



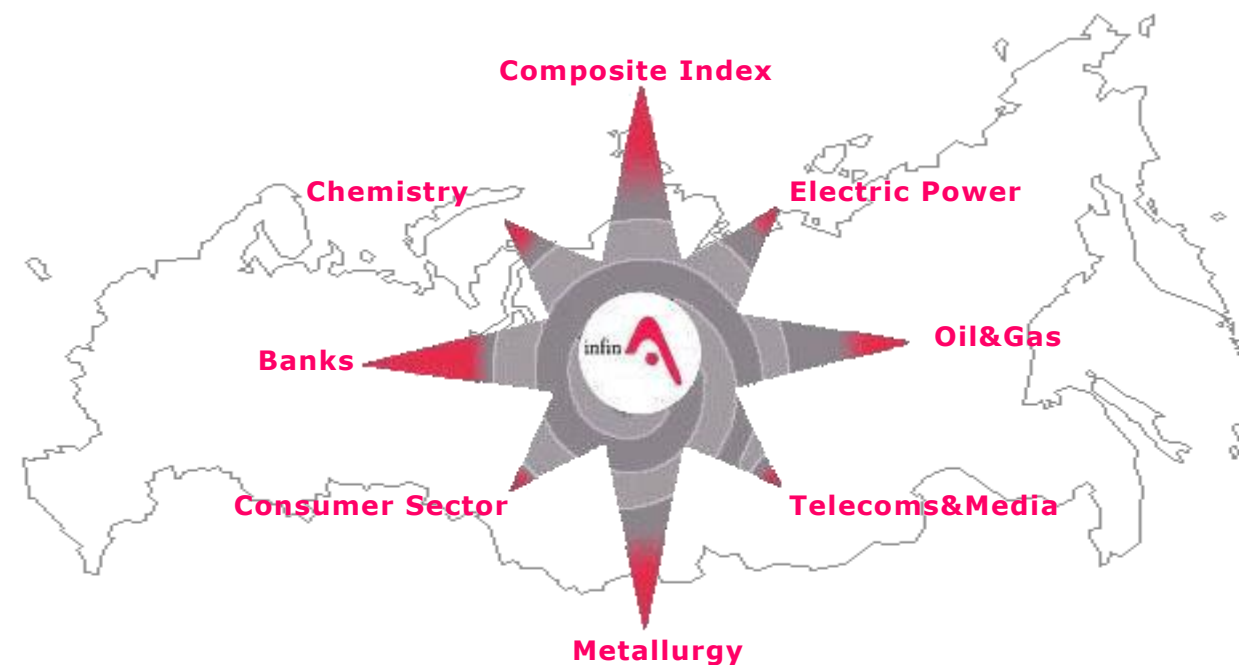
Инвестиционный Компас

Россия

Апрель 2011 г.

Содержание

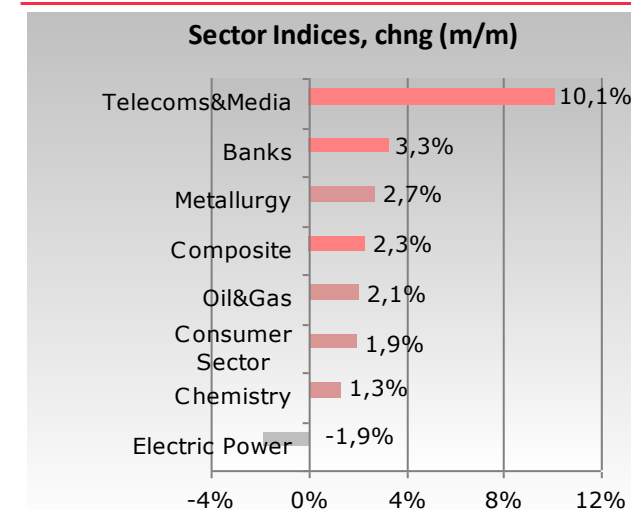
- Фондовые индексы ФЦ «Инфина»: Итоги марта 2011 г.
- Перспектива рынка
- Нефть и газ
- Metallurgy
- Электроэнергетика
- Телекоммуникации&Медиа
- Потребительский сектор
- Банки
- Химия и нефтехимия



Фондовые индексы ФЦ «Инфина»

Итоги марта 2011 г.

INFINA Index	Weight	Last Value	Fair Value	Risk Value	Chng. 1 M, %	Chng. 2M, %	Chng. 3M, %	Chng. YTD, %
COMPOSITE		130,76	154,22	133,40	2,3	5,17	12,93	12,97
Oil&Gas	49,1%	93,87	109,95	94,11	2,1	10,26	22,31	22,83
Metallurgy	15,6%	195,43	190,12	170,29	2,7	1,35	7,13	5,57
Electric Power	8,2%	179,49	300,95	257,56	-1,9	-6,51	-1,35	-1,56
Telecoms&Media	5,7%	155,27	205,60	169,20	10,1	10,85	3,86	2,46
Consumer Sector	3,9%	260,68	298,67	254,16	1,9	-0,50	-0,38	-1,22
Banks	12,4%	238,50	266,52	243,95	3,3	1,43	6,76	8,94
Chemistry	3,1%	423,65	436,62	372,37	1,3	2,86	13,96	12,51



Лидеры

Безусловным лидером месяца стал сектор телекоммуникаций на фоне запланированного слияния МРК с Ростелекомом. Банковский сектор к концу месяца восстановился после сильного снижения, благодаря акциям Сбербанка на фоне объявленной программы по выпуску GDR и снижения инфляционных рисков. Позитивные результаты в марте показывали акции нефтегазового сектора, учитывая высокие цены на углеводороды. Лидировали акции Газпрома, спрос на которые вырос в связи с ожиданиями роста потребления природного газа после катастрофы на японских АЭС. В роли защитного выступили акции потребительского сектора, в очередной раз подтвердив свою независимость от мировых событий. Целый ряд ведущих компаний (Сбербанк, Лукойл, Новатэк, Магнит и др.) представили в марте позитивные отчеты по итогам деятельности в истекшем году, что привело к пересмотру оценок их справедливой стоимости в сторону повышения и послужило фундаментальной основой для роста их капитализации.

Аутсайдеры

По итогам марта худший результат показали акции электроэнергетических компаний. Сектор электроэнергетики продолжает испытывать давление продаж в связи с планами правительства по усилению государственного контроля за энерготарифами. В наиболее неблагоприятном положении оказались акции сетевых распределительных компаний (-2.9%).

Перспектива рынка

Основные тенденции

Наибольшее влияние на динамику российского рынка акций в апреле продолжают оказывать внешние факторы, в т.ч. последствия катастрофического землетрясения в Японии и острая военно-политическая ситуация в странах арабского Востока. Одновременно мы ждем усиления рисков, связанных с завершением цикла мягкой кредитно-денежной политики в ведущих экономических центрах, что может спровоцировать пересмотр инвесторами своей инвестиционной стратегии. В этой связи мы ожидаем в апреле сохранение высокой волатильности на мировых фондовых площадках на фоне нестабильности валютных курсов и спекулятивного перегрева сырьевых рынков.

Среди внутренних катализаторов роста вероятно сезонное повышение инвестиционного спроса на акции в связи с ожиданиями дивидендов. Свой вклад в инвестиционную привлекательность российских акций в апреле способна внести также наметившаяся тенденция замедления темпов инфляции. При этом мы не исключаем варианта повторного снижения на рынках акций в преддверии весеннего ралли.

Риски

К наиболее значимым внешним рискам мы относим:

- переход ЕЦБ к политике повышения учетной ставки с целью снижения инфляционных рисков;
- возможное замедление темпов роста китайской экономики и, как следствие, уязвимость пузырей на сырьевых рынках;
- возможное обострение проблем финансирования госдолга в странах ЕС и США.

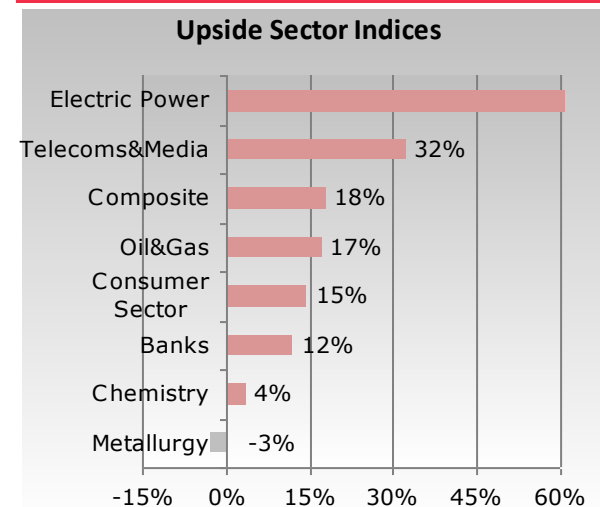
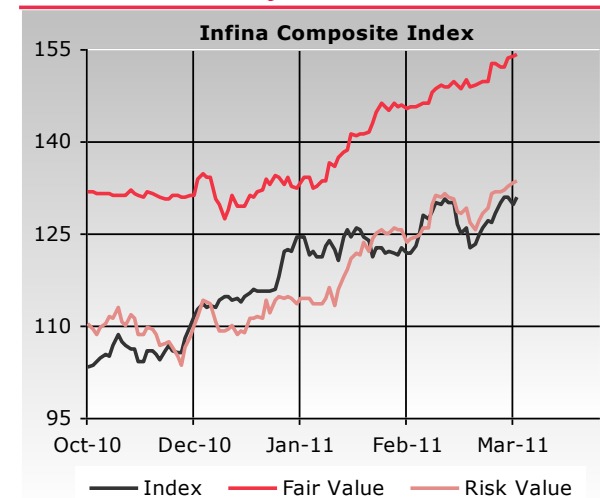
Отрасли

В условиях сохраняющейся высокой волатильности и продолжающегося оттока капитала наибольший спекулятивный интерес в апреле (как и в марте) можно ожидать в сегменте наиболее ликвидных акций.

