

# СТРАТЕГИЯ 2011

РОССИЙСКИЕ РЫНКИ КАПИТАЛОВ

**Оптимизм с открытыми глазами**

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

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>2011 – Оптимизм с открытыми глазами</b> Правильный выбор важен	5
<b>Российская экономика</b> На пороге выборов	6
<b>Товарно-сырьевые рынки</b> Заводите моторы!	7
<b>Рынок облигаций</b> Ставка: расти нельзя падать	11
<b>Фондовый рынок</b> 2011 – ставка на рост и эффективность	14
<b>Нефть и газ</b> Неопределенность с налогами остается	19
<b>Энергетика</b> Ставка на качество	35
<b>Металлургия</b> Дальнейший рост в 2011 г.	45
<b>Телекоммуникации</b> Рост за границы традиционных мобильных услуг приносит дополнительную стоимость	61
<b>Транспорт</b> Опережая восстановление экономики	79
<b>Потребсектор</b> К потреблению готовы!	89
<b>Банковский сектор</b> Больше займов, меньше рисков	105
<b>Машиностроение</b> Быстрее, выше, сильнее!	119
<b>Сектор недвижимости</b> Фундамент укрепился, можно начинать строить	125
<b>Сектор инфраструктурного строительства</b> ЧМ-2018 – очередной импульс к развитию	135
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ</b>	141



# 2011 – Оптимизм с открытыми глазами

## Правильный выбор важен

### Прибыль в 1П2011, а не риски во 2П2011

Мы ожидаем преобладания позитивной динамики на рынках в 1П11 благодаря избыточной ликвидности и инфляционным рискам. В то же время фундаментальные факторы не достаточно сильны, чтобы поддерживать цены на текущем высоком уровне, Европейские финансовые риски по-прежнему существуют, а Китай может предпринять дальнейшие меры по ужесточению денежно-кредитной политики, что может оказать давление на фондовые и товарные рынки во 2П11.

### Ставка на идеи, а не покупка рынка

Мы ждем, что 2011 год будет богат на корпоративные события, которые повлекут за собой различные инвестиционные возможности. Интересные идеи будут предлагаться в займах 3-го круга, в особенности на первичном рынке. Необходимо запастись правильной кредитной экспертизой. Также высокий спрос будет на короткие облигации сроком до 1.5 лет и долговые инструменты с плавающими ставками на фоне роста стоимости свопов и ожиданий роста ключевых ставок.

### Золото в долгосрочной перспективе и нефть в краткосрочной

Мы ожидаем, что положительная тенденция по нефти сохранится на фоне спекулятивных факторов, и прогнозируем цену на уровне \$100/барр нефти марки Brent в 1П11, однако данный уровень не представляется устойчивым. На 2011 г. средняя цена золота прогнозируется на отметке \$1,500/унция, так как существующие риски увеличат спрос на безрисковые активы.

### Соя и кукуруза, а не сахар и пшеница

Уменьшающиеся запасы кукурузы и сои, а также растущий спрос Китая на данные товары могут привести к дефициту на рынке и повышению цен. Стоимость сахара наоборот слишком завышена, и участники рынка все чаще делают ставку на коррекцию в ближайшем будущем. Ситуация на рынке пшеницы относительно стабильная.

### Эффективность и рост вместо неопределенности

Полагаясь на внешние факторы, мы рекомендуем выбирать недооцененные компании, которые демонстрировали улучшение операционных и финансовых показателей. Растущий внутренний спрос и поддержка со стороны государства усиливают привлекательность игроков, ориентированных на внутренний рынок, обеспечивая потенциал устойчивого роста. Законодательные инициативы государства создают неопределенность в отдельных секторах, снижая привлекательность акций

### Розничная торговля, банки, газ, строительство, а не нефть и энергетика

На российском фондовом рынке мы рекомендуем отдавать предпочтение компаниям **розничной торговли**, которые характеризуются сильным потенциалом роста и позволяют капитализировать внутренние драйверы (Магнит и X5). **Банки** покажут более сильные показатели рентабельности на фоне роста кредитования и более низких кредитных рисков. Фундаментальные факторы будут способствовать повышению стоимости акций Сбербанка и Банка Санкт-Петербург, тогда как M&A сделки, а также продажа 10% пакета акций окажут поддержку ВТБ. Повышение цен на газ и пересмотр тарифов еще не отразились на курсах акций **газовых** компаний, между тем акции Газпрома по-прежнему выглядят дешево. Поддержка со стороны государства и восстановление рынка недвижимости способствуют формированию солидных портфелей проектов компаний **строительного сектора** (ПИК, Группа ЛСР, Мостотрест). Новые государственные программы налогообложения в секторе нефти и нефтепродуктов создают неопределенность для нефтедобывающих компаний, что делает их акции менее привлекательными, несмотря на высокие цены на нефть. Отсутствие ясности по тарифному регулированию в секторе **энергетики** позволяет выбирать только компании с высокими показателями эффективности и уже установленными правилами ценообразования (РусГидро). На текущий момент **металлургические компании** выглядят достаточно дорого, и мы отдаем предпочтение наиболее дешевым из них с благоприятными ценами на металлы (Мечел, НорНикель).

# Российская экономика

## На пороге выборов

**Инерционное движение.** В наступающем году дивергенция между темпами роста мировой и российской экономики будет нарастать. Мировая экономика, пусть и неравномерно, но уверенно продолжит восстанавливаться, цены на сырьевых площадках в 1П2011 с большой вероятностью устремятся к максимумам. Однако позитивное влияние этих факторов, служившее мотором роста российского ВВП последние 10 лет, будет ограничено. Росту будут препятствовать отсутствие структурных реформ в экономике, бюджетный дефицит и политическая неопределенность. Сценарий развития российской экономики в 2011 году можно назвать инерционным. ВВП в 2011 году вырастет на скромные для столь позитивного внешнего фона 4.3%. Тем не менее, по ряду макропоказателей цифры могут оказаться вполне удовлетворительными.

**Инвестиции и потребление поддержат рост.** Рост инвестиций в 2011 году, особенно в его первой половине, может составить до 8%. Правда, в значительной степени это обусловлено эффектом низкой базы и переносом сроков реализации ряда инвестиционных проектов. Потребление тоже может стать драйвером роста экономики, благодаря увеличению доходов населения и расширению кредитования. Розничные продажи в реальном выражении вырастут на 6.2-6.6%. Немаловажную роль также сыграет очередное повышение пенсий и зарплат бюджетников. Несмотря на сохраняющиеся на непривычно высоком для эпохи растущих цен на нефть дефицит федерального бюджета, предвыборная логика диктует свои правила, и о сокращении социальных расходов не может быть и речи.

**Бюджетные проблемы становятся все острее.** Благодаря тому, что средняя цена на нефть в 2010 году существенно превысила \$65–70/барр., дефицит бюджета оказался ниже прогнозных показателей Минфина. Начало 2011 года, судя по всему, будет проходить по тому же сценарию – стремительный рост расходов бюджета, который, однако, будет компенсироваться высокими ценами на сырьевых рынках. Тем не менее, это опасная игра. В 2011 году бездефицитный бюджет будет возможен при цене барреля Urals около \$90. Скорость роста зависимости российского бюджета от внешней конъюнктуры пугает, и очень маловероятно, что при нынешней структуре экономики эту тенденцию удастся переломить. А структурные реформы в экономике в предвыборный год определенно невозможны.

**Укрепление рубля вероятно, но ненадежно.** Безусловно, уровень суверенного долга в России несопоставим с долгами южно-европейских стран, но слишком сильная зависимость доходной части бюджета от цен на нефть несет в себе риск резкого роста заимствований в случае изменения конъюнктуры на сырьевых рынках. Это делает курс рубля хрупким. Платежный баланс, в результате, может сократиться из-за оттока капитала даже при растущем торговом балансе. Поэтому, мы не ожидаем, что рубль укрепится более, чем до 29.9 рублей за доллар, несмотря на ожидаемое значительное увеличение средней стоимости нефти в 2011 году.

Макропрогноз

	Старый		Новый	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Нефть Urals, \$/барр. (ср.знач.)	76.5	78.0	78.4	90.0
ВВП, % в год	4.1%	3.6%	3.8%	4.3%
Инфляция, % дек./дек.	7.0%	7.5%	8.5%	8.4%
Курс RUR/USD, конец года	28.9	28.6	30.4	29.9

# Товарно-сырьевые рынки

## Заводите моторы!

	Текущая цена	Таргет на конец 2011 года	Потенциал
Нефть Urals, \$/баррель	93.65	95	1.44%
Золото, \$/унция	1385.35	1500	8.28%
Медь, \$/тонна	9393	9240	-1.63%
Сахар, \$/фунт	33.13	22.5	-32.09%
Кукуруза, \$/бушель	6.09	6.2	1.81%
Пшеница, \$/бушель	7.835	7.7	-1.72%
Соя, \$/бушель	13.2875	14.2	6.87%

\* текущая цена на 21.12.2010

Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**Пузырь с оговорками.** Инфляционный рост на товарных рынках, вероятно, продолжится. Ожидания роста потребительских цен не только в развивающихся, но и в развитых экономиках, подпитываемые избытком ликвидности, будут тянуть вверх котировки на товарно-сырьевых рынках, несмотря на относительно слабые фундаментальные показатели. Мы не верим в то, что повышение спроса на сырье в мире в 2011 году способно составить основу для стабильного роста цен. Риски двойной рецессии в глобальной экономике на фоне резкого замедления темпов роста в Китае, обострения долговых проблем в еврозоне и вялого роста в США будут препятствовать безудержному росту. Однако в начале года пузырь будет находиться в стадии надувания, и противостоять этой тенденции большого смысла нет.

**Китайская ловушка.** Основным риском не только для товарных рынков, но и для всей мировой экономики мы считаем резкое замедление китайской экономики с угрозой крушения всей модели экономического роста Поднебесной. Стремительно растущие цены представляют большую экономическую и социальную проблему для китайских властей. При стабильном валютном курсе и ожиданиями его плавного укрепления Китай представляет собой идеальную мишень для carry trade. Опасения усиления притока капитала не позволяют правительству резко поднять ставки, а на резкое укрепление валютного курса, которое могло бы положить конец спекуляциям на ожиданиях его роста, оно не пойдет. В результате, инфляция будет ускоряться и дальше, рост издержек и зарплат, в конце концов, приведет к исчезновению конкурентного преимущества китайского экспорта, которое власти охраняют с помощью валютных манипуляций. Так или иначе, но нынешняя китайская модель перестанет существовать. Если это произойдет скоро и резко, то товарные рынки может ждать сильная встряска.

**Риски высоки, но не чрезмерны.** В свете вышеизложенного, волатильность на рынках, которая снижалась в 2П2010, снова вернется к показателям начала года. Наиболее уязвимыми в этой связи нам представляются рынки промышленных металлов, в частности, меди, цены на которую обновили исторический максимум в начале декабря. На рынке нефти генеральное направление движения котировок, вероятно, останется восходящим. Но коррекции будут случаться чаще и будут глубже, чем в последние месяцы. В секторе сельскохозяйственных товаров зерновые рынки будут оставаться сильными в начале года, в то время как цены на сахар может ожидать впечатляющее падение.

**Золото не тускнеет.** Сочетание страховки от инфляции и тихой гавани в инвестициях в золото уже давно стало общим местом. Тем не менее, сегодня это сочетание как никогда актуально, пусть и не ново. Несмотря на 30%-ный рост в 2010 году, золото будет оставаться привлекательным для инвесторов до тех пор, пока ставки будут находиться в районе нуля, а валютные интервенции Центробанков останутся излюбленным средством предотвращения укрепления национальных валют и стимулирования роста экономики. В то же время, потенциальные риски для товарных рынков, которые несет в себе европейская долговая проблема или ужесточение монетарной политики Китая, не представляют большой опасности для золота.

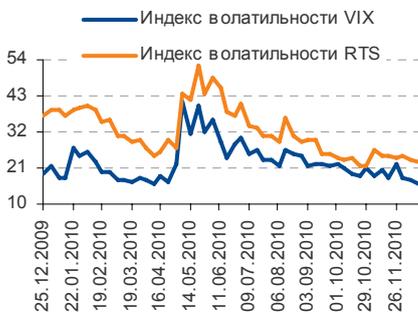
**Доллар больше не самый надежный флюгер.** Характерной чертой 1П2011 станет продолжение тенденции к ослаблению отрицательной корреляции между курсом доллара и ценами на товарных рынках. С начала 2009 года динамика курса доллара служила надежным индикатором отношения инвесторов к риску, ослабление доллара неизменно сопровождалось ростом товарных рынков, а его укрепление означало снижение цен на сырье. Развитие европейского долгового кризиса нарушило это взаимно-однозначное соответствие, и в дальнейшем периоды движения доллара и товаров в одном направлении будет случаться чаще. Но до тех пор, пока ставки в США останутся на нулевом уровне, carry trade не исчезнет, и говорить об окончательном разрушении корреляции между долларом и ценами на товарных рынках преждевременно.

### Рост инфляционного давления в Китае



Источники: Bloomberg

### Волатильность на американском и российском рынке акций



Источники: Bloomberg

### Корреляция динамики доллара и золота



Источники: Bloomberg

## НЕФТЬ: \$100 на бочку!

**На штурм вершины.** В течение всего 2010 года рынок ждал восстановления спроса на нефть в развитом мире для начала полноценного роста, но так и не дождался. Тем не менее, изобилие дешевых денег и опасения того, что они станут еще дешевле, устанавливают свои правила и не нуждаются в надежных фундаментальных основаниях для начала мощного восходящего движения, особенно если у этого движения есть понятная цель. В этом смысле близость отметки в \$100/барр. приходится как нельзя более кстати. О направлении дальнейшего движения рынок задумается только после того, как возьмет этот барьер.

**Спасение от инфляции.** Опасения усиления инфляции в самом деле небеспопачены. Попытки финансирования дефицитов бюджета с помощью эмиссии еще никогда в истории не проходили бесследно для потребительских цен. И как бы Бен Бернанке не уверял потребителей и инвесторов в том, что если цены полетят вверх, то ФРС сможет удержать их под контролем, этому не верят не только инвесторы, но, пожалуй, и он сам. Еще тяжелее ситуация в развивающемся мире, где лавинообразный приток капитала и валютные манипуляции образовали взрывоопасную смесь, которая уже детонирует. Поэтому, рост спроса на нефть и другие товары, как на страховку от инфляции, выглядит логичным и оправданным. Однако даже \$100/барр. предполагают рост цен на нефть, существенно опережающий инфляцию. А значит, должно быть что-то еще.

**Призрак дефицита.** Потребление нефти в мире действительно заметно выросло после кризисного падения, а позитивные макроэкономические данные, если не считать еврозоны, позволяют с оптимизмом смотреть и в 2011 год. Например, Международное Энергетическое Агентство после серии повышений оценки спроса на нефть в 2011 году остановилось на уровне 88,8 млн баррелей в день. Это приблизительно на 2 млн баррелей в день больше, чем в 2010 году. Для удовлетворения такого спроса ОПЕК неизбежно придется наращивать добычу, что приведет к сокращению свободных мощностей и создаст риск возникновения локального дефицита топлива в случае перебоев в поставках. Похожая обстановка на рынке складывалась и в 2007-2008 годах, создавая предпосылки для роста цен.

**Спекулятивный разгон.** После краха Lehman Brothers рынок нефти находился в состоянии устойчивого контанго, ожидания восстановления мировой экономики поддерживали на высоком уровне дальний конец форвардной кривой, и эти ожидания оправдались. Но продолжение этой тенденции вызывает сомнения, несмотря на мнение авторитетных экспертов, упоминавшиеся выше. К декабрю 2010 года форвардная кривая на нефть Brent приобрела плоский вид, а иногда спекулятивный приток капитала в короткие контракты даже переворачивал ее в состояние бэквордации. О том, что цены растут под воздействием спекулянтов, красноречиво свидетельствует статистика Комиссии по Торговле Товарными Фьючерсами (CFTC), согласно которой количество спекулятивных лонгов в нефтяных контрактах достигло абсолютного максимума в начале декабря.

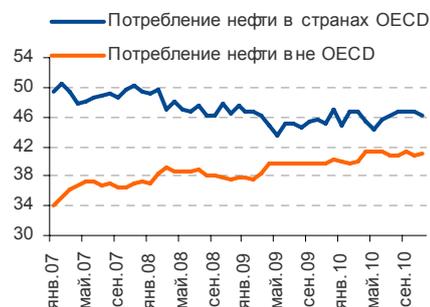
**Фундамент все еще слаб.** Цель спекулянтов - \$100/барр., и она, вероятно, будет достигнута в 1П2011. Но в дальнейшем мы не исключаем довольно глубокой коррекции, когда спекулянты начнут закрывать свои позиции. Рынок недостаточно силен фундаментально, прогнозы потребления нефти в мире, существенно превышающего докризисный уровень, мы считаем слишком оптимистичными. Для этого необходимо, чтобы спрос на топливо рос не только в Азии, но и в США и в Европе. Рассчитывать на охваченную кризисом долгов Европу не приходится, да и США не смогут показать лучшую, чем в нынешнем году динамику потребления топлива до тех пор, пока безработица остается в районе 10%. Таким образом, уровень запасов останется высоким и не позволит ценам расти надежно и устойчиво.

### Инвестиционный спрос как драйвер роста цен на нефть



Источники: CFTC, Bloomberg

### Потребление нефти в развитом и развивающемся мире



Источники: Energy Intelligence, Bloomberg

### Спекулятивный фактор на рынке нефти



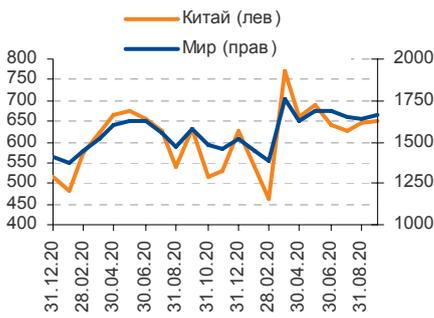
Источники: CFTC, Bloomberg

### Запасы и потребление нефти в США



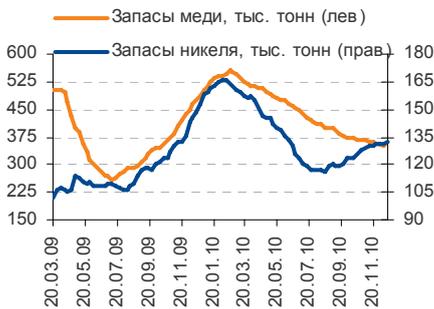
Источники: DOE, Bloomberg

**Китай – основной двигатель роста глобального потребления меди**



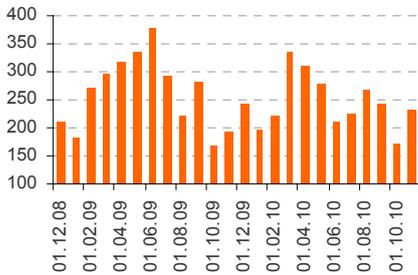
Источники: Bloomberg

**Запасы основных металлов на LME**



Источники: LME, Bloomberg

**Импорт меди в Китай, тыс тонн/мес.**



Источники: Bloomberg

**Эластичность спроса на медь в Китае**



Источники: Bloomberg

**Медь не золото**

**Медный бум.** Среди промышленного сырья металлы показали наилучшую динамику, особенно сильно выросли цены на медь, прибавившие с конца июня более 40%. Факторы, лежащие в основе этого роста, в значительной степени пересекаются с теми факторами, что толкают вверх цены на нефть. Это и инфляционные опасения, и рост спроса в Азии, и сокращение запасов. Последние два фактора в случае меди выражены даже четче, чем в случае нефти. Потребление меди в мире выросло более чем на 5% в 2010 году - значительно больше, чем потребление нефти, и львиная доля этого прироста пришлась на Китай. Производство не успевает за столь стремительным ростом спроса, в результате чего запасы меди на LME снизились с февральского пика на 37%, создавая фундаментальную основу для роста.

**Предложение ограничено.** Большинство участников рынка полагают, что тенденция к сокращению запасов и рост цен сохранятся и в 2011 году. И аргументация в поддержку этой точки зрения приводится гораздо более убедительная, чем в пользу устойчивого роста цен на нефть. Ожидается, что на рынке меди растущий спрос может столкнуться с сокращением поставок. Во-первых, качество руды на разрабатываемых рудниках падает, а инвестиций в новые месторождения недостаточно, что ставит под сомнение физическую возможность ответить на растущие цены ростом производства. Кроме того, проблемы с профсоюзами, наподобие той, что более месяца мешала нормальному функционированию шахты Collahuasi в Чили, крупнейшей по добычи меди в мире, будут и в 2011 году создавать угрозу поставкам металла.

**Спрос растет...** На фоне проблем с предложением растущий в Азии спрос на металлы выглядит пугающе. Рынок почти единодушно ожидает превышения спроса над предложением меди примерно на 350 тыс. тонн в 2011 году. Это соответствует текущему уровню запасов на LME, а значит, через год запасов останется не более чем на неделю потребления. Такая ситуация имела место на рынке никеля в 2007 году и закончилась взлетом цен к заоблачным высотам. Опасения развития событий на рынке меди по похожему сценарию и привели к ажиотажным покупкам меди, которые вынесли цены на исторический максимум в начале декабря. Но мы считаем, что инвесторы ошибаются, безусловно экстраполируя текущие тренды в потреблении меди в Китае даже на ближайшее будущее, не говоря о более отдаленной перспективе.

**...но вечно расти не будет.** Следует иметь в виду, что высокий спрос на медь в Китае связан с реализацией государственной антикризисной программы инфраструктурных инвестиций на \$585 млрд. Львиная доля закупок меди под эту программу была сделана еще во втором квартале 2009 года, но покупки совершались и в текущем году. Таким образом, определенная часть китайского спроса носит искусственный характер и сокращается со временем. Это видно, в том числе, по динамике импорта меди в Китай. Он существенно ниже прошлогоднего уровня и продолжает сокращаться.

**Китай не всемогущ.** Многие недооценивают эластичность спроса на нее в том же Китае, не говоря о развитых экономиках. Наличие огромных валютных резервов в Китае вовсе не означает, что местные потребители готовы платить за нее любую цену. Запасы в Шанхае, в отличие от Лондона, растут, и осенью рост ускорился. Это означает, что спрос на медь по цене, близкой к рекордной, даже в Китае не может быть устойчивым. Косвенно снижение спроса в Китае показывает сокращение премии в цене тонны меди в Шанхае относительно Лондона, которая снижается с середины июля. Тенденция сформировалась достаточно четкая, и связана она в первую очередь с высоким уровнем цен. Ужесточение монетарной политики Китая может нанести спросу на медь еще более сильный удар и спровоцировать падение цен на 20-25%. Безусловно, рост цен на медь, основанный на притоке капитала, еще не окончен, но принимать в нем участие слишком рискованно.

## Крепкое зерно

**Пшеница: опасения остаются.** В том, что летний взлет цен на пшеницу остался локальным, нет ничего удивительного. За предыдущие годы был накоплен значительный запас прочности, который позволяет относительно безболезненно перенести капризы природы, выпавшие на сельхозпроизводителей в этом году. Поэтому коррекция от августовских максимумов не только оправдана, но и естественна. В определенной степени отсутствие форс-мажорной ситуации на рынке пшеницы характеризует тот факт, что запрет на экспорт, введенный Россией, не был поддержан другими экспортерами зерна, как того опасался рынок. Тем не менее, риск ухудшения ситуации в первом полугодии 2011 года существует. Озимые в США пострадали от сухой погоды осенью, неприятности, обусловленные формированием Ла-Нинья в Тихом океане, наносят ущерб посевам зерновых в Австралии, Юго-Восточной Азии и Южной Америке.

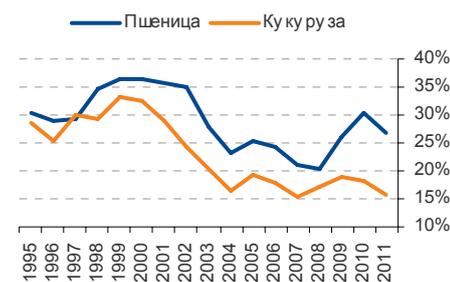
**Кукуруза на взлете.** При этом в 2011 год мир вступает с куда менее благоприятными исходными данными, чем это было год назад. И если запасы пшеницы еще довольно далеки до критически низкого уровня, то для других зерновых, прежде всего кукурузы, ситуация гораздо более тревожна. Возникновение проблем с урожаем следующего сезона где-либо в мире, даже не столь масштабным, как в 2010 году, на таком фоне может привести к новому взлету котировок по сценарию, близкому к ралли 2007-2008. В частности, сейчас на рынках растет опасение того, что Ла-Нинья может спровоцировать засуху в Бразилии и в Аргентине, аналогичную той, что имела место в 2005 году. Тогда было потеряно до 15% урожая сои и кукурузы. Дальнейшее падение запасов может столкнуться с резко возросшей активностью на мировом рынке Китая, который не в состоянии обеспечить растущие потребности своего животноводства.

**Соевый голод.** Как интерес Китая может влиять на котировки сельхозтоваров хорошо видно по динамике цен на сою. Они были наиболее устойчивы в кризис, да и сейчас они гораздо ближе к максимумам 2008 года, чем цены на пшеницу или кукурузу. Устойчивый китайский спрос создает постоянное давление на запасы, как в США, так и в мире. Согласно декабрьской оценке американского сельхоздепартамента (USDA) запасы сои в США к сентябрю 2011 года упадут до критически низких 165 млн бушелей. Если бразильский урожай из-за засухи или болезней окажется ниже ожидаемых сейчас 67.5 тыс тонн, то ралли на рынке сои в апреле-мае и шторм исторического максимума практически неизбежны. При этом, в отличие от зерновых, цены на сою могут остаться на нынешних уровнях и в долгосрочной перспективе.

**Сахар на краю пропасти.** Рынок сахара лихорадит уже больше года. Резкое падение производства в Индии в 2008-2009 годах и сокращение глобальных запасов привели к дефициту сахара и к взлету цен к 29-летнему максимуму в начале года. В ожидании нормализации ситуации цены упали более чем вдвое, но нормализации не произошло. В конце лета и осенью неблагоприятная погода в Азии, а главное в Бразилии, породили сомнения в скором устранении дефицита сахара на рынке. Цены не только вернулись к 30 центам за фунт, но и пробили этот уровень в начале ноября. В последние недели разворачивается спекулятивная игра вокруг сроков снятия запрета на экспорт сахара из Индии. Это решение постоянно откладывается властями, поддерживая котировки, но снятие запрета с высокой вероятностью положит конец росту цен с их последующим падением на 30-35% к середине 2011 года.

**Безопасная ставка на падение сахара.** Цены на сахар сейчас неестественно высоки и остаются на таком уровне только благодаря целой череде капризов природы, не позволяющих быстро нарастить производство. Форвардная кривая, находящаяся в состоянии сильной бэквордации, достаточно четко указывает на ожидания падения цен. Тем не менее, простая продажа фьючерса на сахар может быть опасной, поскольку спекулятивный рост имеет свою логику. Наилучшим решением в такой ситуации мы считаем ставку на сокращение бэквордации через продажу календарного put-спреда. Например, покупка майского put-опциона с одновременной продажей июльского put-опциона с тем же страйком.

Запасы пшеницы и кукурузы относительно годового потребления



Источники: USDA

Импорт сои и кукурузы в Китай



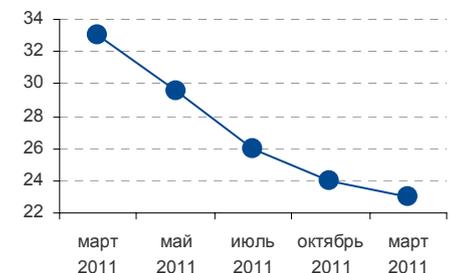
Источники: Bloomberg

Динамика цен на сахар в 2010 году



Источники: Bloomberg

Сахарная форвардная кривая



Источники: Bloomberg

# Рынок облигаций

## Ставка: расти нельзя падать

Показатель	Факт на 01.01.11	Прогноз на 01.07.11
Ключевая ставка ФРС	0–0.25%	0–0.25%
Ключевая ставка ЕЦБ	1.0%	1.0%
Ключевая ставка Банка Англии	0.5%	0.5%
TED-спред (3m UST vs 3m Libor)	15 б.п.	10–20 б.п.
Доходность US-7	3.00%	3.5%
Спред US-7 vs RUS-3	190 б.п.	150 б.п.
Доходность RUS-30	4.90%	5.00%
Ставка ЦБРФ	7.75%	8.00%
Ставка «овернайт»	3–5%	3.5–5%
Доходность 1 эшелон	5.5–8.0%	6.0–8.0%
Доходность 2 эшелон	7.0–10.0%	7.0–10.0%
Доходность прочих выпусков (1г)	9.0–12.5%	9.0–12.0%

Источники: Reuters, оценка ТКБ Капитал

Главный риск 2011 года – рост ключевых процентных ставок по всему миру, противостояние евро и доллара, причем последнему в 1П2011 года мы отдадим предпочтение. В таком свете очевидны лишь несколько векторов инвестирования в финансовые рынки: во избежание рыночного риска – короткие инструменты с фиксированной доходностью, валютного – евробонды в долларах.

