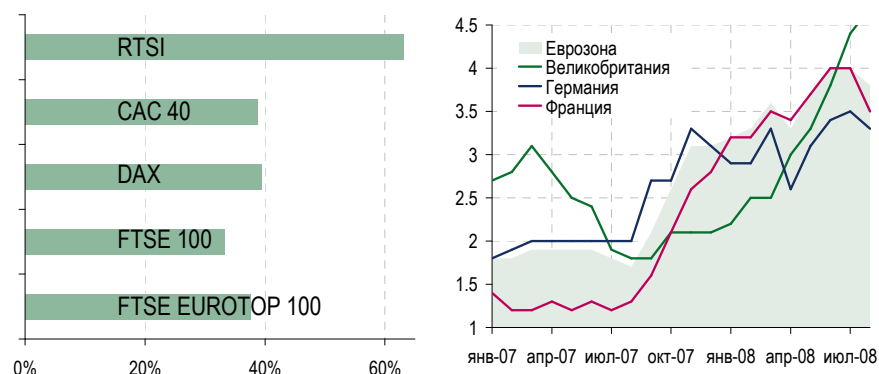
Европа

По сравнению с Западной Европой отечественный индекс продемонстрировал более существенное снижение. Большую часть падения мы объясняем влиянием ипотечного кризиса США на мировую экономику.

Замедление развития экономики Европы наблюдалось уже в 2007 году. В текущем году страны еврозоны столкнулись с более серьезным замедлением роста. Во втором квартале 2008 года их ВВП снизился на 0.2%, ВВП Германии уменьшился на 0.5%, во Франции данный показатель упал на 0.3%. Великобритании также не удалось обеспечить ранее заявленный рост экономики на 0.2%, показатель остался на уровне первого квартала.

Несмотря на замедление роста экономики, ЕЦБ продолжал удерживать базовую ставку на уровне 4.25%. Банк Англии также при выборе кредитно-денежной политики ставил инфляционные риски выше угрозы спада экономики. В августе инфляция в Великобритании достигла 4.7%, в еврозоне потребительские цены выросли на 3.8% относительно аналогичного периода 2007 года.

Снижение индексов с начала 2008 Рост CPI (YoY)



Источник: Bloomberg

*по данным на закрытие 09.10.2008

Ведущие страны снизили ставку на полпроцента

Но все же обострение финансового кризиса вынудило центральные банки пойти на сокращение базовых ставок. Центробанки Европы совместно с ФРС понизили уровень ставок на 0.5 процентных пункта. Ставка ФРС уменьшилась до 1.5%, ЕЦБ сократил базовую ставку до 3.75%, Банк Англии – до 4.5%. Но даже согласованные действия ведущих стран мира, скорее всего, не окажут положительного эффекта на рост экономик.

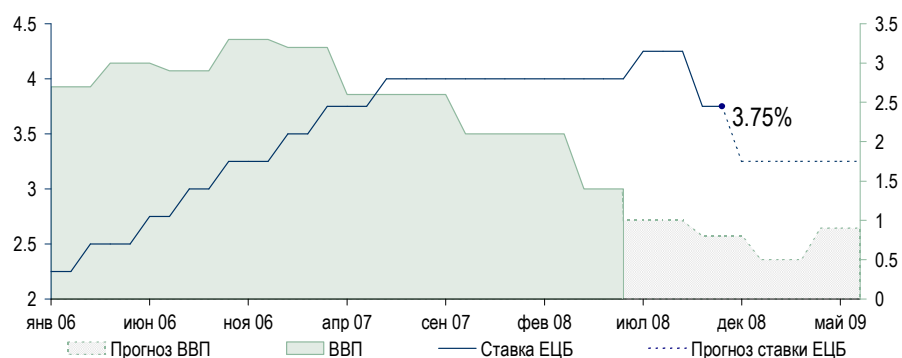
Падение цен на металлы и энергоресурсы уменьшает инфляционные риски, что позволит центральным банкам продолжить снижение процентных ставок. Мы считаем, что уже ближайшее время ЕЦБ может уменьшить ставку еще на полпроцента, до 3.25%. При таком развитии событий экономика еврозоны начнет постепенное восстановление, но темпы роста останутся на уровне 1%.

Для полного восстановления темпов развития экономики Европы необходимо более радикальное уменьшение ставок – вплоть до 2-2.5%. Мы полагаем, что инфляция не позволит ЕЦБ понизить ставку до таких уровней до 2010 года. В связи с этим мы не ожидаем значительного роста экономик еврозоны в течение 2009 года.

Относительно предыдущего года темп роста ВВП еврозоны во втором квартале снизился до 1.4%. Вероятно, уже в текущем году показатель опустится до 1%, а в первом квартале 2009 года рост экономики может замедлиться до 0.5%.

Темп роста ВВП еврозоны
снизится до 0.5%

Ставка ЕЦБ (левая шка.) и темп роста ВВП (правая шка.)



Источник: Bloomberg
Оценка: БКС

Мы считаем, что ЕЦБ и Банк Англии на время отошли от кредитно-денежной политики, направленной на сдерживание инфляции. В пользу сокращения инфляционных рисков сыграло падение цен на металлы и энергоресурсы. Продолжающееся снижение цен на товарных рынках позволит регулятору уменьшить базовые ставки еще на полпроцента.

Но инфляция все же останется на высоком уровне, поэтому мы полагаем, что ЕЦБ не сократит ставку ниже 3% даже в ущерб росту экономики. В том числе не стоит ожидать резкого сокращения ставок в Великобритании, где уровень инфляции достиг 4.7% и Банк Англии более критично относится к инфляционным рискам.

Замедление роста экономики Европы продолжит оказывать давление на европейские индексы, а инфляционные риски не позволят регуляторам существенно снизить уровень базовой ставки и уменьшить эффект спада экономического роста. Охлаждение европейской экономики, несомненно, скажется и на отечественном рынке.

Изменения ситуации мы ожидаем не ранее четвертого квартала 2009 года. Снижение экономической активности и стабилизация цен на энергоресурсы уменьшат инфляционные риски, что позволит значительно сократить базовые ставки. Рост ликвидности и более благоприятная ситуация в банковском секторе окажут оздоравливающее влияние на экономику Европы.

Андрей Полищук
apolishuk@msk.bcs.ru

Наши фавориты

В третьем квартале динамика портфеля рекомендованных акций сложилась отрицательной. Усиление мирового финансового кризиса и нарастание проблем с ликвидностью внутри России в сентябре негативно сказались на котировках акций «второго эшелона». Несмотря на кризис, нашему портфелю удалось вновь показать динамику лучше индекс РТС.

Динамика индекса РТС и рекомендуемого портфеля БКС

	Портфель BCS Top Picks	RTSi
IIIQ06	13.4%	3.7%
IVQ06	26.3%	24.0%
IQ07	13.0%	0.7%
IIQ07	0.4%	-2.0%
IIIQ07	15.6%	9.2%
IVQ07	20.8%	9.5%
IQ08	2.1%	-9.5%
IIQ08*	9.8%	9.5%
IIIQ08	-46.0%	-47.4%
TTM**	-26.9%	-42.9%
Средняя***	3.6%	-2.6%
Стандартное отклонение	21.2%	20.0%
Риск/доходность	5.89	-7.78

Источник: РТС, БКС

*изменение с 7 апреля 2008 года по 30 июня 2008 года

**trailing twelve months (последние 12 месяцев)

***средняя доходность за квартал

По итогам III квартала всего 11 из 26 рекомендованных акций показали динамику лучше индекса РТС.

Детализированный рекомендованный портфель

тикер	название	изм	тикер	название	изм
MRKC	МРСК	-42%	nmsz	Нижмашзавод	10%
MRKU	МРСК	-28%	MGNT	Магнит	-30%
HYDR	РусГидро	-61%	GCHE	Черкизово	-51%
vogz	Тверьоблгаз	-6%	NTRI	Нутритек	-76%
rtbg	Ростовоблгаз	-23%	LSRG	ЛСР	-68%
NOMPP	Новошип (прив.)	-31%	NVTK	НОВАТЭК	-38%
NKNC	Нижнекамскнефтехим	-52%	NLMK	НЛМК	-68%
kazt	Куйбышевазот	-41%	MTLR	Мечел	-62%
svav	SOLLERS	-52%	RASP	Распадская	-56%
kemz	КЭМЗ	-55%	SBER	Сбербанк	-46%
gaza	Группа ГАЗ	-64%	VZRZ	Возрождение	-49%
krko	Красный котельщик	-56%	ENCO	Сибирьтелеком	-64%
silm	Силовые машины	-20%	NNSI	Волгателеком	-67%

Портфель рекомендованных акций	-46.0%
RTSi	-47.0%

Мы выделяем следующие перспективные, на наш взгляд, акции на IV квартал 2008 года.

эмитент	тикер	ценовой ориентир, \$	потенциал роста, %	комментарий
ЛУКОЙЛ	LKOH	\$92.46	130%	Благодаря хорошо сбалансированной структуре активов (российские/зарубежные, добыча/переработка) бизнес компании отличается высокой устойчивостью к рискам, что не только защищает ее финансовые показатели, но и будет отыгрываться рынком при снижении общей волатильности. Кроме того, акционеры ЛУКОЙЛа активно проводят скупку акций компании, что может вызвать рост бумаг.
Газпром нефть	SIBN	пересмотр	150%	Как и многие игроки нефтегазового сектора, Газпром нефть отличается невысокой долговой нагрузкой и не испытывает проблем с финансированием. Компания продолжает демонстрировать высокий уровень рентабельности, превосходя основных конкурентов. Газпром нефть в последнее время переориентировала товарные потоки в сторону внутреннего рынка, что не только принесло ей рост рентабельности, но и сделало ее устойчивой к неблагоприятному изменению конъюнктуры на внешнем рынке. Также компания больше других нефтяников выиграет от налоговых послаблений и ожидаемого в ближайшее время выравнивания экспортных пошлин. Помимо этого положительным моментом может стать выкуп опциона Газпромом у итальянской Eni, который, по планам компании, должен произойти до апреля 2009 года.
НОВАТЭК	nvtk	\$9.7	200%	Хорошая производственная динамика (рост 9.2% по итогам девяти месяцев и плановый годовой рост в 10%), а также начало добычи на одном из крупнейших месторождений говорят о том, что компания быстро капитализирует выгоды от улучшения ситуации на рынке. Уровень долговой нагрузки значительно ниже среднего показателя по отрасли.
Сургутнефтегаз	SNGS	\$1.55	200%	Сургутнефтегаз обладает самым низким уровнем долговой нагрузки в отрасли, что делает его более устойчивым по отношению к негативным факторам внешней среды. Недавний запуск Талаканского месторождения делает возможным преодоление стагнации в добыче, что было характерно для компании в последние годы, а также ее переход на уверенные темпы роста, что может быть сравнительно быстро отображено в повышении котировок. Кроме того, Сургутнефтегаз обещает заплатить хорошие дивиденды по итогам года. Если размер дивидендов не будет снижен по сравнению с прошлым годом, дивидендная доходность составит 15-19%. Если же компания сократит их размер, дивидендные выплаты все равно останутся сравнительно высокими – на уровне 7-9%.
Транснефть	TRNFP	пересмотр	пересмотр	Правительство пообещало, что финансовый кризис не скажется на реализации главных геополитических нефтегазовых проектов, что особенно важно для Татнефти. Обещанная властями масштабная финансовая поддержка компании, монопольный характер ее бизнеса и гарантированные доходы за счет тарифов делают акции Транснефти привлекательными в спекулятивном плане. Кроме того, в ближайшее время правительство должно определиться с размерами повышения тарифов для компании на следующий год, что также окажет поддержку ее акциям.
Верофарм	VRPH	\$64	47%	Мы рекомендуем акции Верофарма для долгосрочных инвестиций. Компания характеризуется низким уровнем бизнес-риска и при этом высоким потенциалом роста. Деятельность Верофарма сконцентрирована главным образом в госпитальном сегменте, который мало подвержен влиянию проблем, присутствующих сейчас в экономике. Кроме того, расширение доли рецептурных препаратов в портфеле ЛС компании обеспечивает стабильно высокие темпы роста продаж и уровень валовой рентабельности более 65%. Кредитные риски также невысоки: отношение чистого долга к EBITDA '08 – меньше единицы.

эмитент	тикер	ценовой ориентир, \$	потенциал роста, %	комментарий
Дикси	DIXY	\$12.6	61%	Среди российских ретейлеров акции торговой сети Дикси торгуются сейчас с наибольшим дисконтом к зарубежным аналогам. При этом долговая нагрузка сети находится на нейтральном уровне (Net Debt/EBITDA '08 – около 2х), а доля краткосрочного долга невелика. В этом году сеть демонстрирует высокие темпы роста продаж (+48% по итогам 8 месяцев), существенно улучшая показатели рентабельности (+107% EBITDA за I полугодие 2008 года).
ПИК	PIKK	\$10.4	130%	Группа ПИК генерирует относительно стабильные денежные потоки по сравнению с другими публичными девелоперами и характеризуется нейтральным уровнем долга. Значительная доля проектов компании находится в регионах, что делает бизнес группы более защищенным от резкого снижения цен на недвижимость. Кроме того, до конца года ПИК намерен привлечь около \$1 млрд от крупного заказчика, предположительно от правительства Москвы. Также велики шансы на поддержку компании со стороны государства и госбанков.
ЛСР	LSRG	\$30.3	178%	За первые три квартала группа ЛСР значительно расширила свое присутствие за пределами Северо-Западного ФО, причем как в девелоперском направлении, так и в сегменте производства строительных материалов. Тем не менее акции ЛСР торгуются сейчас на уровне капитализации, которая вдвое ниже оценки только производственного сегмента, стоимость которого мы оцениваем в \$2 млрд. Т. е. девелоперский бизнес с портфелем проектов в \$6.6 млрд не учтен в нынешней цене акций. Наша долгосрочная оценка акций остается на уровне \$82.6 за бумагу, тем не менее мы не ожидаем, что она будет достигнута до конца года в нынешних рыночных условиях. Ценовой ориентир на ближайшие три месяца, по нашим оценкам, находится на уровне \$30.3 за акцию.
Мечел	MTLR	\$52.00	230%	Мы считаем, что спрос на продукцию компании будет поддержан как со стороны российского, так и со стороны зарубежных рынков. Мечел продолжает свой рост и не отказывается от планов по развитию активов. Мы считаем акции компании привлекательными, особенно при учете более чем 20-процентной дивидендной доходности за 2008 год по отношению к котировкам 30 сентября.
Распадская	RASP	\$10.49	156%	Распадская является одним из наиболее эффективных производителей коксующегося угля в мире. Однако по сравнительному анализу коэффициенты компании – одни из самых низких, что, по нашему мнению, не отражает перспектив роста ее доходов. Также мы считаем, что спрос на продукцию Распадской обеспечен на долгосрочную перспективу, в связи с чем мы не ждем снижения ее цен на коксующийся уголь ни до конца этого, ни в следующем году.
Белон	BLNG	5 935 руб.	101%	Продукция компании Белон не просто ориентирована на внутренний спрос, большая ее часть поставляется на ММК. С учетом наших прогнозов относительно стабильного развития Магнитки мы считаем, что Белон имеет возможность по сохранению устойчивого уровня сбыта. Однако акции компании выглядят сильно перепроданными относительно аналогов на развитых и развивающихся рынках.
ТМК	TRMK	\$10.43	81%	Снижение цен на листовую прокат позитивно отразится на себестоимости российских трубных компаний, крупнейшей из которых является ТМК. В то же время нефтяные компании не планируют сокращать объемы капитальных вложений на фоне высоких цен на нефть. Таким образом, мы считаем, что трубки могут оказаться в данной ситуации привлекательнее металлургов.