Наибольший потенциал для восстановления после активных мартовских продаж сохраняет банковский сектор, где в первую очередь следует выделить акции Сбербанка, а также сектор электроэнергетики, который оказался значительно перепродан в связи с возросшими рисками госрегулирования энерготарифов. Оба отраслевых индекса сейчас торгуются ниже границ диапазона своей справедливой стоимости (Risk Value).

Замедление темпов инфляции может в ближайшей перспективе оказать поддержку потребительскому сектору. Исходя из оценок справедливой стоимости, мы нейтрально оцениваем фундаментальные преимущества секторов, наиболее чувствительных к темпам роста мировой экономики – металлургического сектора, а также сектора химии. В секторе телекоммуникаций основная интрига будет связана с началом торговли (с середины апреля) дополнительными выпусками акций Ростелекома, заменяющими МРК.

Потенциал роста сводного индекса Infina Composite от текущего уровня к его справедливой стоимости (Fair Value) составляет **~18%**. При этом фундаментальная поддержка по индексу (Risk Value) расположена на **~2%** выше текущего значения. ■





Нефть и газ

Отраслевой индекс акций российских нефтегазовых компаний в марте показал высокую волатильность в русле общей рыночной тенденции. Лидерами роста в марте стали акции Газпрома (+6%) и Башнефти (+3.6%).

В краткосрочной перспективе в апреле возможно сохранение высокой волатильности в нефтегазовом секторе в связи с возросшими рисками общерыночной коррекции.

Отраслевая конъюнктура. Факторы роста.

На рынке углеводородов в марте сохранялась благоприятная конъюнктура в связи с событиями на Ближнем Востоке и в Японии. На фоне восстановления темпов роста мировой экономики рост потребления нефти в 2011 г. также опережает прогнозные показатели. Средняя месячная цена российской нефти составила \$110.8 (Urals) и \$114.4 (Siberian light crude.).

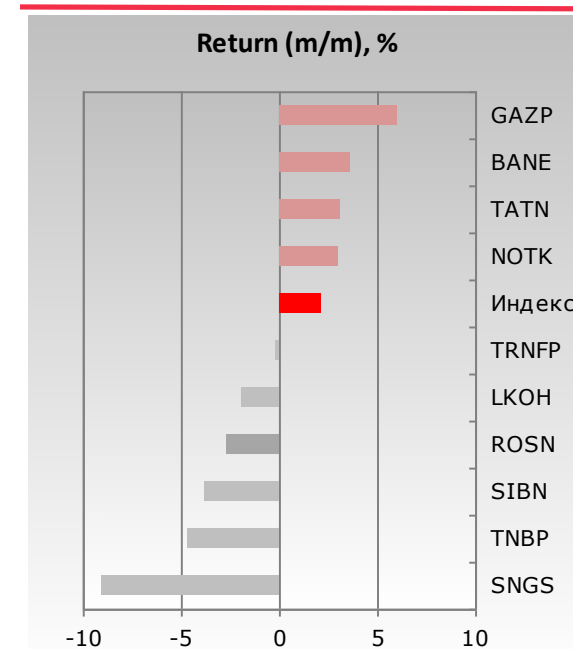
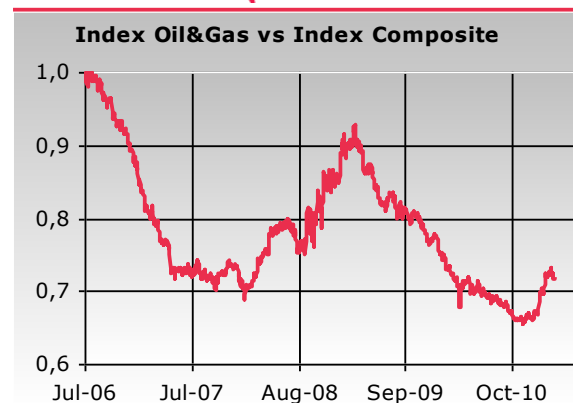
На рынке нефти вероятно сохранение высоких цен, учитывая значительный риск разрастания политической нестабильности на Ближнем Востоке. Однако в свете последних заявлений ОПЕК дальнейший сильный рост цен выше уровней \$120-\$125 маловероятен. Дополнительным фактором в пользу инвестиционной привлекательности углеводородной энергетики в долгосрочной перспективе служит кардинальный пересмотр техногенных рисков в секторе АЭС.

Риски.

- По-прежнему актуальной темой остается перспектива повышения налоговой нагрузки на нефтегазовые компании. В частности, в газовом секторе сохраняется риск ускоренного повышения налоговой нагрузки на производителей газа. Минфин предлагает поэтапно повысить ставку НДС на газ в 2012 и 2013 гг., что может негативно отразиться на величине доходов Газпрома и Новатэка. Роснефть может лишиться льгот по экспортной пошлине на добычу нефти с Ванкорского месторождения, действие которых истекает 1 мая 2011 г. Компания просит продлить их действие до 2014 г., т.е. до момента выхода на проектный уровень добычи. Цена вопроса за три года может составить \$12 млрд. Роснефть готова гарантировать министерству требуемый уровень налоговых поступлений при условии, что Минфин согласится привязать налоговую нагрузку к выручке.

- ФАС подготовила проект законов, усиливающих государственное регулирование цен на нефтепродукты. Целью регулятора является выравнивание доходности поставок нефтепродуктов на внутреннем и внешнем рынках.

- Возросшая нестабильность валютных курсов в преддверии ужесточения кредитно-денежной политики ведущими центральными банками усиливает рост волатильности нефтяных цен, что может спровоцировать участников к фиксации прибыли в секторе нефтяных акций.



Акции.

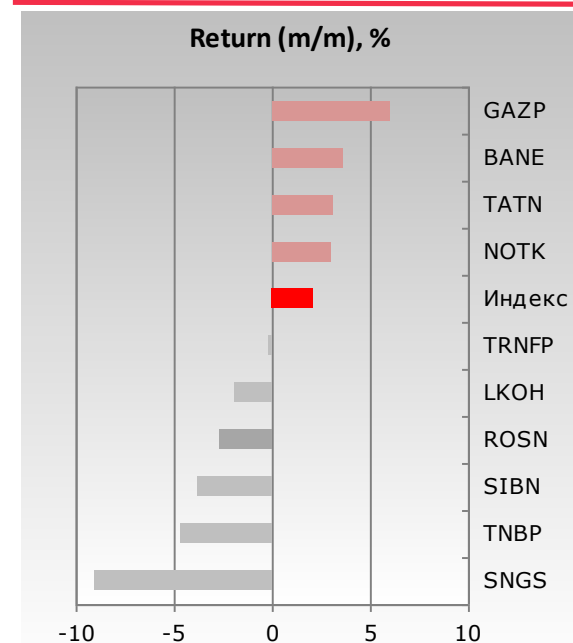
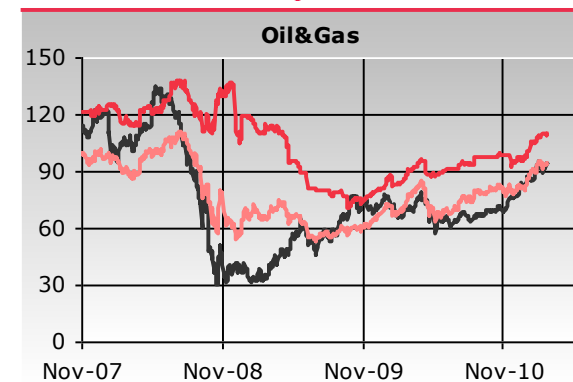
Газпром. Новостной фон в марте оказался на редкость благоприятным для компании Газпром. Концерн воспользовался прекращением поставок из Ливии по трубопроводу Greenstream и увеличил поставки своего газа в Италию в 2.5 раза, а также договорился об увеличении поставок газа в Словению с 0.5 млрд. до 1.7 млрд. м³ ежегодно. В связи с катастрофой на японских АЭС Газпром перенаправил поставки СПГ в Японию. В марте концерн ввел в эксплуатацию первоочередные объекты газоснабжения и газификации для поставок природного газа в Южно-Сахалинск. Газпром и Georlin Plinovodi объявили о создании совместного предприятия для реализации проекта «Южный поток» в Словении. Газпром приобрел активы «РУСИА Петролеум», которая является оператором Ковыктинского месторождения – перспективной базы для поставок газа в Китай. В июне 2011 г. Газпром намерен представить проект программы инновационного развития компании до 2020 г.

ЛУКОЙл. Компания показала сильные финансовые результаты по итогам 2010 г. Чистая прибыль выросла на 28.5% выше уровня 2009 г., показатель EBITDA увеличился на 19.1%, а выручка от реализации выросла на 29.4%. Добыча товарных углеводородов группой увеличилась на 1.2%, в т.ч. товарного газа – на 24.5%. Компания существенно нарастила (на 5.5%) объем переработки нефти на собственных и зависимых мощностях. Наша оценка справедливой стоимости акций ЛУКОЙла повышена до \$67.5-\$78.6. Лукойл планирует увеличить дивиденды за счет полученной дополнительной прибыли, поскольку в бюджете на этот год заложена цена нефти в \$76. Стратегия развития ЛУКОЙЛа до 2020 г. будет представлена в ноябре текущего года, в т.ч. инвесторам будет представлен пересмотренный пакет инвестиций на ближайшие 10 лет. В 2011 г. Лукойл намерен завершить тендерные работы в иракском проекте «Западная Курна-2». В среднесрочных планах компании также намечено развитие экспорта нефти на юге России, в частности, с Каспийского шельфа на месторождении им. Филановского. Его запуск запланирован на 2015 г.

Новатэк. В нефтегазовой отрасли НОВАТЭК по-прежнему остается среди лидеров по темпам роста капитализации и наращиванию активов. В марте компания приобрела опцион, дающий право на выкуп 25.1% в «Ямал СПГ». Компания намерена выплатить дивиденды за второе полугодие 2010 г. в размере 2.5 руб. на акцию. Общая сумма выплат по итогам минувшего года составит 4 руб. на акцию. Акции Новатэка торгуются вблизи своего абсолютного максимума и при этом сохраняют потенциал для дальнейшего роста.