На внутреннем рынке рекомендуем «первичку». Вооружитесь качественным кредитным анализом и выбирайте бумаги подороже! Третий эшелон на подходе.

**Евро - не инвестиционная валюта в 2011 году. Лучшие цели - доллар и товары.**

Мы ждем что из «колоды дефолтов» Евросоюза будет разыграно несколько карт в 2011 году. Конечно вероятность развала Евросоюза и отмены евро – это фантастика, тем не менее, паритет ощущается на кончиках пальцев.

### ЛИКВИДНОСТЬ: Деньги есть и деньги были...

...но эффекта не было. Выкуплено все качество - рынок состоит из инструментов компаний, аффилированных с государством. Эффективные ставки в отрицательной зоне. А излишние средства идут обратно на депозиты в ФЕД и Центробанки. Теперь, когда есть понимание, что раздаваемые в кризис бесплатные финансовые ресурсы - это не пожизненная стратегия и их скоро могут изъять, на них придется срочно зарабатывать. Ждем роста инвестиций в рисковые и антиинфляционные активы.

### ВНЕШНИЙ РЫНОК: выход из тихой гавани

Истории с компрессией спредов бондов развивающихся стран к Treasuries, на наш взгляд, еще актуальны. Вот только произойти это может не за счет переоценки рисков стран EM, а за счет роста доходности базового актива.

Рост CDS на долг и объемное первичное предложение последнего вкупе с ростками инфляционных ожиданий в США будут с лихвой компенсировать манипуляции на кривой со стороны ФРС и перманентно выпадающих из шкафов Европы скелетов. На таких ожиданиях доходность Tbonds в 1П2011 года сформируется на уровнях не ниже текущих.

### ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: под ударом евровалюта

Валюта Евросоюза, как и во 2П 2010 года, по-прежнему под ударом. От паритета с долларом отделяет не до конца продуманный механизм помощи периферийным странам - как он дальше будет работать, и будет ли... На таком фоне мы, как и в прошлой стратегии, делаем ставку на «безрисковый», используемый для carry trade, доллар, который, видимо, станет лидером инвестиций и в 2011 г. Рубль же, благодаря спросу на товарные активы, которые экспортирует Россия, будет крепким, особенно при ожидании роста ключевых ставок в регионе.

### ВНУТРЕННИЙ РЫНОК: приветствуем третий эшелон!

Вторичный рынок уже не интересен: и продавать жалко, и покупать дальше некуда. Только изредка появляющиеся корпоративные истории способны принести доход. Все внимание рекомендуем обратить на первичный рынок, и самое главное – качественный кредитный анализ эмитентов. Деньги по-прежнему есть, и инвестировать их придется – третий эшелон вполне способен переварить добрую треть свободной ликвидности.

### ЧТО ПОКУПАТЬ? Главное - покупайте идеи!

Мы ждем, что 2011 год будет богат на корпоративные события, которые повлекут за собой различные инвестиционные возможности. Следите за нашими специальными обзорами.

Нарасхват будут короткие облигации сроком до 1.5 лет, а также долговые инструменты с плавающими ставками на фоне роста стоимости свопов и ожиданий роста ключевых ставок.

## ЧТО ПОКУПАТЬ?

Как и во 2П2010 года мы не советуем покупать рынок, хотя это оказалось излишне консервативным подходом. Тем не менее, покупать надо идеи. Какие?

### *Традиционная консервативная*

#### **Короткие и качественные**

Зачем брать процентный риск в период ожидания роста ставок? - Минимальный кредитный риск, отсутствие рыночного: под пирамиду РЕПО стоит посмотреть набор коротких облигаций. Наши предпочтения – ВТБ Лизинг 3/4, Москва 45/54, риски РСХБ, ЮниКредит банка и прочие.

Правда мы не столь пессимистичны, и полагаем, что 2011 год не ознаменуется драматическими изменениями на фронте длинных рублевых процентных ставок, по крайней мере, его первая половина. Не стоит забывать, что Государству, в т.ч. и квазигосударственным компаниям придется много занимать на внутреннем рынке (в планах более 1.7 трлн.руб. для Минфина и более 1 трлн. – околосударственных структур, в особенности требующих большие капитальные затраты (энергетика, инфраструктура и проч.), что не позволит развязать руки финансовым властям в вопросе повышения учетных ставок.

### *Кредитно - арбитражная*

#### **МТС vs Вымпелком**

Текущий спред между МТС и Вымпелом неадекватен разнице в кредитном качестве.

Считаем беспроигрышным «трейд» - длинная позиция в МТС\_8 против короткой в Вымпелком инвест\_6/7.

Кроме того, непокрытая длинная позиция в МТС\_8/7 сама по себе интересная идея - инвестор защищен пут-опционом по номиналу (реализация права инвестора только через суд), возникающему в случае присоединения Комстара к МТС (реорганизация путем присоединения), вероятность которого, по нашим оценкам, в 1П2011 года крайне высока.

#### **Санкт Петербург vs Москва**

Мы полагаем, что спред между кривыми доходностей облигаций Санкт-Петербурга и Москвы должен быть минимальным, если даже не мифическим. Учитывая значительно более сильные параметры бюджета Северной столицы, исторически «аккуратную» политику в сфере долговой нагрузки, отсутствие планов по кратному наращиванию публичных займов в ближайшие годы в отличие от столицы. Наш таргет по СПб-25038 - 101.8% от номинала (7.45% УТМ).

#### **ФСК vs РусГидро**

Текущий спред в 55 б.п. между локальным выпуском ФСК\_10 и рублевым евробондом РусГидро\_15 вскоре сойдет «на нет», ярким примером может служить отрицательный спред (-40 б.п.) между локальными выпусками РСХБ и его рублевого евробонда аналогичной срочности. Основная догма – привлекательность рублевого риска для широкого круга инвесторов без необходимости принятия рисков российской инфраструктуры.

### *Перспективная*

#### **Флоатеры**

Мы ждем роста стоимости процентных свопов, по крайней мере, ее короткого сегмента кривой. Основная причина – ожидания роста ставок в рублях. Купонные ставки привязаны к инструментам ЦБ или денежному рынку, а ожидания их роста выводят бонды с плавающими ставками на более интересные уровни, нежели с фиксированными. Эти инструменты позволят обезопасить себя от изменения рыночной конъюнктуры, а в некоторых, появятся новые арбитражные возможности относительно своих «фиксированных» аналогов.

### **Корпоративная**

#### **Вимм-Билль-Данн**

Облигации Вимм-Билль-Данна остаются недооцененными после покупки эмитента мировым пищевым гигантом – PepsiCo. Рейтинг эмитента по факту поглощения будет пересмотрен (у PepsiCo рейтинговая группа «А+»), т.е. доходность выпусков ВБД, по крайней мере, не должна отличаться от доходностей крупных частных федеральных игроков масштаба Лукойла. Кроме того мы не исключаем варианта обратного выкупа бондов эмитентом на фоне более дешевой стоимости капитала для PepsiCo.

#### **Опережая ВТБ...**

Каждый инвестор должен иметь в портфеле риски банка Москвы, ТрансКредитБанка, ХКФ Банка. Сделки по покупке этих активов должны закрыться в течение 2011 года, и по факту держателям достанется актив более высокого качества с возможностью исполнить пут-опцион в случае реорганизации эмитентов.

### **Рыночная**

#### **Приветствуем 3 эшелон!**

Интересные идеи будут предлагаться в займах 3-го круга, в особенности на первичном рынке. Необходимо запастись правильной кредитной экспертизой. Мы считаем, что новые выпуски УВЗ, Камаза, а также не первый день обращающиеся Ситроникса, Соллерса, ЧТПЗ предлагают достойную доходность при коротком сроке обращения.

# Фондовый рынок

## 2011 – ставка на рост и эффективность

### Российский рынок акций в 2010 году – среди лидеров роста

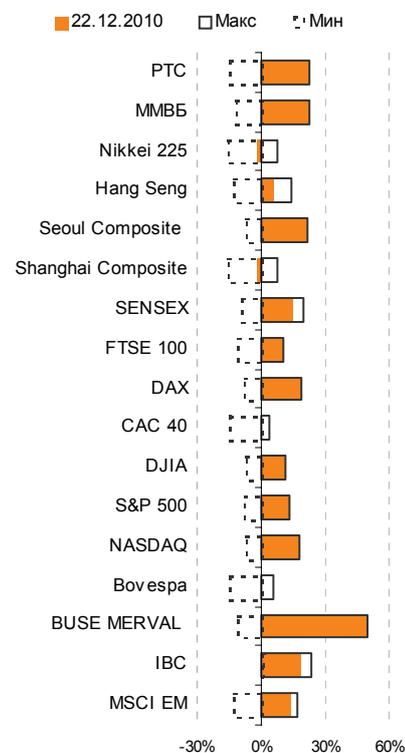
**22% рост в 2010 году – опережая конкурентов.** 2010 был год достаточно успешным для российского рынка акций. Индекс РТС прибавил по итогам года 22%, опередив большинство конкурентов как из развитых, так и из развивающихся стран. После достижения 1,676 пунктов по индексу РТС в апреле, рынок скорректировался к отметке 1,226 пунктов 25 мая. Неопределенность относительно дальнейшего восстановления экономики, ужесточение денежной политики в Китае и растущие финансовые риски в Европе – все эти факторы привели к фиксации прибыли и продаже рискованных активов. В начале 2П10 мы пересмотрели наш прогноз по индексу РТС на конец года с 1,900 пунктов до диапазона 1,650 – 1,900 пунктов на фоне более медленного восстановления экономики и существующих рисков на рынке. По состоянию на 22 декабря индекс РТС закрылся на отметке 1,764 пункта, что близко к среднему значению указанного диапазона.

**2П10 принесло больше позитива на рынок.** Второе полугодие 2010 года стало более позитивным для российского рынка акций и вывело его в лидеры роста. Улучшение макроэкономической ситуации в России и позитивные изменения в корпоративной отчетности повысили интерес к акциям российских компаний. Количественная поддержка от американского правительства способствовала притоку ликвидности на рынок, тогда как макроэкономическая статистика США свидетельствовала о восстановлении экономики. Китайское правительство отложило повышение ставок, несмотря на растущие инфляционные риски, что добавило оптимизма инвесторам. Товарно-сырьевые рынки демонстрировали рост, поддерживаемые макростатистикой, избыточной ликвидностью и негативными погодными условиями, что также способствовало росту спроса на акции. По нашему мнению, повышение на фондовых рынках во 2П10 было вызвано монетарными и спекулятивными факторами, что означает и увеличение рисков, при этом потенциал дальнейшего повышения остается.

**Товарные рынки во 2П10 – медведи ушли.** Во 2П10 инфляционные риски и избыточная ликвидность выступали драйверами цен на товарных рынках. Если в 1П10 финансовые риски в Европе, медленное восстановление мировой экономики и инициативы Китайских властей охладить экономику сдерживали рост на товарно-сырьевых рынках, то во 2П10 тренды изменились. Плохие погодные условия способствовали возникновению дефицита на рынке несельскохозяйственных товаров (soft commodities), что положило начало росту цен. Доллар потерял его статус ориентира для определения динамики на рынках, и во втором полугодии укрепление американской валюты на фоне усиления финансовых рисков в Европе происходило одновременно с ростом цен на рынках. В целях защиты от инфляционных рисков и в поисках тихой гавани в условиях нестабильной ситуации способствовали росту спроса на золото. Промышленные металлы завершили год в плюсе на 20-50% по итогам 2010 г.

**Потребсектор и ритейл – лидеры роста 2010.** Среди российских акций потребсектор и ритейл стали лидерами роста по итогам 2010 года на российском рынке акций. Индекс РТС Потребсектор и ритейл вырос на 85% с начала года. Рост потребительского спроса, сильные финансовые показатели, M&A сделки и успешная реализация инвестиционной программы способствовали росту интереса к сектору. Промышленные компании заняли второе место в терминах роста, прибавив 55% по итогам года. Производители автомобилей и вертолетов показали улучшение результатов на фоне роста спроса на а/м за счет реализации государственных программ и стабильных контрактов в вертолетной отрасли. Металлургические и добывающие компании продемонстрировали рост выше 40%, отыгрывая позитивный тренд на товарно-сырьевых рынках. Хуже других в 2010 году выглядели акции нефтегазового сегмента, а соответствующий индекс завершил год снижением. Инвесторы отыгрывали дивидендные истории, тогда как крупнейшие компании выглядели хуже рынка. В декабре часть снижения была отыграна.

Динамика мировых индексов в 2010



Источник: Bloomberg, оценки ТКБ Капитал

Динамика отраслевых индексов в 2010



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## 2011 – Внешний позитивный фон и восстановление экономики страны поддержат рынки, но риски есть

**Товарно-сырьевые рынки выступают драйверами роста.** Внешние факторы, скорее всего, продолжат оказывать поддержку российскому фондовому рынку в 1П11. Избыточная ликвидность и инфляционные риски будут поддерживать рынки, и мы ожидаем увидеть стоимость нефти на отметке \$100 за баррель, дальнейший рост цен цветных металлов и стоимость золота на отметке \$1,500 (подробнее смотри раздел «Товарно-сырьевые рынки»). Улучшение экономической ситуации в мире будет также способствовать развитию положительных трендов на фондовых рынках, однако пока фундаментальные факторы не настолько сильны, чтобы подтвердить высокие цены, и мы видим риски коррекции во втором полугодии. В этом случае мы рекомендуем выбирать добывающие компании. Однако рост цен на нефть не окажет достойной поддержки стоимости нефтегазовых компаний, и мы вновь рекомендуем выбирать газовые компании.

**Рост внутреннего спроса также будет важным фактором.** Укрепление внутреннего спроса на российском рынке на фоне восстановления экономики и поддержка со стороны государства определяют благоприятные условия для компаний, ориентированных на внутренний рынок. И в 2011 году внутренний рынок продолжит играть важную роль в определении тренда. Потребсектор и ритейл сохраняют лидирующую роль на фоне роста потребительского спроса и реализации государственных социальных программ. Сильные финансовые показатели компаний ритейла позволяют демонстрировать высокие темпы роста бизнеса, что привлекает инвесторов в сектор. Государственные программы в инфраструктурном сегменте и рост спроса на жилую недвижимость будут способствовать улучшению показателей девелоперских и металлургических компаний, тогда как строительный сектор отставал от экономики в целом в 2010 году. Восстановление спроса на кредиты и стабилизация кредитных рисков будут способствовать ускорению развития банковского сектора. M&A сделки и новые размещения на рынке будут также увеличивать интерес к компаниям.

**Инициативы государства – повод для избирательных покупок.** В 2011 году государство продолжит налоговые изменения в нефтегазовом сегменте, которые, как ожидается, в большей степени затронут компании со значительной долей нефтепереработки. Сохранение специального налогового режима в части разработки новых месторождений окажет поддержку отдельным игрокам. В секторе электроэнергетики решения относительно тарифного регулирования для сетевых компаний и полная либерализация рынка электроэнергии будут определять тренд в секторе. В то же время программы государства, направленные на расширение внутреннего спроса, будут оказывать поддержку секторам, ориентированным на внутренний рынок.

**Внешние риски как наиболее важные.** Так как рост на фондовых и товарно-сырьевых рынках не подтверждается в полной мере фундаментальными факторами, высокие цены, достижению которых способствовали избыточная ликвидность и инфляционные риски, могут резко скорректироваться в случае усиления рисков. По нашему мнению, соответствующие риски могут прийти из Китая, который может предпринять следующие шаги по ужесточению монетарной политики в целях сдерживания экономического роста в стране. Фиксация прибыли спекулянтами также может привести к резкому снижению цен. Более медленное, чем прогнозируется, восстановление российской экономики может оказать негативное влияние на финансовые результаты компаний, но мы верим в сохранение благоприятных условий на внутреннем рынке в случае стабильности на внешних рынках.

**РТС Индекс – потенциал роста есть, риски тоже.** Мы оцениваем потенциал роста индекса РТС на 2011 год на уровне 16-19% от текущих уровней (1,764 пунктов на 22 декабря). Таким образом, мы ожидаем увидеть значения индекса РТС на отметках 2,050-2,100. По индексу ММВБ мы прогнозируем 1,940-2,000 пунктов, что означает 15-18% потенциал роста. Как мы писали ранее, внешние факторы будут определять позитивный настрой на рынке в 1П11, и мы рекомендуем делать ставку на недооцененные добывающие компании на фоне положительных тенденций на товарно-сырьевых рынках. Влияние внутренних факторов будет носить более стабильный характер и оказывать поддержку акциям в течение года. После достижения новых посткризисных максимумов мы не исключаем коррекции на рынке, которую можно использовать для увеличения вложений в наиболее устойчивые сегменты. Компании с сильным профайлом роста, дешевые по мультипликаторам по сравнению с конкурентами, и интересные дивидендные истории покажут более сильную динамику в течение года.

## Наши фавориты

**Нефть и газ: фокус на газовые компании и нефтяные бумаги с интересной историей роста.** Наши топ пики: **Газпром (GAZP)** – ставка на регулярное повышение тарифов, самая дешевая акция с P/E 2011П на уровне 5; **Новатек (NVTK)** – по-прежнему интересная история роста, **Татнефть (TATN)** – улучшение финансовых показателей с вводом новых перерабатывающих мощностей.

**Электроэнергетика – эффективная генерация торгуется дорого.** Компания **РусГидро (HYDR)** на ближайший год является нашим фаворитом в сегменте генерации, поскольку она в наибольшей степени выиграет от 100% либерализации рынка электроэнергии и растущих цен на энергоносители. Кроме этого, по нашему мнению, в 2011 г. вполне может оправдаться ставка на кризисные активы («distressed assets»), особенно в случае более радикального роста потребления электроэнергии, вызванного восстановлением экономики, а также изменениями среди мажоритарных акционеров ряда компаний (обмена активами). В этой связи мы предпочитаем акции **ОГК-1 (OGKA)** и **ОГК-3 (OGKC)**. В сетевом сегменте нам нравятся акции **Холдинга МРСК (MRKH)**, однако мы отмечаем высокие риски инвестирования в них, связанные с амбициозными инвестиционными планами и сохранением нерыночных норм регулирования.

**Металлы и добыча – рост потребления и цен на сталь, сильная конъюнктура на рынке коксующегося угля. Оптимизм в отношении цен на медь и никель.** Наши фавориты: **Группа Евраз (EVR LI)** – ключевая роль на рынке сортового проката, улучшение ситуации с долгами, отставание от конкурентов по росту стоимости акций в 2010, **Мечел (MTLR)** – высокие цены на коксующийся уголь, развитие Эльги, **ММК (MAGN)** – основная роль на рынке стали РФ, рост выпуска высокомаржинальной продукции, **Норильский никель (GMKN)** – высокие цены на медь и никель, конфликт акционеров как спекулятивный драйвер, самый дешевый среди глобальных добывающих компаний.

**Транспорт: рост в секторе будет обгонять макроэкономические показатели. Покупать на коррекции.** Фавориты: – **Globaltrans (GLBT)** – диверсифицированный бизнес с присутствием в сегментах с высоким спросом; **ТрансКонтейнер (TRCN)** – ставка на экономический рост и увеличение уровня контейнеризации. Перспективы дальнейшего роста компаний определяют интерес к ним со стороны инвесторов, но акции не выглядят дешево. Рекомендуем покупать на коррекциях рынка.

**Телекоммуникации, Медиа, IT Сектор. Телекоммуникации – рост за границы традиционных мобильных услуг приносит дополнительную стоимость.** **МТС (MBT, MTSI)** – наш фаворит в секторе из-за большого притока денежных средств от крупнейшей в России базы мобильных абонентов и агрессивной экспансии на региональные рынки ШПД через Комстар. Фундаментальные показатели **Vimpelcom Ltd (VIP)** сильные, но бумаги находятся под давлением из-за покупок активов в Африке и Азии. В 1П11 после завершения первого этапа реорганизации Связьинвеста, рынок уделил внимание операционным показателям нового **Ростелеком (RTKM)**. **Медиа – покупка прокси макроэкономики.** Макроэкономическая ситуация благоприятна для продолжения роста медиа-сектора. Рост реальных доходов и цен в ритейле, уверенность в завтрашнем дне подогревают спрос на рекламу. Мы выделяем **СТС Медиа (STCM)** как самую лучшую ставку на растущий рынок рекламы. **IT Сектор – больше имен и ниш для инвестиций.** Российский IT сектор находится в процессе становления, растет выручка и количество имен для инвестирования. Мы отмечаем **Армаду (ARMD)** как лучший вход на рынок в секторе. Компания работает только на внутреннем рынке и присутствует во всех основных сегментах IT сектора.

**Потребительский сектор и розничная торговля - государство должно обеспечить щедрые социальные расходы накануне выборов президента в 2012 году, что поддержит готовность населения совершать покупки.** Нашими фаворитами в секторе остаются **Магнит (MGNT)** и **X5 Retail Group (FIVE)** – которые продемонстрируют в будущем году рекордную скорость открытия магазинов, активно участвуя в консолидации рынка, в том числе и через M&A, а также работая над повышением операционной эффективности; **Фармстандарт (PHST)** – ближайшими триггерами роста станут сильные финансовые результаты благодаря сезону гриппа, участию компании в бюджетных тендерах и возможным новым сделкам M&A; и **Верофарм (VRPH)** – по-прежнему фундаментально недооцененный нишевой игрок с внушительными планами развития портфеля брендов.

### ТОП-10

Компания	Тикер	Целевая цена, \$	Потенциал роста, %
Газпром	GAZP	8.5	33%
РусГидро	HYDR	0.0735	36%
Мечел	MTLR	37	25%
НорНикель	GMKN	270	22%
МТС	MBT US	28.0	37%
Магнит	MGNT	162.3	25%
Фармстандарт	PHST LI	36.5	28%
Сбербанк	SBER	4.6	32%
У-УАЗ	UUAZ	2.9	38%
Группа ЛСР	LSRG	50	51%

**Банковский сектор:** улучшение финансовых показателей с ростом кредитования и стабилизацией кредитных рисков. Фавориты: **Сбербанк** (SBER) – сильные операционные показатели и рост прибыли с улучшением кредитного качества; **ВТБ** (VTBR) – ставка на корпоративные события, агрессивную стратегию роста и приход новых инвесторов, **банк «Санкт-Петербург»** (STBK) – подтверждая сильные позиции в регионе и высокую эффективность.

**Машиностроение – пациент жив!** Мы позитивно смотрим на российский автопром, учитывая высокие темпы восстановления продаж машин и улучшение финансовых показателей компаний, наш фаворит – **Соллерс** (SVAV). Ожидающееся в 1P11 IPO холдинга «Вертолеты России» станет ключевым событием в секторе. В свете ожидаемого ввода новых мощностей в российской электроэнергетике, мы выделяем **Силовые машины** (SILM).

**Сектор недвижимости – темпы строительства жилья ускорятся, спрос сохранится высоким.** **Группа ЛСР** (LSRG) и **Группа ПИК** (PIKK) способны показать лучшие темпы восстановления прибыли на фоне растущего спроса на жилую недвижимость. Высокая степень готовности портфеля проектов AFI Development обеспечит стабильный рост ее инвестиционной стоимости.

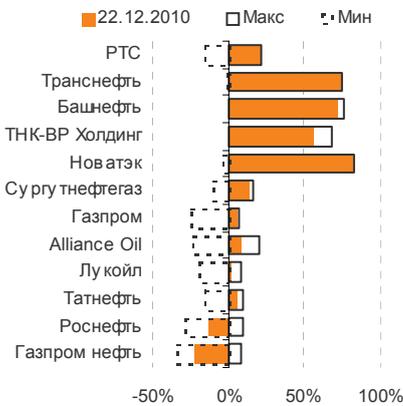
**Сектор инфраструктурного строительства – мощный рост темпов развития в следующем году.** **Мостотрест** (MSTT) удачно позиционирован для освоения государственных инвестиций и является одной из немногих компаний, способных качественно и своевременно справиться с поставленными государством задачами.



# Нефть и газ

## Неопределенность с налогами остается

Динамика акций в 2010 г.



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

**Сильная динамика роста котировок акций наших фаворитов во 2П10.** Оглядываясь назад, практически все наши фавориты на 2П10 показали хорошую динамику роста котировок акций. Привилегированные акции Башнефти выросли примерно на 55%. Обыкновенные и привилегированные акции ТНК-ВР Холдинга выросли на 30% и 44% соответственно. Акции Газпрома добавили порядка 30% в цене. Как исключение, привилегированные акции Татнефти выросли на скромные 7%.

**Правительство одобрило повышение некоторых налогов.** Теперь больше ясности с налогами: правительство одобрило повышение НДС на нефть и природный газ и акцизов, что должно оказать давление на рентабельность российских нефтяных компаний. В то время как первая мера окажет умеренный эффект на всех производителей, более высокие акцизы должны существенно повлиять на игроков с сильными позициями в переработке и фокусом на внутренний рынок, как Башнефть и Газпром нефть.

**Среднегодовой темп роста НДС на нефть составит 7% в следующие пять лет.** Правительство одобрило повышение НДС на нефть и газ. Теперь, по нашим расчетам, среднегодовой темп роста НДС на нефть составит 7% в следующие пять лет по сравнению со среднегодовым темпом роста цены на нефть марки Urals в 3%. Тем временем, повышение НДС на газ, одобренное правительством, оказалось более плавным, чем мы предполагали.

**Акцизы на нефтепродукты значительно вырастут.** Правительство также одобрило повышение акцизов гораздо выше наших ожиданий. В следующие три года акцизы на бензин и смазочные масла будут повышены в среднем примерно на 40% в год, а на дизельное топливо – на 100% в год. Допуская, что российские нефтяные компании не заставят потребителя оплачивать повышение этого налога (возможно, по крайней мере, до выборов в 2012 г.), данное изменение затронет в первую очередь компании с сильным фокусом на переработку и внутренние продажи, как Башнефть и Газпром нефть.

**Снижаем прогнозные цены для Роснефти, Лукойла и Газпром нефти.** По нашим расчетам, позитивный эффект от изменений в наших макроэкономических предпосылках не в полной мере нивелирует негативное влияние роста налогов и прочих факторов. На основе новых макроэкономических и операционных предпосылок мы изменили наши финансовые модели для акций и пересмотрели в сторону понижения прогнозные цены для Роснефти, Лукойла и Газпром нефти.

**Структурные налоговые изменения остаются на повестке дня в 2011 г.** Правительство обсуждало возможность структурных изменений в нефтяном налогообложении, которые предполагают перенос налоговой нагрузки из сегмента добычи в сегмент переработки и розницы. Правительству еще предстоит окончательно определиться с изменениями экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Правительство также должно разработать специальный налоговый режим для новых проектов в добыче и решить относительно других налоговых инициатив.

**Наши фавориты на 2011 г. – Газпром, Новатэк и Татнефть.** Расхождение спотовых цен на газ в США и Европе и расширяющийся дифференциал NBP/Henry Hub дает основания полагать, что давление на традиционную формулу, привязанную к цене на нефть, в долгосрочных контрактах Газпрома должно уменьшиться. На внутреннем рынке Газпром сможет выиграть от регулируемого роста тарифов на газ. Акции Газпрома остаются одной из самых дешевых бумаг, торгуясь на 2011П Р/Е в 5.0.

**Новатэк остается ставкой на рост.** Несмотря на двухзначные финансовые мультипликаторы, мы включаем акции Новатэка в список наших фаворитов благодаря его стратегии роста. У недавних приобретений Новатэка в Ямало-Ненцком АО есть значительные синергии с существующими активами компании, и они увеличивают потенциал добычи. В долгосрочной перспективе фактором роста Новатэка станет проект Ямал СПГ. Сильная акционерная база и команда менеджмента компании должны помочь с маркетингом газа.

**Перспективы Татнефти улучшатся с запуском нового НПЗ.** Рынок прогнозирует, что чистая прибыль Татнефти вырастет на скромные 11% год-к-году в 2011 г. На наш взгляд, это очень консервативная оценка, учитывая, что одна только цена на нефть Urals вырастет по прогнозам, на 15% в следующем году. С запуском нового нефтеперерабатывающего завода, который запланирован на 2011 г., Татнефть, на наш взгляд, должна показать более сильную чистую прибыль. Мы также ожидаем, что Татнефть выплатит привлекательные дивиденды за 2010 г.