эмитент	тикер	ценовой ориентир, \$	потенциал роста, %	комментарий
Полиметалл	PMTL	\$9.01	125%	Несмотря на отставание котировок золота от котировок серебра, Полиметалл является одной из наиболее недооцененных компаний в секторе драгоценных металлов по показателю «стоимость компании/объем производства золотого эквивалента». К тому же его продукция фактически пользуется наилучшим спросом на мировом рынке во времена кризиса, и акции Полиметалла в связи с этим можно считать защитными.
НКНХ	NKNC	\$0.88	151%	Компания имеет амбициозные планы развития и демонстрирует отличные показатели текущей деятельности. Поддержку акциям Нижнекамскнефтехима помимо сильных фундаментальных показателей оказывает также высокий уровень ожидаемых дивидендов.
КЭМЗ	kemz	39	189%	Гидравлические устройства предприятия востребованы благодаря росту спроса на новые виды вооружений. Власти обновляют парк российской бронетехники, что отражается в росте гособоронзаказа. У силовых ведомств растет спрос на роботизированные устройства, изготавливаемые КЭМЗ для масштабного оснащения антитеррористических подразделений по всей стране.
Силовые машины	silm	0.25	85%	Темпы роста выпуска энергетического оборудования в течение трех-пяти лет будут составлять не менее 20% благодаря высокому спросу на оборудование для ТЭС, АЭС и ГЭС. Занимая монопольное положение по производству некоторых видов турбин, Силмашины обеспечены заказами на пять-семь лет. А уже в будущем году холдинг станет рентабельным, в том числе благодаря крупному контракту с Атомэнергопромом.
Нижмашзавод	nmsz	20	205%	У предприятия растет портфель заказов на военную технику, оборудование для энергетиков и нефтегазовых компаний. НМЗ также увеличивает размер дивидендов: за 2007 год выплаты на простые акции выросли в 4.7 раза, а на «префы» – в 4.4 раза. Чтобы справиться с новыми заказами, предприятие в несколько раз увеличивает свою инвестиционную программу.
Ростовоблгаз	rtbg	rev	+50%	Трудно предсказать, какова будет новая оценка Росимуществом акций Ростовоблгаза, но текущие котировки более чем в два раза ниже уровня предыдущей его оценки. Также мы считаем, что бумаги компании фундаментально недооценены рынком. В 2007 году чистая прибыль увеличилась в два раза, а средний тариф, установленный ФСТ на 2008 год, повысился на 24.5%.
Воронежоблгаз	vogz	4.7	+90%	Бумаги Воронежоблгаза могут резко подорожать после публикации новой оценки Росимущества. Сейчас его акции торгуются в 4 раза ниже предыдущей оценки Росимущества и на 90% ниже нашей оценки бумаг компании. Росту котировок Воронежоблгаза будут способствовать ожидания высокой оценки пакета для передачи Газпрому и фундаментальная недооцененность бумаг компании.

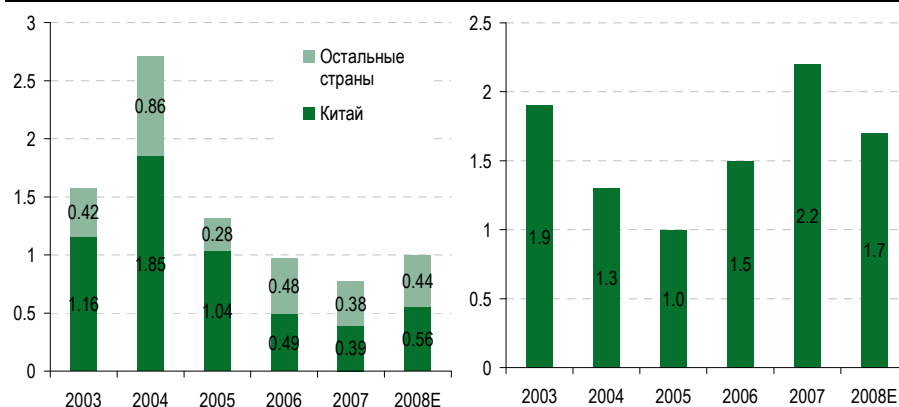
Нефть и газ

Фундаментальные факторы давят на нефтяные цены

Хотя в механизме установления цен на нефтяном рынке фундаментальные факторы в последние месяцы отошли на второй план и превалирующей функцией нефти стало хеджирование (в нефтяные фьючерсы было вложено \$39 млрд в период с июля по сентябрь), в четвертом квартале спрос и предложение стали вновь определяющими для движения цен вниз. Увеличение спроса замедлились в третьем квартале, причем главным образом из-за стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Сокращение темпов роста спроса на топливо закладывает бомбу под уровни нефтяных цен. Таким образом, если охлаждение мировой экономики продолжится не только в этом году, но и в следующем, мы увидим преобладание понижательной тенденции на рынке.

Однако пока у нефтяных цен есть небольшая передышка. Статистика сможет зафиксировать опасения замедления роста мировой экономики лишь предстоящей зимой, когда снижение темпов ее развития найдет свое наглядное выражение в цифрах уменьшения объемов потребления нефтепродуктов. Несмотря на превалирование ожиданий возможной стагнации и рецессии, показатели потребления нефти пока не подтверждают эти предположения. Но одновременно стоит отметить, что спрос на нефть будет во многом зависеть от природных условий. В четвертом квартале в любом случае мы увидим существенный рост закупок топлива, являющийся одним из характерных сезонных особенностей сектора. Этот квартал традиционно проходит под знаком увеличения спроса на нефть (прогноз – 88 млн баррелей в день против 86.5 млн в третьем), что является позитивным фактором.

Рост спроса на нефть, млн бар/д **Запас роста предложения, млн бар/д**



Источник: IEA, Bloomberg, данные компаний, прогноз БКС

Финансовые вливания поддержат спрос на нефть

Кроме того, в текущем квартале многое будет зависеть от эффективности финансовой поддержки экономик правительствами, что, в свою очередь, повлияет на темпы их развития, которые в конечном счете будут задавать тон котировкам нефти.

При этом фундаментальные факторы позволяют ценам проседать на 10-15% (последнее – в случае одновременного исполнения всех составляющих негативного сценария), однако такое падение будет краткосрочным, и прежде всего потому, что спрос на топливо в целом не стал снижаться.

В то же время отскок цен на более высокие уровни будет главным образом зависеть от текущей политики ОПЕК, которая в ответ на снижение стоимости нефти на 45% с июльских рекордов в \$147.27 созывает экстренную встречу

членов организации. Напомним, что плановое собрание ее участников должно было состояться в середине декабря, но, учитывая серьезность развернувшегося мирового финансового кризиса, а также снижение мирового спроса на нефть, было решено провести внеочередное заседание 18 ноября.

Соответственно, от жесткости решения ОПЕК относительно возможного уровня сокращения добычи нефти будет зависеть сила отскока нефтяных котировок. Впрочем, даже если картель предпримет кардинальные меры, отскок все равно может быть кратковременным, в случае если ослабление мирового спроса продолжится. Однако у ОПЕК есть все рычаги, чтобы контролировать степень снижения нефтяных цен с помощью производственных квот и не допускать их чрезмерного падения, к чему, вероятно, она и прибегнет. Таким образом, весь вопрос в том, насколько картель захочет поддерживать цены. Нельзя сбрасывать со счетов и то, что с помощью неофициальных источников он уже оповестил рынок о том, что будет комфортно работать и при \$45 за баррель. Однако, по нашему мнению, этот сценарий нереалистичен в 2008-2009 годах. Кроме того, по-прежнему одним из сильных факторов для нефтяных цен будет оставаться доллар, укрепления которого в ближайшей перспективе не предвидится.

Тем не менее все факторы говорят о том, что, даже если нефтяной рынок постигнут обвалы котировок, средняя в четвертом квартале с учетом сезонной поддержки спроса окажется не ниже \$84 за баррель. А это означает, что в годовом исчислении цена нефти превысит прошлогодний уровень почти на 44%.

Со снижением нефтяных котировок можно ожидать и некоторого сокращения доходов нефтяных компаний в четвертом квартале. Тем не менее падение цен на нефть не будет критичным для компаний, поскольку из-за прогрессивного налогообложения более низкие по сравнению с летними рекордами цены являются более комфортными для нефтяников, особенно учитывая запланированное правительством со следующего года снижение налогового бремени. Кроме того, благодаря устойчивости цен на внутреннем рынке, занимающем более 50% в структуре выручки нефтяных компаний, снижение цен на внешнем будет не столь чувствительно для их финансовых показателей. Отметим, что правительство продолжает предпринимать меры по поддержке сектора. Так, власти намерены провести унификацию экспортных пошлин для различных видов топлива (снижение отчислений с 73% до 54%), что играет на руку всем нефтяным мейджорам. Это в первую очередь положительно отразится на показателях рентабельности продаж Газпром нефти, а также ЛУКОЙЛа, Роснефти и Сургутнефтегаза.

Факторами поддержки нефтяных компаний в четвертом квартале могут стать некоторое сокращение цен на металлопродукцию, что отразится на затратах, и уменьшение темпов укрепления рубля по отношению к доллару. Кроме того, можно ожидать, что в условиях снижения общего уровня цен нефтяники будут иметь больше стимулов контролировать издержки в целом, что также способно увеличить рентабельность компаний в эпоху обвала рынков.

Мы также не исключаем того, что правительство, учитывая его благосклонность к сектору в целом, сделает еще несколько шагов навстречу нефтегазовым компаниям, в том числе в части дальнейшего снижения налогов, если не в этом, то в следующем году.

Отметим также, что мировыми нефтяными компаниями из-за произошедшего за последние три года роста затрат в качестве уровня поддержки цен называется показатель в \$60 на баррель. Таким образом, можно ожидать, что производители будут готовы защищать этот уровень с помощью всего арсенала средств, в том числе использования геополитических рычагов и неформального союзничества с ОПЕК.

Снижение цен благотворно для их собственной перспективы

Снижение цен на нефть само по себе благоприятно для будущих котировок и создания новых уровней поддержки. Текущие цены создают дополнительный спрос на нефть как хеджевый товар, что автоматически увеличивает общее потребление и способствует росту нефтяных котировок.

В то же время уже произошедшее снижение цен на нефть может оказать услугу всей мировой экономике и темпам ее развития, а в конечном счете и собственным уровням. Если высокие цены замедляют экономическое развитие, то их сокращение позитивно сказывается на темпах роста, что одновременно запускает механизм увеличения спроса на сырье и делает высокие цены фундаментально более сильными.

Российские нефтяные компании выглядят довольно устойчивыми на фоне обострения проблем с ликвидностью и долгами. Им присущ низкий уровень отношения долга к EBITDA, что позволяет сохранить имеющиеся в настоящий момент темпы развития без существенного увеличения стоимости капитала.

При текущих уровнях привлекательными выглядят все без исключения нефтяные компании. Наиболее недооцененными являются Газпром нефть, ТНК-ВР, Татнефть и ЛУКОЙЛ. Тем не менее, учитывая то, что нефтяному рынку будет присуща сильная волатильность в четвертом квартале, наиболее подходящим моментом для покупки акций станет период снижения цен на нефть, что вызовет дополнительное проседание котировок компаний. В то же время мы ожидаем от нефтяных компаний активного новостного фона, в том числе опубликования отчетности за третий квартал, который был рекордным по уровню цен, что позволяет рассчитывать на отскок котировок бумаг эшелона.

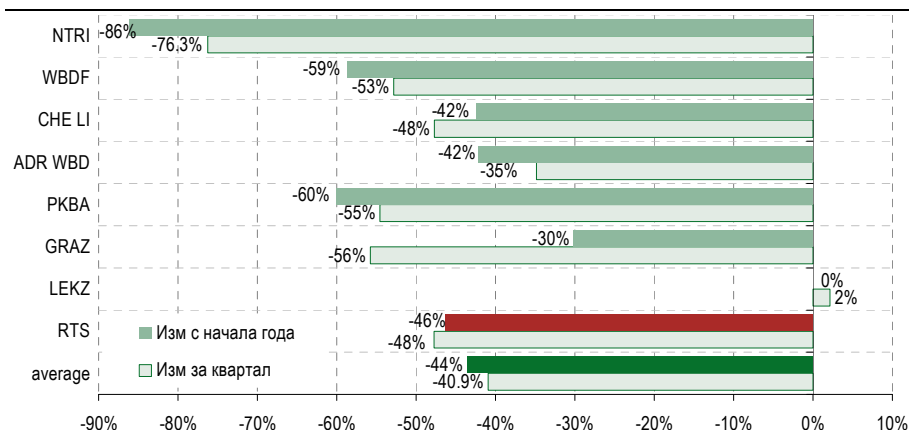
Екатерина Кравченко
ekravchenko@msk.bcs.ru

Потребительский сектор и розничная торговля

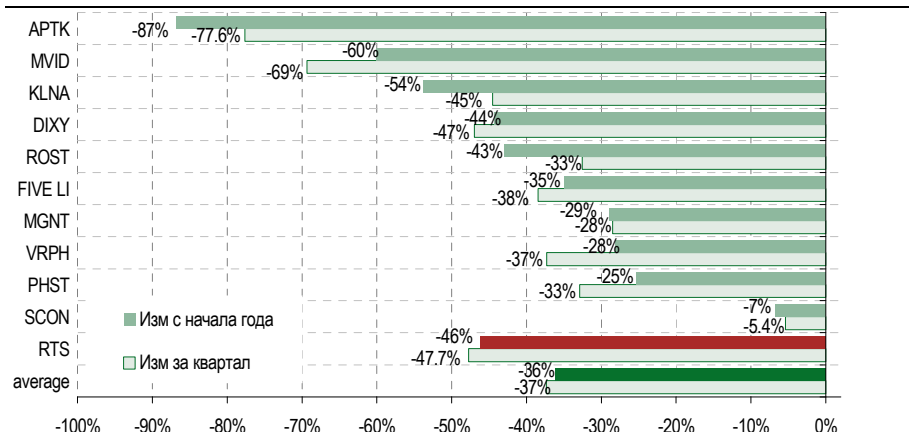
«Тихой гавани» не вышло

Как и всему рынку, акциям потребительского сектора третий квартал принес значительные потери. В положительной зоне сумели остаться лишь акции Лебедянского, устоявшие на уровнях, близких к цене оферты PepsiCo, которая завершила в конце августа сделку по его приобретению. В среднем же компании потребительского сектора потеряли в цене порядка 42%, что выглядит лишь незначительно лучше рынка: индекс РТС снизился более чем на 46% за 9 месяцев.

Акции производителей продуктов питания: итоги 9 месяцев 2008 года



Акции непродуктового сегмента: итоги 9 месяцев 2008 года



Источник: РТС, LSE, NYSE

Интересными для инвестиций мы считаем только акции сегментов фармацевтики и ретейла

После общего падения фондового рынка бумаги компаний потребительского сектора, розничной торговли и девелопмента торгуются с дисконтом по отношению к зарубежным аналогам. Однако не все акции мы считаем на сегодняшний день привлекательными для покупки. С позиций соотношения риска и потенциала роста, как с учетом последнего падения, так и фундаментальных предпосылок для роста, в качестве объекта возможных инвестиций мы выделяем акции двух сегментов: фармацевтики и розничная торговля. Помимо этого в качестве инвестиций с более высоким риском, но и с большей ожидаемой доходностью на долгосрочную перспективу мы рекомендуем для диверсификации портфеля акции нескольких крупных девелоперов с невысоким уровнем долговой нагрузки, чьи денежные потоки в большей степени защищены от возможного падения покупательской способности и цен на недвижимость.

Рост цен на сырье и снижение покупательской способности населения отрицательно сказываются на темпах роста продаж и рентабельности компаний-производителей продуктов питания

Высокие урожаи зерновых и падение цен негативно скажутся на показателях агрохолдингов

Сектор розничной торговли характеризуется наименьшими бизнес-рисками

Публичные ретейлеры в большинстве своем имеют низкий уровень долговой нагрузки

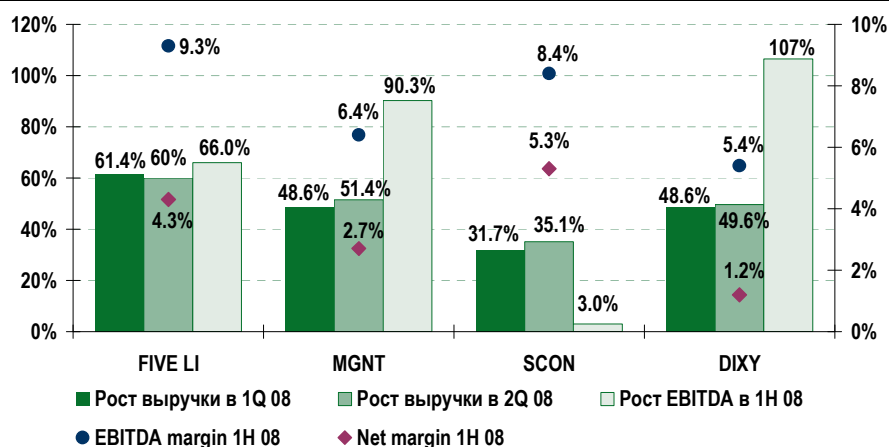
X5 и Магнит, которые весной 2008 года провели SPO, располагают достаточным запасом средств

Что касается акций производителей продуктов питания, то 2008 год станет для них не самым благополучным. Значительный рост инфляции и снижение покупательской способности в этом году негативно влияют на продажи компаний. В свою очередь, для производителей напитков и молочной продукции, а также переработчиков мяса рост цен на сырье, энергию и повышение транспортных тарифов оказывают существенное давление на их показатели рентабельности. С другой стороны, большой урожай зерновых в 2008 году привел к значительному падению цен на основные культуры. Соответственно, продажи и рентабельность агрохолдингов в этом году могут быть не столь высокими, как ожидалось ранее. С марта мировые цены на пшеницу упали почти на 50%, на овес – на 36%, более чем на 20% снизились цены на рис и муку. Положительным моментом является то, что высокие цены на зерно в прошлом году стимулировали значительное расширение посевных площадей и инвестиции в повышение их урожайности. В результате негативный эффект от снижения цен для ряда компаний будет сглажен качественным улучшением операционной деятельности.