Роснефть. Основной интригой в ближайшей перспективе остается неурегулированность сделки между ВР и Роснефтью из-за конфликта с акционерами ААР. Акции Роснефти торгуются сейчас с большим дисконтом к своей фундаментальной стоимости. ■

Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru





Металлургия

В марте металлургический сектор рынка оказался лучше рынка, в лидерах акции ТМК (+6%), Норильского никеля и ВСМПО Ависма (+5%)

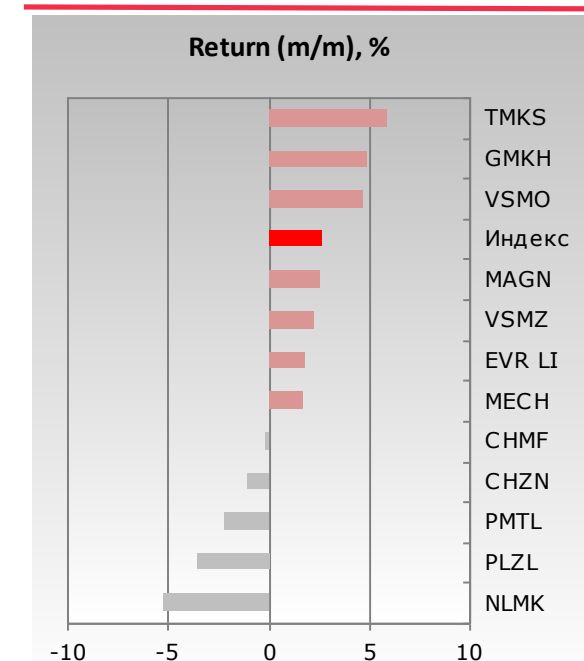
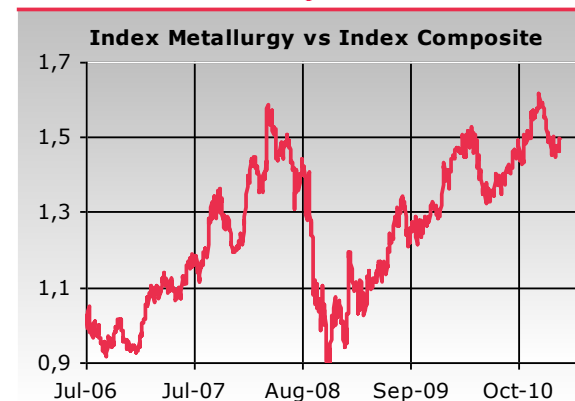
Лидерами апреля могут стать трубные и золотодобывающие компании. Акции сталеплавильных предприятий поддержат сезонный рост спроса на металлопрокат в строительстве.

На внеочередном общем собрании акционеров (ВОСА) ГКМ Норильский никель, состоявшемся 11 марта, был избран новый состав Совета директоров. В него вошли 4 представителя от Интерросса (4 представителя компании входил в совет до ВОСА), 2 от Русала (3 до ВОСА), 2 от менеджмента Норникеля (3 до ВОСА), 1 от компании Trafigura (0 до ВОСА), 1 от Металлоинвеста (0 до ВОСА), 3 – независимых директора, в т.ч. Александр Волошин (2 до ВОСА), 0 от ВТБ (1 до ВОСА). Введение в Совет директоров независимого председателя – А. Волошина было одним из ключевых условий подписанного в ноябре 2008 г. между Интреросом и Русалом соглашения об управлении Норникелем и о прекращении борьбы за контроль над компанией, которая возобновилась после ГОСА, когда А. Волошин не прошел в Совет. ГКМ Норильский никель выразила «удовлетворение итогами голосования на ВОСА ввиду сбалансированности состава Совета директоров», в Русале итоги собрания оценены «в целом позитивно».

Evraz Group и Новолипецкий металлургический комбинат раскрыли результаты своей деятельности по МСФО за прошедший год. В 2010 г. чистая прибыль НЛМК по US GAAP выросла в 5,8 раз до \$1.3 млрд., а EBITDA увеличилась на 64% до \$2.3 млрд. Чистая прибыль Евраза составила \$532 млн., тогда как в 2009 г. был зафиксирован убыток в \$292 млн. Консолидированная EBITDA за 2010 г. составила \$2,4 млрд. Рейтинговое агентство Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг «Евраз» с «В» (прогноз «Стабильный») до «В+» (прогноз «Стабильный»). ■

На наш взгляд, в апреле лидерские позиции в металлургическом секторе сохранятся за акциями компаний цветной металлургии и трубных компаний. Поддержку компаниям черной металлургии окажут сезонное оживление строительной отрасли и связанное с этим увеличение спроса на металлопрокат, а также ожидаемое увеличение сырьевых цен на мировых и вслед за этим на внутреннем рынке.

Челябинский цинковый завод – нереализованный потенциал роста акций крупнейшего в России производителя высококачественного цинка и цинковых сплавов превышает 30%. Поддержку бумагам окажут цены металла, которые в апреле могут достигнуть \$2500/т (+5%). Наша рекомендация в отношении акций ЧЦЗ – «держать».

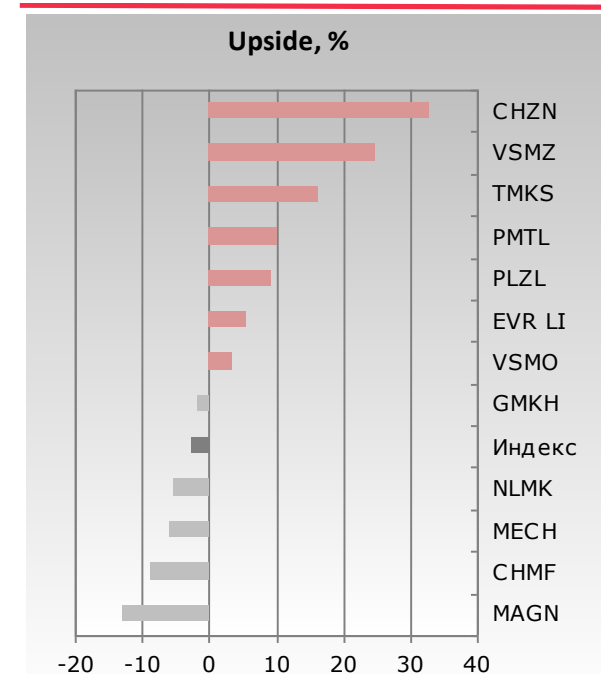
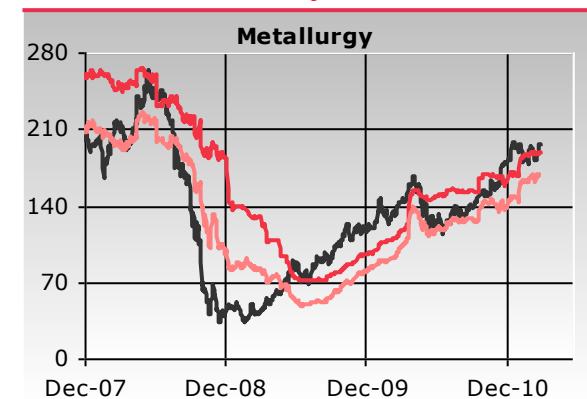


Выксунский МЗ готовится направить изготовленную квалификационную партию труб большого диаметра разработчику спецификации проекта «Южный поток» для проведения испытаний. Общая потребность проекта в трубах оценивается в 2.5 млн. т. Отметим, что около 5 лет назад ВМЗ освоил выпуск труб большого диаметра, предназначенных для подводных коммуникаций (нефте- и газопроводов на континентальных шельфах), и сертифицировал их по стандарту норвежской компании Det Norske Veritas – общепризнанному нормативу качества такой продукции. Наша рекомендация в отношении акций Выксунского МЗ – «покупать», потенциал роста акции – 25%.

ТМК выиграла аукцион по продаже 25.5% акций ОАО «Волгоградский речной порт». Приобретение блокирующего пакета позволит улучшить логистические схемы Волжского трубного завода в региональном транспортном узле и укрепит позиции компании на рынке каспийского нефтегазоносного региона. Американское предприятие ТМК (ТМК IPSCO), выпускающее нефтегазовые трубы с премиальным резьбовым соединением, запустило дополнительную линию, которая позволит расширить сортамент производимых премиальных труб и более полно удовлетворять внутренний спрос, в частности, обеспечить продукцией разработки месторождения Марцеллус – крупнейшего в США месторождения сланцевого газа. Потенциал роста акций ТМК – 15%, рекомендация – «держать».

В случае усиления волатильности на мировом валютном и фондовом рынках акции золотодобывающих компаний – **Полиметалла** и **Полюс Золота** – могут выступить защитным активом. Мы также позитивно оцениваем факт разрешения ФАС России на перевод акций Полиметалла на зарубежную компанию для проведения листинга на LSE. Это позволит повысить ликвидность акций Полиметалла на международном фондовом рынке и преодолеть законодательное ограничение на конвертацию не более 40% акций в GDR, поскольку котироваться будут именно акции, а не глобальные депозитарные расписки. На ближайшую перспективу потенциал роста обеих золотодобывающих компаний мы оцениваем в 10%, рекомендация в отношении из акций – «держать».

Евраз объявил о присоединении ООО «Евразметалл» к приобретенному ранее ОАО «Инпром» – металлоторговой компании, зарегистрированной в Таганроге. Объединенная структура получила название «Евраз металл инпром», в 2010 г. она реализовала 1.2 млн. т металлопроката, заняв на отечественном рынке второе место после Мечела. По словам прежнего владельца ОАО «Инпром», Игоря Коновалова, «Инпром» и «Евразметалл» хорошо дополняют друг друга как по отраслевой структуре сбыта (у первого много клиентов в машиностроении и обрабатывающих отраслях, второй очень силен в строительной тематике), так и территориально (таганрогский трейдер – лидер на юге, имеет сильные позиции в Поволжье, «Евразметалл» намного сильнее в Сибири, на Урале и Дальнем Востоке, в центре)». Потенциал роста акций Евраза – 5%, наша рекомендация – «держать». ■



Алексей Полежаев, polezhaev@infina.ru



Электроэнергетика

По итогам марта сектор электроэнергетики снизился на 1.9% и вновь оказался аутсайдером рынка.

Изменение правил ценообразования на рынке электроэнергии создает дополнительные риски и удерживает долгосрочных инвесторов от вложений в энергетические активы.