**Сильная динамика роста котировок акций наших фаворитов во 2П10.** В связи с неопределенностью в налогообложении нефтегазовой отрасли мы советовали инвесторам сосредоточить свое внимание на “беспроегрешных” дивидендных историях в 2П10 – обыкновенных и привилегированных акциях ТНК-ВР Холдинга, привилегированных акциях Башнефти и Татнефти. Мы также включили Газпром в список наших фаворитов на 2П10: тогда это была самая дешевая бумага, которая торговалась по 2010П Р/Е в 4.1 и на уровне 60% от балансовой стоимости. Оглядываясь назад, практически все наши фавориты на 2П10 показали хорошую динамику роста котировок акций. Привилегированные акции Башнефти выросли примерно на 55% с июля, хотя компании еще предстоит объявить дивиденды за 2010 г. Обыкновенные и привилегированные акции ТНК-ВР Холдинга выросли на 30% и 44% соответственно. Как и ожидалось, компания объявила щедрые промежуточные дивиденды с двухзначной дивидендной доходностью. Что наиболее важно, начиная с 1 декабря, акции ТНК-ВР Холдинга допущены к торговле на ММВБ и основной площадке РТС – этот шаг повысил ликвидность акций. Акции Газпрома добавили порядка 30% к стоимости на фоне восстанавливающихся цен на газ в Европе. Наконец, как исключение, привилегированные акции Татнефти выросли на скромные 7%

**Правительство одобрило повышение некоторых налогов.** Больше ясности с налогами: правительство одобрило повышение налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) на нефть и природный газ и акцизов на нефтепродукты, что должно оказать давление на рентабельность российских нефтяных компаний. В то время как первая мера окажет умеренный эффект на всех производителей нефти и газа, более высокие акцизы должны существенно повлиять на игроков с сильными позициями в переработке и фокусом на внутренний рынок, таких как Башнефть и Газпром нефть. По нашим расчетам, позитивный эффект от изменений в наших макроэкономических предпосылках (включая повышение прогноза цены на нефть Urals примерно на 10% в 2011-2015 гг.) не в полной мере нивелирует негативное влияние роста налогов и прочих факторов. На основе новых макроэкономических и операционных предпосылок мы изменили наши финансовые модели для акций и пересмотрели в сторону понижения прогнозные цены для Роснефти, Лукойла и Газпром нефти.

**Снижаем прогнозные цены для Роснефти, Лукойла и Газпром нефти.** Мы снижаем прогнозную цену на акции **Роснефти** (ROSN) с \$8.5/акцию до \$8.0/акцию и меняем рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Мы снижаем прогнозную цену на акции **Лукойла** (LKOH) с \$74/акцию до \$71/акцию и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ. Мы повышаем прогнозную цену на обыкновенные акции **ТНК-ВР Холдинга** (TNBP) с \$2.80/ акцию до \$2.95/акцию и меняем рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Мы повышаем прогнозную цену на привилегированные акции ТНК-ВР Холдинга (TNBPP) с \$2.52/акцию до \$2.66/акцию и меняем рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Мы снижаем прогнозную цену на акции **Газпром нефти** (SIBN) с \$4.5/акцию до \$4.0/акцию и подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

**График 2. Новые прогнозные цены**

	Прогнозная цена, \$/акцию			Потенциал роста, %	Рекомендация		Выручка, \$ млн.			ЕБИТДА, \$ млн.			Чистая прибыль, \$ млн.		
	Старая	Новая	+/-		Старая	Новая	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П
Роснефть	8.5	8.0	-5.9%	11%	Покупать	Держать	62,850	77,200	76,165	19,259	20,186	17,394	10,511	11,456	9,252
Лукойл	74	71	-4.1%	24%	Покупать	Покупать	104,889	120,586	116,902	16,069	16,596	16,416	9,492	9,663	9,748
ТНК-ВР Холдинг – обыкновенн. акции	2.80	2.95	5.4%	9%	Покупать	Держать	40,276	46,823	46,027	10,052	11,146	9,797	6,300	6,965	5,784
ТНК-ВР Холдинг – привилег. акции	2.52	2.66	5.6%	5%	Покупать	Держать	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Газпром нефть	4.5	4.0	-11.1%	-5%	Держать	Держать	32,928	38,334	37,600	6,502	7,442	7,492	3,544	4,320	4,260

Источники: оценка ТКБ Капитал

**Неопределенность с налогами остается.** Правительство обсуждало возможность структурных изменений в нефтяном налогообложении, которые предполагают перенос налоговой нагрузки из сегмента добычи в сегмент переработки и розницы, и ему еще предстоит окончательно определиться с изменениями экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Несмотря на то, что пока государство может выбрать базовый сценарий, предполагающий постепенное выравнивание экспортных пошлин на нефтепродукты до уровня в 60% от экспортной пошлины на нефть, который не является сильным по влиянию на нефтяные компании, перераспределение налоговой нагрузки останется на повестке дня в 2011 г. Правительство также должно разработать специальный налоговый режим для новых проектов в добыче и решить относительно других налоговых инициатив. Таким образом, в следующем году мы ожидаем, что котировки акций российских нефтегазовых компаний, особенно игроков с уклоном в переработку (Башнефть и Газпром нефть), будут волатильны на новостях о возможных налоговых изменениях.

**Наши фавориты на 2011 г. – Газпром, Новатэк и Татнефть.** В 2011 г. мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции Газпрома, Новатэка и Татнефти. Восстановление цен на газ в Европе должно поддерживать котировки акции **Газпрома**. Данная бумага по-прежнему недорогая: акции торгуются по 2011П P/E в 5.0 (консенсус) и по P/BV в 0.8. Несмотря на двухзначные финансовые мультипликаторы, мы включаем акции **Новатэка** в список наших фаворитов благодаря его стратегии роста. Недавние приобретения Новатэком добывающих активов (которые или находятся на поздней стадии разработки, или уже добывают) значительно увеличивают потенциал добычи компании. Кроме того, Газпром и Новатэк выиграют от налоговых льгот на Ямале, развитие которого правительство считает стратегическим приоритетом. Операционные и финансовые перспективы **Татнефти** должны значительно улучшиться после запуска нового нефтеперерабатывающего комплекса, запланированного на 2011 г. Согласно рыночному консенсусу чистая прибыль Татнефти должна вырасти на скромные 11% год-к-году в 2011 г., в то время как, на наш взгляд, компания должна показать более сильный результат. Мы также ожидаем, что Татнефть выплатит привлекательные дивиденды за 2010 г. (доходность в 4% и 9% на обыкновенные и привилегированные акции, соответственно).

График 3. Сравнительная оценка

	Тикер Bloomberg	Прогнозная цена, \$/акцию	Потенциал роста, %	Рыноч. кап-я, \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/ BV
						2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	
<b>Российские нефтяные компании</b>												
Роснефть	ROSN RX	8.0	11%	69,303	83,330	4.3	4.1	4.8	6.6	6.0	7.5	1.3
Лукойл	LKOH RX	71	24%	44,867	56,700	3.5	3.4	3.5	4.7	4.6	4.6	0.8
ТНК-ВР Холдинг	TNBP RU	2.95	9%	41,590	43,380	4.3	3.9	4.4	6.6	6.0	7.2	2.0
Сургутнефтегаз	SNGS RX	-	-	39,944	26,942	3.7	3.8	4.0	8.6	9.0	9.6	1.0
Газпром нефть	SIBN RX	4.0	-5%	19,830	26,240	4.0	3.5	3.5	5.6	4.6	4.7	1.1
Татнефть	TATN RU	-	-	10,462	13,378	4.9	4.2	3.9	6.2	5.4	4.9	1.0
Башнефть	BANE RU	-	-	8,842	10,677	4.1	3.7	3.6	6.6	6.0	5.9	0.7
<b>Российские нефтяные компании – средневзвеш.</b>						<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>	<b>6.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>1.2</b>
<b>Международные крупнейшие игроки</b>												
ExxonMobil (США)	XOM US	-	-	367,098	378,702	5.6	5.0	4.6	12.6	11.4	10.3	3.2
RoyalDutchShell (Нидерланды)	RDSB LN	-	-	204,142	369,574	7.9	6.9	6.1	10.9	8.8	7.7	1.5
Chevron (США)	CVX US	-	-	180,958	181,238	4.0	3.6	3.3	9.8	9.2	8.3	2.0
BP (Великобритания)	BP/ LN	-	-	136,243	250,679	7.0	5.7	5.4	6.4	6.5	6.2	1.3
Total (Франция)	FP FP	-	-	124,915	143,762	4.0	3.7	3.4	9.2	8.7	8.0	1.6
ConocoPhillips (США)	COP US	-	-	98,482	111,787	4.0	4.2	3.9	11.1	10.9	9.8	1.6
<b>Международные крупнейшие игроки – средневзвеш.</b>						<b>5.9</b>	<b>5.2</b>	<b>4.8</b>	<b>10.6</b>	<b>9.6</b>	<b>8.7</b>	<b>2.1</b>
<b>Нефтяные компании развивающихся стран</b>												
Petrochina (Китай)	601857 CH	-	-	306,466	334,572	9.6	7.2	6.5	14.8	13.1	11.7	2.3
Petrobras (Бразилия)	PETR3 BZ	-	-	209,445	251,489	8.7	6.8	6.1	11.4	10.3	9.7	2.2
Sinorec (Китай)	386 HK	-	-	102,089	119,581	5.8	5.0	4.6	9.6	9.0	8.4	1.7
CNOOC (Китай)	883 HK	-	-	105,662	86,959	11.4	6.2	5.5	13.8	12.4	11.7	4.1
ONGC (Индия)	ONGC IN	-	-	62,158	60,589	7.5	6.7	5.3	15.2	11.5	10.4	3.4
<b>Нефтяные компании развивающихся стран – средневзвеш.</b>						<b>8.8</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>	<b>13.1</b>	<b>11.6</b>	<b>10.6</b>	<b>2.5</b>
<b>Российские производители газа</b>												
Газпром	GAZP RX	-	-	146,790	188,000	5.3	4.3	3.9	5.2	5.0	4.5	0.8
Новатэк	NVTK RU	-	-	27,259	28,631	22.9	15.0	11.5	21.3	16.7	12.6	6.0
<b>Российские производители газа – средневзвеш.</b>						<b>7.6</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.8</b>	<b>5.8</b>	<b>1.6</b>
<b>Международные производители газа</b>												
GDF Suez (Франция)	GSZ FP	-	-	83,171	139,794	7.1	6.2	5.9	14.4	13.1	12.0	0.9
BG Group (Великобритания)	BG/ LN	-	-	69,078	117,283	13.1	11.5	10.5	17.3	16.3	15.0	3.0
Anadarko Petroleum (США)	APC US	-	-	33,576	43,344	6.5	5.9	4.9	40.4	33.3	21.1	1.6
Apache (США)	APA US	-	-	43,102	49,634	5.6	4.4	3.9	13.1	10.3	8.8	2.7
Devon Energy (США)	DVN US	-	-	32,833	34,854	5.7	5.9	4.9	12.1	13.6	10.6	2.1
Енсана (Канада)	ECA CN	-	-	21,236	27,097	4.9	5.9	5.0	19.8	44.1	25.2	1.3
Chesapeake Energy (США)	CHK US	-	-	16,616	30,517	6.1	5.7	5.2	8.3	8.7	8.6	1.3
Murphy Oil (США)	MUR US	-	-	14,279	14,211	5.2	4.4	3.8	17.2	13.0	10.8	1.9
Pioneer Natural Resources (США)	PXD US	-	-	10,160	12,735	9.2	7.9	6.2	36.1	30.1	18.4	2.8
Quicksilver Resources (США)	KWK US	-	-	2,510	4,956	8.4	10.5	9.1	20.6	43.8	28.1	3.6
<b>Международные производители газа – средневзвеш.</b>						<b>8.1</b>	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>	<b>18.2</b>	<b>18.1</b>	<b>14.0</b>	<b>1.9</b>
<b>Российские операторы нефте- и продуктопроводов</b>												
Транснефть	TRNFP RX	-	-	2,104	10,704	1.5	1.3	1.2	0.6	0.5	0.5	0.1
<b>Операторы нефте- и продуктопроводов США</b>												
Enterprise Products Partners	EPD US	-	-	34,783	47,972	15.1	14.0	12.7	26.3	22.7	18.8	3.5
Kinder Morgan Operating	KMP US	-	-	21,571	34,134	11.8	10.2	9.5	49.2	35.8	28.5	3.2
Plains Pipeline	PAA US	-	-	8,789	14,496	13.6	12.5	11.6	22.6	20.3	18.4	2.1
Magellan Midstream Pipelines	MMP US	-	-	6,233	8,061	15.8	14.4	13.4	20.2	18.4	17.2	5.2
Enbridge Energy	EEP US	-	-	7,658	13,138	12.6	11.3	10.5	19.7	18.0	16.2	1.9
Sunoco Pipeline	SXL US	-	-	2,696	4,020	11.0	9.9	9.5	15.5	14.7	14.0	3.1
<b>Операторы нефте- и продуктопроводов США – средневзвеш.</b>						<b>13.7</b>	<b>12.4</b>	<b>11.4</b>	<b>30.5</b>	<b>24.9</b>	<b>20.8</b>	<b>3.2</b>

Источники: данные компании, Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**Изменение макроэкономических предпосылок.** Мы пересмотрели наши макроэкономические предпосылки (см. график 4). В результате, прогнозный показатель средней цены на нефть марки Urals на 2011-2015 гг. повысился в среднем на 9.5%. Также теперь мы прогнозируем более слабый курс рубля. Российские производители нефти и газа только выиграют от данных изменений. Мы также снизили показатель премии рынка за риск (используемый для расчета WACC) с 6.0% до 5.5%.

**График 4: Изменения в макроэкономических предпосылках**

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Прежний прогноз</b>						
Средняя цена на нефть Urals, \$/барр	76.0	78.0	85.0	83.0	80.0	84.5
Средний обменный курс, RUR/\$	30.0	28.2	28.0	29.5	31.2	29.9
CPI, %	7.0%	7.5%	7.6%	7.1%	6.9%	6.6%
<b>Новый прогноз</b>						
Средняя цена на нефть марки Urals, \$/барр	78.1	90.0	87.0	89.0	91.0	92.0
Средний обменный курс, RUR/\$	30.4	29.9	31.3	30.8	30.3	30.0
CPI, %	8.5%	8.4%	7.5%	7.1%	6.9%	5.4%

Источник: оценка ТКБ Капитал

**В следующие пять лет НДС на нефть будет расти со среднегодовым темпом роста в 7%.** Недавно правительство РФ одобрило увеличение налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) на нефть и газ. Множитель в формуле НДС на нефть повысится на 6.4% до 446 в 2012 г и на 5.4% до 470 в 2013 г. С учетом более высокого прогноза цен на нефть Urals, по нашей оценке, НДС на нефть будет расти со среднегодовым темпом роста (CAGR) в 7.0% в следующие пять лет по сравнению со среднегодовым темпом роста цены на нефть марки Urals в 3.3%. НДС на природный газ повысится на 61% до 237 руб./тыс. куб м в 2011 г., в 2012 г. - на 5.9% до 251 руб./тыс. куб м, а в 2013 г. - на 5.5% до 265 руб./тыс. куб м и далее будет расти в соответствии с темпами роста инфляции. Тем временем, мы прогнозировали намного более крутой рост НДС на природный газ. Учитывая все изложенные факты, наши расчеты показывают, что в течение следующих пяти лет размер выплат НДС Роснефти, Лукойла, ТНК-ВР Холдинга и Газпром нефти увеличится на 5%-11% в год (см. график 5).

**График 5: Влияние повышения налога на добычу полезных ископаемых на нефть и природный газ (НДПИ)**

	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	CAGR 2010-2015П
<b>Налог на добычу полезных ископаемых на нефть, \$/барр</b>									
Прежний прогноз	18.5	9.4	13.5	14.1	15.2	14.9	14.2	15.2	2.4%
<b>Новый прогноз</b>	<b>18.5</b>	<b>9.4</b>	<b>13.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.8</b>	<b>18.2</b>	<b>18.7</b>	<b>18.9</b>	<b>7.0%</b>
<b>Налог на добычу полезных ископаемых на природный газ, \$/млн куб м</b>									
Прежний прогноз	5.9	4.6	4.8	9.4	13.6	16.9	19.8	24.6	38.5%
<b>Новый прогноз</b>	<b>5.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>	<b>7.9</b>	<b>8.0</b>	<b>8.6</b>	<b>10.9</b>	<b>13.3</b>	<b>22.4%</b>
<b>Добыча нефти в России*, млн т</b>									
Роснефть	96.5	99.3	106.2	109.1	109.7	110.4	110.4	111.4	1.0%
Лукойл	89.6	91.6	89.9	90.5	89.1	87.2	86.1	86.4	-0.8%
ТНК-ВР Холдинг	69.4	71.0	73.7	74.5	74.3	74.2	75.8	78.5	1.3%
Газпром нефть	30.8	29.9	30.1	29.8	29.3	28.5	27.7	27.0	-2.2%
<b>Добыча газа в России*, млрд куб м</b>									
Роснефть	11.5	11.9	11.5	11.4	11.2	11.2	11.2	11.2	-0.5%
Лукойл	8.7	6.3	8.6	8.3	8.4	8.5	8.5	8.6	0.1%
ТНК-ВР Холдинг	12.8	15.6	16.3	15.9	18.2	19.2	20.2	21.2	5.4%
Газпром нефть	2.2	4.3	4.5	4.8	5.0	5.2	5.3	5.5	4.0%
<b>Платежи по НДС, \$ млрд</b>									
Роснефть	12.8	6.5	9.1	12.1	13.5	14.7	14.7	15.3	11.0%
Лукойл	12.3	5.3	8.1	10.8	10.7	11.3	11.4	11.7	7.7%
ТНК-ВР Холдинг	9.6	4.8	6.9	8.6	8.7	9.2	9.4	10.5	8.8%
Газпром нефть	4.2	2.2	3.0	3.6	3.6	3.8	3.9	3.8	4.8%

\* Добыча консолидированными дочерними компаниями

Источник: данные компании, Консультант Плюс, оценка ТКБ Капитал

**Значительное повышение акциза на нефтепродукты.** Правительство РФ также одобрило повышение акцизов на нефтепродукты, которое оказалось выше наших ожиданий. Мы прогнозировали рост акцизов на уровне темпов инфляции (2010П-2015П CAGR в 7.5%). Однако в соответствии с новыми налоговыми ставками в следующие три года акциз на бензин и горюче-смазочные материалы будет повышаться в среднем примерно на 40% в год, на дизельное топливо – на 100% в год (см. График 6). Если предположить, что российские нефтяные компании не перенесут данное увеличение налогов на покупателей (по крайней мере, до президентских выборов в 2012 году), данное налоговое изменение отразится в первую очередь на нефтяных компаниях с большими объемами переработки и сильным акцентом на внутренний рынок, такие как Башнефть и Газпром нефть. Большой уклон в переработку делает их достаточно чувствительными к любому снижению рентабельности переработки. Согласно нашим расчетам, среднегодовой темп роста российских акцизных платежей Роснефти, Лукойла, ТНК-ВР Холдинга и Газпром нефти в 2010-2015 гг. в среднем составит 35%.

**График 6: Влияние повышения акцизов на нефтепродукты**

	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	CAGR 2010-2015П
<b>Прежний размер акцизов на нефтепродукты, \$/т</b>									
Автомобильный бензин									
Евро-4-5	146	114	131	152	165	167	170	189	7.5%
Евро-3	126	99	114	132	143	145	147	163	7.5%
Ниже Euro-3	107	84	96	112	121	123	124	138	7.5%
Дизельное топливо	72	57	39	45	49	50	50	56	7.5%
Бензин прямой перегонки	107	84	87	101	110	111	113	126	7.5%
ГСМ	119	93	97	113	122	124	125	139	7.5%
<b>Новый размер акцизов на нефтепродукты, \$/т</b>									
Автомобильный бензин									
Евро-4-5	146	114	131	172	218	278	302	321	19.6%
Евро-3	126	99	114	186	232	293	319	339	24.4%
Ниже Euro-3	107	84	96	201	247	309	336	357	30.0%
Дизельное топливо									
Евро-4-5	72	57	39	92	131	179	194	207	39.5%
Евро-3	72	57	39	79	152	309	335	357	55.6%
Ниже Euro-3	72	57	39	83	122	169	183	195	38.0%
Бензин прямой перегонки	107	84	87	204	250	312	339	361	32.8%
ГСМ	119	93	97	157	194	244	265	282	23.8%
<b>Объем продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке, млн т</b>									
Роснефть	19.8	17.6	20.6	21.2	21.4	21.5	21.5	21.7	1.1%
Лукойл	19.3	16.0	18.2	18.5	18.7	19.0	19.2	19.4	1.3%
ТНК-ВР Холдинг	12.3	10.9	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	13.0	0.9%
Газпром нефть	15.7	17.6	20.9	21.1	21.3	21.6	21.8	22.0	1.0%
<b>Российские акцизные платежи, \$ млрд</b>									
Роснефть	1.1	0.9	1.1	2.0	3.0	4.8	5.3	5.6	38.3%
Лукойл	1.0	0.8	0.9	1.6	2.2	3.3	3.7	4.0	33.6%
ТНК-ВР Холдинг	0.9	0.6	0.7	1.2	1.7	2.5	2.7	2.9	32.5%
Газпром нефть	0.9	0.8	0.8	1.4	2.0	3.2	3.5	3.7	35.4%

Источник: данные компании, Консультант Плюс, оценка ТКБ Капитал

**Пересмотр в сторону понижения рекомендаций по акциям Роснефти, ТНК-ВР Холдинга и Газпром нефти.** Основываясь на новых макроэкономических и операционных предпосылках, мы пересмотрели наши финансовые модели по акциям компаний под покрытием (см. график 2). В результате мы понижаем нашу 12-месячную целевую цену, базирующуюся на DCF-модели, для **Роснефти** с \$8.5/акция до \$8.0/акция, что подразумевает потенциал роста в 11%, и изменяем нашу рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Для **Лукойла** мы понижаем целевую цену с \$74/акция до \$71/акция. Новая прогнозная цена предполагает потенциал роста в 24%, и мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Лукойла. Мы повышаем целевую цену по обыкновенным акциям **ТНК-ВР Холдинга** с 2.80/акция до \$2.95/акция, что подразумевает потенциал роста в 9%, и изменяем нашу рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Мы также повышаем целевую цену по привилегированным акциям ТНК-ВР Холдинга с \$2.52/акция до \$2.66/акция, что предполагает потенциал роста в 5%, и изменяем рекомендацию с ПОКУПАТЬ на ДЕРЖАТЬ. Мы понижаем целевую цену по акциям **Газпром нефти** с \$4.5/акция до \$4.0/акция. Новая прогнозная цена подразумевает потенциал роста в 5%, и мы сохраняем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.

**Структурные налоговые изменения все еще возможны.** Правительство рассматривало возможность существенных изменений в налогообложении нефтяной отрасли, что предполагает смещение налоговой нагрузки из сегмента добычи в сегмент переработки (см. наш отчет «Нефть и газ – налоговая нагрузка смещается в сегмент переработки» от 15 ноября). В частности, государство обсуждало несколько сценариев изменения экспортных пошлин нефтепродуктов. Базовый сценарий предполагает постепенное выравнивание экспортных пошлин на светлые/средние (бензин и дизельное топливо) и темные (мазут) дистилляты до уровня примерно 60% от экспортной пошлины на нефть (см. график 7). Второй сценарий предполагает повышение экспортных пошлин для темных дистиллятов до уровня пошлины на светлые/средние дистилляты (т.е. примерно с 40% до 70% от экспортной пошлины на нефть). И есть третий, наиболее радикальный сценарий: правительство повысит экспортные пошлины на нефтепродукты до уровня 85%-90% от экспортной пошлины на нефть и предоставит субсидии отдельным нефтяным компаниям. Наконец, правительство также рассматривало вариант снижения пошлины на экспорт нефти в целях компенсации повышения налогов в сегменте переработки.

**График 7. Сценарии изменения экспортных пошлин на нефтепродукты**

	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Цена на нефть Urals, \$/барр	95	61	78	90	87	89	91	92
Экспортная пошлина на нефть, \$/т	355	179	276	339	325	334	344	349
<b>Сценарии повышения пошлин на экспорт нефтепродуктов, \$/т:</b>								
<b>Базовый сценарий (предложенный Минэкономразвития)</b>								
Светлые/средние дистилляты	252	133	198	227	208	201	206	209
% от экспортной пошлины на нефть	71%	74%	72%	67%	64%	60%	60%	60%
Темные дистилляты	136	72	107	159	172	201	206	209
% от экспортной пошлины на нефть	38%	40%	39%	47%	53%	60%	60%	60%
<b>Вариант 1. Повышение экспортной пошлины на темные дистилляты</b>								
Светлые/средние дистилляты	252	133	198	244	233	240	247	251
% от экспортной пошлины на нефть	71%	74%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Темные дистилляты	136	72	107	244	233	240	247	251
% от экспортной пошлины на нефть	38%	40%	39%	72%	72%	72%	72%	72%
<b>Вариант 2. Повышение экспортной пошлины на нефтепродукты до 85%-90% от экспортной пошлины на нефть</b>								
Светлые/средние дистилляты	252	133	198	305	292	301	309	314
% от экспортной пошлины на нефть	71%	74%	72%	90%	90%	90%	90%	90%
Темные дистилляты	136	72	107	305	292	301	309	314
% от экспортной пошлины на нефть	38%	40%	39%	90%	90%	90%	90%	90%

Источник: Ведомости, Bloomberg, ИнфоТЕК, оценка ТКБ Капитал

**Базовый сценарий наиболее мягкий по степени влияния.** Базовый сценарий изменения экспортных пошлин на нефть (предложенный Минэкономразвития) наиболее мягкий по степени влияния (снижение прогнозируемого показателя EBITDA нефтяных компаний может составить до 5%), т.к. повышение экспортной пошлины на темные дистилляты будет нивелировано снижением экспортной пошлины на светлые и средние дистилляты. В данном случае налоговые изменения затронут прежде всего производителей, у которых заводы простой конфигурации, экспортирующие большие объемы темных дистиллятов (преимущественно мазут), т.е. все крупные российские нефтяные компании, за исключением Газпром нефти и Башнефти (у обеих компаний продукция высокого качества и фокус на внутренний рынок).

**Перераспределение налоговой нагрузки останется на повестке в 2011 г.** Несмотря на то, что пока правительство может остановиться на базовом варианте изменения пошлин, процесс перераспределения налогового бремени между сегментами добычи и переработки останется на повестке дня в 2011 г. Если будет выбран наиболее радикальный сценарий (подразумевающий повышение экспортных пошлин на нефтепродукты практически до уровня экспортной пошлины на нефть), он окажет существенное влияние на крупнейшие российские нефтяные компании (все из них являются вертикально-интегрированными). Однако учитывая тот факт, что у большинства российских компаний мощности по добыче превышают мощности по переработке, негативное влияние может быть нивелировано снижением экспортных пошлин на нефть. Таки образом, учитывая все факторы, при наиболее радикальном сценарии изменение экспортных пошлин сильно скажется на рентабельности игроков с большим уклоном в переработку, таких как Башнефть (соотношение переработки к добыче на 2010П – 150%) и Газпром нефти (80%).

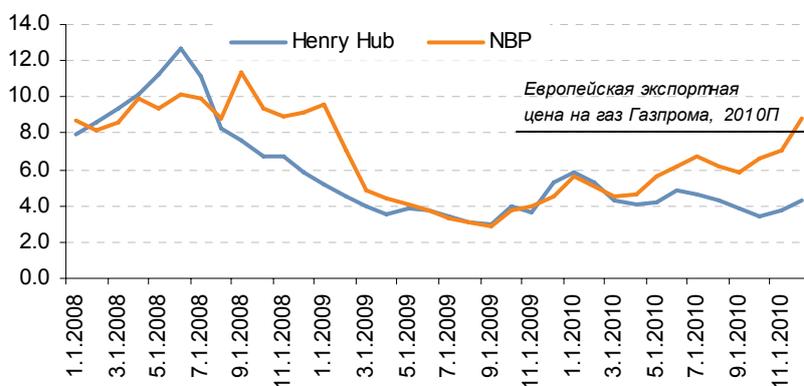
**Ожидается окончательное согласование других налоговых инициатив.** Кроме того, в следующем году правительство должно принять окончательное решение по другим налоговым инициативам, как, например, специальный налоговый режим для новых проектов в добыче. Так, в 2011 г. мы ожидаем, что котировки акций российских нефтегазовых компаний будут волатильны на новостях о возможных налоговых изменениях.

## Газпром выигрывает от растущих европейских и внутренних цен на газ

**Наши фавориты на 2011 г. – Газпром, Новатэк и Татнефть.** В 2011 г. мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции Газпрома, Новатэка и Татнефти. Слабые цены на газ в Европе, усилившаяся конкуренция со сторон СПГ и пересмотр условий долгосрочных контрактов оказывали негативное воздействие на акции котировок Газпрома в этом году. Однако глобальные энергетические исследования указывают на ряд тенденций, позволяющих предположить, что давление на Газпром ослабнет:

- **Расхождение спотовых цен в США и Европе.** Цена National Balancing Point (NBP, спотовая цена на газ в Европе) практически повторяла цену Henry Hub (спотовая цена на газ в США) в 2009 г. и начале 2010 г. (см. График 8), но данная тенденция изменилась с 2П10. Цена NBP выросла благодаря росту спроса, предложению в недостаточном объеме и переговорам по контрактам. Тем временем, такая динамика не повлияла на североамериканские цены на газ, которые находились под давлением растущего избытка добычи нетрадиционного газа.