Сектор розничной торговли характеризуется наименьшими бизнес-рисками по сравнению с производственным сегментом. Определенный уровень продаж розничным сетям население будет обеспечивать даже в период снижения покупательской способности. При этом отметим, что, по нашим оценкам, к значительному падению потребительского спроса в России нынешние проблемы в экономике не приведут. Крупнейшие ретейлеры, возможно, замедлят темпы расширения органическим путем в следующем году. Тем не менее на рынке сейчас появится много возможностей для поглощения. И крупнейшие игроки, на наш взгляд, не преминут этим воспользоваться, даже те, кто ранее говорил о развитии исключительно за счет самостоятельного открытия магазинов своих сетей. С возможными проблемами задержки поставки товаров смогут справиться торговые сети, обладающие собственными логистическими мощностями.

Отметим, что правительство России рекомендовало ВТБ и Сбербанк выделить кредиты продуктовым сетям для пополнения оборотного капитала и рефинансирования существующих долгов, ориентировочно под 15-18% годовых в рублях. В списки обсуждения вошли все 4 публичных ретейлера. Программа по финансированию будет запущена не ранее ноября, после поступления на счета ВТБ и Сбербанк обещанных властями 700 млрд руб.

Сопоставление результатов российских ретейлеров за I полугодие



Источник: данные компаний

Среди продуктовых ретейлеров существенно недооценены акции Дикси

В сегменте продовольственной розницы наиболее привлекательными для инвестиций выглядят акции Дикси. Бумаги компании торгуются с наибольшим дисконтом по сравнительным мультипликаторам. Отчасти это

объясняется меньшим объемом капитализации и показателями операционной рентабельности компании. В середине сентября мы также писали о значительной недооценке акций Магнита, но за последний месяц их стоимость упала в меньшей степени по сравнению с котировками других ретейлеров.

Сейчас инвесторы существенное внимание уделяют показателям долговой нагрузки торговых сетей. В этом отношении самым защищенным выглядит Магнит, коэффициент «чистый долг/EBITDA`08E» которого, согласно последним данным на конец июня, – менее единицы. На нейтральном уровне находятся аналогичные показатели X5 и Дикси. Показатели финансовой устойчивости в краткосрочном периоде также свидетельствуют о том, что перечисленные продуктовые ретейлеры не должны иметь проблем с обслуживанием короткого долга, величина которого меньше ожидаемой в этом году EBITDA. Хотя отметим, что показатели текущей ликвидности для всех торговых сетей, включая Седьмой континент, находятся на нейтральном, практически равном уровне, – 0.6-0.7х.

Показатели долговой нагрузки и операционной эффективности публичных торговых сетей

	FIVE LI	MGNT	SCON	DIXY	MVID*
Net debt/EBITDA`08	2.38	0.80	3.42	2.07	0.3
Краткосрочный долг (до IHO9), \$ млн	712.7	218	482	69.6	109.3
Краткосрочный долг/EBITDA`08	0.9	0.6	2.9	0.6	0.8
Коэффициент текущей ликвидности	0.6	0.7	0.6	0.7	1.4
Оборот кредиторской задолженности, дн.	56.8	35.0	73.6	25.2	54.4
Оборот дебиторской задолженности, дн.	11.6	4.5	17.0	4.0	9.9
Оборот запасов, дн.	19.4	26.6	34.7	13.3	58.3
Цикл обращения денежных средств	-25.8	-3.9	-21.9	-7.9	13.9

Источник: данные отчетности компаний по МСФО IHO8
*для М.Видео – показатели на конец 2007 года

Продуктовые ретейлеры имеют отрицательный цикл обращения денежных средств – т. е. кредитуются у поставщиков

С точки зрения операционной эффективности использования оборотного капитала все продуктовые ретейлеры имеют отрицательный цикл обращения денежных средств. То есть в среднем торговые сети расплачиваются со своими поставщиками значительно позже, чем их контрагенты с ними. Другими словами, операционная деятельность приносит им дополнительный остаток денежных средств на счетах. Наилучшие условия от поставщиков имеют Седьмой континент и группа X5.

Подводя итог, следует отметить, что с позиции соотношения риска и потенциала роста наиболее интересными акциями для инвестиций среди продуктовых ретейлеров мы считаем бумаги **Дикси**. Менее привлекательными с точки зрения возможного повышения котировок, однако менее рискованными выглядят акции **Магнита**.

М.Видео существенно перепродано

На крайне низких уровнях также торгуются бумаги торговой сети бытовой техники и электроники **М.Видео**. Мультипликатор P/S упал до 0.2х при среднем уровне 0.5х по западным аналогам, которые также подешевели в последнее время. Акции стоят сейчас в 5 раз меньше оценки по модели DCF. Отчетность М.Видео за первое полугодие будет опубликована во второй половине октября. Мы ожидаем увидеть сильные финансовые показатели. С начала года сеть открыла 20 гипермаркетов, и, по предварительным данным, ее продажи за первые 6 месяцев выросли на 74% по отношению к аналогичному периоду прошлого года. Сейчас капитализация М.Видео находится на уровне ниже стоимости запасов на ее складах на начало года (около \$415 млн).

Сравнительный анализ

						Среднее значение по розничным сетям EM и DM	
	FIVE LI	MGNT	SCON	DIXY	MVID	по продуктовым	по непродуктовым
P/S 08	0.4	0.3	1.2	0.2	0.1	0.7	0.5
EV/EBITDA 08	6.8	6.2	12.4	6.3	2.6	7.3	6.8
P/E 08	13.8	11.6	22.5	13.8	5.8	14.1	11
Дисконт/(премия)	21%	41%	-41%	61%	218%		

Источник: данные компаний, PTC, Bloomberg, оценка БКС

Фармацевтические компании наиболее защищены от возможных негативных последствий экономического кризиса

На наш взгляд, наименее подвержены негативным последствиям возможного кризиса в экономике России фармацевтические компании. С ростом уровня заболеваемости население постепенно увеличивает расходы на поддержание здоровья. С падением покупательской способности населения, вызванной высокой инфляцией и возможным ростом безработицы, потребность в лекарственных средствах, особенно в препаратах госпитального сегмента (онкологии, кардиологии и т. д.), не снизится. Напротив, возрастет спрос на дженериковые препараты, аналоги вышедших из-под патента иностранных ЛС, производимые российскими компаниями, которые существенно дешевле импортируемых.

За 8 месяцев 2008 года фармрынок России вырос на 22%

Свежие данные по рынку также носят позитивный характер. По оценкам DSM Group, за первые 8 месяцев рост коммерческого сегмента в рублевом выражении превысил 22%, в то время как в прошлом году его величина, по разным оценкам, составила 10-13% к предыдущему периоду. Высокие темпы роста обусловлены увеличением объемов потребления лекарственных средств, а также ростом средней стоимости упаковки, который в коммерческом сегменте составил около 8% по отношению к аналогичному периоду 2007 года. При этом объем расходов на ЛС в России, по нашим оценкам, достигнет в 2008 году около \$95 на душу населения в год, тогда как в Европе в среднем этот показатель равняется ~\$150 на человека в год.

В прошлом году рост составил 10-13%

Для диверсификации долгосрочного портфеля мы рекомендуем акции Верофарма и Фармстандарта

Для диверсификации долгосрочного портфеля мы считаем привлекательными акции двух крупнейших публичных фармпроизводителей, **Верофарма** и **Фармстандарта**. Обе компании недавно опубликовали сильную отчетность за I полугодие, которая продемонстрировала значительное улучшение показателей рентабельности. В свою очередь, темпы роста их продаж существенно опережают средние показатели фармацевтического сектора в целом. Отметим, что оба фармпроизводителя генерируют высокий объем свободных денежных потоков и имеют низкий уровень долговой нагрузки, позволяющий им не только привлекать средства даже в нынешних сложных рыночных условиях, но и осуществлять инвестиции самостоятельно. На конец июня величина чистого долга Фармстандарта составляла \$63 млн, Верофарма – \$17.3 млн. Отношение чистого долга к EBITDA`08 у двух компаний меньше единицы.

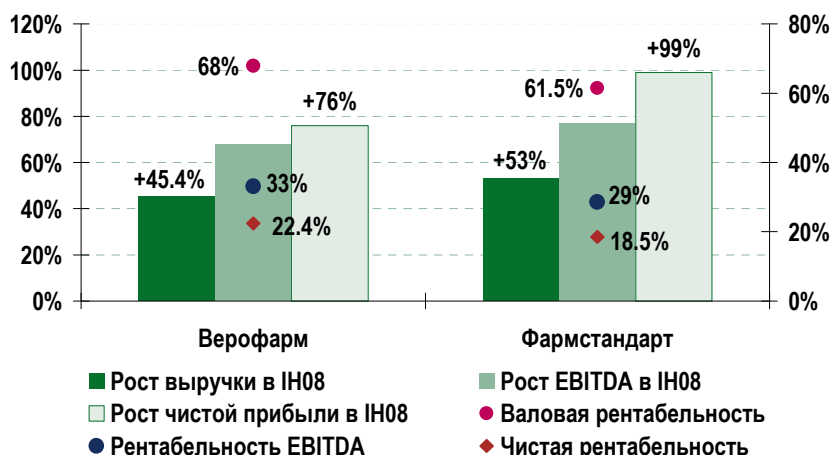
Бизнес Верофарма сконцентрирован в сегменте рецептурных препаратов, что обеспечивает ему стабильно высокие продажи и уровень валовой рентабельности свыше 65%. Фармстандарт же в настоящий момент завершает сделку по приобретению нового препарата Афобазол, который запущен в производство в 2006 году и уже занимает около 17% рынка в своем сегменте. Ожидаемый уровень валовой рентабельности данного ЛС составляет порядка 60%. Афобазол может стать новым драйвером роста продаж Фармстандарта в 2009 году.

Итоги I полугодия Фармстандарта и Верофарма

Фармстандарт и Верофарм растут темпами, значительно превышающими среднерыночные показатели

Фармстандарт растет быстрее

Верофарм работает с более высокой рентабельностью, продолжая улучшать показатели



Источник: данные компании, оценка БКС

Существует спекулятивная идея в акциях Аптечной сети 36.6

Несмотря на слабые результаты работы и высокую долговую нагрузку, мы считаем акции Аптечной сети 36.6 привлекательными для инвестирования на текущих ценовых уровнях. В настоящее время капитализация сети составляет \$86 млн, тогда как принадлежащий ей 52-процентный пакет акций Верофарма оценивается рынком в \$197 млн.

Риски инвестиций в компанию в долгосрочной перспективе довольно велики. Уровень кредиторской задолженности в несколько раз превышает среднерыночный показатель, что может привести к перебоям в поставках продукции в аптеки «36.6». Степень долговой нагрузки также велика. На конец июля объем краткосрочного долга сети составлял \$208 млн, хотя из них в июле было погашено \$119 млн по оферте выкупа облигаций.

Мы рекомендуем к покупке данные акции только до момента достижения капитализации «36.6» уровня стоимости 52-процентного пакета Верофарма. Далее наши рекомендации будут зависеть от результатов сети за 2008 год. Пока же риски для долгосрочных инвестиций в данные акции слишком высоки.

Показатели долговой нагрузки и операционной эффективности фармацевтических компаний и Аптечной сети 36.6

	PHST	VRPH	АПТК
Net debt/EBITDA`08	0.43	0.33	4.21
Краткосрочный долг, \$ млн	53.4	9	208
Краткосрочный долг/EBITDA`08	0.2	0.1	3.4
Коэффициент текущей ликвидности	2.36	4.16	0.85
Оборот кредиторской задолженности, дн.	95.5	77.6	129.6
Оборот дебиторской задолженности, дн.	101.8	181.9	34.4
Оборот запасов, дн.	121.9	125.5	81.4
Цикл обращения денежных средств	128.2	229.8	-13.8

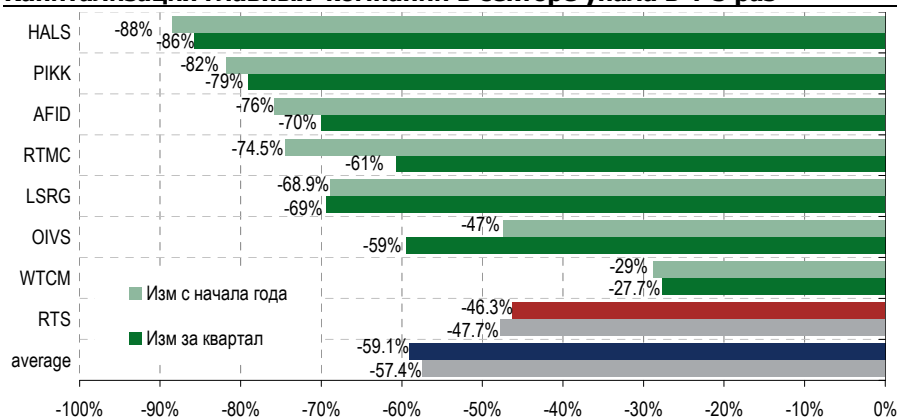
	PHST	VRPH	АПТК	Среднее значение по компаниям ЕМ и ДМ	
				Фармацевтика	Аптечные сети
P/S`08	2.2	2.0	0.1	2.1	0.4
EV/EBITDA`08	5.5	5.1	6.0	8.7	7.3
P/E`08	8.2	9.1	neg.	14.0	19.2
ROE`08	66%	29%	neg.	19%	13%
Дисконт/(премия)	44%	47%	209%		

Девелопмент

Акции девелоперов оказались среди аутсайдеров

За ушедший квартал акции девелоперских компаний упали в стоимости гораздо значительнее, чем рынок в целом. Больше всего потеряли акции AFI Development и группы ПИК, которые с начала года подешевели на 76% и 82% соответственно. Помимо общего оттока средств с развивающихся рынков давление на котировки девелоперов оказали ожидания относительно падения цен на рынке недвижимости. К этому, по прогнозам ряда экспертов, должны привести проблемы с финансированием проектов многих застройщиков, которые начнут продавать недвижимость с дисконтом. Рост процентных ставок и ужесточение условий ипотечного кредитования в 2008-2009 годах, несомненно, повлекут за собой снижение объема покупок с использованием ипотеки и займов. Это также должно оказать давление на цены, а соответственно, и на рентабельность девелоперов.

Капитализация главных компаний в секторе упала в 4-5 раз



Источник: PTC, LSE

Мы ожидаем снижения цен на недвижимость до 40% в 2008-2009 годах в Москве

В регионах снижение стоимости недвижимости будет меньше — до 20%

Рост стоимости финансирования и падение цен приведут к снижению рентабельности девелоперских компаний

Однако текущие показатели маржи проектов находятся на высоких уровнях, и при снижении цен реализации на 40% девелопмент будет оставаться привлекательным бизнесом

Мы разделяем мнение о том, что в ближайший год в секторе недвижимости России произойдет существенное снижение цен. Проблемы с кредитованием и падение покупательской способности как населения, так и корпоративного сегмента не могут не сказаться на рынке. Тем не менее изменение цен будет неравномерным по стране. В Москве падение стоимости действительно может достигнуть 40% в зависимости от типа и класса недвижимости, в других регионах мы ожидаем снижения до 20% с текущих уровней. Также очевидно, что многие российские компании, реализующие строительство в основном за счет привлечения долгового финансирования банков, столкнутся с нехваткой средств и ростом ставок.