В краткосрочной перспективе в ряде акций в силу перепроданности сложились благоприятные предпосылки для технического коррекционного роста.

Состояние отрасли.

Усиление государственного регулирования.

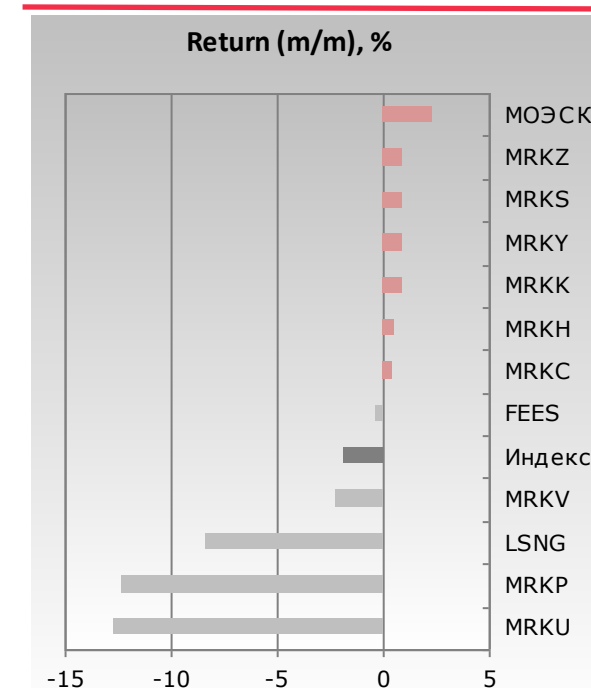
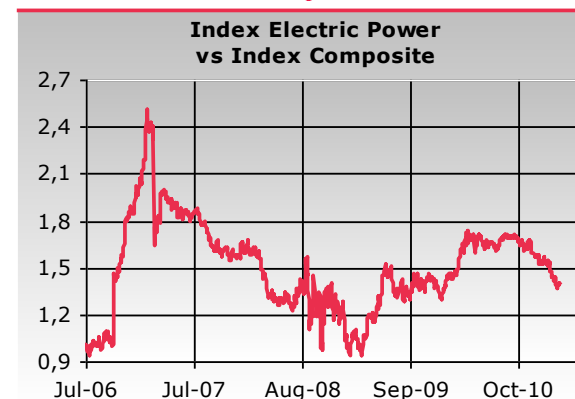
Во многих регионах рост среднего тарифа сетевых компаний в 2011 г. составил более 40%. В итоге средневзвешенные розничные цены уже близки к оптовым ценам на электроэнергию в Европе. Для того, чтобы сдержать рост цен на электроэнергию, Правительство намерено отказаться в этом году от индексации тарифов на мощность, за счет которых покрываются постоянные расходы энергетиков. С целью торможения роста стоимости услуг сетевых компаний Правительство также готово увеличить период тарифного регулирования с 3 до 5 лет.

Долгосрочный рынок мощности.

Конструкция долгосрочного рынка мощности в электроэнергетике, введенная с 1 января 2011 г., может проработать лишь один год. Новую схему рынка мощности предполагается разработать к июлю 2011 г. Переход к новой модели рынка также повышает риски регулирования. В частности, уже известно о том, что рассматривается возможность отмены конкурентных отборов мощности, а рыночные методы определения цен предложено дополнить методами государственного планирования.

Консолидация активов в сетевом хозяйстве.

В сетевом хозяйстве по-прежнему одной из ключевых тем остается приватизация региональных сетевых компаний, находящихся под управлением Холдинга МРСК. Холдинг выступает за продление моратория приватизации на 3 года до 2015 г. Однако Минэнерго сообщило о планах продажи ряда сетевых компаний иностранным инвесторам с целью кардинального повышения их эффективности. Потенциальные кандидаты – МРСК Северо-Запада, Юга, Сибири и Северного Кавказа, а также Томская РСК, где финансовое положение наиболее сложное и требуется значительное обновление сетей. Наиболее вероятно, что приватизации госпакетов будет предшествовать максимальное укрупнение внутри самих сетевых компаний, а привлечение иностранных инвесторов может ограничиться одним-двумя показательными примерами. В случае реализации подобных пилотных проектов в этих компаниях можно ожидать значительный прирост их капитализации.



Рынок акций.

Сектор генерации. С сегменте оптовой генерации мы выделяем **ОГК-2, ОГК-4 и ОГК-5** как наиболее эффективные и прибыльные компании, отличающиеся к тому же высоким качеством корпоративного управления. Деятельность компаний характеризуется наименьшими удельными переменными издержками. Кроме того, ОГК-5 в 2011 г. завершит свою обязательную инвестиционную программу и может начать процесс возврата инвестиций.

Мы также считаем интересными в ближайшей перспективе вложения в акции **ТГК-1 и ТГК-9**. Акции данных компаний значительно снижались в цене в ходе мартовской коррекции и потому сохраняют потенциал восстановления в рамках краткосрочной технической коррекции. ТГК-1 является одним из лидеров по рентабельности среди других генерирующих компаний.

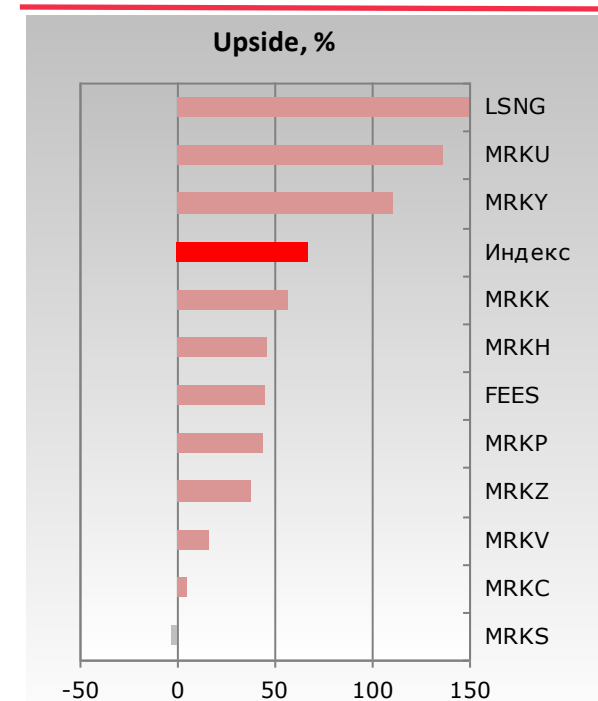
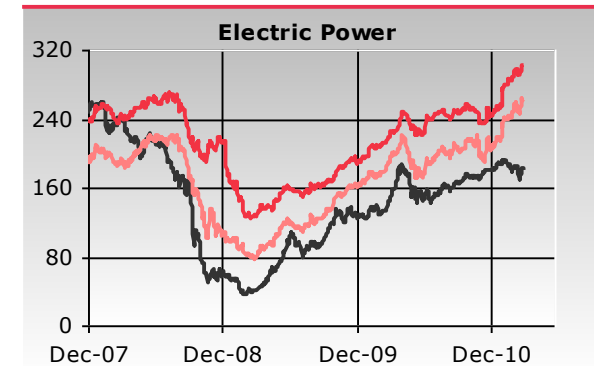
ФСК. Перспектива усиления госрегулирования вряд ли скажется на деятельности компании, учитывая невысокий вклад услуг ФСК в конечную цену электроэнергии. Основной инвестиционной идеей остается приватизация компании.

В настоящее время фиксация прибыли в акциях ФСК после 30%-ого январского роста завершена. Цена акций опустилась к уровню МА200 (36.5 коп.), что предполагает хорошую возможность для восстановления длинных позиций в данной бумаге; 28 марта GDR ФСК получили листинг на LSE.

ИнтерРАО ЕЭС. В долгосрочной перспективе наиболее привлекательными мы считаем акции ИнтерРАО ЕЭС. Компания стремится стать одним из важнейших центров консолидации электроэнергетических активов в отрасли и может рассчитывать на существенный синергетический эффект. Компания защищена от рисков вмешательства регулятора в тарифную политику, поскольку не владеет сетями. Основной риск связан с размыванием капитала из-за проводимых допэмиссий. С 10 марта 2011 г. начался очередной этап размещения дополнительных акций, который продлится до 17 мая 2011 г. Компания планирует разместить 13.8 трлн. акций номиналом 2.8 коп. по цене 5.35 коп., что намного выше текущей рыночной цены (4 коп.). Росимуществу будет передано 1.4 трлн. акций в обмен на ценные бумаги 19 энергетических компаний. В марте 2011 г. ИнтерРАО приобрело у группы ГМК Норильский Никель 79.24%-ный пакет акций ОГК-3 в рамках реализуемой стратегии развития. Приоритетными задачами Компании на этапе до 2015 г. являются выполнение инвестиционной программы, повышение операционной эффективности и рост стоимости активов.

РусГидро Акции привлекательны в долгосрочном плане. Компания активно развивается и намерена привлечь к участию в капитале иностранных инвесторов для строительства ГАЭС, Нижнекурейской ГЭС и др. В планах компании стоит приобретение доли (не менее 25%) в Евросибэнерго в обмен на 40% акций Иркутскэнерго и блокпакет Красноярской ГЭС и приобретение у государства 52%-пакета акций «РАО ЕС Востока». РусГидро направляет на выплату дивидендов по итогам 2010 г. не менее 5% прибыли. В 2011 г. Компания планирует выпустить еврооблигации на сумму 30 млрд. руб. ■

Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru



Телекоммуникации и Медиа-сектор



Башинформсвязь – продавать; МТС, VimpelCom, СТС Медиа – покупать. Обмен «любезностями» между МТС и властями Туркмении продолжается.

VimpelCom все же покупает Wind Telecom.

Ростелеком наконец-то объединен.

Неурожайная на IPO весна 2011 г.

Прогнозируемый рост медиа-рынка на 20% в текущем году.