График 8. Спотовые цены в США и Европе, \$/ млн. брит. тепл. ед.



Источники: Bloomberg, данные компании, оценка ТКБ Капитал

- Расширяющийся дифференциал NBP/Henry.** По данным агентства CERA, налицо признаки фундаментального улучшения спроса на газ в Европе. Это дает основания полагать, что дифференциал NBP/Henry Hub продолжит расширяться. CERA прогнозирует, что спрос на газ в Европе достигнет 558 млрд. куб. м в 2010 г., что несколько ниже уровня 2008 г. (561 млрд. куб. м) и составит 553 млрд. куб. м (при условии нормальной погоды) в 2011 г. На 2011 г. CERA оценивала среднюю цену NBP в \$6.4/млн. брит. тепл. ед. и прогнозировала расширение дифференциала NBP/Henry Hub до более \$2/млн. брит. тепл. ед. (см. график 9). В декабре цена NBP уже превысила \$8/млн. брит. тепл. ед., что выше оценки CERA и прогнозируемой на 2010 г. средней цены долгосрочных контрактов Газпрома.

**График 9. Прогноз спотовых цен на газ, \$/ млн. брит. тепл. ед.**

	2007	2008	2009	2010П	прогноз CERA	
					2010П	2011П
Henry Hub	7.0	8.9	3.9	4.4	4.6	4.2
NBP	6.0	9.4	4.6	6.1	5.8	6.4
дифференциал NBP/Henry	(1.0)	0.5	0.7	1.7	1.2	2.2
Экспортная европейская цена Газпрома	7.5	11.4	8.0	7.8	7.8	7.5

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

- Расхождение европейских и североамериканских цен на газ продолжится.** По мере уплотнения глобального газового рынка CERA ожидает, что расхождение европейских и североамериканских цен на газ продолжится. Хотя потенциал притока североамериканского СПГ существует, CERA полагает, что дифференциал NBP/Henry Hub будет недостаточно большим для привлечения СПГ в Европу. CERA прогнозирует, что большие объемы этого газа будут поглощены тремя крупными импортерами СПГ – Японией, Кореей и Тайванем – на фоне восстановления экономики в Азии. CERA провела ряд исследований потенциала добычи сланцевого газа в Северной Америке и полагает, что это полностью избавит Северную Америку от необходимости импортировать газ. Данный фактор побудил CERA снизить свой долгосрочный прогноз цены Henry Hub.
- Сланцевый газ в Европе как основной риск в долгосрочной перспективе.** Согласно данным CERA, перспектива добычи сланцевого газа в Европе является основным фактором риска снижения европейских цен на газ. Агентство не ожидает, что сланцевый газ «перевернет» европейскую газовую индустрию, как это произошло в Северной Америке. Хотя первоначальные геологические оценки позволяют полагать, что там есть запасы сланцевого газа, существует целый ряд технологических и социологических сложностей, препятствующих добыче. Однако если добыча сланцевого газа будет так же активно развиваться, как и в Северной Америке, это негативно скажется на европейских ценах на газ.

**Акции Газпрома по-прежнему недорогие, торгуются по 2011П P/E в 5.0.** Тенденции, описанные выше, позволяют предположить, что давление на традиционную формулу, привязанную к цене на нефть, долгосрочных контрактов на газ уменьшится, что даст Газпрому преимущество в переговорах с европейскими потребителями. На внутреннем рынке Газпром выиграет от регулируемого роста тарифов на газ для промышленных потребителей (которые должны вырасти на 15% год к году в 2011 г.). Акции Газпрома остаются одной из самых дешевых бумаг в нефтегазовом секторе: они торгуются по 2011П P/E в 5.0 (консенсус) против среднего показателя для российских нефтяных компаний в 6.1 и среднего показателя для международных производителей газа в 18.1.

## Новатэк остается ставкой на рост

**Недавние приобретения Новатэка поддерживают историю роста.** Несмотря на двухзначные финансовые мультипликаторы, мы включаем акции Новатэка в список наших фаворитов благодаря его стратегии роста. У недавних приобретений Новатэка в Ямало-Ненцком АО есть значительные синергии с существующими активами компании, и они увеличивают потенциал добычи (см. график 10). Новатэк приобрел 51% в Сибнефтегазе (49% принадлежит Итере), запасы газа которого по категории 2P составляют порядка 300 млрд. куб. м и который, по прогнозам, должен добыть 10 млрд. куб. м в 2010 г. Сибнефтегаз не потребует значительных инвестиций: его месторождения уже подключены к трубопроводной системе ЕГС. Также там построена и другая инфраструктура. Начиная с 2011 г. Новатэк будет маркетировать свою 50%-процентную долю газа Сибнефтегаза. Другой большой сделкой стало приобретение 51% в СеверЭнегии компании Yamal Development – СП на паритетных началах Новатэка и Газпром нефти – (49% принадлежит ENI и Enel). СеверЭнегия управляет бывшими активами ЮКОСа с общими запасами газа по категории ABC1+C2 в 1.3 трлн. куб. м. Первая добыча на этих месторождениях ожидается в июне 2011 г.

**График 10. Влияние приобретений на добычу и запасы Новатэка**

	До			После	Рост, %	Мультипликаторы сделок Новатэка, EV/барр. н.э., \$	
	Новатэк	Север-Энергия (всего)	Сибнефтегаз (всего)	Новатэк		Север-Энергия	Сибнефтегаз
Запасы газа по категории ABC1+C2, млрд куб. м	1,462	1,352	396	2,005	37%	0.4	0.9
Запасы нефти по категории ABC1+C2, млн т	124	722	8	312	152%	0.7	39.3
<b>Запасы углеводородов по категории ABC1+C2, млн барр. н.э.</b>	<b>10,589</b>	<b>14,211</b>	<b>2,671</b>	<b>15,548</b>	<b>47%</b>	<b>0.2</b>	<b>0.9</b>
Запасы газа по категории 1P, млрд куб. м	-	-	290	-	-	-	1.3
Запасы нефти по категории 1P, млн т	-	-	2	-	-	-	165.8
<b>Запасы углеводородов по категории 1P, млн барр. н.э.</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,928</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.3</b>
Запасы газа по категории 2P, млрд куб. м	-	-	344	-	-	-	1.1
Запасы нефти по категории 2P, млн т	-	-	4	-	-	-	87.2
<b>Запасы углеводородов по категории 2P, млн барр. н.э.</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,297</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.1</b>
Добыча газа в краткосрочной перспективе, млрд куб. м	42	3	10	48	13%	206	37
Добыча газа в долгосрочной перспективе, млрд куб. м.	55	23	10	66	20%	24	37

Источники: данные компании, СМИ, оценка ТКБ Капитал

**Проект Ямал СПГ как фактор роста добычи в долгосрочной перспективе.** В долгосрочной перспективе фактором роста добычи Новатэка является проект Ямал СПГ, который предполагает разработку Южно-Тамбейского месторождения с запасами газа по категории C1+C2 в 1.26 трлн. куб. м и строительство завода СПГ. Новатэк уже близок к завершению ТЭО проекта и недавно возобновил процесс поиска международных партнеров для него. Окончательное инвестиционное решение будет принято в 2012 г. Экономике проекта поддержат налоговые льготы: Ямал СПГ должен получить налоговые каникулы по НДС на природный газ (первые 250 млрд. куб. м. СПГ или 12 лет добычи, что наступит раньше), по НДС на газовый конденсат (первые 12 млн. тонн конденсата или 12 лет добычи), а также по экспортной пошлине на СПГ и газовый конденсат. Правительство считает разработку Ямала стратегическим приоритетом и может отдать другие лицензии Новатэку, который настроен закрепить свое присутствие в этом регионе.

**Сильная база акционеров и команда менеджмента должны помочь с маркетированием газа.** На наш взгляд, рынок не успевает за быстрым развитием Новатэка и ему еще предстоит учесть факторы роста, описанные выше. Мы полагаем, что основным риском для Новатэка является его способность законтрактовать производимый газ. Растущие внутренние цены на газ могут подстегнуть конкуренцию на внутреннем рынке газа в будущем. Тем не менее, мы полагаем, что акционеры Новатэка, у которых значительных связи в политических и деловых кругах, а также сильная команда менеджмента должны помочь привлечь большее число контрактов.

## Рынок проигнорировал Татнефть

**Татнефть запустит новый НПЗ в 2011 г.** Операционные и финансовые перспективы Татнефти должны значительно улучшиться после запуска нового нефтеперерабатывающего завода, запланированного на 2011 г. В настоящее время Татнефть торгуется по 2011П P/E в 5.4 и по 2012П P/E в 4.9 (консенсус) против среднего значения в 6.1 для сопоставимых компаний. Согласно рыночному консенсусу чистая прибыль Татнефти должна вырасти на скромные 11% год к году до \$1.925 млрд. в 2011 г. На наш взгляд эта консервативная оценка, поскольку одна только средняя цена на нефть Urals должна вырасти на 15% год к году до \$90/барр. С запуском нового завода Татнефть должна показать более сильный результат. Другим фактором в пользу Татнефти является тот факт, что она сохранит достаточно низкое соотношение переработки к добыче (26%). Это делает Татнефть менее рискованной ставкой в случае, если радикальный сценарий повышения налогов в сегменте переработки и сбыта материализуется.

**Прогнозируем дивидендную доходность в 9% для привилегированных акций Татнефти.** Мы также ожидаем, что Татнефть выплатит привлекательные дивиденды за 2010 г., и прогнозируем дивидендную доходность в 4% и 9% для обыкновенных и привилегированных акций соответственно. Под давлением своего основного акционера – правительства Татарстана (контролирует около 36%) – Татнефть регулярно выплачивала 30% чистой прибыли по РСБУ в качестве дивидендов (см. график 11).

График 11. Дивидендная история Татнефти

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П
<b>Дивиденд, руб. /акцию:</b>							
Обыкновенные	0.9	1.0	4.6	5.7	4.4	6.6	6.2
Привилегированные	1.0	1.0	4.6	5.7	4.4	6.6	6.2
<i>рост год к году, %</i>		11%	360%	23%	-22%	48%	-5%
Дивидендные выплаты, \$ млн.	73	82	394	514	413	480	477
<b>Чистая прибыль по GAAP, \$ млн.</b>	813	998	1,096	1,692	338	1,711	1,701
<i>Коэффициент дивидендных выплат по GAAP</i>	9%	8%	36%	30%	122%	28%	28%
Дата закрытия реестра	11 мая	14 мая	13 мая	11 мая	11 мая	10 мая	

<b>Текущая рыночная цена, \$/акцию</b>	
Обыкновенные	4.8
Привилегированные	2.3
<b>Предполагаемая дивидендная доходность за 2010 г., %</b>	
Обыкновенные	4%
Привилегированные	9%

Источники: СПАРК, данные компании

# Роснефть

## БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	<b>15,169</b>	<b>19,259</b>	<b>25,173</b>	<b>27,687</b>	<b>33,356</b>	<b>39,114</b>	<b>47,076</b>
Основные средства	57,704	60,460	63,163	66,845	70,600	74,477	78,381
Прочие в необоротные активы	10,359	9,686	9,686	9,686	9,686	9,686	9,686
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	<b>68,063</b>	<b>70,146</b>	<b>72,849</b>	<b>76,531</b>	<b>80,286</b>	<b>84,163</b>	<b>88,067</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>83,232</b>	<b>89,405</b>	<b>98,022</b>	<b>104,219</b>	<b>113,642</b>	<b>123,277</b>	<b>135,143</b>
Краткосрочные заимствования	7,838	4,624	4,551	4,211	4,040	3,885	4,041
Прочие текущие обязательства	5,605	6,996	8,693	8,822	9,334	9,783	10,070
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>13,443</b>	<b>11,620</b>	<b>13,245</b>	<b>13,033</b>	<b>13,374</b>	<b>13,668</b>	<b>14,111</b>
Долгосрочные заимствования	15,669	14,855	14,855	10,883	9,315	7,973	8,824
Прочие долгосрочные обязательства	8,583	8,011	8,011	8,011	8,011	8,011	8,011
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>24,252</b>	<b>22,866</b>	<b>22,866</b>	<b>18,894</b>	<b>17,326</b>	<b>15,984</b>	<b>16,835</b>
Доля неконтролирующих акционеров	706	1,023	1,383	1,674	1,978	2,288	2,598
Акционерный капитал	44,831	53,897	62,669	70,618	80,963	91,336	101,598
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>83,232</b>	<b>89,405</b>	<b>100,162</b>	<b>104,219</b>	<b>113,642</b>	<b>123,277</b>	<b>135,143</b>

## ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>46,826</b>	<b>62,850</b>	<b>77,200</b>	<b>76,165</b>	<b>79,138</b>	<b>81,417</b>	<b>81,828</b>
Себестоимость	33,261	43,591	57,015	58,772	61,169	63,200	63,686
<b>ЕБИТДА</b>	<b>13,565</b>	<b>19,259</b>	<b>20,186</b>	<b>17,394</b>	<b>17,969</b>	<b>18,217</b>	<b>18,142</b>
Амортизация	4,437	5,508	5,540	5,578	5,726	5,795	5,734
<b>ЕБИТ</b>	<b>9,128</b>	<b>13,750</b>	<b>14,646</b>	<b>11,815</b>	<b>12,243</b>	<b>12,423</b>	<b>12,408</b>
Чистые процентные доходы/(расходы)	(89)	(107)	5	7	126	175	216
Чистые другие доходы/(расходы)	(520)	36	119	107	112	118	121
<b>ЕВТ</b>	<b>8,519</b>	<b>13,679</b>	<b>14,770</b>	<b>11,928</b>	<b>12,481</b>	<b>12,715</b>	<b>12,745</b>
Налог на прибыль	(2,000)	(2,851)	(2,954)	(2,386)	(2,496)	(2,543)	(2,549)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(5)	(317)	(360)	(291)	(304)	(310)	(311)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>6,514</b>	<b>10,511</b>	<b>11,456</b>	<b>9,252</b>	<b>9,681</b>	<b>9,862</b>	<b>9,885</b>

## ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	10,319	16,145	16,695	15,392	15,719	16,037	16,111
Инвестиционный денежный поток	(8,788)	(10,604)	(9,842)	(7,429)	(7,649)	(7,840)	(7,806)
Финансовый денежный поток	(877)	(4,537)	(3,163)	(5,201)	(2,794)	(2,700)	(327)

## КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-32%	34%	23%	-1%	4%	3%	1%
Рентабельность ЕБИТДА	29%	31%	26%	23%	23%	22%	22%
Чистая рентабельность	14%	17%	15%	12%	12%	12%	12%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	0.6	0.4	-	-	-	-

Источник: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Примечание: Консенсус-прогноз

Роснефть		
	АО	ГДР
Тикер	ROSN	ROSN LI
Рекомендация	Держать	Держать
Цена, \$	7.2	7.2
Целевая цена, \$	8.0	8.0
Потенциал, %	11%	11%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	ROSN RX	ROSN LI
Reuters	ROSN.MM	ROSNq.L

Акции в обращении, млн	9,598
EV, \$ млн	83,351
MC, \$ млн	69,303
MIN 12 мес., \$	5.9
MAX 12 мес., \$	9.3
	АО
Кол-во акций за ГДР	1

## ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн

US GAAP	2010П	2011П	2012П
Выручка	62,850	77,200	76,165
ЕБИТДА	19,259	20,186	17,394
Чистая прибыль	10,511	11,456	9,252
EPS, \$	1.10	1.19	0.96
Рост выручки, %	34	23	-1
EPS рост, %	61	9	-19
Маржа ЕБИТДА, %	31	26	23
Чистая маржа, %	17	15	12

## РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ

	2010П	2011П	2012П
P/E	6.6	6.0	7.5
EV/ЕБИТДА	4.3	4.1	4.8

## СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

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

## ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источник: ММББ, PTC, расчеты ТКБ Капитал

**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	<b>17,839</b>	<b>19,453</b>	<b>27,586</b>	<b>30,527</b>	<b>35,677</b>	<b>41,436</b>	<b>47,052</b>
Основные средства	52,228	54,250	56,960	59,648	62,422	64,682	67,099
Прочие в оборотные активы	8,952	8,823	8,823	8,823	8,823	8,823	8,823
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	<b>61,180</b>	<b>63,073</b>	<b>65,783</b>	<b>68,471</b>	<b>71,245</b>	<b>73,505</b>	<b>75,922</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>79,019</b>	<b>82,526</b>	<b>93,369</b>	<b>98,998</b>	<b>106,922</b>	<b>114,941</b>	<b>122,974</b>
Краткосрочные заимствования	2,058	1,918	2,472	1,661	1,640	1,630	1,628
Прочие текущие обязательства	7,636	10,312	11,654	11,458	11,671	11,820	11,946
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>9,694</b>	<b>12,230</b>	<b>14,126</b>	<b>13,120</b>	<b>13,311</b>	<b>13,450</b>	<b>13,574</b>
Долгосрочные заимствования	9,265	8,006	8,588	6,806	6,700	6,651	6,642
Прочие долгосрочные обязательства	3,681	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>12,946</b>	<b>16,683</b>	<b>17,265</b>	<b>15,484</b>	<b>15,378</b>	<b>15,328</b>	<b>15,320</b>
Доля неконтролирующих акционеров	388	451	532	614	693	777	864
Акционерный капитал	55,991	53,162	61,446	69,780	77,540	85,386	93,216
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>79,019</b>	<b>82,526</b>	<b>93,369</b>	<b>98,998</b>	<b>106,922</b>	<b>114,941</b>	<b>122,974</b>

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>81,083</b>	<b>104,888</b>	<b>120,604</b>	<b>116,921</b>	<b>119,708</b>	<b>121,876</b>	<b>123,719</b>
Себестоимость	66,987	88,819	103,998	100,495	104,023	105,719	107,272
<b>ЕБИТДА</b>	<b>14,096</b>	<b>16,070</b>	<b>16,606</b>	<b>16,426</b>	<b>15,685</b>	<b>16,156</b>	<b>16,446</b>
Амортизация	4,318	4,200	4,353	4,497	4,644	4,773	4,855
<b>ЕБИТ</b>	<b>9,778</b>	<b>11,870</b>	<b>12,254</b>	<b>11,929</b>	<b>11,041</b>	<b>11,383</b>	<b>11,591</b>
Чистые процентные доходы/(расходы)	(533)	(507)	(510)	(152)	222	556	934
Чистые другие доходы/(расходы)	(182)	580	447	521	503	550	546
<b>ЕВТ</b>	<b>9,063</b>	<b>11,943</b>	<b>12,191</b>	<b>12,298</b>	<b>11,766</b>	<b>12,489</b>	<b>13,071</b>
Налог на прибыль	(1,994)	(2,330)	(2,438)	(2,460)	(2,353)	(2,498)	(2,614)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(58)	(122)	(82)	(82)	(79)	(84)	(87)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>7,011</b>	<b>9,492</b>	<b>9,671</b>	<b>9,756</b>	<b>9,334</b>	<b>9,908</b>	<b>10,370</b>

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	8,883	14,508	15,000	15,378	15,188	15,928	16,489
Инвестиционный денежный поток	(8,923)	(6,327)	(7,020)	(7,142)	(7,375)	(6,991)	(7,229)
Финансовый денежный поток	87	(8,149)	(1,493)	(5,361)	(3,056)	(3,465)	(3,887)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-25%	29%	15%	-3%	2%	2%	2%
Рентабельность ЕБИТДА	17%	15%	14%	14%	13%	13%	13%
Чистая рентабельность	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.6	0.5	0.1	-	-	-	-

Источник: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Лукойл	АО	ГДР
Тикер	<b>LKOH</b>	<b>LKOD LI</b>
Рекомендация	<b>Покупать</b>	<b>Покупать</b>
Цена, \$	<b>57.4</b>	<b>57.4</b>
Целевая цена, \$	<b>71.0</b>	<b>71.0</b>
Потенциал, %	<b>24%</b>	<b>24%</b>

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	LKOH RX	LKOD LI
Bloomberg	LKOH.RX	LKOD.LI
Reuters	LKOH.MM	LKOHU q.L

Акций в обращении, млн	847
EV, \$ млн	54,238
MC, \$ млн	48,617
MIN 12 мес., \$	44.5
MAX 12 мес., \$	60.8
	АО
Кол-во акций за ГДР	1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн	2010П	2011П	2012П
<b>US GAAP</b>			
Выручка	104,888	120,604	116,921
ЕБИТДА	16,070	16,606	16,426
Чистая прибыль	9,492	9,671	9,756
EPS, \$	11.21	11.42	11.52
Рост выручки, %	29	15	-3
EPS рост, %	35	2	1
Маржа ЕБИТДА, %	15	14	14
Чистая маржа, %	9	8	8

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ	2010П	2011П	2012П
P/E	5.1	5.0	5.0
EV/ЕБИТДА	3.4	3.3	3.3

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
СопосФиллипс	3.0%
Менеджмент	47.9%
UniCredit	5.0%
Казначейские акции	7.6%
Прочие	41.6%



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ТКБ Капитал

## ТНК-ВР

### БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	<b>9,194</b>	<b>10,263</b>	<b>11,928</b>	<b>11,837</b>	<b>12,414</b>	<b>13,030</b>	<b>13,698</b>
Основные средства	16,893	18,272	21,650	24,539	27,245	29,011	30,759
Прочие в необоротные активы	1,954	1,954	1,954	1,954	1,954	1,954	1,954
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	<b>18,847</b>	<b>20,226</b>	<b>23,604</b>	<b>26,493</b>	<b>29,199</b>	<b>30,965</b>	<b>32,713</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>28,041</b>	<b>30,489</b>	<b>35,532</b>	<b>38,330</b>	<b>41,613</b>	<b>43,995</b>	<b>46,411</b>
Краткосрочные заимствования	634	604	702	690	723	759	799
Прочие текущие обязательства	4,148	5,361	5,900	5,824	6,012	6,211	6,427
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>4,782</b>	<b>5,965</b>	<b>6,602</b>	<b>6,515</b>	<b>6,735</b>	<b>6,970</b>	<b>7,226</b>
Долгосрочные заимствования	1,591	1,556	1,013	1,226	1,516	2,016	2,516
Прочие долгосрочные обязательства	1,505	1,573	1,573	1,573	1,573	1,573	1,573
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>3,096</b>	<b>3,129</b>	<b>2,586</b>	<b>2,799</b>	<b>3,089</b>	<b>3,589</b>	<b>4,089</b>
Доля неконтролирующих акционеров	729	807	807	807	807	807	807
Акционерный капитал	19,434	20,587	25,537	28,210	30,982	32,628	34,289
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>28,041</b>	<b>30,489</b>	<b>35,532</b>	<b>38,330</b>	<b>41,613</b>	<b>43,995</b>	<b>46,411</b>

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>31,172</b>	<b>40,276</b>	<b>46,827</b>	<b>46,032</b>	<b>48,194</b>	<b>50,616</b>	<b>53,245</b>
Себестоимость	23,045	30,224	35,677	36,231	38,705	40,541	43,410
<b>ЕБИТДА</b>	<b>8,127</b>	<b>10,051</b>	<b>11,150</b>	<b>9,800</b>	<b>9,489</b>	<b>10,074</b>	<b>9,835</b>
Амортизация	1,855	1,908	2,002	2,226	2,389	2,502	2,523
<b>ЕБИТ</b>	<b>6,272</b>	<b>8,144</b>	<b>9,147</b>	<b>7,575</b>	<b>7,099</b>	<b>7,572</b>	<b>7,312</b>
Чистые процентные доходы/(расходы)	164	90	(30)	(3)	(15)	(34)	(67)
Чистые другие доходы/(расходы)	121	(12)	8	6	6	6	6
<b>ЕВТ</b>	<b>6,557</b>	<b>8,222</b>	<b>9,126</b>	<b>7,578</b>	<b>7,091</b>	<b>7,544</b>	<b>7,252</b>
Налог на прибыль	(1,228)	(1,621)	(1,825)	(1,516)	(1,418)	(1,509)	(1,450)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(154)	(301)	(333)	(276)	(258)	(275)	(264)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>5,175</b>	<b>6,300</b>	<b>6,968</b>	<b>5,786</b>	<b>5,414</b>	<b>5,761</b>	<b>5,537</b>

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	7,631	8,817	8,267	8,424	7,699	8,151	7,905
Инвестиционный денежный поток	(3,180)	(3,635)	(5,780)	(5,415)	(5,395)	(4,568)	(4,571)
Финансовый денежный поток	(5,058)	(4,966)	(2,388)	(2,882)	(2,271)	(3,547)	(3,295)

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост в выручки	-31%	29%	16%	-2%	5%	5%	5%
Рентабельность ЕБИТДА	26%	25%	24%	21%	20%	20%	18%
Чистая рентабельность	17%	16%	15%	13%	11%	11%	10%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

Источник: данные компании, оценка ТКБ Капитал

ТНК-ВР	АО	АП
Тикер	<b>ТНВР</b>	<b>ТНВРР</b>
Рекомендация	<b>Держать</b>	<b>Держать</b>
Цена, \$	<b>2.70</b>	<b>2.44</b>
Целевая цена, \$	<b>2.95</b>	<b>2.66</b>
Потенциал, %	<b>9%</b>	<b>9%</b>

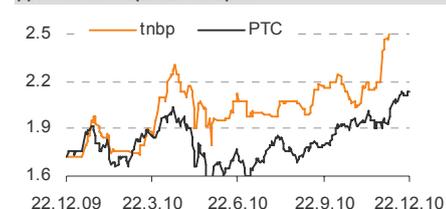
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	TNBP RX	TNBPP RX
Bloomberg	TNBP.RX	TNBPP.RX
Reuters	TNBPI.RTS	
Акции в обращении, млн	14,997	
EV, \$ млн	42,573	
MC, \$ млн	41,590	
MIN 12 мес., \$	1.73	
MAX 12 мес., \$	2.90	
	АО	
Кол-во акций за ГДР	-	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн	2010П	2011П	2012П
<b>US GAAP</b>			
Выручка	40,276	46,827	46,032
ЕБИТДА	10,051	11,150	9,800
Чистая прибыль	6,300	6,968	5,786
EPS, \$	0.42	0.46	0.39
Рост в выручки, %	29	16	-2
EPS рост, %	22	11	-17
Маржа ЕБИТДА, %	25	24	21
Чистая маржа, %	16	15	13

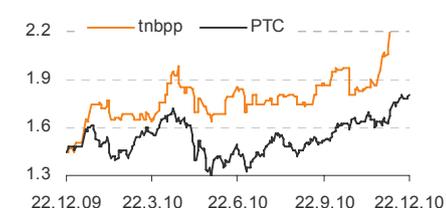
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ	2010П	2011П	2012П
P/E	6.6	6.0	7.2
EV/ЕБИТДА	4.2	3.8	4.3

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ		
Novy Investments Ltd (TNK-BP International Ltd)		95.0%
Прочие		5.0%

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: PTC, оценка ТКБ Капитал



Источники: PTC, оценка ТКБ Капитал

# Газпром Нефть

## БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	<b>6,802</b>	<b>9,006</b>	<b>10,954</b>	<b>11,487</b>	<b>11,910</b>	<b>13,653</b>	<b>13,895</b>
Основные средства	14,265	15,768	17,386	18,794	20,468	22,244	24,058
Прочие в оборотные активы	8,845	8,018	8,018	8,018	8,018	8,018	8,018
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	<b>23,110</b>	<b>23,786</b>	<b>25,404</b>	<b>26,812</b>	<b>28,486</b>	<b>30,262</b>	<b>32,076</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>29,912</b>	<b>32,792</b>	<b>36,359</b>	<b>38,299</b>	<b>40,396</b>	<b>43,915</b>	<b>45,971</b>
Краткосрочные заимствования	2,148	1,252	2,342	2,362	1,076	2,491	995
Прочие текущие обязательства	3,544	3,498	3,866	3,810	3,925	3,944	3,933
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>5,692</b>	<b>4,750</b>	<b>6,208</b>	<b>6,172</b>	<b>5,001</b>	<b>6,435</b>	<b>4,928</b>
Долгосрочные заимствования	4,162	4,287	3,622	3,067	2,802	1,327	1,346
Прочие долгосрочные обязательства	1,401	1,447	1,447	1,447	1,447	1,447	1,447
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>5,563</b>	<b>5,734</b>	<b>5,069</b>	<b>4,514</b>	<b>4,249</b>	<b>2,774</b>	<b>2,793</b>
Доля неконтролирующих акционеров	2,506	1,977	1,977	1,977	1,977	1,977	1,977
Акционерный капитал	16,151	20,331	23,104	25,636	29,168	32,728	36,272
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>29,912</b>	<b>32,792</b>	<b>36,359</b>	<b>38,299</b>	<b>40,396</b>	<b>43,915</b>	<b>45,971</b>

## ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>24,166</b>	<b>32,928</b>	<b>38,334</b>	<b>37,600</b>	<b>39,214</b>	<b>39,496</b>	<b>39,333</b>
Себестоимость	19,262	26,427	30,893	30,108	31,395	31,527	31,262
<b>ЕБИТДА</b>	<b>4,904</b>	<b>6,502</b>	<b>7,442</b>	<b>7,492</b>	<b>7,820</b>	<b>7,969</b>	<b>8,071</b>
Амортизация	1,475	1,671	1,722	1,862	1,986	2,110	2,231
<b>ЕБИТ</b>	<b>3,429</b>	<b>4,830</b>	<b>5,719</b>	<b>5,630</b>	<b>5,833</b>	<b>5,859</b>	<b>5,839</b>
Чистые процентные доходы/(расходы)	(261)	(305)	(214)	(201)	(122)	(33)	34
Чистые другие доходы/(расходы)	729	123	157	155	160	161	161
<b>ЕВТ</b>	<b>3,897</b>	<b>4,648</b>	<b>5,662</b>	<b>5,584</b>	<b>5,871</b>	<b>5,988</b>	<b>6,033</b>
Налог на прибыль	(816)	(933)	(1,132)	(1,117)	(1,174)	(1,198)	(1,207)
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	(68)	(172)	(210)	(207)	(217)	(222)	(224)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3,013</b>	<b>3,544</b>	<b>4,320</b>	<b>4,260</b>	<b>4,479</b>	<b>4,568</b>	<b>4,603</b>

## ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	3,474	5,770	5,635	6,239	6,384	6,715	6,911
Инвестиционный денежный поток	(4,879)	(3,215)	(4,196)	(3,438)	(3,647)	(3,872)	(4,030)
Финансовый денежный поток	185	(1,372)	(469)	(1,459)	(2,568)	(1,143)	(2,614)

## КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-29%	36%	16%	-2%	4%	1%	0%
Рентабельность ЕБИТДА	20%	20%	19%	20%	20%	20%	21%
Чистая рентабельность	12%	11%	11%	11%	11%	12%	12%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.1	0.5	0.4	0.1	-	-	-

Источник: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Газпром нефть		
	АО	ГДР
Тикер	SIBN	GAZ LI
Рекомендация	Держать	Держать
Цена, \$	4.2	21.0
Целевая цена, \$	4.0	20.0
Потенциал, %	-5%	-5%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	SIBN RX	GAZ LI
Reuters	SIBN.RTS	

Акций в обращении, млн	4,718
EV, \$ млн	26,240
MC, \$ млн	19,830
MIN 12 мес., \$	3.55
MAX 12 мес., \$	5.86
	АО
Кол-во акций за ГДР	5

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
US GAAP	2010П	2011П	2012П
Выручка	32,928	38,334	37,600
ЕБИТДА	6,502	7,442	7,492
Чистая прибыль	3,544	4,320	4,260
EPS, \$	0.75	0.92	0.90
Рост выручки, %	36	16	-2
EPS рост, %	18	22	-1
Маржа ЕБИТДА, %	20	19	20
Чистая маржа, %	11	11	11

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	5.6	4.6	4.7
EV/ЕБИТДА	4.0	3.5	3.5

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Газпром	95.7%
Прочие	4.3%

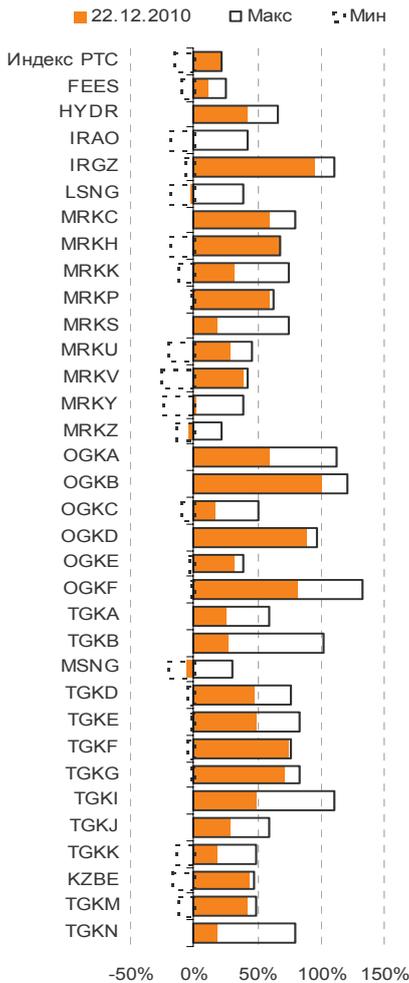
## ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источник: ММВБ, РТС, расчеты ТКБ Капитал



Динамика акций с начала года



# Энергетика

## Ставка на качество

Сектор электроэнергетики в течение 2010 г. показал впечатляющий рост. По факту обыгрывались две истории: эффективность в генерации в преддверии предстоящей 100%-ой либерализации оптового рынка и введение RAB-регулирования для сетевых компаний. 2011 г. должен стать поворотным годом как для генерации - 100% либерализация рынка, так и для сетевых компаний - введение RAB-регулирования и долгосрочной индексации тарифов. В 2010 г. бывшие акционеры PAO EЭС подвели некий промежуточный итог реформы энергетики, поскольку вслед за процессом разделения сектор окончательно вступил в фазу консолидации, которая и будет основной темой в отрасли в 2011 г.

**Реформа сектора вошла в завершающую стадию.** 2011 г. станет годом полной либерализации оптового рынка, запуска долгосрочного рынка мощности и перехода сетевых компаний на RAB-регулирование и долгосрочную индексацию тарифов, что по факту ознаменует собой окончание активной части реформы электроэнергетики. Новые нормы регулирования и рыночные механизмы качественно изменят картину отрасли и приведут к улучшению финансовых показателей энергокомпаний, что в целом повысит их инвестиционную привлекательность.

**Восстановление роста электропотребления и рост цен на энергоносители.** Большинство оценок относительно ежегодного роста энергопотребления в стране в ближайшие годы находятся в диапазоне от 2.2% до 3.5%, однако даже такие скромные по докризисным меркам цифры могут стабильно поддерживать рост цен на электроэнергию и, как следствие, финансовые показатели компаний. Помимо динамики спроса на электроэнергию хорошую поддержку ценам окажет рост внутренних цен на энергоносители (газ и уголь) на фоне незначительных объемов вводимых мощностей, вследствие чего можно ожидать пропорционального увеличения цен на электроэнергию и соответственно выручки компаний.

**2011 – год выборочных покупок.** Большая часть позитива в энергетике, связанного с преобразованиями, уже учтена инвесторами: в генерации сложился авангард рентабельных и эффективных фаворитов, перспективы и риски сетевых компаний также стали значительно яснее, поэтому на горизонте года можно ожидать более умеренной динамики котировок акций электроэнергетики. В секторе стал очевиден тренд на консолидацию, которая сопровождается процессом вертикальной и горизонтальной диверсификации и интеграции, что особенно характерно для госкомпаний. Ряд событий и сделок в 2011 г. может привести к появлению мощных энергетических конгломератов, однако формирование стоимости для миноритарных акционеров пока под вопросом.

**Вероятность SPO и рост долговой нагрузки.** В энергетике процесс инвестиций будет сопровождаться значительным ростом долговой нагрузки генерирующих и сетевых компаний. Данный тренд наблюдался на протяжении 2010 г. и, по нашим оценкам, сохранится и в 2011 г. В отдельных случаях возможно проведение масштабных доэмиссий, что в первую очередь может коснуться компаний, находящихся под контролем государства.

**Влияние государства в секторе на горизонте ближайших лет будет определяющим** как через регулирование тарифов и рыночных механизмов (политика «price cap»), так и через государственные компании. В первую очередь ограничения коснутся тарифов на мощность в генерации и тарифов распределительных сетевых компаний, поскольку их вклад в стоимость электроэнергии для конечного потребителя наиболее весом, что может отразиться на финансовых показателях этих компаний.

**Риски.** Инвестиционные программы компаний, прежде всего государственных, могут значительно превысить текущие оценки. Необходимость привлечения средств в отрасль в перспективе ближайших лет означает отсутствие дивидендов и большую вероятность доэмиссий в пользу государства или стратегических инвесторов с возможным размыванием миноритарных долей. В этой связи риски миноритарных акционеров, особенно крупных государственных компаний, можно оценить как высокие.

**В секторе генерации мы рекомендуем делать ставку на покупку акций РусГидро (HYDR),** как наиболее рентабельного генератора отрасли, осуществляющего органическое развитие, который получит наибольшую выгоду от полной либерализации рынка и сможет полностью капитализировать рост цен на энергоносители.

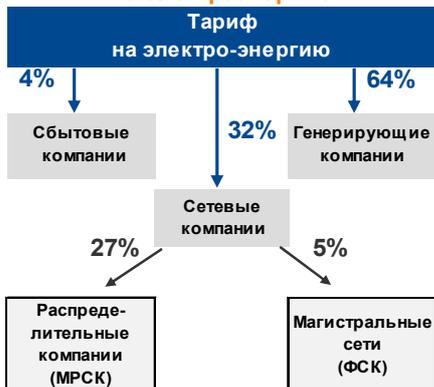
**В сегменте сетей нам нравятся обыкновенных и привилегированных акций Холдинга МРСК (MRKH),** которые минимизируют риски отдельных МРСК и отчасти хеджируют риски инвесторов в случае возможного объединения активов Холдинга и дополнительных эмиссий акций региональных МРСК. Также нам нравятся МРСК для всех филиалов, для которых были утверждены RAB-тарифы – МРСК Центра (MRKC), МРСК Волги (MRKV), МРСК Урала (MRKU) и МРСК Центра и Приволжья (MRKP).

Индекс РТС-Энергетика против РТС



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Структура тарифа на электроэнергию



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

## Генерирующие компании

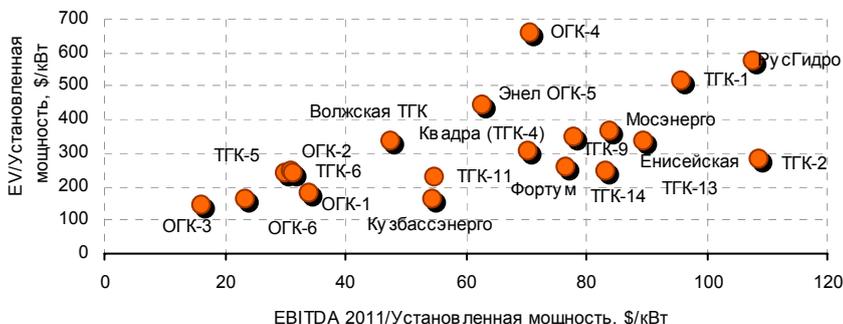
Инвесторы уже давно смирились с тем, что события, происходящие в энергетике, коренным образом противоречат сути реформы РАО ЕЭС как по части создания полноценной конкуренции в отрасли, так и рыночных механизмов. Базовые принципы уже не единожды были нарушены. По факту в отрасли можно наблюдать процесс создания ряда конгломератов, консолидирующих активы, будущая эффективность которых остается под вопросом.

**Эра новых энергетических «фишек».** Российская специфика процесса консолидации заключается в укрупнении госхолдингов. Если правительство подтвердит свою приверженность курсу на создание рыночной среды и будет осуществлять постепенную приватизацию активов госхолдингов, то создание эффективного рынка – вопрос времени. Пока же можно ожидать появления на рынке энергетических «фишек», созданных по принципу аддитивности.

**Влияние государства в секторе генерации сохранится.** Укрупнение госкомпаний на фоне регулирования тарифов приведет к тому, что ситуация в отрасли в ближайшее время так и не станет конкурентной и рыночной.

**Фавориты и аутсайдеры понятны.** В условиях 100%-ой либерализации рентабельность генерирующих компаний будет зависеть от цен на оптовом рынке, которые зависят от динамики спроса и тарифов на энергоносители (газ, уголь). В таких условиях генераторы с высокой рентабельностью в наименьшей степени будут подвержены влиянию оптовых цен. Рентабельность генерирующих компаний в большей степени определяется топливной эффективностью мощностей (показатели: КИУМ, удельный расход топлива) и грамотностью управления (тактика и стратегия работы на оптовом рынке). По итогам 2010 г. можно констатировать, что некоторые генераторы продемонстрировали неожиданно плохие показатели рентабельности. Особенно данный факт был замечен в сегменте ОГК.

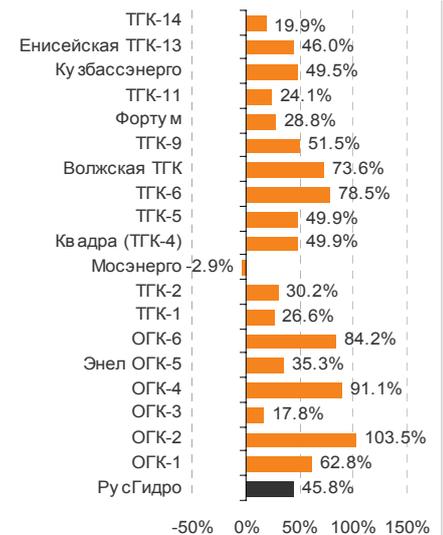
### Российские генерирующие компании: сравнительная оценка, 2011П



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

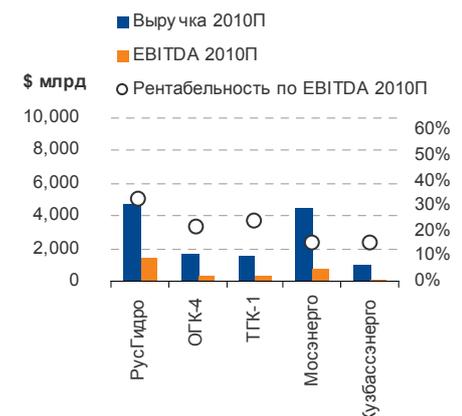
**Эффективная генерация стоит дорого.** В настоящий момент по показателю EV/Установленная мощность в сегменте тепловой оптовой генерации лидируют ОГК-4 и ОГК-5, которые оцениваются рынком в \$657/кВт и в \$445/кВт соответственно, тогда как среднее значение данного показателя для сегмента ОГК составляет всего \$305/кВт. К примеру, РусГидро торгуется на уровне \$575/кВт, ТГК-1 - \$512/кВт. Столь оптимистичные текущие оценки инвесторов предполагают не только ожидаемую эффективность компаний, но и ясность их перспектив: четкость стратегии, предсказуемость финансовых результатов и корпоративных событий. Именно это объясняет тот факт, что самыми дорогими компаниями являются компании с иностранным капиталом и гидрогенерирующие компании. Вполне вероятно, что по ходу прояснения стратегий отдельных компаний, в моменте относимых к аутсайдерам сегмента, интерес инвесторов постепенно будет смещаться от фаворитов к кризисным активам (distressed assets), поскольку они смотрятся значительно дешевле. По всей видимости, основной фокус инвестиционного внимания в 2011 г. будет сосредоточен там и будет предельно выборочным.

### Динамика акций генерирующих компаний в 2010 (в \$)



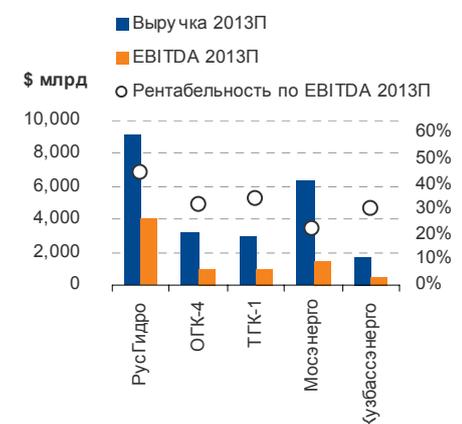
Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

### Генерирующие компании: прогноз финансовых показателей на 2010 г.

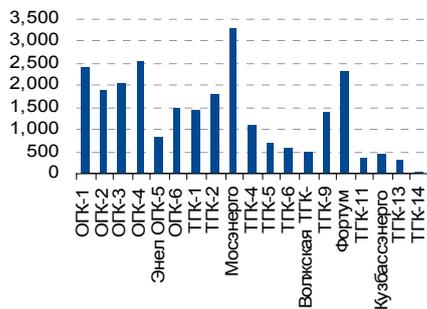


Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

### Генерирующие компании: прогноз финансовых показателей на 2013 г.



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

**Прирост новых мощностей до 2015 г. по ДПМ, МВт**


Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

**Дилемма – либо дорого и понятно, либо дешево и туманно.** На наш взгляд, ставка на «distressed assets» в 2011 г. вполне может себя оправдать, особенно в случае более радикальной динамики спроса на электроэнергию, вызванной ускорением восстановления экономики, или сменой стратегических инвесторов компаний. Есть целый ряд компаний, которые смотрятся относительно дешево по ЕВ/кВт. К ним можно отнести ОГК-1, ОГК-2, ОГК-3, ОГК-6 и большинство ТГК. Как правило, в моменте эти компании характеризуются низкой рентабельностью, неясностью стратегии развития, либо корпоративными событиями, подразумевающими значительные риски миноритарных акционеров.

**Гидрогенерация: ставка на РусГидро.** Компании с преобладанием гидрогенерирующих мощностей в ближайшие годы продолжать капитализировать рост цен на энергоносители, однако вряд ли уже удивят инвесторов радикальным приростом рентабельности и эффективности. Одной из точек роста может стать розничный бизнес компаний и выстраивание грамотной стратегии работы на оптовом рынке и в розничном сегменте. Мы особенно выделяем акции компании РусГидро, которая продолжит органический рост за счет консолидации гидрогенерирующих активов и развития розничного бизнеса, и полагаем, что эти бумаги являются наименее рискованным инструментом инвестирования в отечественную генерацию.

**Риски оценки.** Размещение второй допэмиссии Интер РАО, которая будет оплачена активами суммарной стоимостью порядка \$10 млрд, слияние ОГК-2 и ОГК-6, объединение ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9 (возможно ТГК-7) и еще ряд сделок могут стать ключевыми событиями ближайшего года в энергетике. Оценка активов в рамках этих сделок может стать долгосрочной поддержкой для котировок акций сектора и в то же время дать импульс роста отстающим бумагам, выступая в качестве ориентира. Однако создание стоимости для миноритариев этих компаний пока остается под вопросом на фоне значительного увеличения рисков реорганизации. Поле того как будут объявлены оценки активов или коэффициенты конвертации акций идеи будут обыграны рынком предельно быстро. Фундаментальная привлекательность этих компаний вряд ли ухудшится, однако влияние возможных синергий на стоимость в моменте оценить трудно.

**M&A-активность перекроит карту отечественной энергетики.** Мы продолжаем придерживаться точки зрения, согласно которой большая часть номерных ОГК и ТГК в ближайшие годы прекратит свое существование в качестве отдельных рыночных субъектов вследствие интеграции в более крупные энергетические образования. А для российской энергетики в целом будет характерен европейский сценарий развития с образованием энергетических компаний-конгломератов, аффилированных либо с производителями топлива, либо крупными потребителями электроэнергии.

**Влияние приватизации будет незначительно.** Ряд госпакетов в генерирующих компаниях в ближайшие 3 года может быть приватизирован. Правительство внесло в план приватизации 7.97% акций РусГидро, 25.5% акций ТГК-5 и еще ряд менее значимых активов. На наш взгляд, данный факт не окажет серьезного влияния на котировки в связи с незначительностью пакетов, помимо этого ни в одной из госкомпаний не изменится мажоритарный акционер. Оценка в рамках приватизации также вряд ли будет сильно отличаться от рыночной цены.

**Долговая нагрузка генерации будет расти.** Большая часть энергокомпаний в ближайшие годы столкнется с необходимостью привлечения средств для реализации инвестиционных программ и, как следствие, с увеличением долговой нагрузки. Подавляющее количество компаний, прежде всего генерирующего сегмента, уже заявили о планах по размещению облигационных займов. Размещение дополнительных эмиссий акций в текущих условиях будет использоваться компаниями как крайний инструмент. По факту компании, которые активно реализуют инвестиционные программы и строят эффективные мощности, в моменте формируют свои долгосрочные конкурентные преимущества.

**Корпоративные риски и риски допэмиссий.** В генерирующих компаниях риски допэмиссий на наш взгляд значительно более низкие, чем в сетевых компаниях, поскольку большая часть компаний привлекла средства в рамках допэмиссий. Однако ряд компаний генерирующего сегмента, прежде всего государственных (РусГидро, Газпром ЭнергоХолдинг и т.д.), могут продолжить взятый курс на проведение допэмиссий для привлечения средств на инвестиционные нужды, либо новые приобретения.

**Сдерживание роста тарифов и политика ограничений.** В течение 2010 г. неоднократно поднималась тема по ограничению темпов роста тарифов естественных монополий. В настоящий момент превалирующей точкой зрения является ограничение роста тарифов на электроэнергию на уровне 10–15% в течение ближайших трех лет. Для генерации данный факт сулит серьезные ограничения на рынке мощности (политика «price cap») и установление тарифов для ряда генераторов, не прошедших конкурентный отбор мощности.

**Сектор тепловой генерации не выглядит дешевым по мультипликаторам.** В настоящее время по среднему показателю EV/EBITDA на 2011 г. отечественные компании торгуются на уровне 5.6, что предполагает 30-процентный дисконт к сопоставимым иностранным аналогам развитых рынков. Однако по коэффициенту P/E весь сектор отечественной тепловой генерации выглядит переоцененным.

**Мы рекомендуем делать ставку на покупку акций РусГидро.** В качестве более агрессивной стратегии можно покупать «distressed asset», где наиболее интересными вариантами нам кажутся акции ОГК-1 и ОГК-3. Нам по-прежнему импонируют акции ОГК-4: у компании самая высокая рентабельность среди тепловых ОГК, чистая денежная позиция и в значительной мере реализованная инвестиционная программа. После 2011 г. компания может начать выплачивать дивиденды. Однако мы полагаем, что компания торгуется уже достаточно дорого и темпы роста ее котировок будут меньше.

### Генерирующие компании: Сравнительный анализ

Компания	Тикер	Капит-ция, \$ млн	Чистый долг, \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA			P/E		Уст. мощность, МВт	Капит-ция/Уст. мощность, \$/кВт		EV/Уст. мощность, \$/кВт
					2009	2010П	2011П	2010П	2011П				
РусГидро	HYDR	14,548	65	14,613	9.0	6.5	5.3	9.7	8.8	25,424	572	575	
ОГК-1	OGKA	1,742	52	1,794	10.0	7.3	5.4	20.1	13.7	9,861	177	182	
ОГК-2	OGKB	1,990	75	2,065	16.8	11.6	7.9	33.6	51.4	8,695	229	237	
ОГК-3	OGKC	2,670	-1,472	1,198	9.1	11.3	8.9	16.4	22.9	8,357	319	143	
ОГК-4	OGKD	6,354	-389	5,965	25.7	15.9	9.3	25.3	16.3	9,073	700	657	
ОГК-5	OGKE	3,346	548	3,894	16.1	11.1	7.1	24.9	13.4	8,747	383	445	
ОГК-6	OGKF	1,447	13	1,460	8.5	11.0	6.8	отр	отр	9,052	160	161	
<b>Среднее по ОГК</b>					<b>14.4</b>	<b>11.4</b>	<b>7.6</b>	<b>24.1</b>	<b>23.5</b>		<b>328</b>	<b>304</b>	
ТГК-1	TGKA	2,622	612	3,234	13.9	8.6	5.3	14.7	8.7	6,315	415	512	
ТГК-2	TGKB	412	320	732	9.5	5.5	2.6	отр.	отр.	2,577	160	284	
Мосэнерго	MSNG	4,129	253	4,382	8.8	6.4	4.4	29.7	14.6	11,924	346	368	
ТГК-4	TGKD	1,060	-13	1,047	5.9	5.4	4.3	17.4	25.2	3,420	310	306	
ТГК-5	TGKE	709	-103	606	13.5	10.4	7.9	19.3	22.7	2,453	289	247	
ТГК-6	TGKF	1,061	-305	756	8.4	7.6	7.7	13.6	13.5	3,123	340	242	
Волжская ТГК	TGKG	2,309	3	2,312	11.5	8.7	7.1	21.6	18.4	6,880	336	336	
ТГК-9	TGKI	1,199	-61	1,138	6.2	5.9	4.4	12.6	11.8	3,284	365	347	
«Фортум»	TGKJ	1,366	-599	767	5.7	6.3	3.3	12.3	11.3	3,016	453	254	
ТГК-11	TGKK	361	97	458	5.8	5.7	4.1	10.0	7.5	2,026	178	226	
Кузбассэнерго	KZBE	909	-169	740	9.4	4.7	3.0	24.1	43.2	4,500	202	164	
Енисейская ТГК-13	TGKM	671	179	850	13.0	8.1	3.8	отр.	13.6	2,530	265	336	
ТГК-14	TGKN	186	-28	158	9.4	4.2	3.0	6.8	5.1	639	291	247	
<b>Среднее по ТГК</b>					<b>9.3</b>	<b>6.7</b>	<b>4.7</b>	<b>16.5</b>	<b>16.3</b>		<b>304</b>	<b>298</b>	
<b>Среднее по тепловой генерации</b>					<b>10.9</b>	<b>8.2</b>	<b>5.6</b>	<b>18.9</b>	<b>18.4</b>			<b>300</b>	
<b>Среднее для гидрогенерирующих компаний на развивающихся рынках</b>					<b>7.0</b>	<b>6.4</b>	<b>6.0</b>	<b>12.5</b>	<b>10.9</b>			<b>1,254</b>	
Премия (дисконт), %					29%	2%	-11%	-22%	-19%			-54%	
<b>Среднее для гидрогенерирующих компаний на развитых рынках</b>					<b>15.3</b>	<b>13.4</b>	<b>10.8</b>	<b>32.0</b>	<b>19.0</b>			<b>2,219</b>	
Премия (дисконт), %					-41%	-51%	-51%	-70%	-54%			-74%	
<b>Среднее для теплогенерирующих компаний на развивающихся рынках</b>					<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>6.7</b>	<b>9.2</b>	<b>9.5</b>			<b>1,077</b>	
Премия (дисконт), %					82%	30%	-16%	105%	94%			-72%	
<b>Среднее для теплогенерирующих компаний на развитых рынках</b>					<b>9.4</b>	<b>8.9</b>	<b>8.3</b>	<b>16.6</b>	<b>15.8</b>			<b>1,118</b>	
Премия (дисконт), %					16%	-8%	-33%	14%	17%			-73%	

Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

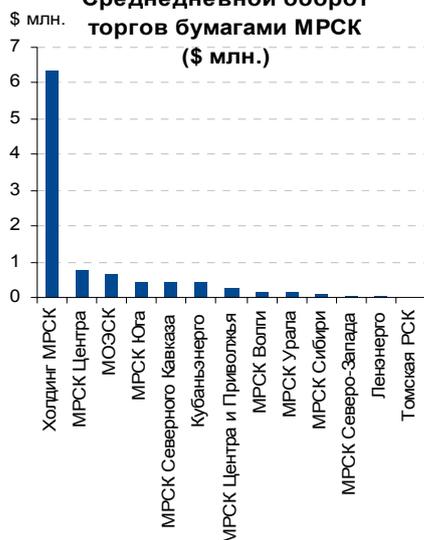
## Сетевые компании

Динамика акций сетевых компаний в 2010 (в %)



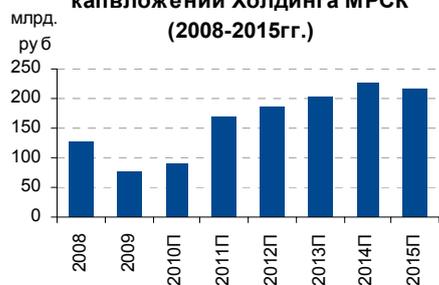
Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Среднедневной оборот торгов бумагами МРСК (\$ млн.)



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Динамика объемов капвложений Холдинга МРСК (2008-2015гг.)



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

На протяжении 2010 г. инвестиционная привлекательность сектора находилась под давлением неопределенности параметров RAB-регулирувания, но, несмотря на это, котировки акций сектора продемонстрировали серьезный рост. Стало понятно, что введение RAB-регулирувания еще не гарантирует соответствующей динамики тарифов, поскольку в отношении последних может быть применен механизм ценового сглаживания. Кроме этого, для значительного числа филиалов взамен RAB будет введена система долгосрочной индексации тарифов.

**Амбициозные планы под давлением.** 2011 г. должен стать годом масштабного перехода на RAB-регулирувание сетевых компаний. Новые нормы регулирования будут способствовать росту инвестиционной привлекательности сегмента, которая станет следствием сопутствующего роста тарифов. Однако в ближайшие годы с большой вероятностью государство будет интенсивно применять механизм сглаживания тарифов, в том числе посредством введения долгосрочного индексирования для ряда филиалов, руководствуясь социальными факторами, что значительно увеличивает риски инвестирования. Кроме этого, рост операционной рентабельности компаний сегмента будет сопровождаться ростом инвестиционных программ, увеличение которых не будет учтено первоначальными параметрами RAB-регулирувания.