Однако мы не склонны считать, что кризис может привести к дефолту большинства игроков рынка. В условиях роста стоимости долга и падения цен на недвижимость рентабельность многих текущих проектов заметно снизится. Однако отметим, что за последние несколько лет цены на недвижимость в Москве и крупных административных центрах увеличились в несколько раз, а соответственно, выросли и уровни маржи по проектам. При этом, несмотря на увеличение цен, спрос оставался устойчиво высоким. Даже в нынешнем году, когда уже весной стали говорить о грядущем снижении цен, они продолжали расти до октября. С начала года средняя цена жилья в Москве увеличилась более чем на 40% (данные IRN). Дефицит жилой и коммерческой недвижимости в России по-прежнему сохраняется. Из этого стоит сделать вывод, что при коррекции цен до уровней, удовлетворяющих текущей покупательской способности, спрос на недвижимость восстановится довольно быстро, при этом девелопмент, как и раньше, будет оставаться выгодным бизнесом.

Сокращение объема предложения новых площадей в следующем году остановит снижение цен

Акции девелоперов торгуются с дисконтом более 60% к текущей стоимости их портфеля проектов

Самыми недооцененными по этому показателю выглядят акции AFI Development

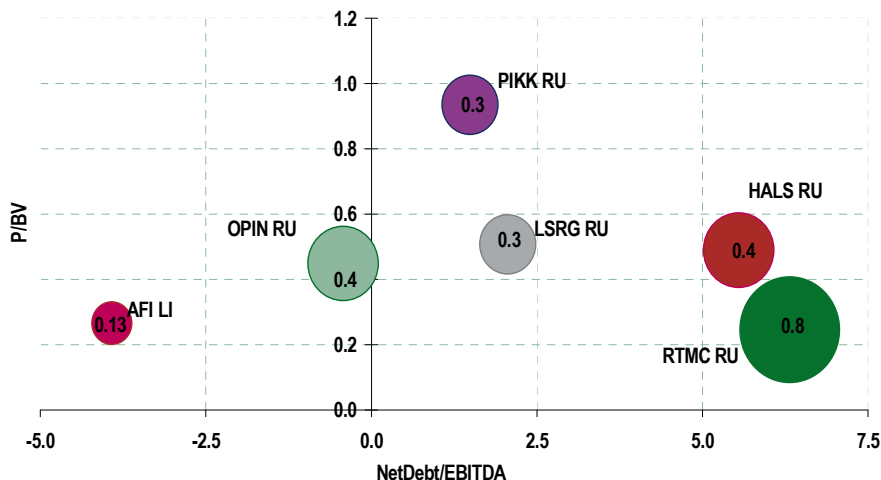
С учетом наличия производственного сегмента дешево оценен рынком портфель ЛСР

Кроме того, отметим, что ограничения в финансировании и повышение его стоимости заставят многие компании свернуть значительную долю будущих проектов, для того чтобы завершить уже начатые. Это происходит уже сегодня. Сокращение ввода новых площадей уже к концу следующего года поддержит цены, затормозит их падение и обеспечит начало роста к концу 2010 года.

Как бы то ни было, девелоперские компании сейчас торгуются на таких низких ценовых уровнях, как будто цены уже упали, и не на 40%, а на 60-70%. Мы считаем, что это хорошая возможность для покупки принадлежащих им проектов и объектов недвижимости по низкой цене в долгосрочный портфель. Тем не менее в условиях сложной ситуации на рынке кредитования, которая является определяющей для многих девелоперов, важным является анализ кредитных рисков и финансового состояния компаний.

С точки зрения оценки стоимости портфеля проектов российских публичных девелоперских компаний самым привлекательным сейчас выглядит AFI Development (наименьшая площадь круга на графике ниже). Сравнительно низко оценена стоимость проектов группы ПИК. Еще ниже – портфель группы ЛСР, учитывая, что EV компании включает не только девелоперский бизнес (стоимость портфеля проектов – \$6.6 млрд), но и сегмент производства строительных материалов, стоимость которого мы оцениваем на уровне свыше \$2 млрд.

Сопоставление девелоперов по рыночной оценке их портфеля проектов, собственного капитала и уровня долга



Источник: данные компаний, РТС, оценка БКС
Величина круга соответствует величине EV/текущая стоимость проектов компаний на 1H 2008

При сопоставлении показателей отношения капитализации к собственному капиталу компаний (P/BV) наиболее недооцененными выглядят акции AFI и Открытых инвестиций. Бумаги Системы-Галс и РТМ также торгуются на невысоких уровнях, однако данные компании характеризуются большой величиной долга: соотношение чистого долга и EBITDA у них – выше 5х.

Крупнейшие девелоперы, исключая РТМ и Систему-Галс, имеют комфортные уровни отношения долга к собственному капиталу

Рассматривая показатели долговой нагрузки и операционной эффективности (представлены ниже), мы видим, что у крупнейших девелоперов, за исключением РТМ и Системы-Галс, довольно комфортные уровни отношения долга к собственному капиталу. Открытые инвестиции и AFI имеют отрицательную величину чистого долга, у ЛСР и ПИК эти показатели – на нейтральных уровнях.

ПИК характеризуется высоким объемом короткого долга, однако может привлечь около \$1 млрд от крупного заказчика, предположительно это будут власти Москвы

Акции группы AFI сильно недооценены относительно стоимости портфеля проектов и собственного капитала, но пока генерируют малый поток денежных средств, что увеличивает риски инвестиций

Значительный краткосрочный долг присутствует у ПИК – в 1.5 раза выше ожидаемой в этом году EBITDA. Однако группа намерена до конца года погасить \$900 млн: \$400 млн – из собственных средств, \$200 млн – за счет продления кредитной линии, и оставшиеся \$300 млн – поступлениями от продажи проектов. При этом \$1 млрд планируется привлечь от крупного покупателя, предположительно им являются власти Москвы и Московской области.

Группа **AFI Development** также имеет высокий коэффициент отношения краткосрочного долга к EBITDA'08. Это связано с тем, что значительная доля проектов компании находятся сейчас на начальных этапах реализации, и группа пока генерирует небольшой объем выручки и операционной прибыли, чем объясняются и крайне высокие показатели P/S (см. ниже). Поэтому инвестиции в акции AFI Development отличаются большим уровнем риска, хотя компания характеризуется самой низкой оценкой собственного капитала и портфеля проектов.

Показатели долговой нагрузки и операционной эффективности

	OPIN	AFID	LSRG	PIKK	HALS	RTMC*
Долг/собств. капитал	0.1	0.2	0.8	0.9	1.9	1.2
Долг/EBITDA'08	3	4.1	2.6	2.2	5.9	9
Net debt/EBITDA'08	-0.4	-3.9	2.1	1.5	5.5	6.3
Краткосрочный долг, \$ млн	109	272	534	1326	n/d	128
Краткосрочный долг/EBITDA'08	0.8	2.7	1	1.5	0	2.6
Коэффициент текущей ликвидности	3.5	2.5	2.1	1.6	2.2	0.6
Оборот кредиторской задолженности, дн.	63	2 600	161	270	148	265
Оборот дебиторской задолженности, дн.	58	1 471	11	77	105	84
Оборот запасов, дн.	770	1 362	436	369	n/d	n/d
Цикл обращения денежных средств	766	233	287	175	N/A	N/A

Источник: данные компаний, оценка БКС

Среди бумаг российских девелоперов для инвестиций мы рекомендуем лишь акции компаний ПИК и ЛСР

В итоге среди акций российских девелоперов для диверсификации долгосрочного портфеля мы рекомендуем лишь акции компаний **ПИК** и **ЛСР**. Обе компании способны генерировать сравнительно стабильные денежные потоки по сравнению с другими публичными девелоперами и характеризуются нейтральным уровнем долга. Значительная доля проектов группы ПИК находятся в регионах. Кроме того, компания может получить финансовую поддержку правительства Москвы в случае ухудшения ситуации на рынке. Бизнес ЛСР также хорошо диверсифицирован. Производственные и строительные объекты группы находятся в Северо-Западном и Уральском ФО, а также в Москве и на Украине.

Сравнительный анализ

	OPIN	AFID LI	LSRG	PIKK	HALS LI	RTMC*	Среднее значение для	
							DM	EM
P/S'08	4.1	25.3	0.5	0.6	0.4	1.5	2.2	1.7
P/E'08	10.9	12.5	3.2	3.7	3.3	3.2	9.1	6.9
P/BV'08	0.4	0.3	0.5	0.9	0.5	0.2	0.6	1
EV/CPV	0.4	0.13	0.3	0.3	0.4	0.8	0.9	n/a
ROE'08	3%	3%	17%	27%	16%	8%	5%	17%
Дисконт/(премия)	20%	109%	178%	130%	180%	122%		

Источник: данные компаний, PTC, Bloomberg, оценка БКС

*данные PTM – согласно отчетности по МСФО за 2007 г.

Татьяна Бобровская
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Банковский сектор

Некоторые события минувшего квартала

Третий квартал текущего года оказался разгромным для акций российских банков. К депрессивному внешнему фону добавились внутренние проблемы с ликвидностью, что, в свою очередь, переросло в обвал на российском фондовом рынке. Опасения инвесторов относительно начала рецессии в США и Европе, череда процессов по национализации крупных финансовых институтов по обеим сторонам Атлантики, банкротства и серия сделок M&A – все это держало инвесторов в напряжении, являясь основным драйвером движения котировок в банковском секторе на внутреннем рынке. Отток иностранного капитала с российского фондового рынка в сентябре спровоцировал обесценение залоговых портфелей и вызвал каскад margin call`ов, что вкупе с неразвитостью рынка РЕПО повлекло за собой серьезные проблемы у нескольких относительно крупных игроков, которые, в свою очередь, и спровоцировали сентябрьский «клинч» в российском финансовом секторе. На фоне вышеперечисленных проблем бумаги российского банковского сектора продемонстрировали в III квартале отрицательную динамику, на этот раз на удивление сопоставимую с падением индекса РТС. Снижение за квартал составило от 38.9% (Банк Москвы) до 67.3% (Уралсиб). При этом медиана по мультипликаторам P/BV`08 для публичных российских банков снизилась до 1.

Финансовые результаты – восторженные триггеры

Мы считаем, что в IV квартале фундаментальные факторы по-прежнему будут оказывать незначительное влияние на стоимость акций российских банков. В заключительном квартале ожидается публикация финансовых результатов по МСФО Сбербанка (за I половину текущего года – в конце октября), ВТБ (за 9 месяцев – в середине декабря), банка Возрождение (за 9 месяцев – в начале ноября). Мы полагаем, что финансовые результаты Сбербанка будут позитивными, у банка Возрождение – нейтральными, от ВТБ мы ждем негативных результатов, после того как в отчетности за 9 месяцев по РСБУ материнский банк группы зафиксировал убыток в размере 9.4 млрд руб. в связи с неблагоприятной конъюнктурой на фондовом рынке.

Заключение

В IV квартале игрокам с горизонтом инвестирования менее 1 года мы рекомендуем с большой осторожностью относиться к вложениям в активы в банковском секторе. Зависимость от внешнего фона будет сохраняться на высоком уровне. При этом в ближайшее время мы не ожидаем каких-либо позитивных сюрпризов относительно экономической ситуации в США и еврозоне. Кроме того, с начала года акции банков не демонстрировали устойчивой положительной динамики в условиях стабильно высоких темпов роста агрегированных балансовых показателей сектора, а также на фоне благоприятной макроэкономической конъюнктуры внутри страны. Теперь ситуация обострилась – появилась неуверенность относительно дальнейшей динамики макроэкономических индикаторов, а также темпов роста совокупных балансовых показателей российского банковского сектора.

Несмотря на высокий уровень недооценки, накопившейся в большинстве бумаг банковского сектора, **в качестве основного фаворита на IV квартал мы выделяем обыкновенные акции Сбербанка.** С позиции рисков бумаги банка выглядят привлекательнее остальных. Он имеет государственный статус, диверсифицированный бизнес, демонстрирует хорошие показатели рентабельности и обладает устойчивой структурой фондирования. Кроме того, в отличие от ВТБ, Сбербанк имеет чрезвычайно низкую долю т. н. волатильных доходов (от операций с ценными бумагами и иностранной валютой). Следует также отметить, что большая часть выделяемых государством долгосрочных средств (500 млрд руб.) придется именно на Сбербанк.

Кризис ликвидности окажет негативное влияние на темпы роста балансовых показателей российских банков

Опираясь на обнародованную статистику ЦБ по банковскому сектору за 8 месяцев текущего года, мы скорректировали наши прогнозы по агрегированным показателям российских банков на 2008-2012 годы. Мы учли резкое ухудшение ситуации с ликвидностью у отечественных банков в сентябре, а также меры, предпринимаемые государством для стабилизации ситуации. Кроме того, мы обновили прогноз по макроэкономическим показателям РФ, взяв в качестве наиболее вероятного негативный сценарий МЭРТа (2а).

Острая нехватка ликвидности в финансовом секторе в сентябре спровоцировала обвал на рынке акций и резкое ухудшение конъюнктуры на долговом рынке. Неопределенность и дефицит доверия вынуждали банки в экстренном режиме распродавать накопленные «подушки ликвидности» в виде портфелей ценных бумаг и фиксировать убытки. Многие игроки намеренно пошли на снижение темпов роста кредитования, а некоторые и вовсе приостанавливали выдачу ссуд. Мы полагаем, что сентябрьский «спазм» окажет негативное влияние на темпы роста агрегированных балансовых показателей российских банков. **Мы понижаем наши прогнозы по размеру активов и совокупному кредитному портфелю российского банковского сектора на 2008 год на 4.3% и 3% соответственно – до 25.7 трлн руб. и 18 трлн руб.**

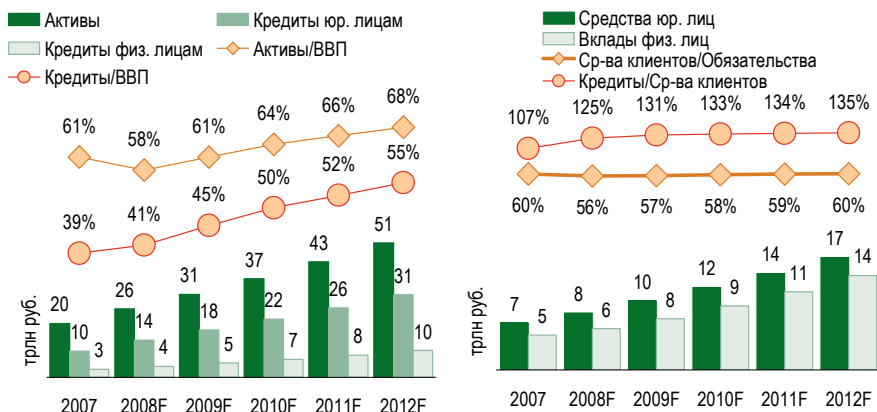
Мы полагаем, что события минувшего квартала ускорят процессы по пересмотру стратегий российских банков в сегменте кредитования физлиц. Помимо тотального усиления контроля за рисками и роста процентных ставок мы ожидаем увидеть в IV квартале заметное сокращение доли негосударственных банков в сегменте ипотечного кредитования. Кроме того, и государственные, и коммерческие банки продолжают переход в сегменты менее долгосрочных кредитных продуктов с более высокой маржей. Сложность в привлечении ресурсов, повышение ставок и снижение лояльности к заемщикам в целом повлекут за собой замедление темпов роста кредитования физических лиц. **Мы понижаем наш прогноз на 2008 год по совокупному объему кредитов физлицам на 7.5% – до 4 трлн руб.**

Мы полагаем, что высокая потребность российских компаний в финансировании на фоне ужесточения условий на рынке кредитования окажет негативное влияние на темпы роста депозитов юридических лиц в IV квартале. Учитывая негативный новостной фон в СМИ и традиционную эмоциональность вкладчиков, мы ожидаем оттока средств физических лиц из российских банков в сентябре. В то же время мы считаем, что увеличение в экстренном порядке суммы страхового возмещения с 1 октября до 700 тыс. руб. несколько улучшит ситуацию в IV квартале. **Мы понижаем наш прогноз по общему объему средств клиентов в российских банках по итогам 2008 года на 7.5% – до 14.4 трлн руб.**

Замедление темпов роста средств клиентов на фоне неблагоприятной конъюнктуры на долговых рынках повлечет за собой дальнейший рост ставок по депозитным продуктам в IV квартале, что окажет дополнительное негативное влияние на стоимость привлечения средств для российских банков. Тем не менее мы не ожидаем существенного сужения чистого процентного спреда в связи с тенденцией к переводу бизнеса банков в более «маржинальные» сегменты кредитования. Кроме того, кредитные организации охотно переключаются на клиентов, увеличивая эффективные процентные ставки по кредитным продуктам.

Среди ожидаемых нами негативных тенденций в банковском секторе в IV квартале можно выделить ухудшение качества кредитных портфелей в корпоративном сегменте, что повлечет за собой увеличение уровня резервов.