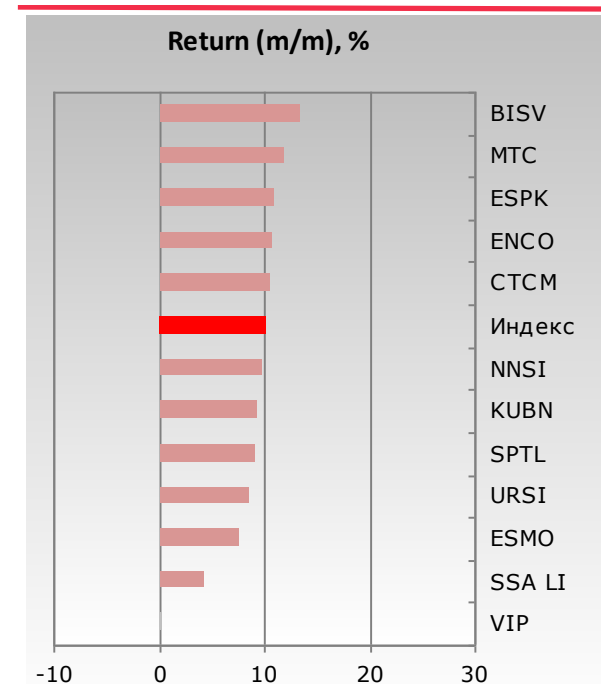
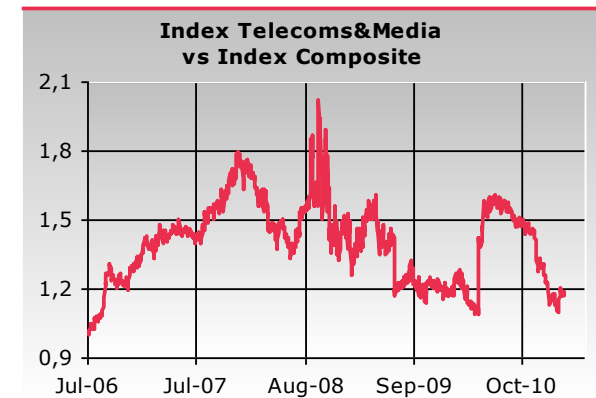
В марте ситуация с конкуренцией в сегменте телекомов была неопределенной. С одной стороны, третий месяц подряд лидер прошлого года по числу чистых подключений – Мегафон – не демонстрирует роста абонентской базы. Однако и другие игроки Большой тройки показывают более чем скромные результаты по этому показателю. С другой стороны, с завершением формирования «объединенного» Ростелекома неизбежно встает вопрос о «дележе» большого пирога.

Очень кстати в Госдуму был внесен законопроект, предлагающий снизить порог доминирования на рынке для сотовых операторов с 35% до 25%. По действующему законодательству хозяйствующим субъектом, занимающим доминирующее положение, признается лицо, доля которого на рынке превышает 50%, а в ряде случаев – 35%. При этом доминантный игрок, согласно новому законопроекту, не может быть допущен к проведению торгов на получение лицензий в области связи с использованием радиочастотного спектра.

А то, что вопрос с радиочастотами остается актуальным, подтверждает заключение соглашения между игроками Большой тройки и объединенным Ростелекомом о распределении опционов на частоты и выкупе, ориентировочно в 2014 г., по 20% в компании «Скартел».

МТС в марте продолжила обострять ситуацию со своими туркменскими активами. Компания разослала письмо участникам конференции «Turkmenistan Oil&Gas Road Show 2011», проводимой в Сингапуре, с предупреждением о рисках инвестирования в экономику Туркмении. Компания также заявила о заинтересованности в покупке оставшихся 49% белорусской МТС, однако цена, озвученная президентом Белоруссии А. Лукашенко, в \$1 млрд. не может устроить МТС, так как в несколько раз превышает рыночную. С учетом накопленных «плохих» долгов МТС, а также до сих пор нерешенных споров в станах СНГ, агентство S&P's подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг компании на уровне «BB» с негативным прогнозом.

Основным событием в марте для **VimpelCom Ltd.** было одобрение акционерами Vimpelcom на ВОСА 17 марта сделки по покупке Wind Telecom. Таким образом, в результате допэмиссии структуры Савириса получат 20-процентную экономическую долю и 30.6% голосующих акций Vimpelcom, по которым не будут выплачиваться дивиденды. Кроме того, Vimpelcom заплатит своему новому партнеру \$1.495 млрд. денежными средствами. Последним спорным моментом остается вопрос, чью



сторону – Altimo или Telenor – примет арбитражный суд Лондона. В случае если суд примет сторону Telenor, VimpelCom придется выпустить дополнительные акции в пользу норвежцев, которые будут ими выкуплены.

Решение ВОСА было позитивно воспринято рынком, так как внесло некоторую определенность в судьбу самого Вымпелкома. Всплеск позитива внесло и сообщение о том, что консультанты, нанятые алжирскими властями для оценки местного мобильного отделения Orascom Telecom, должны завершить работу к концу мая, после чего местный оператор будет национализирован.

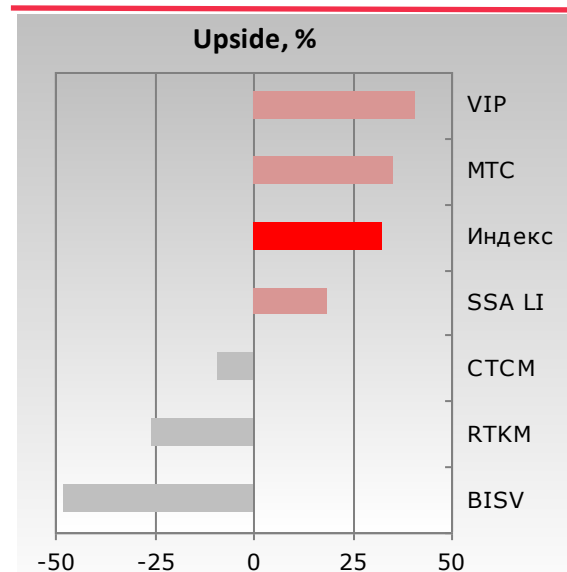
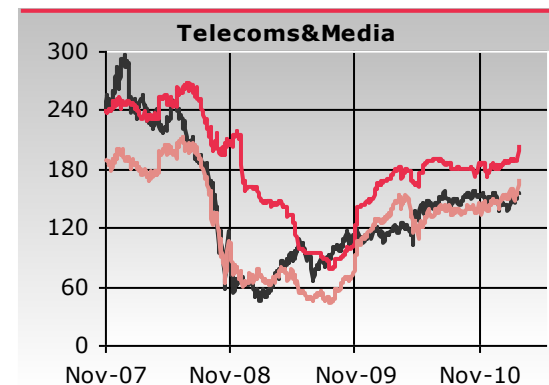
Представленная VimpelCom финансовая отчетность по стандартам US GAAP по результатам 4 кв. и 2010 г., в целом, совпала с ожиданиями рынка. Высокие уровни маркетинговых затрат и CAPEX в 4 кв. 2010 г. свидетельствуют о желании компании восстановить и упрочить свое положение на российском телекоммуникационном рынке.

Торги акциями МРК, показавшими рост в среднем на 7% по итогам месяца, были прекращены на ММВБ 28 марта в рамках присоединения к **Ростелекому**. Это событие было ожидаемо рынком, однако неожиданным явилось сообщение о том, что Ростелеком может перенести выход на Лондонскую биржу с запланированных апреля-мая на ноябрь этого года из-за того, что оператор счел весну не очень удачным временем для размещения. Решение Ростелекома заставило миноритариев, рассчитывавших продать акции на бирже уже этой весной, начать избавляться от своих пакетов, в то время как новость, что акции компании с 1 июня 2011 г. будут учитываться при расчете индексов MSCI Global Standard, вызвала покупки в бумагах Ростелекома.

Кроме того, Ростелеком и Мегафон сообщили в марте, что планируют запуск виртуального мобильного оператора на сети Мегафон. Это партнерство позволит Ростелекому запустить сеть на всей территории России, в то время как Мегафон может получить часть неиспользуемого Ростелекомом частотного ресурса.

Опубликованная в марте финансовая отчетность по МСФО по результатам 4 кв. и 2010 г. **СТС Медиа** превзошла рыночные ожидания. В 2011 г. СТС Медиа ожидает роста операционной выручки примерно на 20% в рублевом выражении, так как, по заявлению менеджмента компании, уже почти 75% ожидаемого годового национального российского инвентаря законтрактовано по существенно более высоким ценам, чем в 2010 г. По прогнозам Видео Интернэшнл и «Ведомостей», рынок телерекламы в 2011 г. может вырасти примерно на 20%. Причиной такого роста может служить тот факт, что телеканалы продадут остатки рекламного времени на 35-40% выше цен прошлого года.

Инвестиционное заключение: мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги МТС, VimpelCom Ltd. и СТС-Медиа и рекомендуем их к покупке. ■



Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru



Потребительский сектор

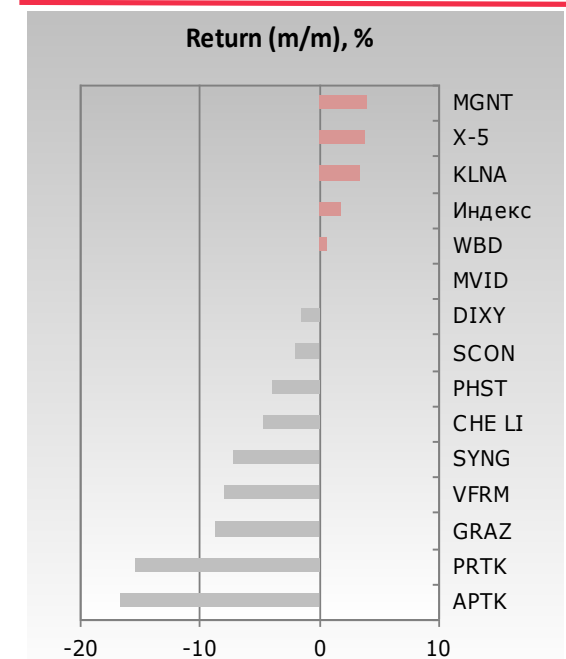
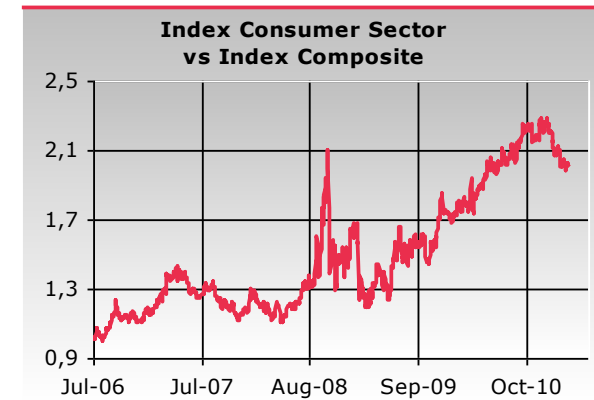
В марте компании потребительского сектора показали результат на уровне рынка: Index Consumer Sector вырос на 1.9% при росте Index Composite на 2.3%.