**RAB-зарегулирование.** 2010 г. проявил отсутствие согласованности в действиях профильных государственных ведомств и непосредственно сетевых компаний на предмет внедрения новых норм регулирования в сегменте. Философия RAB-регулирувания предполагает, что база капитала, ставки доходности, продолжительность периода регулирования и вытекающие тарифы утверждаются регулятором вначале периода регулирования и пересматриваются только по его окончании. Однако 2010 г. наглядно продемонстрировал, что у российских регуляторов отсутствует системное понимание конечной точки движения в этом процессе: все параметры RAB-регулирувания подверглись изменению, по значительному числу филиалов МРСК RAB-тарифы были заменены долгосрочной индексацией. Таким образом, инвестиционная привлекательность МРСК стала заложницей тарифных решений, которые с большой долей вероятности ежегодно будут пересматриваться. Методология RAB-регулирувания предполагает возмещение выпадающих доходов в течение последующих периодов регулирования, однако оценить влияние сглаживающих механизмов в моменте сложно.

**Инвестиционная программа.** В настоящий момент суммарная программа Холдинга МРСК на ближайшие 5 лет оценивается в \$35 млрд. Ожидается, что общий объем инвестиций на обновление фондов до 2020 г. составит свыше 3 трлн руб., что на наш взгляд заметно повышает вероятность увеличения доли инвестиционной программы, не учтенной параметрами RAB-регулирувания.

**Низкая ликвидность.** Большая часть бумаг сектора распределительных сетей характеризуется низкой ликвидностью, что делает инвестиции в бумаги сегмента рискованными.

**Рост долговой нагрузки и допэмиссии.** По нашим оценкам большая часть МРСК в ближайшие годы существенно увеличит долговую нагрузку. Данный процесс может коснуться и непосредственно Холдинга МРСК с последующей трансляцией денежных средств в дочку. У компаний с наиболее амбициозными, инвестиционными планами (например, Кубаньэнерго, Ленэнерго) можно ожидать размещения дополнительных эмиссий акций, что значительно повышает риски миноритарных акционеров на предмет размытия миноритарных долей. Введение индексаций тарифов в ряде филиалов также повышает вероятность привлечения средств за счет допэмиссий.

**В сегменте сетевых компаний мы рекомендуем делать ставку на акции Холдинга МРСК,** которые обладают достаточной ликвидностью, являются полноценной альтернативой покупке корзины бумаг региональных МРСК и отчасти нивелируют риски значительных допэмиссий региональных МРСК и введение долгосрочного индексирования в ряде филиалов. Более консервативным инвесторы могут делать ставку на привилегированные акции, поскольку по ним вероятно начисление дивидендов по итогам 2010 г.

Нам также нравятся МРСК для большей части филиалов, для которых были утверждены RAB-тарифы – МРСК Центра (MRKC), МРСК Волги (MRKV), МРСК Урала (MRKU) и МРСК Центра и Приволжья (MRKP), однако их инвестиционная привлекательность может быть сведена на нет усилиями регуляторов, амбициозной инвестпрограммой, а также ежегодным пересмотром тарифов с использованием механизмов сглаживания.

### Инвестиционная программа Холдинга МРСК

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Всего 2010-2015 гг.
МРСК Центра	10,688	22,951	25,270	35,466	37,237	36,103	167,716
МРСК Юга	3,318	5,573	3,538	3,549	3,896	4,401	24,274
МРСК Северного Кавказа	1,583	7,559	7,617	7,675	6,733	6,742	37,909
МРСК Центра и Приволжья	6,962	13,766	12,505	10,217	10,218	10,773	64,441
МРСК Северо-Запад	2,307	4,892	9,032	10,513	10,859	10,521	48,124
МРСК Сибири	4,122	6,325	11,765	16,426	25,012	28,690	92,339
МРСК Урала	4,781	6,484	8,039	10,319	12,037	13,754	55,414
МРСК Волги	4,173	7,258	8,788	9,985	11,439	9,107	50,749
МОЭСК	22,111	28,807	32,512	35,131	32,119	31,819	182,499
Ленэнерго	12,387	25,198	25,103	22,945	22,782	17,972	126,387
Кабаньэнерго	8,355	9,203	8,931	4,366	3,600	3,967	38,422
Тюменьэнерго	6,515	14,193	17,709	17,680	19,907	19,134	95,137
Томская РСК	429	759	870	707	707	707	4,178
<b>Холдинг МРСК</b>	<b>87,731</b>	<b>152,968</b>	<b>171,678</b>	<b>184,979</b>	<b>196,545</b>	<b>193,689</b>	<b>987,589</b>

**Оценка сектора.** В настоящее время среднее значение коэффициента EV/RAB для МРСК, полностью перешедших на RAB-регулирование, составляет 0.51. Мы считаем эту оценку вполне адекватной, учитывая возможность значительного износа активов холдинга и вероятность применения методологии сглаживания тарифов.

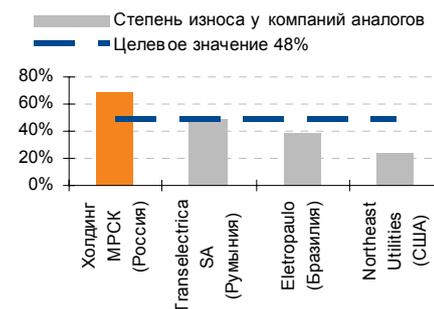
**По финансовым мультипликаторам сектор смотрится относительно дешево.** Среднее отношение EV/2011 EBITDA для российских компаний составляет 2.56, отношение P/E 2011 – 4.3, в то время как у иностранных компаний-аналогов эти отношения равны 4.57 и 11.1 соответственно. Акции Холдинга МРСК торгуются с премией (2.5%) к сумме составных частей, входящих в Холдинг компаний. На наш взгляд данный факт вполне оправдан, учитывая ликвидность бумаг Холдинга и меньшие риски по сравнению с региональными распределительными компаниями.

### Оценка Холдинга МРСК посредством суммы составных частей

Название компании	Тикер	Доля в компании	Рыночная капитализация пакета, \$млн	Текущая капитализация Холдинга МРСК	
МРСК Центра	MRKC	50%	723		
МРСК Северо-Запада	MRKZ	55%	361		
МРСК Урала	MRKU	52%	362		
МРСК Сибири	MRKS	53%	435		
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	50%	375		
МРСК Волги	MRKV	68%	388		
МРСК Юга	MRKY	52%	128		
МРСК Северного Кавказа	MRKK	58%	78		
Ленэнерго	LSNG	46%	350		
МОЭСК	MSRS	51%	1 091		
Кубаньэнерго	KUBE	49%	216		
Томская РСК	TORS	52%	37		
Тюменьэнерго	нет листинга	100%	833		
			<b>5 611</b>		<b>5 753</b>
		Премия/Дисконт, %	2.5%		
<b>Цена на акцию</b>					
Оценка по сумме составных частей (ОА), \$			0.1262	0.1294	
Оценка по сумме составных частей (АП), \$			0.0920	0.0943	

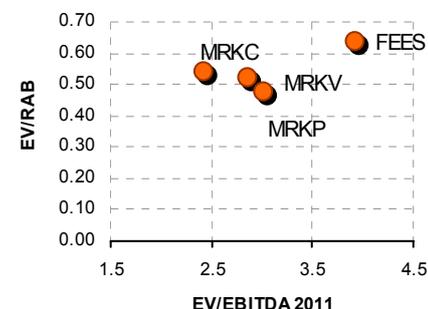
Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

### Сравнение износа оборудования и целевое значение износа



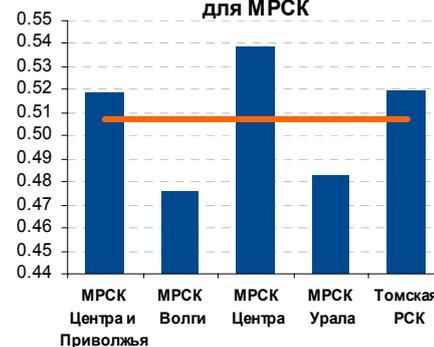
Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

### Сетевые компании: сравнительная оценка (2011П)



Источники: ММББ, РТС, оценка ТКБ Капитал

### Текущее значение отношения EV/RAB для МРСК



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

**Сравнительный анализ**
**Российские сетевые компании**

Компания	Тикер	Рын. кап., \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA			P/S			P/E			EBITDA рент-ть, %			EV/Отпуск, \$/кВт	EV/RAB
				2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П		
<b>ФСК</b>	FEES	14,456	12,809	<b>6.44</b>	<b>3.93</b>	<b>2.73</b>	<b>3.62</b>	<b>2.65</b>	<b>2.04</b>	<b>17.74</b>	<b>9.50</b>	<b>6.20</b>	<b>50%</b>	<b>60%</b>	<b>66%</b>	<b>27</b>	<b>0.64</b>
МРСК Центра	MRKC	1,792	2,118	3.47	2.43	2.71	0.83	0.63	0.59	5.80	3.81	5.37	28%	31%	26%	34	0.54
МРСК Урала	MRKV	523	592	1.87	1.43	1.13	0.31	0.25	0.21	3.87	2.62	1.90	19%	20%	21%	7	0.48
МРСК Центра и Прив олжья	MRKP	1,106	1,401	4.11	2.87	2.24	0.55	0.44	0.37	9.60	5.22	3.48	17%	19%	21%	23	0.52
МРСК Волги	MRKV	1,068	1,152	6.77	3.02	2.24	0.93	0.67	0.55	22.93	5.03	3.44	15%	24%	26%	18	0.48
<b>Среднее по МРСК</b>				<b>4.22</b>	<b>2.56</b>	<b>2.30</b>	<b>0.72</b>	<b>0.55</b>	<b>0.48</b>	<b>10.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>21%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24</b>	<b>0.51</b>
<b>Среднее по международным аналогам</b>				<b>4.78</b>	<b>4.57</b>	<b>4.36</b>	<b>0.84</b>	<b>0.79</b>	<b>0.72</b>	<b>11.70</b>	<b>11.10</b>	<b>10.10</b>				<b>121</b>	<b>1.08</b>
Премия (дисконт), %				-12%	-44%	-47%	-14%	-31%	-33%	-10%	-61%	-60%				-80%	-53%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

**Риски.** Наиболее критичными для сектора распределительных сетей, на наш взгляд, являются следующие риски:

- **Ставки доходности на новый и инвестированный капитал в течение второго периода регулирования,** точнее, их рыночность, будут являться определяющим фактором для формирования инвестиционной привлекательности сетевых компаний.
- **Неясность сроков или параметров окончания периода значительных инвестиций.** Ни одна отечественная сетевая компания не может прояснить необходимое (временное) или достаточное (количественное) условие окончания периода значительных инвестиций, на котором компания планирует остановиться и дальше инвестировать только в поддержание фондов. С большой долей вероятности последующий период RAB- регулирования с точки зрения необходимых инвестиций будет не менее содержательным, чем текущий. На эту мысль наводит регулярный пересмотр инвестиционных программ сетевых компаний в сторону повышения. В случае рыночных ставок доходности на инвестированный капитал рост инвестиции не представляет угрозы для акционеров, поскольку будет сопровождаться значительным ростом тарифов. Однако если принять во внимание, что в структуре стоимости электроэнергии для конечного потребителя на долю сетевых компаний приходится порядка 35%, то такое вряд ли возможно, поскольку цена электроэнергии не может расти бесконечно (про экономический рост можно забыть). Кроме этого, отпускная цена электроэнергии генераторов также будет расти из-за роста цен на энергоносители, что делает такой вариант развития событий еще более маловероятным. При таком раскладе, на наш взгляд, очень вероятен сценарий, при котором тарифы будут ежегодно пересматриваться регуляторами, а привлечение средств для реализации инвестиционных программ сетевых компаний будет решаться за счет допэмиссий в пользу государства.

## РусГидро Ставка на эффективность

Компания «РусГидро» показала высокую рентабельность в течение 2010 г. даже на фоне снижения собственного производства электроэнергии. На наш взгляд, РусГидро получит наибольшую выгоду среди всех российских генерирующих компаний от либерализации рынка электроэнергии и в настоящее время является одной из наиболее привлекательных долгосрочных инвестиций в энергетике.

Низкие издержки и высокоэффективные активы позволят РусГидро капитализировать рост цен на энергоносители. Рост тарифов на газ и уголь вкупе с динамикой спроса являются определяющими параметрами для формирования цен на оптовом рынке электроэнергии. Поэтому в условиях низких издержек производства РусГидро даже при скромных показателях динамики спроса будет капитализировать любое увеличение цен на энергоносители, что непосредственно отразится на финансовых показателях и рентабельности компании. Рентабельность по EBITDA генерирующего бизнеса РусГидро по итогам 2009 г. составила 44%. В ближайшие годы рентабельность генерирующего бизнеса РусГидро по EBITDA, по нашим оценкам, вплотную приблизится к 55%, и на порядок будет превосходить аналогичный показатель отечественных тепловых компаний. По нашим оценкам, в следующие три года показатель EBITDA компании увеличится более чем вдвое.

**Консолидация гидрогенерирующих активов и восстановление Саяно-Шушенской ГЭС.** Приобретение блокирующего пакета Красноярской ГЭС у СУЭК в 2010 г. и возможная консолидация 40%-ой госдоли в Иркутскэнерго в течение 2011 г. позволят компании выстраивать долгосрочные отношения между гидрогенерирующими активами, входящими в группу, и сбытовыми компаниям, что будет способствовать значительному росту маржи компании.

**Компания планирует ввести 4.8 ГВт мощностей до 2014 г.** в которые входят генерирующие мощности Богучанского БЭМО, Загорской ГАЭС-2 и каскада Зарамагских ГЭС. Кроме этого до 2014 г. должна быть полностью восстановлена Саяно-Шушенская ГЭС. Увеличение установленных мощностей окажет прямое влияние на рост финансовых показателей. Согласно планам менеджмента, в ближайшие годы общий объем производства электроэнергии станциями РусГидро увеличится до 113 млрд кВтч с текущих 80 млрд кВтч.

**Недооценка по финансовым мультипликаторам.** В настоящий момент по показателю EV/EBITDA акции РусГидро торгуются на уровне 5.7, что предполагает 45-процентный дисконт к акциям гидрогенерирующих компаний развитых рынков. По показателю EV/Установленная мощность бумаги РусГидро котируются на отметке \$575/кВт, что практически вдвое ниже аналогичного показателя компаний развивающихся рынков.

**Оценка на основе DCF-модели предполагает рекомендацию ПОКУПАТЬ.** Наша финансовая модель РусГидро базируется на нашем новом макроэкономическом прогнозе, оценках динамики цен на оптовом рынке электроэнергии и актуальных данных по инвестиционной программе компании. Наша DCF-модель РусГидро с WACC, равным 13.1%, и темпами роста, составляющими 2% в постпрогнозный период, предполагает целевой уровень в \$0.0735 за акцию и соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ с 44-процентным потенциалом роста котировок.

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

РусГидро	АО	ГДР
Тикер	HYDR	HYDR Li
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	0.051	5.10
Целевая цена, \$	0.0735	7.35
Потенциал, %	44%	44%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	HYDR RX
Reuters	HYDR.MM
	АО
Акции в обращении, млн	269,695
EV, \$ млн	15,575
MC, \$ млн	14,548
MIN 12 мес., \$	0.0328
MAX 12 мес., \$	0.0629
	АО
Кол-во акций за ГДР	100

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	13,131	5,740	6,646
EBITDA	2,233	2,742	3,190
Чистая прибыль	1,495	1,652	2,065
EPS, \$	0.006	0.0061	0.0077
Рост выручки, %	14.4	-56.3	15.8
EPS рост, %		10.5	25.0
Маржа EBITDA, %	17.0	47.8	48.0
Чистая маржа, %	11.4	28.8	31.1

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	9.7	8.8	7.0
EV/EBITDA	7.0	5.7	4.9

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Правительство РФ	60.4%
Free Float	39.6%



Источники: ММББ, PTC, оценка ТКБ Капитал

**РусГидро**
**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,691	3,819	2,590	3,994	5,193	6,091	6,633
Основные средства	11,734	15,344	16,427	16,329	17,044	17,708	18,259
Прочие внеоборотные активы	1,555	1,605	1,573	1,502	1,527	1,552	1,568
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	13,290	16,949	18,000	17,832	18,571	19,260	19,826
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	15,981	20,768	20,590	21,826	23,764	25,351	26,460
Краткосрочные заимствования	85	341	334	319	325	330	333
Прочие текущие обязательства	746	2,572	1,106	1,233	1,471	1,697	1,845
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	831	2,913	1,441	1,553	1,796	2,027	2,179
Долгосрочные заимствования	640	717	702	671	682	693	700
Прочие долгосрочные обязательства	1,173	1,210	1,186	1,133	1,152	1,171	1,182
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	374	375	376	377	378	379	380
<b>Доля миноритариев</b>	-	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	9,315	10,260	10,057	9,607	9,763	9,924	10,023
Нераспределенная прибыль	4,351	6,008	7,537	9,181	10,696	11,866	12,708
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	13,336	15,928	17,260	18,469	20,135	21,461	22,398
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	15,981	20,768	20,590	21,826	23,764	25,351	26,460

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	3,649	13,131	5,740	6,646	7,524	8,781	9,458
Себестоимость	(2,401)	(11,320)	(3,531)	(4,034)	(4,224)	(4,785)	(5,172)
<b>ЕБИТДА</b>	1,621	2,233	2,742	3,190	3,880	4,609	4,912
Амортизация	373	423	533	578	580	613	627
<b>ЕБИТ</b>	1,249	1,811	2,209	2,612	3,300	3,996	4,286
Чистые процентные доходы/(расходы)	( )	80	(122)	(9)	108	187	233
<b>ЕВТ</b>	1,248	1,891	2,087	2,603	3,408	4,183	4,519
Налог на прибыль	(244)	(378)	(417)	(521)	(682)	(837)	(904)
<b>Чистая прибыль</b>	987	1,495	1,652	2,065	2,710	3,329	3,598

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	1,286	1,006	3,003	2,582	3,096	3,676	3,946
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(1,029)	(3,647)	(1,938)	(1,248)	(1,029)	(1,000)	(1,000)
<b>Финансовый денежный поток</b>	741	1,079	(135)	(117)	(1,218)	(2,111)	(2,623)
<b>Чистый долг</b>	(867)	1,028	77	(1,187)	(2,020)	(2,568)	(2,881)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-16%	260%	-56%	16%	13%	17%	8%
Рентабельность ЕБИТДА	44%	17%	48%	48%	52%	52%	52%
Чистая рентабельность	27%	11%	29%	31%	36%	38%	38%

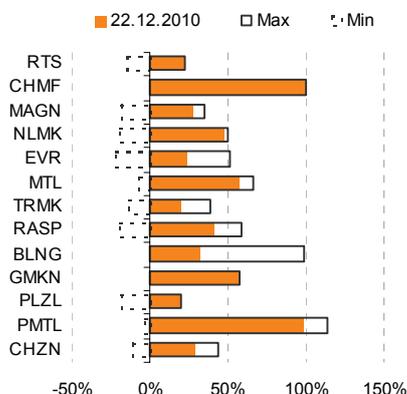
Источник: РусГидро, оценки ТКБ Капитал



# Металлургия

## Дальнейший рост в 2011 г.

Динамика акций с начала года



Мы с умеренным оптимизмом оцениваем перспективы металлургической отрасли в 2011 г. и ожидаем дальнейшего роста потребления стали на внутреннем рынке, благодаря увеличению спроса на сортовой прокат, который послужит хорошим импульсом для роста цен. Кроме того, продолжающееся повышение цен на коксующий уголь на фоне сильной внешней конъюнктуры и высокого спроса со стороны производителей стали окажет поддержку ценам на сталь. Мы относим Мечел, Группу Евраз и ММК к нашим фаворитам в секторе.

По нашим ожиданиям, продолжится рост и в секторе цветных металлов. Этому будет способствовать высокий уровень спроса со стороны Китая, а также большой объем долларовой ликвидности. Спрос и соответствующий рост цен на золото традиционно будет обусловлен стремлением инвесторов застраховать риски вложений в другие инструменты. В секторе цветных металлов в качестве топ-пика мы выделяем Норильский никель.

### Сталь

**Фокус на строительство.** По нашим прогнозам, в 1П11 продолжится восстановление потребления стального проката на внутреннем рынке. В частности, в строительстве спрос может расти с опережающими темпами из-за эффекта низкой базы в 2010 г.

**Внутренний рынок в приоритете.** Внутренний рынок РФ имеет ценовую премию к экспортным направлениям, которая в последние годы составляла 15-16%. Из российских стальных компаний наибольшая доля отгрузок на внутренний рынок приходится на Магнитогорский меткомбинат (около 65%).

**Цены: основной рост в 1П11.** Мы полагаем, что в 2011 г. динамика стоимости сортового проката может опережать остальные сегменты за счет более существенного роста спроса в строительном секторе.

**Наши фавориты – Мечел, Группа Евраз и ММК.** Мы выделяем трех фаворитов в секторе. Основными факторами роста для бумаг Мечела являются высокие цены на коксующийся уголь и развитие Эльгинского месторождения. Группа Евраз занимает ведущие позиции на внутреннем рынке сортового проката, а также постепенно улучшает ситуацию с долгами. ММК имеет самые сильные в секторе позиции на внутреннем рынке.

### Уголь

**Мы ожидаем роста цен на коксующийся уголь в 2011 г. на 15%.** По нашим прогнозам, в 2011 г. цены на коксующийся уголь продолжат расти благодаря высокому спросу в стальном секторе и сильной внешней конъюнктуре.

**Рынок будет сбалансированным.** По нашим оценкам, в 2011 г. на внутреннем рынке коксующегося угля баланс спроса и предложения будет сохраняться в равновесии, хотя не исключаем временных трудностей с поставками в 1П11.

### Цветные металлы

**Медь – в лидерах роста.** Мы ожидаем увеличения цен на цветные металлы в 2011 г. По нашим оценкам, лидером роста может стать медь благодаря высокому спросу со стороны Китая.

**Золото как отличная страховка.** В 2011 г. стоимость золота продолжит расти. Металл продолжает привлекать инвесторов, как страховка от ухудшения ситуации в мировой экономике и падения на фондовых площадках.

### В 2011 г. возможны несколько IPO

**В следующем году в отрасли ожидаются несколько IPO.** В 2011 г. в секторе черной металлургии ожидается несколько размещений. Это Группа ЧТПЗ, СУЭК, Металлоинвест и др. Кроме того, в секторе цветной металлургии ожидается размещение Severstal Gold. По нашим оценкам, совокупный объем размещений металлургических компаний в 2011 г. может составить около \$5 млрд. Мы полагаем, что IPO могут подстегнуть интерес инвесторов к отрасли в целом.

## Сталь

Мы ожидаем продолжения роста цен на сталь в 2011 г.

При этом, на наш взгляд, сегмент сортового проката будет расти более динамично, чем остальной рынок за счет эффекта низкой базы 2010 г. Кроме того, продолжит увеличиваться и стоимость коксующегося угля, что обусловлено сильной внешней конъюнктурой и высоким спросом на внутреннем рынке. К нашим лучшим идеям в секторе мы относим Мечел, Группу Евраз и ММК.

Прогноз цен на сталь и сырье, 2010-2012, \$/т

	Новый прогноз				Текущая цена
	2010П	2011П	%, год к году	2012П	
Г/к прокат (экспорт)	608	668	10%	688	600
Арматура (экспорт)	555	611	10%	629	575
Г/к прокат (внутренний рынок)	687	735	7%	757	695
Арматура (внутренний рынок)	632	733	16%	755	686
Концентрат коксующегося угля	136	156	15%	161	150
Лом	284	326	15%	336	323
Железорудный концентрат	78	90	15%	92	83

Внутренний рынок сортового проката:



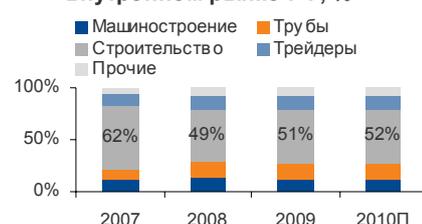
Источники: оценка ТКБ Капитал

Внутренний рынок плоского проката:



Источники: оценка ТКБ Капитал

Изменение структуры спроса на сортовой прокат на внутреннем рынке РФ, %



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

## Строительный сектор: существенный потенциал

Ожидаем роста потребления сортового проката. В 2011 г. спрос на сортовую сталь может показать существенный рост и опередить сегмент плоского проката. Основной движущей силой, по нашему мнению, будет продолжение восстановления в строительстве. В течение 2010 г. уровень спроса на сортовой прокат был в среднем в 1,5-2 раза ниже, чем до кризиса 2008 г. В то же время, спрос на плоский прокат восстановился почти полностью. До кризиса доля строительного сектора в общем потреблении сортового проката в РФ составляла более 60%, однако в 2010 г. она снизилась до 50%, что предполагает значительный потенциал для восстановления.

Строительный сектор восстанавливается. Жилищное строительство в РФ восстанавливается медленно. По нашим оценкам, ввод в строй жилых домов в 2010 г. вырос на 4%, в 2011 г. вырастет еще на 5%. Спрос на сортовой прокат со стороны строителей определяется количеством объектов, которое будет только заложено в ближайший год. Мы полагаем, что потенциал спроса может быть частично реализован в 2011 г.

Динамика ввода в строй жилых домов в РФ, млн м2

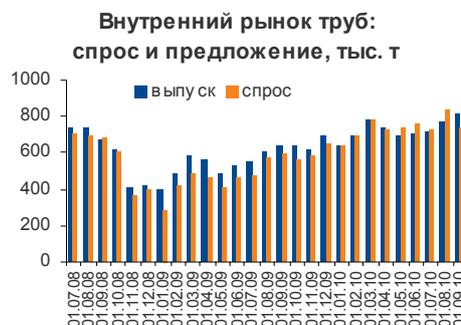


Источник: Росстат, оценки ТКБ Капитал

## Плоский прокат: стабильные показатели

**Спрос увеличится незначительно.** Мы ожидаем, что потребление плоского проката в 2011г. продолжит рост благодаря сильному спросу в трубном и автомобилестроительном секторах, на которые приходится в общей сложности около 50% потребления плоского проката. При этом, по нашим прогнозам, цены на плоский горячекатаный прокат увеличатся на внутреннем рынке в 2011 г. по сравнению с 2010г. на 7%.

**Поддержка от трубного сектора и автомобилестроения.** Рынок трубной продукции в РФ в 2009-2010 гг. демонстрировал устойчивый рост, главным образом, благодаря спросу со стороны нефтегазовой отрасли. Основные факторы растущего потребления: строительство новых трубопроводов, ремонты и поддержка существующих мощностей. На наш взгляд, эти драйверы будут способствовать стабильному спросу на горячекатаную сталь в трубном секторе и в 2011 г., что окажет поддержку ценам на плоский прокат. Схожая ситуация и в автомобилестроении. По нашим прогнозам, производство автомобильной техники в РФ в 2011 г. вырастет на 25% до 1,329 тыс. единиц. Автолист российского производства (Северсталь, ММК, НЛМК) потребляют, по большей части, местные автопроизводители: АвтоВАЗ, ГАЗ и КАМАЗ. По данным АСМ Холдинг, в 2010 г. производство легковых автомобилей российскими производителями увеличится на 50%, а грузовых – на 35% с уровнем 2009 г..



Источники: Металл-Эксперт, АСМ Холдинг, оценка ТКБ Капитал

## Внутренний рынок – хорошая премия

**Ценовая премия на уровне 15-16%.** За последние годы премия цен на прокат на внутреннем рынке РФ к экспортным составляла в среднем около 15-16%. Премия объясняется тем, что на внутренний рынок поставляется продукция более высоких переделов, чем на экспорт, а также величиной транспортных расходов. На наш взгляд, в дальнейшем премию на внутреннем рынке будет определять рост спроса в реальном секторе экономики, а также увеличение транспортных расходов. Из российских стальных компаний наибольшая доля отгрузок на внутренний рынок приходится на Магнитогорский меткомбинат (около 65%).



Источники: Металл Эксперт, Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## Капитализация НЛМК достигла пиковых значений 2008 г.

Группа Евраз и Мечел имеют наибольший потенциал восстановления. В 2010 г. наиболее динамичный рост в секторе показали Северсталь и НЛМК. Рост котировок за год составил 75% и 51% соответственно. При этом у НЛМК котировки GDR фактически достигли уровней 2008 г., а котировки акций на ММВБ превысили их. В то же время, уровень цен и финансовых показателей сталелитейных компаний пока весьма далек от пиковых значений 2008 г. На наш взгляд, это может стать ограничивающим фактором для роста бумаг НЛМК в 2011 г. Наибольший потенциал к пиковым значениям 2008 г., по нашему мнению, имеют бумаги Группы Евраз и Мечела, что может стать для них дополнительным драйвером роста.