Мы пересмотрели прогнозы по агрегированным показателям российских банков в сторону снижения



Источник: статистика ЦБ, оценка БКС

Своевременно предпринятые государством меры позволили избежать серьезных потерь в банковском секторе

В конце III квартала положение с доверием и уровнем ликвидности в финансовом секторе на внутреннем рынке стало чрезвычайным. На помощь пришли правительство РФ, ЦБ и ФСФР с рядом экстренных мер по «раскручиванию гаек» в финансовой системе, направленных на повышение ликвидности и ослабление напряженности в банковском секторе. Оперативно были приняты следующие решения:

- Минфин увеличил предельный объем бюджетных средств до 1.5 трлн руб. для размещения на депозитах в крупных российских банках;
- ЦБ увеличил лимиты представления средств на аукционах прямого РЕПО;
- ЦБ расширил список эмитентов, чьи облигации участвуют в сделках РЕПО и могут быть использованы как обеспечение по кредитам ЦБ (количество эмитентов выросло более чем в 2 раза). По оценкам Банка России, данная мера увеличила объем принимаемых в залог обязательств с 1.25 трлн руб. до 1.4 трлн руб.;
- В экстренном порядке были существенно снижены нормативы обязательного резервирования для российских кредитных организаций, что позволило высвободить порядка 300 млрд руб. Сокращение нормативов дало возможность получить доступ к дополнительным средствам всем российским банкам, независимо от размера и уровня кредитоспособности.

В IV квартале к вышеперечисленным мерам добавятся следующие:

- Уменьшение ставки страховых взносов, уплачиваемых банками в ФОСВ, с 0.13% до 0.1%, что позволит высвободить дополнительно 8-10 млрд руб. в год;
- Выделение 60 млрд руб. (что составляет около 10% совокупного портфеля ипотечных кредитов) в уставный капитал АИЖК для рефинансирования ипотечных кредитов российских коммерческих банков;
- В качестве дополнительной меры с целью снижения напряженности среди вкладчиков было принято решение повысить уровень стопроцентного страхового возмещения по депозитам физических лиц до 700 тыс. руб.

Мы полагаем, что предпринятых мер будет достаточно, для того чтобы пройти период высокого спроса на ликвидность без существенных потерь в банковском секторе.

Государство предоставляет крупным банкам долгосрочное фондирование в большом объеме

В качестве центрального позитивного события IV квартала мы выделяем экстраординарные меры государства по предоставлению российским банкам десятилетних субординированных кредитов общим объемом в 950 млрд руб. Данные меры направлены на частичное устранение проблем с долгосрочным финансированием крупных российских кредитных организаций. Согласно предварительным данным, Сбербанк напрямую от ЦБ может получить около 500 млрд руб. (что составляет около 9% активов банка и в 1.5 раза превышает объем его рыночных заимствований), ВТБ – 200 млрд руб. (около 8% активов группы, или 25% рыночного долга), Россельхозбанк – 25 млрд руб., прочие банки – до 225 млрд руб. Предполагается, что ВЭБ, привлекая средства под 7% годовых, будет выдавать их банкам под 8%. Акционерам коммерческих банков при получении данного кредита в обязательном порядке предлагается внести в капитал столько же (в пропорции 1:1).

Мы считаем, что данные меры весьма позитивны как для банковской системы РФ, так и для экономики страны в целом, т. к. их применение будет способствовать перенесению долга российских компаний внутрь страны. Мы полагаем, что вливание большого объема долгосрочных средств в банки на фоне высокой потребности в финансировании со стороны российских компаний поддержит размеры кредитования. **Следует отдельно отметить тот факт, что преобладающая доля средств будет направлена в государственные банки, положение которых продолжает укрепляться в свете сложившейся конъюнктуры.**

До конца года государство направит 175 млрд руб. на поддержание стабильности фондового рынка

Помимо мер по увеличению ликвидности и укреплению фондирования в банковском секторе государство планирует через ВЭБ осуществить поддержку стабильности российского фондового рынка. В IV квартале планируется разместить порядка 175 млрд руб. из резервов в российские акции. Аналогичная сумма будет выделена на поддержку рынка акций и в следующем году. **Мы полагаем, что в первую очередь инвестиции будут направлены в ликвидные государственные бумаги. В банковском секторе под данное определение подпадают акции Сбербанка и ВТБ.**

Активизация процессов в сфере M&A

Мы ожидаем, что сложившаяся конъюнктура в финансовом секторе будет способствовать ускорению процессов консолидации. Согласно нашим прогнозам, в IV квартале можно будет увидеть ряд сделок по приобретению активов со стороны крупных игроков (в т. ч. из числа государственных банков). Мы также считаем, что в настоящее время в условиях роста предложения банковских активов для продажи в первую очередь будут приобретаться наиболее привлекательные из них. Не исключено, что некоторым игрокам, не нашедшим покупателей, придется просто уйти с рынка.

Сравнительный анализ: дисконт к EM сохраняется

По рыночным мультипликаторам P/E`08 и P/BV`08 среди российских банков привлекательнее всего выглядят Сбербанк и банк Возрождение. На наш взгляд, низкий коэффициент P/BV ВТБ отражает слабый уровень рентабельности группы.

Мы считаем, что по рыночным мультипликаторам акции российских кредитных организаций целесообразнее сравнивать с бумагами банков развивающихся стран в силу сопоставимости по уровню рентабельности собственного капитала. **На текущий момент по показателям P/E`08 и P/BV`08 российские банки торгуются с дисконтами соответственно в 20% и 50% к аналогам с развивающихся рынков.**

Прогноз по агрегированным балансовым показателям российского банковского сектора

в млрд руб.	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2008old	%, diff
Активы	14 046	20 241	25 693	31 165	37 058	43 452	50 582	26 841	-4.3%
% к ВВП	52%	61%	58%	61%	64%	66%	68%		
Кредиты всего (кроме ссуд банкам)	8 405	12 842	17 989	23 067	28 540	34 334	40 979	18 538	-3.0%
% к ВВП	31%	39%	41%	45%	50%	52%	55%		
% к активам	60%	63%	70%	74%	77%	79%	81%		
Кредиты юрлицам	6 340	9 871	13 947	17 768	21 841	26 103	30 951		
% к ВВП	24%	30%	32%	35%	38%	40%	42%		
% к активам	45%	49%	54%	57%	59%	60%	61%		
% к кредитному портфелю	75%	77%	78%	77%	77%	76%	76%		
Кредиты физлицам	2 065	2 971	4 042	5 299	6 699	8 230	10 028	4 370	-7.5%
% к ВВП	8%	9%	9%	10%	12%	13%	14%		
% к активам	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%		
% к кредитному портфелю	25%	23%	22%	23%	23%	24%	24%		
Средства клиентов (всего)	8 467	12 053	14 396	17 618	21 504	25 649	30 364	15 571	-7.5%
% к пассивам	60%	60%	56%	57%	58%	59%	60%		
% к кредитам	99%	107%	125%	131%	133%	134%	135%		
Средства юрлиц	4 674	6 916	8 331	10 107	12 122	14 202	16 509		
% к ВВП	17%	21%	19%	20%	21%	22%	22%		
% к общим средствам клиентов	55%	57%	58%	57%	56%	55%	54%		
Вклады физлиц	3 794	5 137	6 065	7 510	9 382	11 447	13 855	6 716	-9.7%
% к ВВП	14%	25%	24%	24%	25%	26%	27%		
% к общим средствам клиентов	45%	43%	42%	43%	44%	45%	46%		

Источник: ЦБ, оценка БКС

Денис Мухин
dmuhin@msk.bcs.ru

Металлы и добыча

Черная металлургия

Можно констатировать, что в результате воздействия фактора сезонности, а также вмешательства регуляторов в рыночные механизмы ценообразования на рынке черных металлов закончилась тенденция повышения цен, и в четвертом квартале должна произойти их коррекция. Однако снижение цен, по нашим ожиданиям, не превысит 5-10% в зависимости от видов продукции, что не окажет существенного влияния на рентабельность компаний сектора. Также появляются опасения относительно возможного сокращения потребления металлопродукции в связи с уменьшением темпов роста экономик развитых стран, что негативно влияет на цены на рынках США и Западной Европы, однако мы склоняемся к тому, что этот фактор окажет слабое воздействие на внутрироссийское ценообразование. Снижение же потребления металлопродукции в Европе может негативно сказаться на тех сталелитейных компаниях, которые сильно зависят от экспорта и недостаточно обеспечены сырьем.

Угольный сектор

В угольном секторе свои цены на четвертый квартал, хоть и незначительно, снизили российские производители коксующихся углей (Распадская уменьшила цены на 5%, Евраз – на 7%, Мечел – на 15%), однако сокращения мировых цен на уголь не ожидается. Поэтому мы не пересматриваем цены на этот квартал и на 2009 год и считаем, что угольный сектор России закончит данный год с лучшими показателями рентабельности среди мировых лидеров.

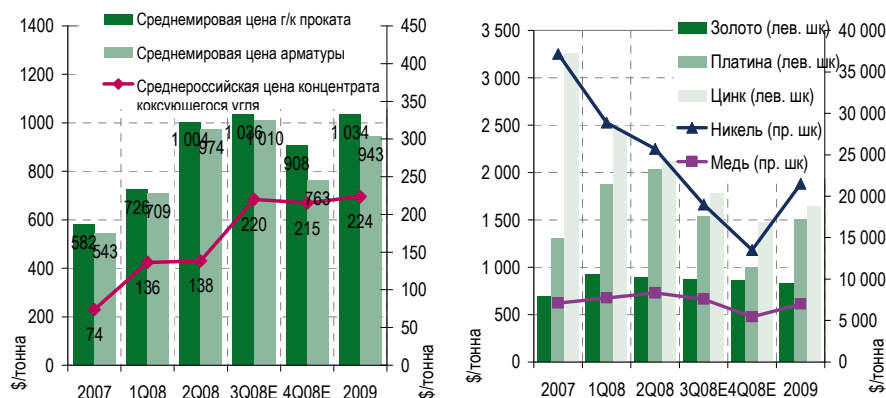
Промышленные металлы

В связи с повышением курса доллара и снижением темпов роста экономик развитых стран в последнее время мы стали свидетелями уменьшения цен и спроса на промышленные металлы, которые использовались инвесторами в качестве хеджевых инструментов для защиты от обесценения американской валюты. Мы считаем, что сокращение цен на промметаллы должно закончиться в октябре, т. к. текущие цены уже близки к границе рентабельности крупных производителей. В то же время мы не рассчитываем на значительный отскок в ценах на цветные металлы, что связано с их ожидаемым перепроизводством.

Драгоценные металлы

Несмотря на снижение цен на драгоценные металлы в середине сентября, золото и серебро продолжают выполнять функции хеджевых инструментов в условиях волатильности на мировых фондовых рынках. Мы считаем, что цены на драгметаллы будут держаться на высоких уровнях в течение четвертого квартала, однако в мире сформировался достаточно широкий пул сверхдешевых активов, которые могут в любой момент стать альтернативой драгоценным металлам.

Динамика и прогноз цен на продукцию предприятий черной металлургии, угольной отрасли, промышленным и драгметаллам



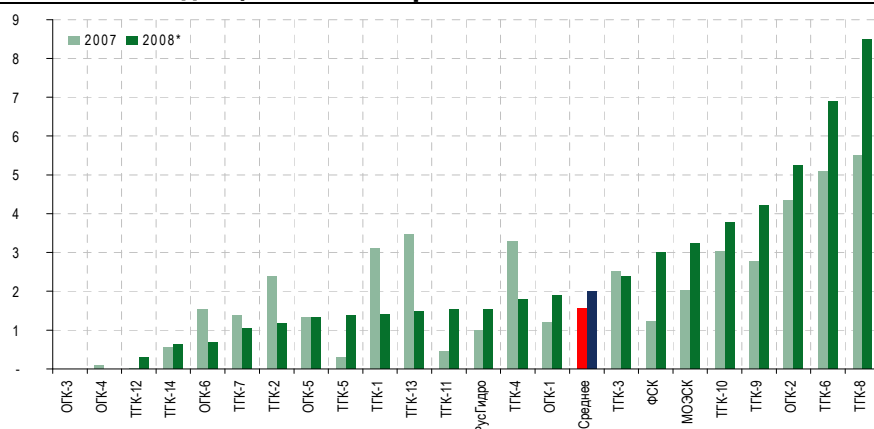
Источник: Bloomberg, данные компаний, прогноз БКС

Электроэнергетика

Котировки акций электроэнергетики упали в несколько раз

Описывать масштабы падения стоимости акций энергетических компаний во втором квартале 2008 года в общем-то бессмысленно. За редким исключением стоимость киловатта установленной мощности ОГК и ТГК колеблется вокруг отметки \$100. Кратный обвал котировок в результате воздействия финансового кризиса и тотального вывода активов затронул практически весь российский рынок. В первую очередь инвесторы избавлялись от бумаги отраслей, которые на текущий момент и в будущем сильно зависят от привлечения заемного капитала. Учитывая масштабные планы по инвестициям, энергетика в этом смысле – один из первых кандидатов на продажу акций. Справедливости ради стоит отметить, что по итогам I полугодия 2008 года средний показатель отношения долга к EBITDA для отчитавшихся за этот период генерирующих компаний составил 1.9, что пока представляется нормальным уровнем. Кроме того, положительным моментом является то, что практически все заемные средства – долгосрочные, что даст ОГК и ТГК некоторую передышку.

Соотношение «долг/EBITDA» энергокомпаний



Источник: данные компаний, оценка БКС

ОГК-3 и ОГК-4 по уровню долга выглядят лучше остальных

Как видно из графика, фактически нулевая долговая нагрузка только у ОГК-4 и ОГК-3. Более того, рыночная капитализация ОГК-3 находится на уровне более низком, чем количество денежных средств на балансе. ОГК-4 и ОГК-3 – первые кандидаты на формирование долгосрочного портфеля энергетических активов. Из компаний, которые могут испытать наибольшие сложности с уровнем задолженности, стоит выделить ОГК-2, ОГК-1, МОЭСК. Что касается ТГК-6, ТГК-10, то эти компании могут погасить часть долга за счет полученных от допэмиссии средств.

Инвестиционная программа генкомпаний до 2012 года, \$ млрд

компания	объем	компания	объем	компания	объем
РусГидро*	10.8	ТГК-10	2.6	ТГК-7	1.2
ТГК-1	6.0	ОГК-6	1.9	ТГК-6	1.1
ОГК-1	4.4	Кузбассэнерго	1.7	ТГК-11	0.9
ОГК-2	4.5	ТГК-9	1.6	ТГК-2	0.8
Мосэнерго	3.5	ТГК-8	1.6	ТГК-5	0.7
ОГК-3	3.0	ОГК-5	1.5	ТГК-13	0.4
ОГК-4	2.9	ТГК-4	1.3	ТГК-14	0.2

Всего по генерирующим компаниям \$52.7

Источник: данные компаний

Инвестиционная программа сетей до 2012 года, \$ млрд

компания	объем		
ФСК	33.25	МРСК Юга	1.66
МОЭСК	11.74	МРСК Центра и Приволжья	1.48
Ленэнерго	4.3	МРСК Волги	1.11
МРСК Сибири	2.06	МРСК Урала	0.97
МРСК Центра	1.74	МРСК Северо-Запада	0.89
Тюменьэнерго	1.71	МРСК Северного Кавказа	0.34

Всего по сетевым компаниям \$61.3*Источник: данные компаний*

До 2012 года генерация и сети должны инвестировать более \$100 млрд

Всего за 2008-2012 годы генкомпании и сети должны инвестировать в строительство новых активов более \$100 млрд (без учета НДС). В среднем доля заемных средств для инвестиционных программ энергокомпаний составляет 20-25%, то есть речь идет о привлечении порядка \$22-28 млрд. С учетом текущих рыночных условий реализуемость подобных планов представляется сомнительной.

За прошедший квартал помимо невозможности кредитования наметился еще ряд негативных тенденций и неопределенностей в энергетическом секторе. Принимая их во внимание, мы полагаем, что наши целевые уровни по акциям энергетического сектора весьма оптимистичны. В ближайшее время мы пересмотрим «таргеты» по акциям электроэнергетики.