Текущий потенциал роста Index Consumer Sector составляет 15%.
Лучшие идеи – X5, Черкизово и Дикси.

В марте рост на 2% отраслевому индексу потребительского сектора (ритейл, производство продуктов питания и фармацевтика) обеспечили компании розничной торговли – ОАО «Магнит» и X5 Retail Group N.V., бумаги которых подорожали за месяц на 4%. Акциям данных компаний в марте удалось отыграть февральское падение котировок и вернуться на уровни цен января 2011 г., в очередной раз подтвердив свой статус защитных бумаг.

В конце марта **ОАО «Магнит»** опубликовало аудированную отчетность за 2010 г., которая была сдержанно воспринята рынком. Компания продемонстрировала уверенный рост бизнеса наряду со снижением его эффективности. По итогам года благодаря увеличению торговых площадей на 34% и росту сопоставимых продаж на 9.2% выручка группы в рублевом выражении выросла на 39% до 236 млрд. рублей, в долларовом – на 45.3% до \$7.78 млрд. В течение 2010 г. ритейлер открыл 827 магазинов (798 магазинов у дома, 27 гипермаркетов и 2 магазина «дрогери») доведя размер сети до 4055 магазинов. Из-за проводимых масштабных инвестиций в цены валовая маржа снизилась с 23.48% в 2009 г. до 22.38% в 2010 г., маржа EBITDA – с 9.52% до 8.12%, чистая – с 5.14 % до 4.29%. Соотношение Net debt/EBITDA на конец 2010 г. составило 1.39, что существенно выше прошлогоднего показателя – 0.09, однако по-прежнему находится в рамках комфортного диапазона. Менеджмент компании озвучил также планы развития на 2011 г, предусматривающие открытие до 1000 магазинов формата «у дома», 50 гипермаркетов, а также 200 магазинов «дроггери». Компания рассчитывает на 50% рост выручки и капзатраты на уровне \$ 1.8 млрд. В тоже время активное развитие сети будет сопровождаться дальнейшим снижением рентабельности и ростом долговой нагрузки до уровня 2 EBITDA. С учетом опубликованной отчетности мы повысили коридор справедливых цен **до \$126/146** за акцию с сохранением рекомендации «держать».

Для **X5 Retail Group N.V.** март стал периодом насыщенного информационного фона: в начале месяца рейтинговое агентство Moody's понизило корпоративный кредитный рейтинг и рейтинг вероятности дефолта по обязательствам Группы с уровня B1 до уровня B2 (прогноз по рейтингам – «стабильный»), затем стало известно о ряде кадровых изменений в топ-менеджменте и возможным



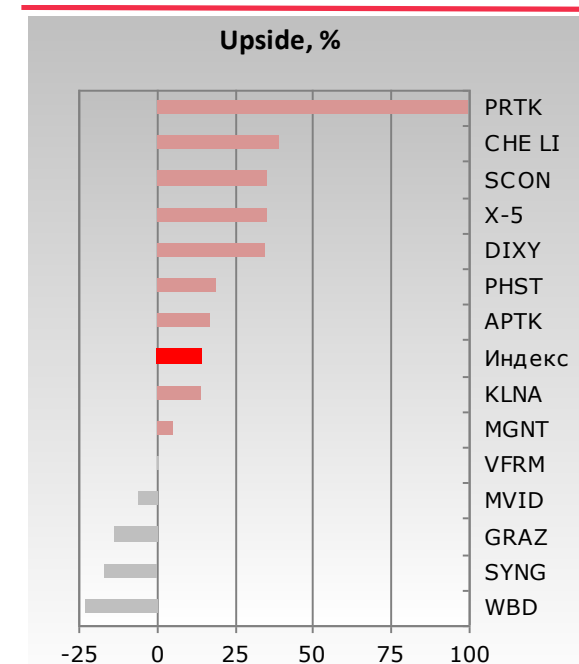
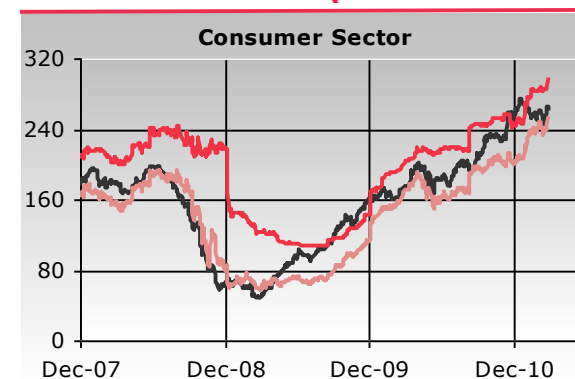
сотрудничеством Х5 и Лукойла в рамках проекта по открытию магазинов сети на автозаправочных станциях, конкретные условия которого станут известны в апреле. Кроме этого компания опубликует данные по продажам за 1 кв. 2011 г. и отчетность за 2010 г. (МСФО), что окажет влияние на котировки ее ГДР. Мы также ожидаем, что менеджмент анонсирует планы группы на 2011 г. Ранее Х5 заявляла о намерениях направить на развитие бизнеса в 2011 г. 40 млрд. рублей, большая часть которых будет инвестирована в открытие новых магазинов. Мы считаем расписки Х5 одной из лучших инвестиционных идей в ритейле и рекомендуем их к покупке с учетом справедливой цены \$56 за ГДР и потенциалом роста от текущей рыночной цены ~30%.

Мы также обращаем внимание на **Группу «Черкизово»**, бумаги которой на данный момент недооценены рынком на 35%. Данные финансовой отчетности за 2010 г. свидетельствуют о сохранении финансовой стабильности Группы и росте ее операционных показателей. По итогам 2010 г. выручка выросла на 17% и составила \$1.2 млрд., валовая прибыль – на 21% до \$324 млн., чистая прибыль – на 21% до \$144.4 млн. В качестве позитивного момента отметим сохранение высокой эффективности: в условиях негативной ценовой динамики на продукцию группы и роста ее себестоимости маржа по EBITDA осталась на уровне 2009 г. – 18%, по чистой прибыли выросла с 11.7 в 2009 г. до 12% в 2010 г. В течение отчетного года Группа совершила ряд приобретений, позволяющих ей расширить бизнес, увеличить земельный банк и существенно увеличить производственные мощности по мясопереработке. В качестве позитивного момента отметит также усиление поддержки государства – с 2011 г. квоты на импортное мясо птицы сокращены по сравнению с прошлым годом вдвое.

Еще одним нашим фаворитом в секторе является **Группа «Дикси»** с потенциалом роста 35% и справедливой ценой \$19 за акцию. В марте акции группы немного просели после принятия решения проведения SPO (в целях финансирования сделки по приобретению Виктории), в ходе которого будут размещены 38.75 млн. акций допэмиссии (45% от текущего УК). Цена новой эмиссии будет установлена в мае 2010 г. Стабилизации котировок способствовали опубликованные операционные результаты Группы за январь-февраль 2011 г. По итогам отчетного периода выручка группы составила \$393 млн. (+22% год-к-году). Вместе с тем в тройке публичных лидеров ритейла Группа демонстрирует самые скромные темпы роста выручки.

Мы рекомендуем воспользоваться офертой, выставленной PepsiCo, акционерам **Вимм-Билль-Данн** и предусматривающей приобретение акций ВБД по 3883.70 рублей и АДР – по 970.925 рублей. Оферта действует до 18.00МСК 19 мая 2011 г. Напомним, что в последующем PepsiCo планирует провести делистинг бумаг ВБД.

Акции **Протек** и **Разгуляй** по-прежнему в нашем долгосрочном Top-list с потенциалом роста 100% и 40% соответственно. ■



Юлия Гапон, gaпон@inфина.ru



Банки

Отраслевой индекс Banks по итогам марта продемонстрировал рост, сумев восстановиться после активных продаж в середине месяца. В апреле акции банковского сектора будут пользоваться спросом со стороны инвесторов.

Драйверами роста станут хорошие финансовые результаты по МСФО за 2010 г., ожидание позитивной отчетности за 1 квартал 2011 г. по РСБУ и корпоративные новости.

Основными факторами риска продолжают оставаться проблемы европейской банковской системы.

Общая ситуация в банковском секторе

На последнем заседании Совета директоров Банка России было принято решение о сохранении на действующем уровне ставки рефинансирования и процентных ставок по операциям. Одновременно ЦБ повысил нормативы обязательного резервирования на 100 б.п. (с 4.5% до 5.5%) по обязательствам кредитных организаций перед юридическими лицами-нерезидентами и на 50 б.п. (с 3.5% до 4%) перед физическими лицами и иным обязательствам кредитных организаций.

Сохранение ставки на прежнем уровне, ставшее возможным в связи с некоторым замедлением инфляции в марте (с 1 по 28 марта составила 0.5%, с начала года – 3.7%), несомненно, позитивно для банковского сектора. В 2010 г. банки продолжали активно наращивать позиции в долговых ценных бумагах, а дальнейшее повышение стоимости денег будет способствовать росту доходности облигаций и приведет к нежелательной переоценке торговых портфелей.