## В 2011 г. могут подорожать экспортные перевозки

Стоимость перевозки стальной заготовки может быть увеличена на 66%. В 2011 г., по информации ФСТ (Федеральная служба по тарифам), могут быть увеличены тарифы на экспортно/импортные перевозки черных металлов и металлолома в направлении портов, а также через Финляндию и страны Балтии. В частности, пошлина на перевозку заготовок может быть увеличена на 66%, труб – на 30-66%, рельс – на 56%. Стоимость перевозки прочих видов проката черных металлов может вырасти на 30-45%. Сейчас в среднем транспортные металлургов затраты составляют \$40-60 на тонну стальной заготовки.



Транспортные расходы металлургов могут значительно вырасти. Сейчас стоимость перевозки до порта для сталелитейных компаний фактически равна цене внутренних перевозок. По данным компаний, в 2011 г. рост тарифов на внутренние и экспортные перевозки увеличится на 8%, что не должно серьезно повлиять на рост коммерческих затрат, где отражаются транспортные расходы. На наш взгляд, в случае дальнейшего повышения, о котором сообщает ФСТ, транспортные расходы металлургов могут значительно вырасти. Мы не исключаем такого развития событий.

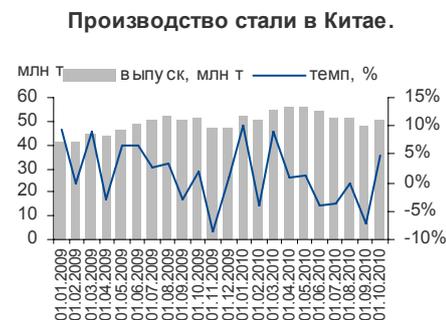
Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## Китай остается главной силой

Влияние Китая на глобальный стальной рынок остается сильным. В 2007 г. был достигнут рекордный показатель роста ВВП Китая (14.2%), однако в 2008 г. из-за глобального финансового кризиса рост ВВП снизился до 9.6%, а темпы увеличения производства стали замедлились, достигнув 2% (см. график). По прогнозу Всемирного Банка, в 2010 г. рост ВВП Китая ожидается на уровне 10.1%. Однако, несмотря на снижение темпов роста, Китай продолжает оставаться главной силой, влияющей на мировой рынок стали и сырья для ее производства. В 2010 г. выпуск стали в стране может достигнуть 630 млн т, что на 11% выше, чем в 2009 г. Однако в ближайшие 2 года степень его влияния может незначительно снизиться. В последние месяцы производство стали в Китае снижается в связи с политикой местного правительства по утилизации неэффективных сталеплавильных мощностей.



Китай избавляется от неэффективных мощностей. В настоящее время правительство Китая реализует ряд мер по сокращению устаревших предприятий черной металлургии. Кроме того, в стране введен мораторий на строительство новых сталелитейных заводов, действующий до 2011 г. По некоторым данным, в 2010-2011 гг. КНР выведет из эксплуатации около 25 млн т старых и неэффективных мощностей по выплавке стали, чтобы в дальнейшем заменить их новыми, повышая таким образом качество стальной продукции. По нашим оценкам, это около 4% от существующих мощностей. В 2011 г. мы ожидаем, что темпы роста производства стали в Китае могут стабилизироваться на уровне 8-10%. По нашему мнению, этого хватит для того, чтобы цены на железную руду и коксующийся уголь оставались на высоких уровнях.



Источник: Bloomberg, WorldSteel, оценка ТКБ Капитал

**Сравнение с аналогами по мультипликаторам**
**Сталелитейные компании**

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
НЛМК	10.5	9.0	22.5	20.0
ММК	7.9	5.4	25.6	10.2
Северсталь	7.6	6.1	73.9	11.0
Группа Евраз	9.8	6.4	53.7	11.4
Мечел	8.6	5.9	14.8	10.4
<b>Среднее</b>	<b>8.9</b>	<b>6.6</b>	<b>38.1</b>	<b>12.6</b>
<b>Развитые рынки</b>				
ArcelorMittal	9.3	7.4	16.5	13.8
Nippon Steel	7.1	6.5	12.0	9.9
JFE Holdings	6.3	6.0	11.0	9.6
US Steel	22.0	7.3	-22.0	20.2
Nucor	16.1	8.2	112.9	19.4
Voestalpine	6.7	6.0	13.4	10.4
Thyssen Krupp	5.5	4.5	15.7	10.2
<b>Среднее</b>	<b>10.4</b>	<b>6.6</b>	<b>22.8</b>	<b>13.4</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>				
Baoshan Iron&Steel	9.3	7.4	16.5	13.8
Angang Steel	7.1	6.5	12.0	9.9
Tata Steel	6.3	6.0	11.0	9.6
POSCO	22.0	7.3	-22.0	20.2
China Steel	16.1	8.2	112.9	19.4
Gerdau	6.7	6.0	13.4	10.4
<b>Медиана</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>	<b>15.7</b>	<b>10.2</b>

Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

## Уголь

### Продолжение роста цен в 1П11

В 2011 г. цены на коксующийся уголь могут вырасти на 15%. В 2010 г. среднегодовая цена концентрата коксующегося угля выросла более чем в 2 раза по сравнению с 2009 г. и составила около \$136/т. При этом в 4К10 рост цены в квартальном выражении составил 10%. На наш взгляд, это создает хорошую базу для продолжения роста в 2011 г. Мы ожидаем, что в 2011 г. среднегодовая цена тонны концентрата коксующегося угля на внутреннем рынке вырастет на 15%. Кроме того, поддержку внутренним ценам будет оказывать сильная конъюнктура внешних рынков, где также ожидается рост цен. Он будет обусловлен продолжением роста производства стали в Китае, в частности, и в Юго-Восточной Азии в целом. Участники мирового рынка уже пересматривают цены поставок коксующегося угля на 1К11. Так, компания ВМА (совместное предприятие BHP Billiton - Mitsubishi Alliance) договорилась с японскими сталепроизводителями о повышении цен на твердый коксующийся уголь (hard coking coal) на 8% в 1К11. Мы полагаем, что в течение 2011 г. не исключен дальнейший рост цен на уголь.

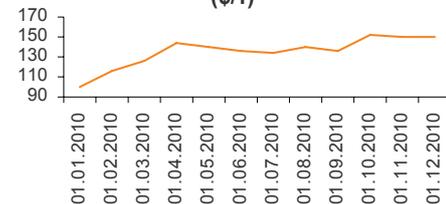
Импортные пошлины обнулены из-за высокого спроса на внутреннем рынке. В декабре 2010 г. были обнулены импортные пошлины на ввоз коксующегося угля в РФ. До этого размер тарифа составлял 5%. Это было сделано, главным образом, из-за высокого спроса на внутреннем рынке. Импорт коксующегося угля в РФ незначителен, поэтому отмена пошлин не окажет негативного влияния на российских производителей угля. Мы полагаем, что во 2П11, когда Распадская может выйти на доаварийные объемы добычи, баланс спроса и предложения на рынке коксующегося угля достигнет равновесия.

#### Угольные компании

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Распадская	10.0	9.7	15.0	15.6
Белон	6.6	6.3	10.8	9.9
<b>Среднее</b>	<b>8.6</b>	<b>6.3</b>	<b>14.8</b>	<b>10.4</b>
Massey Energy	15.4	6.4	н/д	14.3
Gloucester coal	15.2	10.1	24.8	15.3
Whitehaven Coal	19.0	10.5	34.7	17.3
Consol Energy	10.1	7.9	22.4	15.2
Yanzhou Coal Mining	11.0	9.2	16.3	14.2
Alpha Natural Resources	8.3	6.2	21.4	12.5
<b>Среднее</b>	<b>13.1</b>	<b>8.5</b>	<b>21.9</b>	<b>14.8</b>

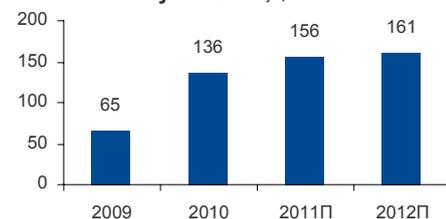
Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

Средняя цена концентрата коксующегося угля, внутренний рынок, 2010 г. (\$/т)



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Прогноз среднегодовой цены на концентрат коксующегося угля в РФ, \$/т



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

Структура рынка коксующегося угля в РФ, МЛН Т



Источники: Металл Эксперт, оценка ТКБ Капитал

## Мечел

### Коксующийся уголь – основной драйвер

Мечел, ADR		
	ADR	АО
Тикер	MTL	MTLR
Рекомендация	покупать	покупать
Цена, \$	29.58	29.04
Целевая цена 12мес., \$	37.00	37.00
Потенциал, %	25%	27%

#### ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ

	MTL US	MTLR RX
	MTL.N	MTLR.MM
	ADR	АО
ADR в обращении, млн	416	416
EV, \$ млн	17,217	16,994
MC, \$ млн	12,313	12,090
MIN 12 мес., \$	17.45	7.34
MAX 12 мес., \$	31.18	28.66
	АО	
Кол-во акций за ADR	1	

#### ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн

МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	9,621	11,014	11,973
ЕБИТДА	2,000	2,916	3,296
Чистая прибыль	835	1,189	1,346
EPS, \$	2	2.86	3.23
Рост выручки, %	67	14.48	8.7
EPS рост, %	993	42.5	13.2
Маржа ЕБИТДА, %	21	26.5	27.5
Чистая маржа, %	9	10.8	11.2

#### РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ

	2010П	2011П	2012П
P/E	14.75	10.36	9.15
EV/ЕБИТДА	8.61	5.90	5.22

#### СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

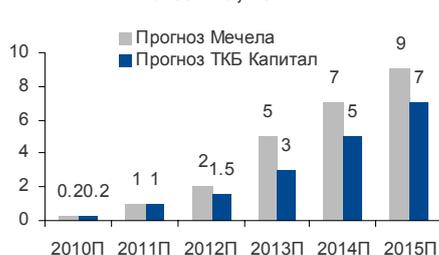
Игорь Зюзин	67.0%
Акции в свободном обращении	33.0%

#### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

#### Прогноз добычи угля на Эльге, млн т



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

Мы причисляем Мечел к нашим фаворитам в секторе. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** бумаги компании с целевой ценой \$37.0. По нашему мнению, основными факторами роста для бумаг Мечела являются высокие цены на коксующийся уголь и ожидания их роста в дальнейшем, развитие Эльгинского угольного месторождения, а также увеличение потребления в строительном секторе в РФ в 2011-2012 гг.

**Высокие цены на уголь – основа инвестиционной привлекательности Мечела.** Добывающий сегмент Мечела, основой которого является добыча коксующегося угля и производство угольного концентрата, является главным бизнесом компании: доля в консолидированной ЕБИТДА по итогам 2010 г. составит около 75%, а в выручке – 30%. Поэтому сильная конъюнктура рынка коксующегося угля в 2011 г. является позитивным триггером для Мечела. По нашим оценкам, в 2011 г. по сравнению с 2010 г. средняя стоимость тонны концентрата коксующегося угля на внутреннем рынке увеличится на 15% до \$156.

**Эльга – главный инвестпроект.** Развитие Эльгинского угольного месторождения в Якутии является приоритетным инвестиционным проектом для Мечела. Месторождение является крупнейшим в Евразии – объем запасов угля оценивается в 2.2 млрд тонн. Первый уголь на Эльге компания добыла в 2010 г., а потенциально добыча может составить 27 млн т коксующегося угля в год. По прогнозам Мечела, в 2015 г. планируется добыть 9 млн т угля, а выхода на полную мощность компания ожидает в 2027 г. Мы закладывали в нашу модель более консервативные объемы, учитывая сложность природных условий месторождения и связанные с этим вероятные трудности в освоении и соответствующую коррекцию планов по добыче.

**Второй производитель сортового проката в РФ.** Вероятный подъем спроса в строительном секторе РФ в 2011-2012 гг. позитивным образом отразится и на Мечеле. Компания является вторым в РФ производителем арматурного проката - основного типа стали, востребованного в строительстве. Доля Мечела в российском производстве сортового проката в 2010 г., по нашим оценкам, составит около 14%.

**Мечел – привлекательная ставка на коксующийся уголь.** Мы полагаем, что бумаги Мечела являются отличной ставкой на сильную конъюнктуру рынка коксующегося угля. Привилегированные акции компании имеют высокую дивидендную доходность. По нашим ожиданиям, в 2010 г. она может составить около 7%. По мультипликаторам EV/ЕБИТДА и P/E на 2011 г. Мечел торгуется несколько дешевле аналогов, что также говорит о его привлекательности. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** бумаги Мечела со справедливой ценой \$37.0.

## Мечел

### БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,483	3,273	3,744	5,760	7,299	7,741	9,162
Основные средства	4,461	5,378	6,540	6,508	6,557	6,602	6,641
Прочие внеоборотные активы	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	10,700	11,618	12,780	12,748	12,797	12,841	12,881
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	13,183	14,890	16,523	18,507	20,096	20,582	22,043
Краткосрочные заимствования	1,923	3,949	3,649	3,799	4,149	3,649	3,649
Прочие текущие обязательства	1,097	1,298	1,399	1,472	1,552	1,634	1,663
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	3,020	5,248	5,049	5,271	5,702	5,284	5,312
Долгосрочные заимствования	4,074	2,720	3,420	3,920	3,770	3,470	3,470
Прочие долгосрочные обязательства	1,758	1,758	1,758	1,758	1,758	1,758	1,758
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	5,832	4,478	5,178	5,678	5,528	5,228	5,228
<b>Доля миноритариев</b>	281	287	295	305	315	325	336
Акции и добавочный капитал	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
Нераспределенная прибыль	3,189	4,017	5,141	6,393	7,691	8,885	10,307
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	4,050	4,878	6,002	7,253	8,552	9,746	11,168
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	13,183	14,890	16,523	18,507	20,096	20,582	22,043

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	5,754	9,621	11,014	11,973	12,926	13,596	14,095
Себестоимость	(3,961)	(6,005)	(6,485)	(7,091)	(7,761)	(8,448)	(8,687)
<b>ЕБИТДА</b>	673	2,000	2,916	3,296	3,387	3,188	3,449
Амортизация	(428)	(482)	(538)	(654)	(651)	(656)	(660)
<b>ЕБИТ</b>	594	1,627	2,419	2,679	2,784	2,574	2,842
Чистые процентные доходы/(расходы)	(499)	(584)	(848)	(926)	(950)	(854)	(854)
<b>ЕВТ</b>	95	1,043	1,571	1,753	1,834	1,720	1,988
Налог на прибыль	(19)	(209)	(382)	(407)	(429)	(415)	(462)
<b>Чистая прибыль</b>	76	835	1,189	1,346	1,405	1,305	1,525

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	562	637	1,519	1,792	1,832	1,748	2,103
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(710)	(1,400)	(1,700)	(622)	(700)	(700)	(700)
<b>Финансовый денежный поток</b>	375	666	334	556	94	(911)	(103)
<b>Чистый долг</b>	5,583	6,352	6,599	5,523	4,498	3,561	2,260

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-42%	67%	14%	9%	8%	5%	4%
Рентабельность ЕБИТДА	12%	21%	26%	28%	26%	23%	24%
Чистая рентабельность	1%	9%	11%	11%	11%	10%	11%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>8.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>

Источник: Мечел, оценки ТКБ Капитал

# Группа Евраз

## Хороший потенциал в 2011 г.

Евраз Групп, GDR	
Тикер	ГДР <b>EVR</b>
Рекомендация	<b>ПОКУПАТЬ</b>
Цена, \$	<b>34.8</b>
Целевая цена 12мес., \$	<b>46.0</b>
Потенциал, %	<b>32%</b>

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	EVR LI
Reuters	HK1q.L
	ГДР
ГДР в обращении, млн	438
EV, \$ млн	23,059
MC, \$ млн	15,255
MIN 12 мес., \$	21.80
MAX 12 мес., \$	42.72
	АО
Кол-во акций за ГДР	1/3

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	13,231	15,896	17,973
ЕБИТДА	2,354	3,577	4,150
Чистая прибыль	284	1,340	1,699
EPS, \$	0.65	3.06	3.88
Рост выручки, %	35.4	20.1	13.1
EPS рост, %	-122.5	372.0	26.8
Маржа ЕБИТДА, %	17.8	22.5	23.1
Чистая маржа, %	2.1	8.4	9.5

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	53.72	11.38	8.98
EV/ЕБИТДА	9.79	6.45	5.56

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Lanebrook Ltd	73.0%
Игорь Коломойский	10.0%
Акции в свободном обращении	17.0%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Группа Евраз – наш второй фаворит в секторе в 2011 г. Компания занимает ведущие позиции на внутреннем рынке сортового проката, имеющем большой потенциал для восстановления, а также постепенно улучшает ситуацию с долгами. Котировки GDR Евраз Групп выглядели худшими в секторе: +22% на конец декабря 2010 г. при среднеотраслевом показателе +46%. Мы не исключаем, что в 2011 г. мы увидим сильный рост в бумагах Евраз Групп. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ GDR Группы Евраз со справедливой ценой \$46.0.

**Ведущий производитель сортового проката.** Группа Евраз является крупнейшим в России производителем сортового проката, используемого в строительной отрасли. Компания контролирует три комбината – Западно-Сибирский, Нижнетагильский и Новокузнецкий – основным профилем которых является выпуск данного вида проката. По нашим оценкам, в 2010 г. доля предприятий компании в российском производстве сортового проката составит около 32%. Мы полагаем, что в свете ожидаемого восстановления в строительном секторе ключевая роль Группы Евраз в этом сегменте является сильным позитивным драйвером для бумаг компании.

**Реконструкция в Нижнем Тагиле: +40% по выплавке стали в 2015 г.** Недавно Группа Евраз объявила о завершении реконструкции конвертерного цеха на Нижнетагильском меткомбинате. В результате, мощности цеха увеличились на 18% до 4.5 млн т стали в год. В дальнейшем компания намерена построить в Нижнем Тагиле новый конвертерный цех, что позволит увеличить мощности комбината еще на 40% до 6.0-6.5 млн т в 2015 г.

**Долги: ситуация улучшается.** Долги пока являются основным риском для Группы Евраз. Как ожидается, на конец 2010 г. отношение чистого долга компании к ЕБИТДА составит 3.0, что является высоким показателем. Вместе с тем, в последнее время компания проделала большую работу по снижению краткосрочного долга. В результате, в 2011-2012 г. у Группы Евраз фактически не осталось крупных выплат по долгам. В то же время, в 2013-2015 гг. общая сумма выплат составит около \$6.5 млрд. Мы полагаем, что компания продолжит свою политику по рефинансированию краткосрочной задолженности.

**Котировки Группы Евраз в 2011 г. могут компенсировать отставание.** GDR Группы Евраз в 2010 г. выросли меньше бумаг остальных крупных российских сталелитейных компаний. В частности, за год котировки GDR Группы Евраз выросли на 22%, а средний рост по сектору составил 46%. Мы полагаем, что с большей вероятностью потенциал роста капитализации компании сможет реализоваться в случае хорошей конъюнктуры на рынке сортового проката в РФ.

## Группа Евраз

### БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	4,240	5,973	7,552	10,857	12,228	15,491	16,233
Основные средства	14,941	14,146	14,067	13,895	13,537	13,109	12,716
Прочие внеоборотные активы	4,230	4,230	4,230	4,230	4,230	4,230	4,230
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	19,171	18,376	18,297	18,125	17,767	17,339	16,946
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	23,424	24,362	25,862	28,994	30,008	32,843	33,193
Краткосрочные заимствования	1,992	3,622	3,622	4,867	3,622	4,572	3,622
Прочие текущие обязательства	1,746	1,770	1,897	2,043	2,179	2,233	2,258
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	3,738	5,392	5,519	6,910	5,801	6,805	5,880
Долгосрочные заимствования	5,931	4,924	4,924	4,924	5,179	5,179	4,229
Прочие долгосрочные обязательства	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	9,077	8,070	8,070	8,070	8,325	8,325	7,375
<b>Доля миноритариев</b>	324	331	364	406	451	495	548
Акции и добавочный капитал	2,114	2,114	2,114	2,114	2,114	2,114	2,114
Нераспределенная прибыль	3,168	3,452	4,792	6,492	8,315	10,101	12,272
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	10,284	10,568	11,908	13,608	15,431	17,217	19,388
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	23,424	24,362	25,862	28,994	30,008	32,843	33,193

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	9,772	13,231	15,896	17,973	19,387	19,962	20,564
Себестоимость	(8,756)	(10,333)	(11,350)	(12,566)	(13,721)	(14,181)	(14,380)
<b>ЕБИТДА</b>	1,237	2,354	3,577	4,150	4,203	4,210	4,496
Амортизация	(901)	(1,245)	(1,179)	(1,122)	(1,070)	(1,023)	(979)
<b>ЕБИТ</b>	336	1,109	2,398	3,027	3,133	3,187	3,517
Чистые процентные доходы/(расходы)	(637)	(729)	(729)	(835)	(751)	(832)	(670)
<b>ЕВТ</b>	(1,600)	355	1,675	2,124	2,279	2,233	2,714
Налог на прибыль	(339)	(71)	(335)	(425)	(456)	(447)	(543)
<b>Чистая прибыль</b>	(1,261)	284	1,340	1,699	1,823	1,786	2,171

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	1,700	1,065	1,488	1,789	2,058	2,039	2,573
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	183	(450)	(1,100)	(1,000)	(800)	(700)	(700)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(2,149)	1,339	729	2,080	(239)	1,782	(1,230)
<b>Чистый долг</b>	7,248	5,917	4,799	3,174	1,166	отр.	отр.

### КОЭФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-52%	35%	20%	13%	8%	3%	3%
Рентабельность ЕБИТДА	13%	18%	22%	23%	22%	21%	22%
Чистая рентабельность	н/д	2%	8%	10%	10%	10%	11%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>5.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>

Источник: Группа Евраз, оценки ТКБ Капитал

## ММК

### Ставка на внутренний рынок

ММК		
	АО	ГДР
Тикер	MAGN	ММК LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	1.06	13.71
Целевая цена 12мес., \$	1.32	17.16
Потенциал, %	25%	25%

ДАнные ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	MAGN RX	
Reuters	MAGN.MM	
	АО	
Акции в обращении, млн	11,174	-
EV, \$ млн	12,776	-
MC, \$ млн	11,812	-
MIN 12 мес., \$	0.68	-
MAX 12 мес., \$	1.12	-
	АО	
Кол-во акций за ГДР	13	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	7,981	10,216	12,174
ЕБИТДА	1,617	2,344	2,814
Чистая прибыль	461	1,162	1,515
EPS, \$	0.04	0.10	0.14
Рост выручки, %	57.1	28.0	19.2
EPS рост, %	110.3	152.3	30.4
Маржа ЕБИТДА, %	20.3	22.9	23.1
Чистая маржа, %	5.8	11.4	12.4

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	25.64	10.17	7.80
EV/ЕБИТДА	7.90	5.45	4.54

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Виктор Рашников	87.0%
Акции в свободном обращении	13.0%



Источники: ММББ, РТС, оценка ТКБ Капитал

#### ММК: структура поставок железной руды, 2010П



Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

ММК занимает самые сильные в секторе позиции на внутреннем рынке, который, по нашим ожиданиям, в 2011-2012 гг. будет развиваться более динамично, чем экспорт. Кроме того, ММК существенно расширит производство высокомаржинальной продукции за счет развития проектов стана-2000 и турецкого проекта Atakas, что позитивно отразится на рентабельности. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции ММК со справедливой ценой \$1.32.

**Сильные позиции на внутреннем рынке.** ММК является ведущим поставщиком стального проката на внутренний рынок РФ. Его доля в общих поставках в 2010 г. составила около 16%. По нашим оценкам, для российских металлургов в ближайшие годы он будет более привлекательным за счет роста потребления и ценовых премий. По итогам 2010 г. ММК отгрузит на внутренний рынок около 57% проката.

**Проблема с сырьем уже не так остра.** С покупкой угольной компании Белон ММК в значительной степени решил проблему с обеспечением коксующимся углем. В перспективе Белон будет закрывать около 80% потребности ММК в этом виде сырья. Что касается железной руды, то, по данным компании, в ближайшие годы сырьевые активы ММК будут обеспечивать около 50% потребностей комбината. Этого показателя планируется достичь за счет роста производства на текущих активах ММК (Бакальское рудоуправление, Сосновский рудник). Кроме того, на ММК запущена новая технология по переработке шлаков, что позволяет получать дополнительно около 1 млн т железорудного сырья в год.

**Новые проекты = увеличение доли высокомаржинальных продуктов.** В настоящее время ММК реализует ряд очень важных для компании проектов. В первую очередь, это строительство стана-2000, а также турецкий проект Atakas. Стан-2000 по плану должен выйти на полную мощность в 2012 г. (сейчас в Магнитогорске идут монтажные работы). Стан будет производить около 2 млн т автолиста в год, и ММК планирует с его помощью полностью вытеснить импортный автолист с российского рынка. В настоящее время годовые потребности российского рынка в автолисте составляют около 2,5 млн т. Atakas уже начал выпускать первую продукцию (оцинкованный и окрашенный лист). Годовые мощности Atakas составляют 2.3 млн т г/к листа и 2 млн т х/к листа и листа с покрытиями.

**Справедливая цена акций ММК – \$1.32.** Мы считаем позитивным для ММК сильные позиции на внутреннем рынке, постепенное решение проблемы с сырьем, а также рост доли продуктов с высокой добавленной стоимостью в будущем. Мы рекомендуем покупать акции ММК со справедливой ценой \$1.32. По мультипликаторам EV/ЕБИТДА и P/E на 2011 г. компания торгуется на уровне среднего по сектору.

## ММК

### БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,430	3,535	4,592	5,017	6,745	9,097	11,594
Основные средства	11,276	11,724	12,143	12,533	12,898	13,038	13,169
Прочие внеоборотные активы	1,127	1,127	1,127	1,127	1,127	1,127	1,127
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	12,403	12,851	13,270	13,660	14,025	14,165	14,296
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	14,833	16,387	17,861	18,677	20,770	23,262	25,890
Краткосрочные заимствования	808	2,000	2,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Прочие текущие обязательства	969	1,424	1,729	2,019	2,250	2,570	2,655
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	1,777	3,424	3,729	3,019	3,250	3,570	3,655
Долгосрочные заимствования	1,266	709	709	709	709	709	709
Прочие долгосрочные обязательства	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	2,731	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174
<b>Доля миноритариев</b>	368	371	379	389	402	416	432
Акции и добавочный капитал	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830
Нераспределенная прибыль	10,424	10,885	12,046	13,562	15,411	17,568	19,876
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	9,957	10,418	11,579	13,095	14,944	17,101	19,409
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	14,833	16,387	17,861	18,677	20,770	23,262	25,890

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	5,081	7,981	10,216	12,174	13,804	15,835	16,469
Себестоимость	(3,940)	(5,872)	(7,167)	(8,398)	(9,380)	(10,737)	(11,098)
<b>ЕБИТДА</b>	996	1,617	2,344	2,814	3,251	3,654	3,719
Амортизация	(708)	(752)	(782)	(810)	(836)	(860)	(869)
<b>ЕБИТ</b>	333	690	1,563	2,004	2,415	2,794	2,975
Чистые процентные доходы/(расходы)	(76)	(118)	(120)	(123)	(119)	(115)	(110)
<b>ЕВТ</b>	257	572	1,443	1,881	2,296	2,679	2,865
Налог на прибыль	(38)	(114)	(289)	(376)	(459)	(536)	(573)
<b>Чистая прибыль</b>	219	461	1,162	1,515	1,849	2,158	2,307

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	839	116	961	1,392	1,814	2,085	2,711
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(1,689)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,000)	(1,000)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(40)	635	-	(1,000)	-	-	-
<b>Чистый долг</b>	1,909	2,395	2,034	1,239	26	отр.	отр.

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

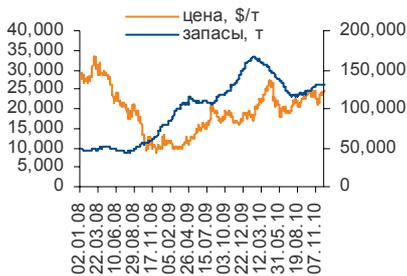
%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-52%	57%	28%	19%	13%	15%	4%
Рентабельность ЕБИТДА	20%	20%	23%	23%	24%	23%	23%
Чистая рентабельность	4%	6%	11%	12%	13%	14%	14%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>

Источник: ММК, оценки ТКБ Капитал

## Цветные металлы

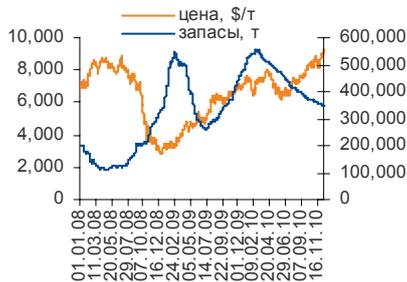
### Продолжение роста цен в 2011 г.