Пока мы рекомендуем покупать только очень дешевые акции энергетиков

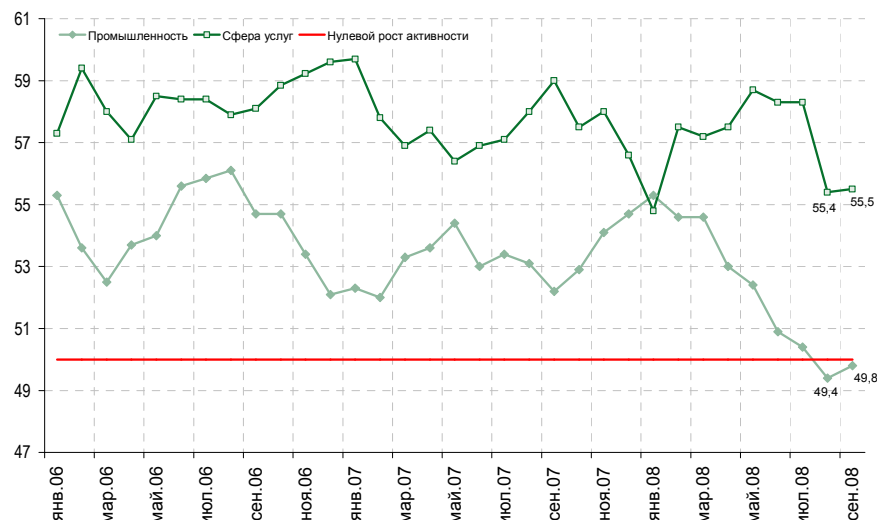
Подчеркнем, что, несмотря на возможный негатив, практически все энергетические бумаги торгуются на таких низких уровнях, которые нельзя объяснить фундаментально. Ниже мы рассмотрим несколько факторов, которые потенциально могут положительно отразиться на котировках генкомпаний и МРСК. Таким образом, пока мы рекомендуем инвесторам занять выжидательную позицию и приобретать акции энергокомпаний только при реализации нижеуказанных положительных факторов или при «неприличных» ценовых уровнях по акциям – когда стоимость компании ниже стоимости денежных средств на балансе или ниже номинальной стоимости акций. Помимо указанной ОГК-3 в этом плане интересны акции ОГК-6, ТГК-5 и ФСК.

Возможность кредитования государством энергокомпаний

Не так давно глава КЭС М. Слободин предложил государству предоставлять кредиты ОГК и ТГК для реализации инвестиционной программы в связи с фактической невозможностью привлечения заемных средств в текущих условиях. Мы полагаем, что государство может пойти на такой шаг, учитывая стратегическую важность отрасли.

Пересмотр инвестиционных программ

Кредитный кризис заставил государство задуматься о целесообразности реализации Генеральной схемы размещения энергообъектов в существующей конфигурации. Напомним, что необходимость в мощностях рассчитывалась, исходя из темпов роста энергопотребления в 4-5% ежегодно до 2020 года. Мы полагаем, что такой прогноз слишком оптимистичен, и ожидаем корректировки потребностей экономики РФ в новой энергомощности. На наш взгляд, о необходимости корректировки говорят несколько факторов.

Индекс деловой активности

Источник: Интерфакс

Замедление роста промышленности отразится на энергопотреблении

Во-первых, мировой финансовый кризис уже начинает сказываться на российской промышленности. Согласно данным ВТБ Европа, в августе и сентябре текущего года активность в отечественной промышленности снижалась, причем падения два месяца подряд не наблюдалось с 2004 года. Подчеркнем, что дальнейшее уменьшение темпов роста промышленности ставит под сомнение реальность прогнозов 4-процентного повышения энергопотребления, так как она «забирает около половины всей производимой электроэнергии». Более того, сейчас средняя загруженность российских электростанций – менее 60%, за исключением отдельных дефицитных регионов, где действительно необходимо скорейшее строительство энергоблоков (Московский и Тюменский регионы, ОЭС Юга).

Потенциал энергосбережения не реализован

Во-вторых, мы полагаем, что пока не в полной мере учитывается потенциал российской экономики по энергосбережению. На наш взгляд, только самые простые и незатратные меры позволят заметно ограничить энергопотребление. Текущая ситуация на оптовом рынке электроэнергии показывает минимум 40-процентный рост цены ежегодно. Ясно, что период дешевой электроэнергии закончился, и многим предприятиям для удержания затрат придется умерить свои аппетиты.

Свободный рынок мощности

Возможность реализации инвестиционной программы напрямую связана с запуском свободного рынка мощности. Именно это позволит «стратегам» получить возврат многомиллиардных инвестиций в энергоблоки. Пока что государство не радуется инвесторов вводом в строй модели свободного рынка мощности. Очередной объявленный срок его запуска – март 2009 года. Отметим еще один негативный момент. Не так давно был проведен первый конкурентный отбор мощности. В его ходе была отклонена заявка Мосэнерго. Московская генкомпания, по мнению регулятора, слишком завысила ставку на новые мощности (400 тыс. руб. по сравнению со средним тарифом в 150 тыс. руб.). Отсутствие внятных и рыночных правил игры явно не стимулирует новых собственников генерации к реализации взятых ранее обязательств по вводам электростанций.

Новая мощность – втрое-вчетверо дороже старой

По нашим оценкам, для того чтобы инвестор хотя бы вернул затраченные денежные средства за 15 лет, стоимость новой мощности должна быть в 3-4 раза выше текущего тарифа для ОГК и ТГК и в 5-6 раз выше для мощностей ГЭС.

**Запуск рынка мощности –
возможность роста котировок
генкомпаний**

До конца текущего года должна быть разработана методика определения экономической обоснованности ценовых заявок на мощность. Если регулятор будет ограничивать цены, то некоторые инвестиционные проекты могут окупаться десятилетиями. Не зря представители, к примеру, РусГидро заявляют, что для ГЭС необходима гарантия оплаты мощности в течение 10-30 лет.

Итак, запуск действительно свободного рынка мощности и принятие понятных игрокам правил игры могут стать поводом для роста акций ОГК и ТГК.

RAB запаздывает

Сетевые компании (МРСК и ФСК) должны были быть переведены на RAB еще в 2008-2009 годах. На деле же получается, что с 2009 года тариф RAB получают только пять регионов, остальные компании должны перейти на новую систему тарифного регулирования только в 2010-2011 годах. При этом отметим, что наименее «повезло» МОЭСК и ФСК. Для этих компаний перевод на RAB означает кратное увеличение тарифа, что пока невозможно с учетом и так значительного повышения тарифов на электроэнергию.

До конкретных решений по RAB акции МРСК и особенно ФСК, скорее всего, не будут показывать чудес роста. Более того, сетевые компании до ввода RAB могут столкнуться с проблемой финансирования инвестиционных программ. Итак, внимание инвесторов может быть сосредоточено на информации о RAB, возможностях кредитования для инвестиций и, как и для генерации, пересмотре инвестиционных программ в сторону понижения. Сейчас акции МРСК, по нашему мнению, недооценены как минимум вдвое, но, повторимся, необходим сильный фундаментальный повод для возобновления роста.

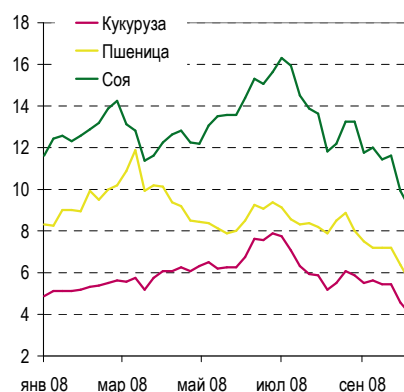
Ирина Филатова
ifilatova@msk.bcs.ru

Химия: производство удобрений

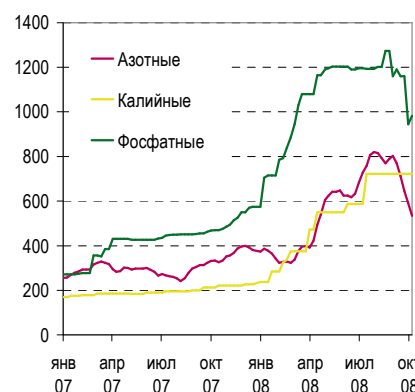
Финансовый кризис, снижение цен на зерно и удобрения давят на котировки акций

Сектор минеральных удобрений не остался «тихой гаванью» во время финансового кризиса. Котировки его бумаг стремительно двигались вниз в русле общей тенденции. Тем не менее снижение акций производителей удобрений превзошло по силе падение рынка в целом, чему способствовал ряд причин, указанных ниже.

Цены на продукты, \$/бушель



Цены на удобрения



Источник: Bloomberg, Fertilizer-Index.com, CBOT

Хороший урожай зерновых в мире, а также снижение цен на нефть привели к падению цен на зерно. Цены некоторых культур (соя, пшеница) уже стали ниже средней себестоимости их производства на Западе.

Цены на удобрения отозвались снижением на негативную динамику рынка зерна. В частности, карбамид подешевел за последние три месяца приблизительно на 30%. Фосфатные удобрения упали в цене примерно на 13%, калийные удобрения пока демонстрируют устойчивость. Рынок удобрений в настоящее время выглядит слабо, и мы ожидаем дальнейшего снижения цен на данную продукцию.

Ухудшение конъюнктуры на рынках зерна и удобрений привело к катастрофическому падению цен на акции североамериканских производителей удобрений, что также стало дополнительным негативом для нашего рынка.

Вместе с тем мы полагаем, что ничего страшного на рынке удобрений не происходит. Некоторое снижение цен было вполне ожидаемым, учитывая резкий скачок их стоимости в первой половине текущего года. Цены на природный газ остаются в США и ЕС на весьма высоких уровнях, что оказывает поддержку ценам на азотные удобрения. Сырье для производства калийных и фосфатных удобрений вырабатывается сравнительно небольшим числом производителей, способных влиять на рынок, что должно поддержать цены на удобрения калийной и фосфатной групп.

В последнее время правительство РФ вновь угрожает производителям удобрений увеличением пошлин на экспорт их продукции. Мы не исключаем возможности введения повышенных пошлин. Тем не менее, по нашему мнению, более вероятным вариантом достижения договоренности правительства с ведущими производителями удобрений о скидках на их продукцию для отечественных аграриев. Такая договоренность станет позитивным фактором для рынка акций, поскольку снизит риски повышения пошлин.

Отметим также, что финансовое положение большинства производителей удобрений достаточно твердое. Их долговая нагрузка относительно невелика по сравнению с генерируемыми доходами, что приобретает особенное значение во время финансового кризиса.

Акции наиболее ликвидных производителей удобрений в настоящее время очень дешевы, и мы ожидаем в среднесрочной перспективе их существенного роста. Вместе с тем мы полагаем, что падение цен на рынке удобрений в ближайшие недели может продолжиться, и это будет оказывать понижающее давление на котировки акций российских агрохимиков. Поэтому мы рекомендуем покупки бумаг в секторе только после стабилизации ситуации на рынке данного сектора.

Среди акций производителей азотных удобрений мы выделяем компанию Акрон, потенциал роста акций которой составляет 191%. Далее изложен наш взгляд на производителей фосфатных и калийных удобрений.

Фосфорные удобрения

Группа Фосагро в конце сентября предприняла попытку перевести свои дочерние предприятия, производящие фосфорные удобрения, на давальческую схему работы. Предполагалось, что Апатит будет предоставлять сырье прочим участникам группы и получать от них конечную продукцию, а они, в свою очередь, станут оказывать услуги по давальческой переработке сырья. Росимущество помешало реализации данных планов агрохимического холдинга. Желание Фосагро перевести свои «дочки» на нерыночные механизмы работы (каким является процессинг) свидетельствует о возросших корпоративных рисках в рамках холдинга. Увеличилась неопределенность будущих финансовых потоков дочерних предприятий Фосагро, а также риски, связанные с их акциями.

Отметим, что Фосагро консолидировало в своих руках пакет акций Аммофоса величиной более 95%. Теперь в ближайшие недели следует ожидать принудительной консолидации акций предприятия. Мы полагаем, что цена выкупа будет выше текущих котировок. Вместе с тем, учитывая возросшие корпоративные риски, мы рекомендуем воздержаться от покупок акций Аммофоса с целью получения прибыли на их последующей продаже по оферте.

Что касается Апатита, другого предприятия группы Фосагро, то важной новостью для него стала судебная победа Росимущества в дящемся уже несколько лет споре с Фосагро за право обладания 20-процентным пакетом акций Апатита. Пока затруднительно определить, имеет ли это событие положительное или отрицательное значение для компании. В настоящее время мы пересматриваем справедливую стоимость акций Апатита.

Калийные удобрения

На фоне заметного снижения цен на азотные и фосфатные удобрения хлористый калий пока демонстрирует устойчивость в цене. Запасы удобрений этой группы в мире малы, а спрос, по прогнозам производителей и экспертов отрасли, будет расти наибольшими темпами по сравнению с удобрениями прочих групп. Мы полагаем все же, что кредитный кризис и упавшие цены на сельхозкультуры приведут к снижению цен также и на удобрения калийной группы. Тем не менее даже после ценовой коррекции российские производители калия останутся высокоприбыльными предприятиями.

Фундаментальные характеристики российских предприятий достаточно сильны, а катастрофическое снижение цен акций производителей калия предоставляет возможность покупки бумаг данных компаний на низких уровнях. Вместе с тем мы полагаем, что занимать длинные позиции в

бумагах российских производителей удобрений следует только после наступления стабилизации на мировых рынках удобрений.

Сводная таблица цен и рекомендаций по сектору минудобрений

	Ти-кер	Рын. цена Midmarket	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
Калийные					
Уралкалий	URKA	4.2	10.2	141%	Покупать
Сильвинит	SILV	575.0	н. д.	н. д.	Пересм.
Фосфатные					
Аммофос	AMMO	83.0	н. д.	н. д.	Пересм
Апатит	APAT	342.5	н. д.	н. д.	Пересм.
Азотные					
Акрон	AKRN	26.8	78.1	191%	Покупать
Дорогобуж	DGBZ	0.5	н. д.	н. д.	Держать
Мин. уд. (г. Пермь)	minu	125.0	н. д.	н. д.	Продавать
Азот (г. Кемерово)	azkm	17.5	н. д.	н. д.	Продавать
Куйбышевозот	KAZT	2.0	н. д.	н. д.	Пересм.
Тольяттиазот	tlaz	38.5	н. д.	н. д.	Продавать

Источник: РТС, оценка БКС

Все компании сектора, за исключением Тольяттиазота, стоят весьма дешево, и их акции можно покупать с расчетом на среднесрочную перспективу. Рекомендация «ПРОДАВАТЬ» в таблице свидетельствует лишь об относительно высокой стоимости акций предприятий по сравнению с другими производителями удобрений. Мы рекомендуем перекладываться из относительно дорогих бумаг в акции крупных и более недооцененных компаний Уралкалий и Акрон.

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Нефтехимия

Сибур остается в Газпромбанке, что негативно для «дочек» Сибура

В третьем квартале Сибур объявил о приостановке переговоров о выкупе менеджерами контрольного пакета акций холдинга у Газпромбанка. Сделка сорвалась из-за финансового кризиса и ужесточения условий финансирования, тем не менее в дальнейшем Сибур может снова вернуться к рассмотрению возможности ее проведения.

Многие инвесторы надеялись, что смена собственника Сибура приведет к позитивным переменам в корпоративном управлении холдинга: отмене жесткого трансфертного ценообразования и процессинга. Теперь вероятность позитивных перемен снижена.

Срыв переговоров несет в себе негатив в первую очередь для акций Воронежсинтезкаучука и Пластика и в меньшей степени затрагивает входящих в холдинг Сибур производителей шин и минеральных удобрений, которые, по всей вероятности, через некоторое время выйдут из его состава.

Что касается других крупнейших российских представителей отечественной нефтехимии, Казаньоргсинтеза, Нижнекамскнефтехима и Салаватнефтеоргсинтеза, то динамика финансовых показателей данных предприятий пока подтверждает тенденции, наметившиеся в 2007 году и в первом квартале 2008 года.

Казаньоргсинтез продолжает разочаровывать финансовыми показателями

В первом полугодии 2008 года показатели работы Казаньоргсинтеза оказались слабыми. Более того, в июле-августе текущего года, судя по опубликованным Интерфаксом данным, компания зафиксировала операционный убыток от своей деятельности. Причинами ухудшения ее финансовых показателей, по нашему мнению, стали проблемы с поставками сырья, увеличенные платежи по кредитам, а также возросшие амортизационные отчисления. Компания характеризуется чрезмерно большой долговой нагрузкой, что создает повышенные риски неплатежеспособности и дополнительной эмиссии акций.

Нижнекамскнефтехим и Салаватнефтеоргсинтез по-прежнему демонстрируют стабильный рост финансовых показателей. Компании реализуют инвестиционные программы и увеличивают производство.