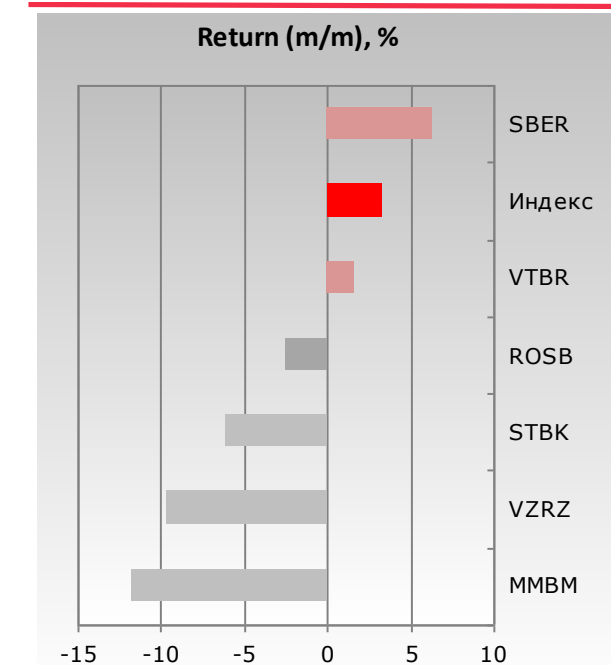
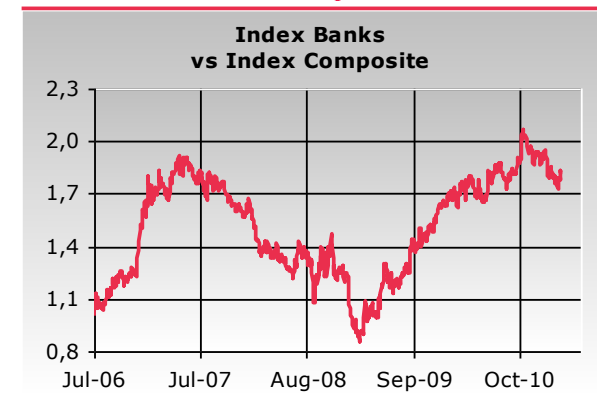
По нашему мнению, отток ликвидности, вызванный увеличением отчислений в ФОР, составит порядка 50-60 млрд.руб., что не сильно отразится на уровне ликвидности банковского сектора, который в настоящее время составляет порядка 1.3 трлн.руб.

Тем не менее, мы полагаем, что для нивелирования возросших расходов банки уже в ближайшее время начнут увеличивать ставки по корпоративным и розничным кредитам, соответственно понижая проценты по вкладам.

По нашему мнению, в апреле тенденция по замедлению роста цен сохранится, что на фоне слабого роста российской экономики не дает ЦБ РФ оснований предпринимать новые шаги по существенному ужесточению денежно-кредитной политики.

Мы полагаем, что в случае резкого притока спекулятивного капитала ЦБ может еще раз повысить отчисления в ФОР по иностранным обязательствам, но повторимся, что при нынешнем уровне ликвидности это не окажет существенного влияния на состояние банковского сектора.

В конце марта стартовал сезон банковской отчетности по международным стандартам за 2010 г. Финансовые показатели большинства из уже отчитавшихся банков превосходят прогнозы и дают основания полагать, что в текущем году российской банковской системе удастся восстановиться до докризисных уровней.



Перспектива

Мы полагаем, что в апреле «голубые фишки» банковского сектора, и, прежде всего, **обыкновенные и привилегированные акции Сбербанка** имеют шансы стать бенефициарами роста фондового рынка на фоне хороших финансовых показателей и оптимистичных корпоративных новостей. Кроме того, мы считаем, что в апреле инвесторы могут начать фиксировать прибыль в бумагах сырьевых компаний, что дополнительно стимулирует интерес к покупкам в секторах, ориентированных на внутреннее потребление.

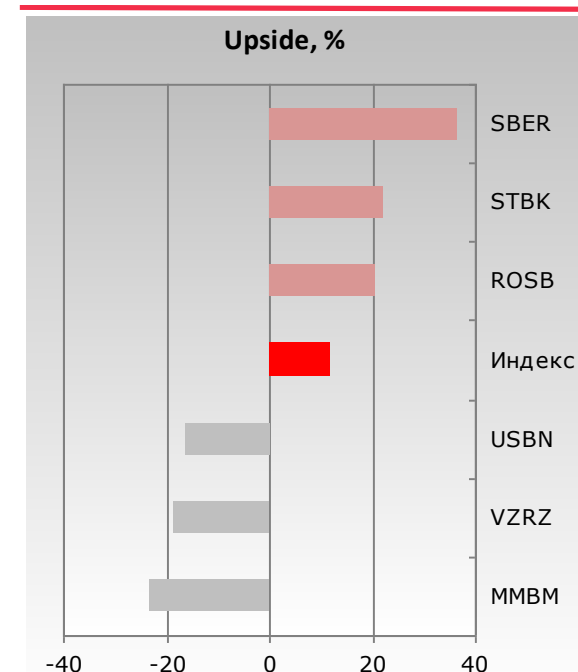
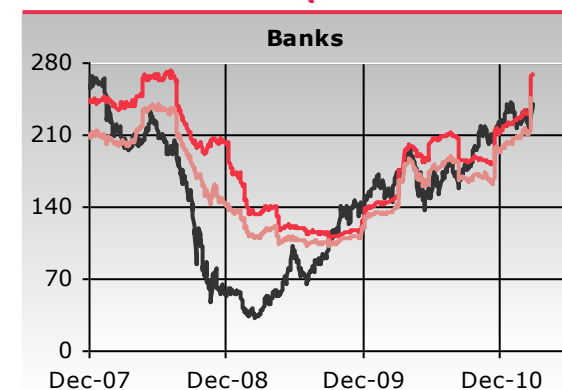
Основными рисками для акций банковского сектора по-прежнему остаются проблемы европейской финансовой системы. В марте Европейское банковское управление (ЕБА) начало новый раунд стресс-тестирования, подробная методология которого будет раскрыта в апреле, а финальные результаты планируется опубликовать в июне. В ожидании результатов стресс-тестов акции европейских банков будут подвержены повышенной турбулентности, которая может негативно сказаться и динамике котировок их российских коллег.

Сбербанк: Сбербанк опубликовал отличные результаты за 2010 г. по МСФО. Основным источником роста прибыли стало сокращение отчислений в провизию на 60.5% по сравнению с предыдущим годом. Дальнейшее восстановление резервов позволит Сбербанку существенно увеличить чистую прибыль в 2011 г., что станет дополнительным драйвером роста котировок обыкновенных и привилегированных акций банка. Помимо этого интерес к акциям банка подогревают ожидание информации о сроках запуска программы GDR и приватизации части госпакета банка.

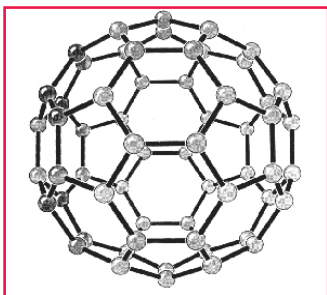
С учетом опубликованной отчетности мы повысили коридор справедливых цен до \$4.67/\$5.17 за обыкновенную акцию с сохранением рекомендации **«покупать»**. Также мы обращаем внимание на привилегированные акции банка, в которых видим неплохой потенциал роста на фоне подтверждения информации об увеличении коэффициента дивидендных выплат с 10% до 12% от чистой прибыли по РСБУ.

ВТБ-Банк Москвы: В конце месяца обострился конфликт ВТБ с миноритариями Банка Москвы. 25 марта в ответ на заявление представителя Счетной палаты о необходимости немедленной проверки совокупного кредитного портфеля Банка Москвы с отстранением от должности на это время его руководства на экстренно созванном заседании Совета директоров было принято решение об увольнении первого вице-президента Банка Москвы Михаила Кузовлева, являющегося креатурой ВТБ. На следующий день оба банка обменялись резкими заявлениями. Пока затянувшееся противостояние негативно отразилось лишь на котировках Банка Москвы, однако акции ВТБ также рискуют оказаться под давлением, т.к. эскалация корпоративного конфликта наносит удар по имиджу ВТБ. **Мы рекомендуем «продавать» акции БМ и «держат» акции ВТБ.**

Банки второго эшелона: Банк «Санкт-Петербург» и «Возрождение» опубликовали финансовые результаты за 2010 год. Мы позитивно оцениваем отчетность банка «Санкт-Петербург» и повышаем диапазон справедливой цены по обыкновенным акциям до \$6.00-\$6.15, сохраняя рекомендацию «держат». Отчетность банка «Возрождение» оказалась ожидаемо слабой, в результате чего мы понизили рекомендацию до «продавать», сохранив диапазон справедливой цены по обыкновенным акциям банка на уровне \$30.73-\$31.9 ■



Вероника Чекина, chekina@infina.ru



Химия и нефтехимия

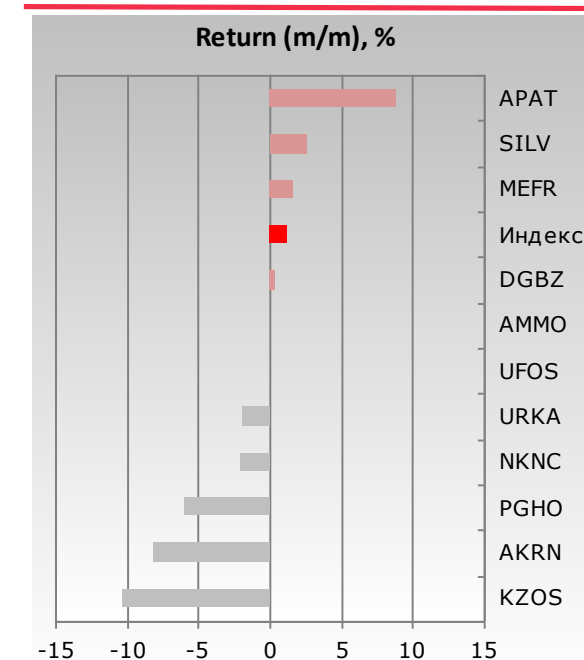
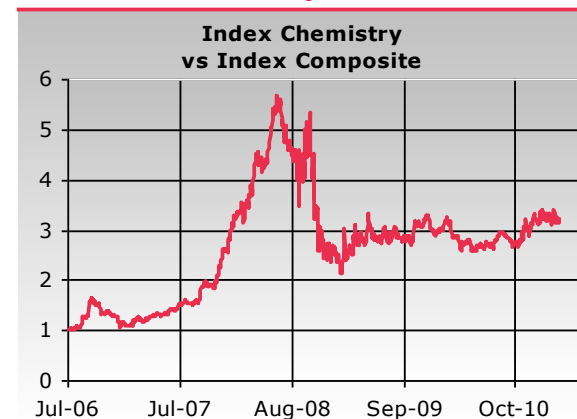
В марте акции химических компаний снова оказались в рядах отстающих – Index Chemistry подрос всего на 1.3%. Рост индексу обеспечили акции производителей минеральных удобрений, акции представителей нефтехимии по-прежнему не пользуются спросом у инвесторов

Минеральные удобрения

В марте в акциях производителей минеральных удобрений наблюдалась преимущественно негативная динамика, за исключением Сильвинита (+3%), демонстрирующего рост котировок второй месяц подряд. Аутсайдеры февраля – акции **Апатита** – в марте смогли отыграть недавнее снижение и вернуться на ценовые уровни начала года. Решение по возбужденному ФАС делу по признакам нарушения компанией антимонопольного законодательства было рассмотрено в пользу Апатита. На данный момент акции Апатита недооценены на 20%.

Продолжились продажи в акциях **Акрона** (-8%), которые за два последних месяца подешевели на 15%. Мы позитивно оцениваем планы менеджмента провести 20% SPO на Лондонской бирже. Сейчас Акрон озабочен построением вертикально-интегрированного холдинга путем покупки (или слияния) производителя удобрений или газового актива. В качестве потенциального объекта рассматривается УралХим, приобретение которого позволило бы Акрону стать крупнейшим в России производителем азотных удобрений. Вместе с тем крупные покупки негативно скажутся на долговой нагрузке компании, которую Акрон собирался сохранить в пределах 2.5-3 по соотношению Net debt/EBITDA. В ближайшей перспективе новостной фон, связанный с данными сделками, будет вызывать повышенную волатильность в акциях Акрона. В апреле также будет опубликована подготовленная в соответствии с МСФО консолидированная отчетность компании за 2010 г., которая, исходя из высоких цен на удобрения во второй половине 2010 г. обещает быть сильной, что может оказать поддержку акциям компании. На данный момент они торгуются вблизи своих справедливых уровней, наша рекомендация – «держаться».

Акции **Уралкалия** после провала в середине марта к концу месяца вернулись на уровни января. На днях гендиректором компании были прокомментированы планы компании на долгосрочную перспективу Производство составит 4.9-5.0 млн. тонн калия в 2011 г. против 5.1 млн. тонн, произведенных в 2010 г. из-за плановых ремонтных работ. Объем производства Сильвинита вырастет на 10% до 5.6 млн. тонн. Инвестиции Уралкалия в 2011-2012 гг. могут составить \$400-450 млн.,



Сильвинита – \$100 млн. в год. В планах менеджмента – рефинансирование кредитов, что позитивно скажется на уровне процентных расходов группы, особенно в ситуации роста долговой нагрузки. По акциям Уралкалия у нас выставлена рекомендация «держать», но мы рекомендуем вложения в акции при снижении рыночной цены ниже уровня \$7. В целом у нас позитивный взгляд на развитие калийного рынка в связи с ростом цен на сельскохозяйственную продукцию. БКК (трейдер Уралкалия) объявила о повышении цен для бразильского рынка на \$50 за тонну по сравнению с оглашенной месяцем ранее ценой.

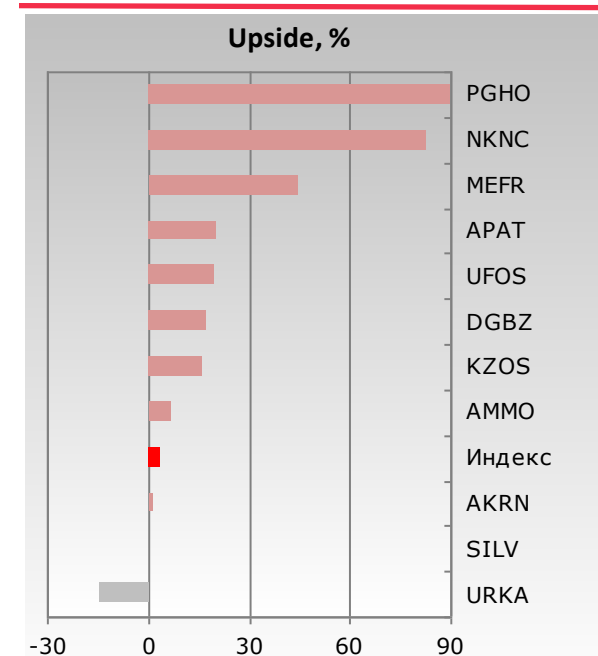
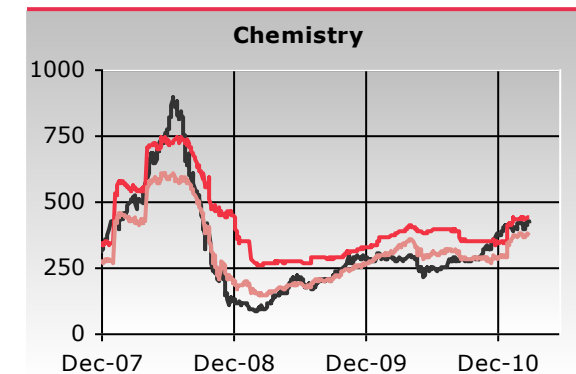
Нефтехимия

В марте снижение в акциях производителей нефтехимической продукции составило 2-10%. Слабым ростом завершили месяц только акции **Метафракса** (+2%). Компания озвучила итоги деятельности в 2010 г.: выручка составила 7 762,4 млн. руб. (+39% год-к-году), чистая прибыль – 889 млн. руб. (+89%), доля экспорта в объеме продаж выросла с 32% в 2009 г. до 37% в 2010 г., объемы производства увеличились по всей товарной номенклатуре, в том числе достигнут исторический максимум в производстве основного продукта – метанола – 1 022 тыс. тонн. (+ 22% к 2009 г.).

Последствия аварии на японской АЭС «Фукусима», а также остановка производств на крупнейших промышленных предприятиях в результате землетрясения в Японии могут негативно отразиться на компаниях отечественной нефтехимии. Авария на АЭС привела к снижению цен на рынке урана, а также котировок акций мировых производителей урана: USEC – на 17%, Uranium Energy – на 40%, Uranerz Energy – на 35%. На акции российского производителя урана – ППГХО пока существенного влияния авария не произвела, вероятнее всего по причине крайне низкой ликвидности акций компании.

Эксперты ожидают в среднесрочной перспективе существенного снижения производства автомобилей из-за остановки конвейеров ведущих предприятий японского автопрома. Данная ситуация негативна для российского производителя синтетического каучука Нижнекамскнефтехима, так как спрос на автомобильные шины сократится. Основным драйвером роста в долгосрочной перспективе мы видим проведение IPO. ■

Юлия Гапон, gaпон@infina.ru



Risk Value - справедливо обоснованная цена, дисконтированная с учетом риска нестабильности базового актива (10Y UST)



Сергей Шевчук, Генеральный директор

shevchuk@infina.ru

Евгений Волков, Начальник отдела по торговле акциями

volkov@infina.ru

Александр Иванищев, Начальник аналитического отдела

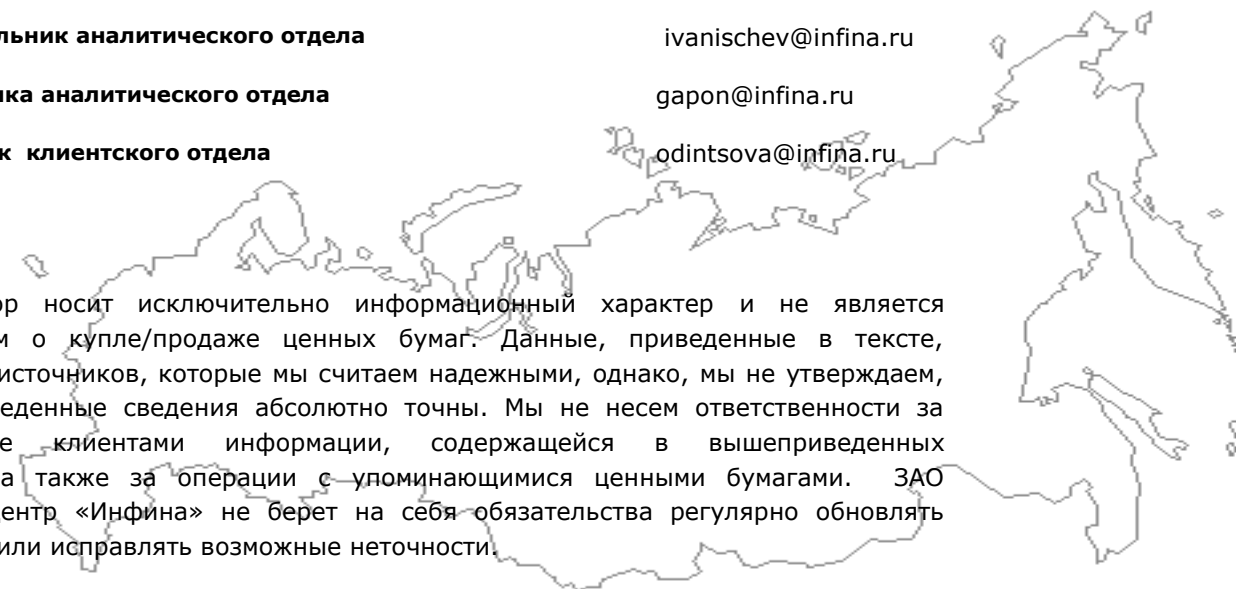
ivanischev@infina.ru

Юлия Гапон, Зам. начальника аналитического отдела

gapon@infina.ru

Ольга Одинцова, Начальник клиентского отдела

odintsova@infina.ru



Данный обзор носит исключительно информационный характер и не является предложением о купле/продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако, мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО «Фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.