Нижнекамскнефтехим – наиболее привлекательная компания сектора

Нашим фаворитом в российской нефтехимии является компания Нижнекамскнефтехим. Потенциал роста ее бумаг составляет, по нашим оценкам, 151%. Поддержку акциям Нижнекамскнефтехима помимо сильных фундаментальных показателей оказывает также высокий уровень ожидаемых дивидендов. Правительство Татарстана рекомендует компаниям, имеющим госдолю в капитале, выплачивать в качестве дивидендов 30% от чистой прибыли, что повышает определенность выплат и привлекательность бумаг. Дивидендная доходность акций Нижнекамскнефтехима, по нашим оценкам, составляет 13%.

Мы пересмотрели свое отношение к Салаватнефтеоргсинтезу. Акции предприятия в последние месяцы смотрелись заметно лучше рынка, что мы связываем со скупкой бумаг предприятия одним из крупных акционеров. Как следствие, по потенциалу роста акции Салаватнефтеоргсинтеза в настоящее время заметно уступают российским «голубым фишкам» и выглядят намного хуже его другого российского аналога – Нижнекамскнефтехима. Таким образом, несмотря на некоторую недооценку акций компании, в настоящее время мы рекомендуем инвесторам поискать на российском рынке другие, более привлекательные бумаги.

Мы пересмотрели также модель оценки акций Казаньоргсинтеза, чтобы учесть в ней вышедшие данные отчетности компании и меньшие, чем мы ожидали ранее, мировые цены на полиэтилен. Мы видим многочисленные риски, связанные с акциями компании, в то время как возможных факторов роста на горизонте не наблюдается. Оценка стоимости акций Казаньоргсинтеза снижена на 68% и составляет \$0.18.

Сводная таблица цен и рекомендаций по нефтехимии

	Ти-кер	Рын. цена Midmarket, \$	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
Салаватнефте-					
оргсинтез	SNOZ	83.5	88.5	6%	Держать
Нижнекамск-нефтехим	NKNC	0.35	0.88	151%	Покупать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.24	0.18	-25%	Продавать
Метафракс	mefr	0.72	н. д.	н. д.	Пересм.
Воронежсинтез-каучук	vzsk	70.0	Пересм.	н. д.	Держать

Источник: РТС, оценка БКС

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Производство шин

Сделки по объединению Сибур-РШ и Амтел-Фредештайн не будет...

В сентябре холдинг Сибур-Русские шины объявил о том, что сделка по объединению с компанией Амтел-Фредештайн не состоится. В качестве объяснения такого решения представители Сибура сказали, что сложная ситуация на финансовых рынках не позволяет объединенной компании привлечь необходимое для ее развития финансирование. Холдинг не исключает, что в будущем переговоры могут быть продолжены, но уже на новых условиях.

Это негативный знак для всего сектора

Мы рассматриваем срыв переговоров как весьма негативный знак для самого Амтела и его дочернего предприятия Амтел-Поволжье. Мы полагаем, что ни один западный производитель не станет спасать российский холдинг, обремененный крупными долгами. Существует, конечно, вероятность того, что стороны снова вернутся к сделке. Тем не менее в этом случае неизбежна новая оценка активов Амтел-Фредештайн, что повлечет за собой значительное ухудшение условий объединения по сравнению с ранее предложенными для акционеров Амтела. 10 октября Амтел объявил о временной остановке работы своего дочернего предприятия Амтел-Поволжье, в то время как другое российское предприятие группы, компания Амтел-Черноземье, функционирует с крайне низкой загрузкой мощностей. Если сделки по объединению холдингов в ближайшие месяцы не произойдет, перед группой Амтел вполне реально встанет перспектива банкротства и распродажи активов.

Что же касается дочерних предприятий Сибура, а именно Омскшины, ЯШЗ, СЗРТ и Волтайр-Пром, то вхождение в состав публичной компании могло улучшить корпоративное управление в этих фирмах и привести к отмене жесткого трансфертного ценообразования и схем процессинга. Теперь же надежды на такое развитие событий все меньше и меньше.

Единственная интересная для покупки компания в секторе – Нижнекамскшина

Мы негативно смотрим на перспективы акций всех представителей шинной отрасли, за исключением Омскшины и Нижнекамскшины. Поскольку шансы на продажу шинного бизнеса Сибура сохраняются, мы видим некоторый потенциал у акций Омскшины и рекомендуем их держать. Акции Нижнекамскшины стоят, по нашему мнению, неоправданно низко с учетом масштабов деятельности предприятия и быстрых темпов роста парка автомобилей в стране. Мы рекомендуем покупать акции компании после стабилизации ситуации на фондовых площадках страны.

Сводная таблица цен и рекомендаций по сектору

	Ти-кер	Рын. цена Midmarket, \$	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
Amtel-Vredestein	AMV	2.0	н. д.	н. д.	Продавать
Амтел-Поволжье	kirt	30.5	19.6	-36%	Продавать
Омскшина	omsh	34	35.0	3%	Держать
Яршина	yash	2.2	0.5	-77%	Продавать
Нижнекамскшина	nksh	0.95	3.2	54.5%	Покупать

Источник: РТС, оценка БКС

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Ядерное топливо

Политика затрудняет продажи ядерного топлива за рубежом

В последние месяцы обострилась конфронтация России со странами ближайшего и дальнего зарубежья, что негативно сказывается на развитии международной торговли материалами и услугами в рамках ядерного цикла.

В частности, США объявили о заморозке планировавшихся ранее программ сотрудничества с Россией в сфере ядерной энергетики. Ранее предполагалось, что США откроет свой рынок для поставок российского урана.

Украина объявила о планах создания собственных мощностей по производству ядерного топлива. Помимо этого с целью снижения зависимости от российских поставщиков Украина намеревается начать покупки ядерного топлива у американской корпорации Westinghouse.

Мы, однако, полагаем, что Украина в любом случае не станет полностью отказываться от услуг традиционного и надежного поставщика. Кроме того, отметим очевидные сложности на пути создания собственного производства ядерного топлива: для этого требуется немалый научно-технический потенциал.

Цена урана снижается, что несет в себе дополнительный негатив...

Из других факторов, негативно повлиявших на снижение стоимости российских представителей ядерной отрасли, отметим продолжение сокращения стоимости урана на мировых рынках. С середины августа цена этого минерала уменьшилась в мире с \$64 до \$49 за фунт. Таким образом, надежды участников рынка на перелом нисходящей тенденции на рынке урана пока не оправдываются. Вместе с тем отметим, что последние распродажи вызваны кризисом ликвидности, вынуждающим многих игроков избавляться от запасов ядерного сырья, и не связаны с объективной картиной изменения спроса-предложения на данном рынке, что позволяет все-таки рассчитывать на остановку падения цен.

Новые атомные станции будут строиться ускоренными темпами

Из положительных новостей отметим, что правительство увеличивает объем инвестиций, которые будут направлены на развитие отрасли. До 2015 года объем капитальных вложений государства в развитие мирного атома, по словам Владимира Путина, должен составить 1 трлн руб. В настоящее время в России возводится семь ядерных энергоблоков, за рубежом – 5 реакторов российского производства. Появились новые перспективы строительства российских ядерных станций за рубежом, в частности в Турции.

Российские компании сектора стоят крайне дешево

Падение акций предприятий сектора привело к парадоксально низкой оценке российских игроков. В частности, МСЗ и НЗХК торгуются в настоящее время с коэффициентами EV/EBITDA`2008, равными всего 0.9х и 2.3х соответственно, что выглядит неоправданно низко с учетом неплохих перспектив развития данных предприятий. Фундаментально российские компании сектора остаются весьма привлекательными. Мы рекомендуем покупать акции российских предприятий, вовлеченных в производство ядерного топлива, после того как панические распродажи на российском рынке закончатся. Наибольшим потенциалом роста обладают, на наш взгляд, акции МСЗ.

Сводная таблица цен и рекомендаций по ядерному сектору

	Тикер	Рын. цена Midmarket, \$	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком. (на длит. срок)
МСЗ	MASZ	110.0	614.6	459%	Покупать
НЗХК	nzhk	7.8	15.7	101%	Покупать
ППГХО	pgho	200.0	381.3	91%	Покупать

Источник: РТС, оценка БКС

Авиационный транспорт

Авиационная отрасль в кризисе

В августе 2008 года критическая ситуация в группе ЭйрЮнион привела к многочисленным задержкам и отменам рейсов. Вмешательство правительства РФ помогло решить проблему с вылетом пассажиров, но лишь отсрочило гибель входящих в холдинг компаний. У ряда предприятий из группы ЭйрЮнион уже отозвана лицензия на перевозки. Несколько других компаний, в том числе Красэйр, по всей видимости, потеряют лицензию уже через несколько недель.

Перспективы Красэйр, по нашему мнению, плачевны. Российские суда, входящие в состав компании, по всей вероятности, будут проданы за долги. Иностранная же техника, находящаяся у компании в лизинге, просто перейдет к новому лизингополучателю – компании Атлант-Союз, контролируемой московским правительством. Маршрутная сеть, а также большая часть персонала Красэйр также будут переведены в Атлант-Союз.

Кроме компаний из группы ЭйрЮнион в последнее время свою деятельность остановили и несколько других российских перевозчиков. Таким образом, кризис авиационной отрасли очевиден. Основными его причинами стали рост цен на авиационный керосин и сложная ситуация на финансовых рынках, затруднившая получение новых кредитов. Кроме того, свою лепту в остановку деятельности перевозчиков внесли и специфические для данных компаний проблемы, а именно рискованная политика менеджмента этих предприятий.

Динамика цен на авиакеросин в мире, центов/галлон



Источник: данные Bloomberg

Обновление техники и динамика перевозок замедлятся

Финансовый кризис должен негативно сказаться на программах обновления флота российских авиаперевозчиков. В этих условиях российским компаниям сектора будет труднее привлекать технику из-за рубежа в рамках операционного лизинга, а на ее покупку у них средств не имеется. Кроме того, повышенные цены на перевозки наложат отпечаток на темпы роста пассажирооборота.

Повышенная долговая нагрузка также создает риски для авиаперевозчиков. В условиях финансового кризиса компаниям труднее рефинансировать долги. Доходность по рублевым облигациям представителей отрасли взлетела до невиданных высот, что отражает неуверенность рынка в платежеспособности авиаперевозчиков. В частности, в настоящее время доходность облигаций Сибири по ценам предложения составляет 56% годовых, Ютэйр – 25-97%. Привлекать ресурсы посредством выпуска долговых бумаг в таких условиях представляется невозможным.

Высокая доходность по облигациям отражает неуверенность участников рынка в устойчивости финансового состояния авиакомпаний. Основания для подобных опасений имеются. Ставки по банковским кредитам для авиаперевозчиков растут, а условия кредитования ужесточаются. Многие российские банки вообще отказались от выдачи кредитов авиакомпаниям. Наибольшие опасения вызывает у нас, в частности, высокая долговая нагрузка авиакомпаний Сибирь и Ютэйр. В наилучшей ситуации находится Аэрофлот, не испытывающий проблем с финансированием и имеющий сравнительно небольшой долг.

Несмотря на вышеперечисленные проблемы, в последнее время в авиационной отрасли наметились признаки улучшения ситуации. Стоимость нефти и авиакеросина в мире существенно снизилась. Пока топливо в российских аэропортах еще не так сильно подешевело, как на Западе, но, по всей вероятности, заправщики будут вынуждены сократить цены на керосин под угрозой санкций со стороны правительства. Снижать же цены на перевозки, по всей очевидности, авиакомпании пока не собираются. По нашим оценкам, рост тарифов за последние два квартала оказался выше ожиданий и составил в среднем около 30%. Высокие доходы и пониженные затраты участников рынка дают нам основания полагать, что финансовое положение игроков постепенно улучшается.

Отметим также, что правительство рассматривает возможность временного обнуления импортных пошлин для самолетов вместимостью до 160 мест. Сокращение пошлин на импорт самолетов облегчит перевозчикам получение более современной и менее топливозатратной техники.

Указанные выше проблемы и риски авиационной отрасли не позволяют нам рекомендовать к покупке акции каких-либо перевозчиков, несмотря на упавшие цены на них. Потенциал роста акций наиболее ликвидного представителя отрасли, компании Аэрофлот, по нашим оценкам, не превышает 9%. На этом фоне инвестиции в компании первого эшелона выглядят более предпочтительными. Перспективы акций компании Красэйр и вовсе, на наш взгляд, плачевны. Мы рекомендуем продавать бумаги предприятия, пока они еще хоть что-то стоят.

Сводная таблица цен и рекомендаций по акциям сектора

Компания	Тикер	Рын. цена Midmarket, \$	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
Аэрофлот	AFLT	2.48	2.7	9%	Держать
Сибирь	avsi	2625	2602.0	-1%	Продавать
Красэйр	avka	285.0	0	-100%	Продавать

Источник: РТС, оценка БКС

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Морской транспорт

Фрахтовые ставки снижаются

Снижение ожидаемых темпов роста российского и мирового ВВП вследствие разворачивающегося мирового финансового кризиса негативно влияет на перспективы российской отрасли морского транспорта. Объемы мировой торговли морем в результате кризиса сокращаются. В мире уменьшается потребление руды, бокситов, стали, цемента и других сухих грузов. Страдают даже контейнерные перевозки, активно возраставшие на протяжении уже больше десятка лет. Балтийский индекс перевозок сухих грузов за последние три месяца упал на 70%.

Индексы цен на перевозку наливных и насыпных грузов в мире



Источник: данные Bloomberg

В меньшей степени кризис пока затронул мировую торговлю нефтью и нефтепродуктами. Цены на фрахт этих грузов держатся на исторически высоком уровне и превышают средний показатель прошлого года на 24%. Мы ожидаем, что и в будущем мировое потребление нефти не сократится, что должно оказать поддержку рынку перевозок этого сырья.

Финансовый кризис приведет к корректировке инвестиционных программ перевозчиков, так что темпы роста их бизнеса окажутся, по всей вероятности, ниже ожиданий. Несколько смягчает этот негатив тот факт, что кризис, скорее всего, заставит представителей отрасли скорректировать свои планы по наращиванию флота, создающие угрозу перенасыщения рынка.

Еще одним негативным моментом для перевозчиков является продолжающееся снижение цен на сталь, в результате которого стоимость флота в распоряжении компаний падает, что должно учитываться при оценке стоимости компаний.

Продолжающееся снижение цен на нефть, наоборот, имеет позитивное значение для представителей отрасли морских перевозок, поскольку ведет к уменьшению важной статьи затрат – издержек на топливо.

Но себестоимость перевозок также падает

Из всех российских морских перевозчиков мы по-прежнему выделяем Новошип и рекомендуем к покупке привилегированные акции предприятия. Мы ожидаем, что компания зафиксирует существенный рост финансовых показателей по итогам 2008 года. Основанием для этого являются сравнительно высокий уровень средних цен на фрахт нефтепродуктов и неплохие финансовые показатели деятельности парохозяйства в первом полугодии 2008 года.

Наш фаворит – акции Новошипа

Отметим, что акции FESCO пока слабо отреагировали на общее падение финансового рынка, несмотря на значительное снижение фрахтовых ставок на перевозку сухих грузов, а также ухудшение перспектив деятельности компании в свете кризиса. В настоящее время мы пересматриваем оценку справедливой цены акций FESCO, но в свете вышесказанного мы не рекомендуем инвесторам покупать его акции.

Сводная таблица цен и рекомендаций по акциям сектора

Компания	Тикер	Рын. цена Midmarket, \$	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
FESCO	FESH	0.96	н. д.	н. д.	Пересм.
PRISCO	PRIM	0.28	н. д.	н. д.	Продавать
Новошип, прив. акции	NOMPP	0.58	2.3	297%	Покупать

Источник: данные РТС, оценка БКС

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Машиностроение

Показатели отрасли

Темпы роста машиностроительной отрасли за 8 месяцев этого года оказались более чем в три раза ниже, чем за аналогичный период 2007 года. В целом индекс производства за 8 месяцев в России повысился на 5.3% по сравнению с 7.1% за аналогичный период прошлого года. Темпы роста индекса производства машин и оборудования и индекса промпроизводства стали практически одинаковыми. Хотя несколько лет выпуск машиностроительной продукции увеличивался намного быстрее, чем всей промышленной продукции в целом.

Обвал финансовых рынков и, как следствие, кризис ликвидности коснулись подавляющего большинства предприятий. Чуть получше чувствуют себя те, кто прямо или косвенно связан с исполнением госзаказа, особенно с оборонной промышленностью. А наиболее уязвимыми оказались производители товаров для самого широкого круга населения, активно приобретаемых в кредит. Это в основном автомобильные холдинги.

Факторы риска

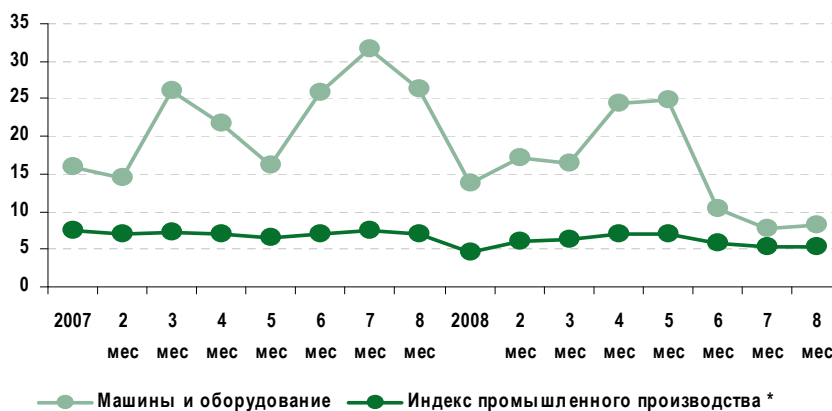
У средних и мелких предприятий возникли проблемы с оборотными средствами. В лучшем положении оказались те, кто обслуживает естественные монополии или госкорпорации. Они пытаются обращаться за краткосрочными кредитами не к госбанкам, а к непосредственным заказчикам.

Ожидания падения цен на нефть добавляют пессимизма – сокращение поступлений от ее продажи спровоцирует снижение количества заказов на машиностроительную продукцию. В наиболее металлоемких секторах машиностроения – судостроении, авиастроении, производстве сельскохозяйственной техники, производстве станков – рентабельность компаний сократится до десятых долей процента.

Распродажа на фондовом рынке коснулась всех без исключения – индекс РТС понизился с начала года (на 10 октября) на 63.1%, а индекс РТС-Промышленность – на 54.3%.

Некоторые предприятия уже допустили технические дефолты по купонным или офертным выплатам своих облигаций. Среди них – самарский Волгабурмаш (входит в ВБМ-групп), НПО «Сатурн».

Темпы роста промышленного производства и машиностроения (в % по отношению к аналогичному периоду прошлого года)



* агрегированный индекс производства по видам деятельности «Добыча полезных ископаемых», «Обрабатывающие производства», «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды»

Источник: данные Росстата

Необходимость государственной поддержки

Перспективы предприятий энергетического машиностроения сильно зависят от государственной поддержки. Заказчиками энергетического оборудования после ликвидации РАО ЕЭС стали частные генерирующие компании. Из-за дороговизны заемных средств их инвестиционные программы могут быть сокращены, а это приведет к уменьшению портфелей заказов производителей энергооборудования. К тому же недавно сформированные энергокомпании могут поискать заказчиков за рубежом, хотя большинство иностранных энергомашиностроительных холдингов и загружены заказами на 5-7 лет вперед. Таким образом, единственным залогом успешного развития российских компаний может стать государственное субсидирование программы обновления энергетических мощностей.

Объемы финансирования отечественных авиапрома и судостроения могут быть сокращены, но оно не будет заморожено. Государство, скорее всего, пойдет на увеличение сроков реализации проектов по модернизации сектора.

А вот нефтегазовые компании, вероятнее всего, не станут жертвовать программами обновления своих мощностей. Сырьевые ресурсы вновь будут источником львиной доли доходов российского бюджета. Поэтому завершение строительства новых газо- и нефтепроводов станет стратегической задачей российских властей.

Долговая нагрузка компаний

Компания	Долг/EBITDA	Долг/собственный капитал
АвтоВАЗ	2.6	0.5
НефАЗ	0.8	0.4
Sollers	1.3	0.7
Промтрактор	2.3	1.4
Кировский завод	3.5	1.1
Силовые машины	52.8	4.2
Красный котельщик	0.7	0.4
Калужский турбинный завод	2.5	0.5
Ковровский механический завод	1.0	1.6
НПО Сатурн	9.6	1.5
КМПО	2.8	0.7
Курганмашзавод	2.8	0.5
Ковровский электромеханический завод	3.3	0.8

Источник: компании, БКС

Автопром и строительная техника

Рост на автомобильном рынке продолжается, хотя его темпы по итогам года окажутся примерно вдвое ниже ожиданий – 15% вместо 30%. По данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), по итогам 9 месяцев этого года объем проданных иномарок увеличился на 40%, а если сравнивать сентябрь 2008 и 2007 годов, то рост составил лишь 20%.

Причина снижения темпов увеличения продаж автомобилей также кроется в финансовом кризисе. Российские банки подняли на несколько процентов ставки по автокредитам и стали гораздо внимательнее относиться к качеству заемщиков.

Отечественные производители группа ГАЗ и КамАЗ вынуждены были сократить свое производство, для того чтобы избежать затоваривания. Материнской компании ГАЗа, Русские машины, пришлось отказаться от покупки канадской компании автомобильного инжиниринга Magna. Акции компании были куплены в кредит под их же обеспечение. После падения их стоимости в два раза они были проданы банком-кредитором, для того чтобы избежать убытков. Негативных новостей пока не слышно от АвтоВАЗа и Sollers – компании не собираются менять свои производственные планы.

Рост грузовых автомобилей и строительной техники по итогам этого года также будет ниже ожиданий. Запланированные объемы строительства будут уменьшены, а наиболее негативным для производителей стройтехники может стать сокращение инвестиционных программ сырьевых компаний, которые являются крупными потребителями этого вида продукции.

Отрицательным фактором для них в такой ситуации может быть сокращение федеральных строительных программ, хотя власти, скорее всего, станут уменьшать их объем только в самом крайнем случае.

Динамика российского автомобильного рынка, \$ млрд

категория авто	тыс. шт.		\$ млрд			
	ИН 2008	ИН 08 vs 07	ИН 2007	ИН 2008	ИН 08 vs 07	ИН 2007
Российские автомобили	380	27%	300	3.5	45.8%	2
доля, %	23%		26%	10%		12%
Иномарки, произведенные в России	290	41%	205	4.8	71.4%	3
доля, %	18%		18%	14%		14%
Импортированные новые автомобили	785	54%	510	22.2	68.2%	13
доля, %	48%		44%	66%		64%
Импортированные подержанные автомобили	190	27%	150	3.3	50.0%	2
доля, %	12%		13%	10%		11%
Всего	1645	41%	1165	33.8	64.1%	21

Источник: PWC

Военно-промышленный комплекс

Из-за повышения политической напряженности и увеличивающейся необходимости России защищать свои природные ресурсы рост расходов на оборону сохранится на высоком уровне еще как минимум два года. Военные предприятия продолжают наращивать объем своего производства и пока не собираются прибегать к сокращениям и увольнениям.

Экспортные поставки российского вооружения, по предварительным прогнозам, останутся на уровне \$7.3-7.5 млрд. Хотя потребность в средствах на фоне финансового кризиса может заставить власти активизировать продвижение на внешние рынки российской военной техники.

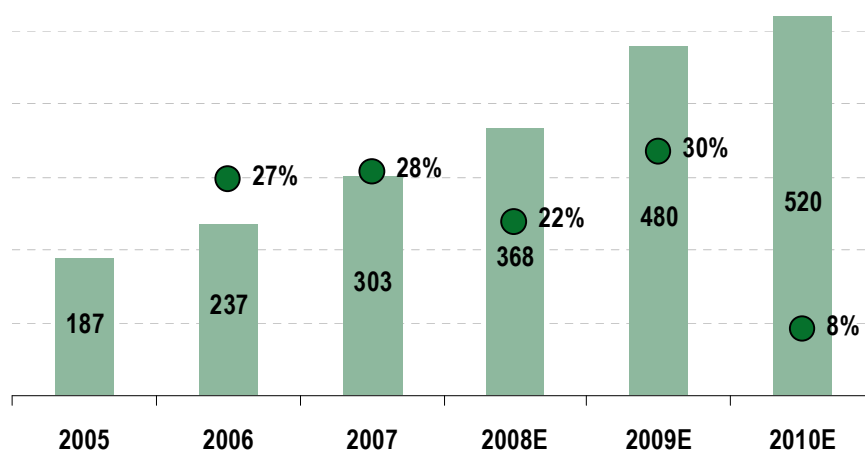
У государств, которые покупают у России вооружение, сформированы многолетние военные бюджеты. В ближайшие год-два они, скорее всего, сокращены не будут. Основные покупатели российского оружия – Индия и Китай: для первых наращивание военного потенциала необходимо из-за противостояния с Пакистаном, для вторых это постоянная стратегическая задача.

Не исключено, что многие предприятия сохраняют свою дивидендную политику и продолжают совершенствовать свои отношения с миноритарными акционерами.

Предприятиям ВПК будет гораздо проще восполнить нехватку оборотных средств. Они могут рассчитывать на льготные кредиты банков, крупные авансовые платежи заказчиков и низкие ставки налогов.

Денежные потоки от исполнения государственного оборонного заказа позволят реализовать «гражданские» проекты и не допустить серьезного роста снижения выручки в ближайшие несколько лет.

Динамика государственного оборонного заказа, млрд руб.



Источник: данные ВПК, Коммерсанта

Севастьян Козицын
skoiztsyn@msk.bcs.ru

Телекоммуникации

III квартал текущего года оказался неудачным для котировок операторов фиксированной связи. В падении акции МРК обогнали рынок, подешевев в среднем на 63%. Минувший квартал был скучным на информационные поводы для спекуляций относительно приватизации Связьинвеста, и мы по-прежнему считаем, что принципиальное решение относительно дальнейшей судьбы государственного холдинга будет принято не в этом году.

В III квартале большинство МРК опубликовали отчетность по МСФО за первую половину 2008 года. На наш взгляд, операторы продемонстрировали удовлетворительные финансовые результаты. Как и ожидалось, основными драйверами роста выручки стали доходы от нерегулируемых услуг, в то время как доходы от предоставления услуг местной связи увеличились незначительно или снизились. Темпы роста общих расходов во втором квартале ускорились, однако рентабельность по OIBDA по-прежнему сохраняется на высоком уровне. Кроме того, мы полагаем, что в перспективе на внутреннюю стоимость МРК может позитивно воздействовать запланированное сокращение капиталовложений в малорентабельные проекты. В то же время мы считаем, что в IV квартале фундаментальные факторы будут оказывать незначительное влияние на движение котировок данных компаний.

На текущий момент обыкновенные акции всех региональных операторов имеют «трехзначный» потенциал роста, однако в наступившем квартале мы не ожидаем возвращения средств инвесторов в низколиквидные бумаги МРК. **Для инвестиций с горизонтом более одного года мы выделяем наших прежних фаворитов – обыкновенные акции Сибирьтелекома, Дальсвязи и Волгателекама.**

Акции МРК стали более привлекательны с позиции дивидендной доходности

Существенное снижение котировок на российском фондовом рынке в III квартале сделало инвестиции в привилегированные акции МРК более привлекательными с позиции дивидендной доходности. Мы рассчитывали доходность по дивидендам, ориентируясь на наши прогнозы по чистой прибыли операторов на 2008 год. В качестве коэффициента выплат мы взяли среднее значение доли прибыли, выделяемой на выплату дивидендов за 2006 и 2007 годы. **На наш взгляд, наиболее привлекательными с позиции дивидендной доходности выглядят привилегированные акции Уралсвязьинформа, Дальсвязи и Сибирьтелекома.** Следует отметить, что «префы» Сибирьтелекома обладают самым высоким дисконтом к обыкновенным акциям – 25%.

	% ЧП на дивиденды по ОА в 2007	% ЧП на дивиденды по ПА в 2007	DPS'2008 (на ОА), руб. на акцию	DPS'2008 (на ПА), руб. на акцию	Div. yield 2008 ОА	Div. yield 2008 ОП	Дисконт ПА к ОА
Уралсвязьинформ	21%	10%	0.031695	0.057704	11.2%	23.5%	13%
Центртелеком	20%	13%	0.299092	0.582518	5.2%	11.3%	11%
Сибирьтелеком	15%	9%	0.044108	0.081671	8.5%	20.8%	25%
Дальсвязь	10%	10%	1.939290	5.804709	7.5%	22.7%	2%
Волгатеелеком	18%	11%	2.158589	4.097065	8.3%	17.7%	11%
ЮТК	13%	10%	0.045670	0.104751	3.7%	8.4%	0%
СЗТ	5%	9%	0.414144	1.433265	3.7%	15.5%	17%

Источник: данные компаний, оценка БКС

МРК существенно недооценены по сравнению с аналогами GEM и GDM

Акции российских МРК продолжают торговаться с солидными дисконтами (от 53% до 77%) по показателям EV/EBITDA, EV/Sales и P/E по отношению к аналогам как с развивающихся, так и с развитых рынков. Несмотря на то что российские операторы не могут рассчитывать на премию (т. к. рентабельность по EBITDA МРК несколько ниже, чем средняя по аналогам с EM и DM), мы считаем, что столь серьезный дисконт свидетельствует о недооцененности сектора.

Денис Мухин
dmuhin@msk.bcs.ru

Медиа

Медиа дрейфует

Хотя четвертый квартал является традиционно сильным для медиакомпаний, мы рекомендуем воздержаться от инвестирования в их акции, если только инвесторы не ориентируются на средне- и долгосрочный горизонты. В период кризиса медиасектор становится первой из жертв, поскольку резко сокращаются расходы компаний на рекламу, являющуюся главной статьей доходов медиакомпаний, которые традиционно дрейфуют за общим состоянием экономики.

РБК сокращает затраты

В качестве негативных факторов отметим также снижение долгосрочного кредитного рейтинга компании РБК Информационные системы агентством Standard & Poor`s. До II квартала 2008 года денежные средства и краткосрочные инвестиции РБК в размере \$232 млн превышали краткосрочный долг объемом \$158 млн. Учитывая же резкое снижение цен на акции в России, доля финансовых инвестиций в ликвидности компании значительно сократилась, что говорит о недостатке ликвидных активов для покрытия долговых обязательств до конца 2009 года. Соответственно, способность РБК погашать долговые обязательства будет зависеть от возможности их рефинансирования или от выпуска новых долговых обязательств, что является затруднительным в нынешних условиях. Активная экспансия компании, на которую она сделала ставку, пока не принесла ожидаемых результатов. По нашей информации, бизнес РБК оказался сейчас в стагнации, и даже проведенное ею снижение издержек, в том числе за счет сокращения кадров, не принесло желаемого результата.

Реструктуризация может снизить темп развития СТС Медиа

СТС Медиа 30 октября объявит результаты за третий квартал, которые, по нашим прогнозам, будут довольно высокими. По нашим оценкам, компания продемонстрирует хорошие показатели по итогам года (рентабельность по EBITDA превысит 41%), поэтому ее бумаги можно использовать для спекулятивных краткосрочных инвестиций. Что касается более длительных горизонтов, то здесь потенциальным инвесторам в акции СТС Медиа лучше взять передышку: эффект от проводимой акционерами реструктуризации в средне- и долгосрочном горизонте может быть позитивным, но в краткосрочном периоде оптимизация корпоративного управления может спровоцировать некоторую стагнацию компании.

В целом в условиях финансового кризиса лучше избегать акций медиакомпаний как наиболее уязвимых к неблагоприятной внешней среде.

Екатерина Кравченко
ekravchenko@msk.bcs.ru

Аналитический отдел

+7 495 785 5336

Макс Шеин
Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msayno@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Ирина Пенкина
Младший аналитик
ipenkina@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skoziysyn@msk.bcs.ru

Любовь Никитина
Ассистент
lnikitina@msk.bcs.ru

Михаил Нестеров
Аналитик
mnestrov@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Левченко
Переводчик
ellevchenko@msk.bcs.ru

Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

Евгений Старцев
estartsev@msk.bcs.ru

Ольга Карельская
karelyva@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Павел Васев
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
amanaev@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
akletskiy@msk.bcs.ru

Ирина Саченко
isachenko@msk.bcs.ru

Евгений Тупикин
etupikin@msk.bcs.ru

Дэн Рапопорт
danr@bcs.ru

Артем Спасский
aspasskiy@bcs.ru

Олег Байков
obaykov@bcs.ru

Давид Сиракян
davidsr@bcs.ru

Генри Карпин
hkarpin@bcs.ru

Дмитрий Воронов
dvoronov@bcs.ru

Слава Енин
svenin@bcs.ru

Глеб Шапортов
gshaportov@bcs.ru

Марат Юнусов
myunusov@bcs.ru

Руслан Амонов
ramonov@bcs.ru

Ринат Темербеков
rinat@bcs.ru



Контактный телефон: +7 495 785 5336

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.