Никель: цены vs запасы



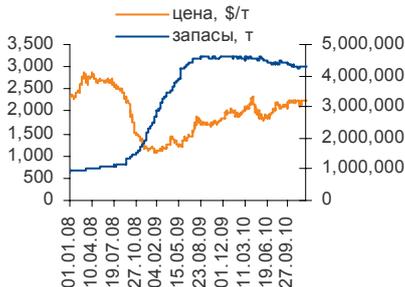
Источник: LME

Медь: цены vs запасы



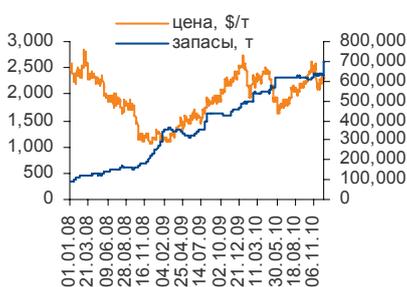
Источник: LME

Алюминий: цены vs запасы



Источник: LME

Цинк: цены vs запасы



Источник: LME

**Никель и медь: благоприятный баланс цен и уровня биржевых запасов.** На наш взгляд, в конце 2010 г. сложился благоприятный баланс уровня мировых цен на никель и медь и величины биржевых запасов этих металлов. Как видно из графиков, 2010 г. биржевые запасы меди снизились, что привело к существенному росту цен в 4К10. Спрэд между запасами никеля и стоимостью металла на LME значительно сузился. Мы полагаем, что на стоимость никеля и меди позитивное влияние будут оказывать продолжение роста спроса, а также избыток долларовой денежной массы.

**Алюминий и цинк.** Мы также ожидаем продолжения роста цен на алюминий и цинк. Основным фактором для роста стоимости алюминия будет увеличение спроса в авиастроении. Вместе с тем, в настоящее время на рынке алюминия наблюдается переизбыток металла, что может оказывать давление на цены в начале 2011 г. По нашим ожиданиям, стоимость цинка в 2011 г. будет иметь ряд ограничивающих факторов, таких как рост производства на новых месторождениях, а также растущие складские запасы.

#### Прогноз цен на цветные металлы и платиноиды

	2010П	2011П	2012П	2013П
Никель, \$/т	21 800	25 200	24 200	23 940
	47%	16%	-4%	-1%
Медь, \$/т	7 500	9 240	8 900	8 820
	43%	23%	-4%	-1%
Алюминий, \$/т	2 069	2 450	2 500	2 480
	38%	18%	2%	-1%
Цинк, \$/т	2 179	2 400	2 450	2 300
	33%	10%	2%	-6%
Платина, \$/унция	1 600	1 750	1 750	1 650
	33%	9%	0%	-6%
Палладий, \$/унция	490	550	550	500
	84%	12%	0%	-9%

Источник: данные компании, LME

**Норильский никель – наш фаворит в секторе.** Мы причисляем компанию Норильский никель к нашим фаворитам в секторе цветной металлургии. Компания является мировым лидером по производству никеля и палладия и заметным участником рынка меди и платины. Норильский никель имеет сравнительно низкие производственные затраты и качественную ресурсную базу. На наш взгляд, эти факторы, в совокупности с ростом цен на металлы, делают бумаги компании одними из наиболее привлекательных в цветной металлургии. Кроме того, существующий конфликт ключевых акционеров может способствовать спекулятивному росту котировок компании.

#### Норильский никель: сравнение с аналогами

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
<b>Норильский никель</b>	<b>5.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.2</b>
BHP Billiton	6.8	6.1	11.8	10.4
VALE	7.7	5.5	11.0	7.5
RIO Tinto	6.3	5.3	10.4	8.5
Xstrata	7.7	5.9	13.1	9.6
Anglo American	7.1	5.7	13.1	9.5
<b>Среднее</b>	<b>7.1</b>	<b>5.7</b>	<b>11.9</b>	<b>9.1</b>
Freeport-McMoran	6.2	5.2	13.8	10.9
Antofagasta	8.6	5.2	20.9	12.6
KGHM	5.1	4.9	7.4	7.5
Southern Copper Corp	14.2	8.9	26.1	14.7
Jiangxi Copper	14.7	11.4	22.5	16.9
<b>Среднее</b>	<b>9.7</b>	<b>7.1</b>	<b>18.2</b>	<b>12.5</b>
Anglo Platinum	14.4	9.0	32.5	16.9
Impala Platinum	11.4	8.6	18.2	13.8
Northam	12.6	8.5	19.4	14.0
Aquarius Platinum	10.9	7.3	21.3	13.3
<b>Среднее</b>	<b>12.3</b>	<b>8.3</b>	<b>22.8</b>	<b>14.5</b>

Источник: данные компании, оценки ТКБ Капитал

## Золото: рост в 2011 г.

**Золото: самое надежное вложение.** Мы ожидаем дальнейшего роста цен на золото в 2011 г. По нашим оценкам, что среднегодовая цена по сравнению с 2010 г. вырастет на 20% до \$1500/унция. В 2010 г. стоимость золота выросла на 30% до \$1,250/унция по сравнению с 2009 г. Золото продолжает привлекать инвесторов, как страховка от ухудшения ситуации в мировой экономики и, как следствие, падения на фондовых площадках. В условиях низких процентных ставок цены на золото имеют все шансы на продолжение роста в 2011 г.

**ПОКУПАТЬ золоторудные компании на «просадках» рынка.** Две ведущие российские золотодобывающие компании, Полюс Золото и Полиметалл, в настоящее время выглядят дорого по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E. Тем не менее, мы рекомендуем инвесторам использовать тактику покупки бумаг золоторудных компаний на «просадках» рынка. Кроме того, на наш взгляд, диверсифицировать свой портфель можно за счет покупки таких бумаг, как Petropavlovsk, Highland Gold и High River Gold.



Источник: Bloomberg

### Мультипликаторы золоторудных компаний

	EV/EBITDA		P/E	
	2010П	2011П	2010П	2011П
Polyus Gold	15.0	10.4	25.1	16.3
Polymetal	22.6	9.3	36.7	13.2
Petropavlovsk	12.2	7.0	23.4	11.4
Highland Gold	6.4	5.1	11.3	8.5
High River Gold	4.2	4.1	8.2	7.7
<b>Среднее</b>	<b>12.1</b>	<b>7.2</b>	<b>20.9</b>	<b>11.4</b>
Newmont	6.6	5.7	15.6	12.4
AngloGold	9.2	6.1	20.5	10.9
GoldFields	12.7	6.3	57.2	16.0
Barrick Gold	9.4	7.7	16.0	12.8
Harmony Gold	8.7	5.8	24.3	12.7
Kinross Gold	13.6	9.7	37.8	22.9
Goldcorp	16.3	11.8	28.6	22.5
<b>Среднее</b>	<b>10.9</b>	<b>7.6</b>	<b>28.6</b>	<b>15.7</b>

Источник: Bloomberg, оценки ТКБ Капитал

# Норильский никель

## Фаворит в секторе цветных металлов

НорНикель		
	АО	ГДР
Тикер	GMKN	MNOD LI
Рекомендация	покупать 	покупать
Цена, \$	220.7	23.4
Целевая цена 12мес., \$	270.0	27.0
Потенциал, %	22%	22%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	GMKN RX	
Bloomberg	GMKN RX	
Reuters	GMKN.MM	
	АО	GDR
Акции в обращении, млн	191	191
EV, \$ млн	44 040	46 611
MC, \$ млн	42 074	44 645
MIN 12 мес., \$	135.9	14.0
MAX 12 мес., \$	220.9	23.9
	АО	
Кол-во акций за ГДР	0.10	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	14 327	15 502	15 157
ЕБИТДА	7 847	8 827	8 289
Чистая прибыль	5 203	5 834	5 192
EPS, \$	27.29	30.60	27.24
Рост выручки, %	41.1	8.2	-2.2
EPS рост, %	96.3	12.1	-11.0
Маржа ЕБИТДА, %	54.8	56.9	54.7
Чистая маржа, %	36.3	37.6	34.3

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	8.09	7.21	8.10
EV/EBITDA	5.61	4.99	5.31

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Интеррос	25.0%
Русал	25.0%
Trafigura	8.0%
В свободном обращении	42.0%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

**Норильский никель – наш фаворит в секторе цветной металлургии. Компания имеет низкую себестоимость производства, мощную ресурсную базу с высоким содержанием ценных компонентов. В совокупности с ожиданиями роста цен на металлы в 2011 г. это делает ставку на бумаги Норильского никеля привлекательной. Кроме того, конфликт акционеров может стать дополнительным спекулятивным драйвером для компании. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Норильского никеля с целевой ценой \$270.**

**Основной мировой производитель никеля и палладия.** Норильский никель является крупнейшим мировым производителем никеля и палладия. Доли компании в глобальном производстве этих металлов составляют 22% и 38% соответственно. Кроме того, Норникель – заметный игрок на рынке меди и платины (доли – 3% и 9% соответственно).

**Сильный рынок меди, никеля и МПГ в 2011 г.** Мы полагаем, что в секторе цветных металлов складывается благоприятная ситуация для роста цен в 2011 г. По нашим оценкам, цены продолжают расти благодаря росту экономик развивающихся стран (главным образом, Китай и Индия). При этом, на наш взгляд, медь может показать более сильную динамику, чем остальные металлы, чему будет способствовать увеличение китайского потребления, а также наращивание долларовой ликвидности.

**Ценность российской руды очень высока.** Доказанные и вероятные запасы российского подразделения Норникеля составляют 473 млн т никелевой руды, в которой содержится 5.8 млн т никеля, 8.7 млн т меди и 80 млн унций платиноидов. Кроме того, стоимость металлов, содержащихся в тонне руды Норильского никеля, на 84% превышает среднее значение по аналогам.

**Конфликт акционеров: спекулятивный драйвер роста.** Мы полагаем, что конфликт основных акционеров Норильского никеля может стать спекулятивным драйвером для котировок компании в 2011 г. Сейчас Интеррос и РУСАЛ находятся в стадии консультаций относительно стоимости 25% акций компании. Интеррос уже предложил РУСАЛу \$12 млрд (\$252 за акцию) за его пакет, на что компания ответила отказом. Не исключено, что это предложение не последнее в 2011 г. мы увидим продолжение этой истории.

**Норильский никель дешевле аналогов по мультипликаторам.** По нашим оценкам, бумаги Норильского никеля значительно недооценены по мультипликаторам. Так, по мультипликатору P/E на 2011 г. компания торгуется на уровне 7.2, что на 70% ниже аналогов. EV/EBITDA Норильского никеля на 2011 г. составляет 5.0, что на 47% дешевле аналогов.

## Норильский никель

### БАЛАНС

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	8,376	13,433	18,729	24,587	30,685	35,160	38,691
Основные средства	11,017	12,115	14,128	14,981	15,568	15,909	16,124
Прочие внеоборотные активы	3,335	3,335	3,335	3,335	3,335	3,335	3,335
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	14,352	15,450	17,463	18,316	18,903	19,244	19,459
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	22,760	28,915	36,223	42,935	49,620	54,435	58,183
Краткосрочные заимствования	2,972	2,972	2,972	2,972	2,972	3,022	2,972
Прочие текущие обязательства	1,140	1,092	1,067	1,087	1,103	1,121	1,149
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	4,112	4,064	4,039	4,059	4,075	4,143	4,121
Долгосрочные заимствования	2,345	3,345	4,845	6,345	8,345	8,845	9,295
Прочие долгосрочные обязательства	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	3,893	4,893	6,393	7,893	9,893	10,393	10,843
<b>Доля миноритариев</b>	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080
Акции и добавочный капитал	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398	1,398
Нераспределенная прибыль	15,600	20,803	26,637	31,828	36,496	40,744	44,064
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	14,755	19,958	25,792	30,983	35,651	39,899	43,219
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	22,760	28,915	36,223	42,935	49,620	54,435	58,183

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	10,155	14,327	15,502	15,157	14,890	14,646	13,749
Себестоимость	(5,014)	(4,378)	(4,037)	(4,303)	(4,525)	(4,764)	(5,128)
<b>ЕВИТДА</b>	4,414	7,847	8,827	8,289	7,840	7,399	6,293
Амортизация	(638)	(902)	(988)	(1,147)	(1,213)	(1,259)	(1,285)
<b>ЕВИТ</b>	3,776	6,946	7,839	7,142	6,627	6,140	5,009
Чистые процентные доходы/(расходы)	(186)	(442)	(547)	(652)	(792)	(831)	(859)
<b>ЕВТ</b>	3,487	6,504	7,292	6,490	5,835	5,310	4,150
Налог на прибыль	(836)	(1,301)	(1,458)	(1,298)	(1,167)	(1,062)	(830)
<b>Чистая прибыль</b>	2,651	5,203	5,834	5,192	4,668	4,248	3,320

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	3,010	5,908	6,818	6,286	5,836	5,453	4,574
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(967)	(2,000)	(3,000)	(2,000)	(1,800)	(1,600)	(1,500)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(1,123)	1,000	1,500	1,500	2,000	550	400
<b>Чистый долг</b>	1,685	998	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.

### КОЭФИЦИЕНТЫ

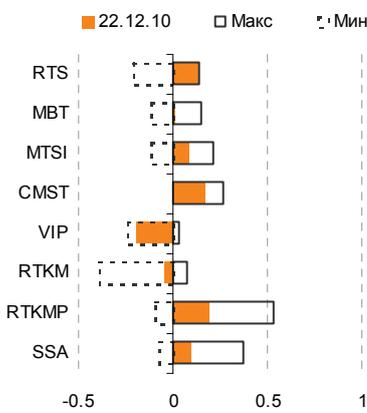
%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-27%	41%	8%	-2%	-2%	-2%	-6%
Рентабельность ЕВИТДА	43%	55%	57%	55%	53%	51%	46%
Чистая рентабельность	26%	36%	38%	34%	31%	29%	24%
<b>Чистый долг/ЕВИТДА</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>

Источник: Норильский никель, оценки ТКБ Капитал

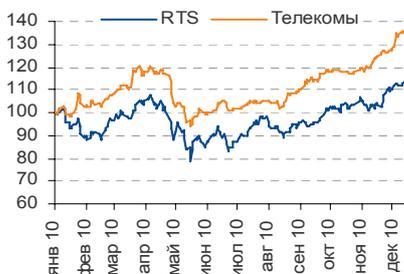
# Телекоммуникации

## Рост за границы традиционных мобильных услуг приносит дополнительную стоимость

Динамика акций в 2010 г.

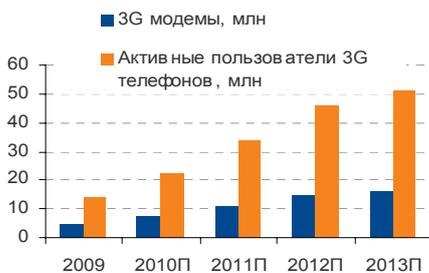


Источник: Bloomberg



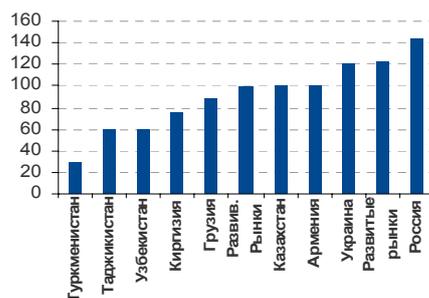
Источник: Bloomberg

### На пороге бурного роста 3G модемы и пользователи 3G телефонов в России, млн



Источник: оценка ТКБ Капитал

### Рынки СНГ далеки от насыщения Проникновение мобильной связи, %, 2009 г.



Источник: ITU, оценка ТКБ Капитал

Российские телекоммуникационные компании, постоянно расширяя горизонты своей деятельности, предлагают привлекательную область для инвестиций. На текущем этапе компании Большой Тройки стали интегрированными операторами связи и вышли на рынки СНГ. Начав предоставление исключительно мобильных услуг на российском рынке, MTC и VimpelCom Ltd производят экспансию на рынки ШПД и коммерческого телевидения. Умеренная дивидендная нагрузка, высокая рентабельность мобильного бизнеса и прозрачная дивидендная политика подчеркивают сильные стороны MTC и VimpelCom Ltd среди сопоставимых компаний за рубежом. Рост расходов в первой половине 2011 г. и низкая ценовая конкуренция положительны для традиционных мобильных операций. Ростелекому требуется много времени на объединение фиксированного и мобильного бизнеса МРК на операционном уровне, компания по-прежнему не озвучила стратегии развития сотовой связи. Мы выделяем MTC как надежную ставку на рост телекоммуникационного сектора, сохраняем 12-месячную целевую цену в \$28/АДР и \$14/акция.

### ОКРУЖАЮЩАЯ СРЕДА

**Волна консолидации в 1П11.** Присоединение Комстар-ОТС к МТС, объединение МРК на базе Ростелекома и покупка Weather Investments компанией Vimpelcom Ltd – ключевые события в секторе в 1П11. По ряду акций это приведет к остановке торгов.

**Отсутствие усиления в ценовой конкуренции.** Российский телекоммуникационный рынок представляет собой олигополию, его участники не склонны снижать АРРМ, что благоприятно сказывается на рентабельности.

**Главный драйвер – рост мобильного трафика данных.** В 2011 г. в России ARPU от новых услуг (VAS) вырастет на 34% благодаря росту объема трафика.

**Ставка на рост потребления.** ARPU от мобильных услуг будет расти вместе с потреблением, дополнительным драйвером служит рост бюджетов корпораций.

### ВЛИЯНИЕ РЕГУЛЯТОРА

**Министерство поддерживает технологическую нейтральность и рефарминг.** Минсвязи выступает за пересмотр регулирования частотного диапазона, что делает запуск LTE сетей возможным в среднесрочной перспективе.

**Одобен рост тарифов на фиксированную связь.** Фиксированные операторы получили право в 2011 г. поднять цены на местную связь в среднем на 8.8%. Рост тарифов находится на уровне нашего макроэкономического прогноза по инфляции.

**Цены на роуминг уменьшены, нет причин для их снижения в 2011 г.** Под давлением ФАС Большая Тройка добровольно снизила тарифы на роуминг, что приведет к незначительный эффекту на общую выручку и рентабельность.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Приток новых клиентов в СНГ.** Проникновение в СНГ находится на достаточно низком уровне, что дает возможность притока новых абонентов.

**Большой свободный денежный поток в России и Украине.** Мобильные рынки России и Украины обеспечивают приток денежных средств, позволяя компаниям проводить модернизацию и входить на новые рынки.

**Привлекательная оценка сектора.** MTC и VimpelCom Ltd торгуются с дисконтом к компаниям развивающихся рынков.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**ARPU от фиксированного ШПД под давлением растущей конкуренции.** Присутствие на рынке множества игроков отрицательно сказывается на ARPU.

**Необходима большая инвестпрограмма для VAS.** На 2011 г. для Большой Тройки мы прогнозируем отношение инвестиций к выручке на уровне 20%, что необходимо для модернизации инфраструктуры.

## Окружающая среда

**Волна консолидации в 1П11.** В первой половине 2011 г. российских телекоммуникационных операторов ждет целый ряд корпоративных событий, которые изменят расстановку сил в секторе. Одни компании задаются целью объединения мобильного бизнеса и операций на фиксированном рынке связи, выхода на новые рынки, в то время как другие вынуждены объединять усилия для сохранения рыночной доли и рентабельности операций. В целом, на телекоммуникационном рынке небольшие игроки, у которых нет покрытия на территории всей страны, магистральной инфраструктуры и которые не оказывают всего спектра услуг, сталкиваются с серьезной конкуренцией со стороны Большой Тройки и Ростелекома. Список транзакций на 1П11: (1) МТС продолжает присоединение Комстар-ОТС с целью стать по-настоящему интегрированным оператором связи и извлечь синергетический эффект. 23 декабря 2010 г. внеочередные собрания акционеров двух компаний одобрили проведение сделки. Это было вполне ожидаемо, принимая во внимание тот факт, что МТС собрал в Комстаре долю в 73.3% (не учитывая казначейские акции). (2) VimpelCom Ltd твердо намерен приобрести Weather Investments, которая владеет контролем в Orascom Telecoms (работает в Африке и Азии) и 100% долей в итальянском Wind Telecomunicazioni. Кроме того, компания участвует в тендере по покупке контрольного пакета в Telekom Srbija, результаты тендера будут объявлены в первой половине торгов. (3) Государство, наконец, начало реорганизацию Связьинвеста на базе Ростелекома. Первый этап завершится в феврале-марте 2011 г. после присоединения МРК к Ростелекому.

**Неизбежны остановки торгов.** В 1П11 произойдет остановка торгов бумаг Комстара и МРК. В случае ГДР Комстара, обращение бумаг закончится в начале апреля, а выпущенные взамен локальные акции МТС начнут торговаться в конце апреля – начале мая. Акционеры МРК не смогут продать свои акции в течение периода от 14 до 44 дней.

**Отсутствие усиления в ценовой конкуренции.** До сих пор российские мобильные операторы резко не сокращали тарифы на традиционную мобильную связь. Рыночная ситуация не диктует необходимости снижения стоимости звонков – ценовая конкуренция невысока в отличие от конкуренции за абонентскую базу. Этот факт позволяет надеяться, что АРРМ в среднесрочной перспективе не будет существенно снижаться. Так, за девять месяцев 2010 г. АРРМ Большой Тройки снизился на 4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Компании в основном конкурировали за привлечение новых абонентов. На привлечение одного нового клиента Большая Тройка тратила в 9М10 на 14% больше, чем год назад. Кроме того, позитивным сигналом является то, что Tele2 Россия продолжает привлекать новых клиентов, но избегает снижения АРРМ, а вдобавок улучшает маржу по OIBDA.

**Главный драйвер – рост мобильного трафика данных.** Мы хотели бы отметить, что главным драйвером роста выручки мы видим рост мобильного трафика передачи данных. VAS ARPU в России, согласно прогнозу, вырастет в 2011 г. на 34% по сравнению с прошлым годом. Количество активных пользователей 3G мобильных телефонов увеличится на 53% за год. Мобильные устройства, поддерживающие сети 3G, преобладают среди новых покупок и уже занимают 21% от общего числа телефонов. Рынок 3G USB модемов также находится в процессе становления. Мы полагаем, что количество USB модемов в 2011 г. достигнет 10.8 млн (52% рост за год), а общая выручка от передачи данных в следующем году вырастет на 74%.

**Рост трафика обеспечит рост ARPU от 3G услуг**  
**ARPU от 3G телефонов**

	2010П	2011П	2012П	2013П
Трафик на абонента, МВ/мес	20	31	48	73
Изм. год к году, %	54	57	50	33
Цена, руб./МВ	5.9	5.0	4.2	3.6
Изм. год к году, %	(15)	(15)	(15)	(15)
ARPU, руб./мес.	181	241	308	348
Изм. год к году, %	31	34	28	13

Источник: оценка ТКБ Капитал

**Ставка на рост потребления.** Макроэкономическая ситуация в России выглядит благоприятной для роста ВВП и увеличения доходов населения. ARPU от мобильных услуг должно продолжить расти (мы оцениваем 2% рост рублевого ARPU от традиционных услуг в России для МТС и Vimpelcom Ltd). Увеличение ARPU будет обусловлено ростом МОУ (4% за год до 233 мин./мес. для МТС и 3% до 225 мин./мес. для VimpelCom Ltd). Регионы еще не реализовали своего потенциала, так как многие абоненты тратят там менее \$3 в месяц.

## Влияние регулятора

**Министерство поддерживает технологическую нейтральность и рефарминг.** Во время интервью 9 декабря 2010 г. Игорь Щеголев, глава Министерства Связи и Массовых Коммуникаций, сделал существенные для регулирования мобильного сектора заявления. Министерство поддерживает принцип «технологической нейтральности» и выступает за проведение рефарминга частотного ресурса. Главные инициативы – следующие: (1) операторы могут инвестировать в конверсию частот в диапазоне 790-860 МГц в обмен на доступ к распределению высвободившихся частот. Министерство Обороны не возражает против этого предложения, а основные операторы уже дали предварительное согласие. По оценкам Большой Тройки, на конверсию частот потребуется \$1.6-5.0 млрд, что является приемлемой величиной для крупных операторов; (2) в диапазоне 2.5-2.7 ГГц может быть произведен рефарминг частот, что позволит объединять отрезки частотного спектра. Оба диапазона - 790-860 МГц и 2.5-2.7 ГГц – заняты LTE сетями в Европе, для них уже доступно оборудование; (3) Министерство не возражает против принципа «технологической нейтральности». В целом, операторы Большой Тройки могут заменить оборудование и развернуть LTE услуги на действующих частотах 900/1800 МГц.

**Одобен рост тарифов на фиксированную связь.** Операторы фиксированной связи получили право от Федеральной службы по тарифам (ФСТ) в 2011 г. поднять стоимость услуг на местную связь в среднем на 8.8%. Рост тарифов находится на уровне нашего макроэкономического прогноза по инфляции (8.4%), что, несомненно, выступает позитивным моментом для операторов фиксированной связи. Услуги местной связи преобладают в структуре выручки МГТС и МРК; поэтому рост тарифов увеличит их общую выручку на 3%. Система предельных ставок была введена в феврале 2007 г., что объяснялось низкой стоимостью минуты разговора по местной связи по сравнению со странами Центральной и Восточной Европы. Тем не менее, квартальная финансовая отчетность МРК показывает, что без повышения тарифов, выручка от местной связи начала бы снижаться.

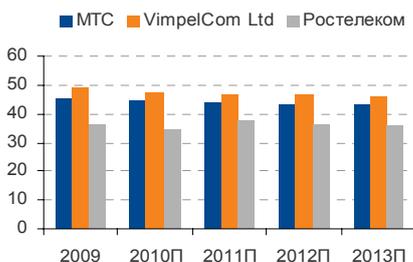
**Цены на роуминг уменьшены, нет причин для их снижения в 2011 г.** Осенью 2010 г. Федеральная Антимонопольная Служба (ФАС) вынудила операторов Большой Тройки добровольно снизить тарифы на роуминг в СНГ с октября 2010 г. и внутри России с декабря 2010 г. Операторы, по нашим прогнозам, начиная с 2011 г. потеряют не более 1.5% выручки, а их маржа пострадает незначительно (ФАС оценила маржу по OIBDA от услуг роуминга в 60%). Растущее потребление услуг в роуминге должно сдерживать резкое снижение тарифов. Регулятор был удовлетворен снижением цен на роуминг Большой тройки и обещал взыскать минимально возможный штраф в размере 1% от выручки за прошедший год, что составляет лишь \$9 млн на всю Большую Тройку. Поэтому вероятность понижения цен в 2011 г. кажется нам минимальной. Однако ФАС собирается принудить мобильных операторов использовать посекундную тарификацию звонков в роуминге в следующем году. Если изменения вступят в силу, мы оцениваем падение выручки в пределах 0.5%, так как прозрачная тарификация звонков заставит абонентов чувствовать себя комфортно и потреблять больше голосового трафика в роуминге.

**У VimpelCom Ltd больше бизнеса в СНГ**  
Разбивка мобильной выручки по сегментам, %, 2011 г.

	MTC	VimpelCom Ltd
Россия	78.6	72.0
СНГ	21.4	27.7
Ю.-В. Азия		0.3

Источник: оценка ТКБ Капитал

**Высокая маржа по OIBDA**  
Совокупная рентабельность по OIBDA, %



Источник: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

## Сильные стороны

**Приток новых клиентов в СНГ.** Уровень мобильного проникновения в СНГ (не берем в учет Украину) достаточно низок, что дает возможность для притока новых клиентов. По состоянию на конец 2009 г. в большинстве стран СНГ уровень проникновения был ниже 80%, в то время как в среднем в развивающихся странах проникновение составляет 98%. МТС и VimpelCom Ltd удерживают лидирующие позиции на этих рынках. По нашему прогнозу, в 2011 г. МТС и VimpelCom Ltd получат в СНГ 21% and 28% общей выручки, соответственно. В 2011 г. мы рассчитываем увидеть 7% рост абонентов в СНГ, который будет сопровождаться 10% увеличением выручки в долларовом выражении.

**Рентабельность выше зарубежных аналогов.** Наши прогнозы на совокупную маржу по OIBDA на 2011 г. составляют 43.6% для МТС (падение на 0.8 п.п. за год) и 46.6% для VimpelCom Ltd (снижение за 0.9 п.п. за год). Более низкая маржа у МТС объясняется наличием неприбыльного ритейлового бизнеса. В глобальном разрезе, операторы в развитых странах в 2009 г. демонстрировали среднюю рентабельность по OIBDA 41%. В случае с Ростелекомом, по нашим оценкам, рентабельность по OIBDA в 2011 г. будет на уровне 38%, что является хорошим показателем для оператора, предоставляющего преимущественно услуги фиксированного доступа. Жесткая политика в отношении денежных затрат МРК на протяжении 2010 г. подтверждает нашу точку зрения.

**Большой свободный денежный поток в России и Украине.** Рынки сотовой связи России и Украины генерирует высокие денежные потоки, которые используются для проведения модернизации и входа на новые рынки. МТС получает 82% свободного денежного потока в России, 11% в Украине. Данный тренд будет и далее преобладать, несмотря на рост инвестпрограммы, направленной на 3G услуги и модернизацию оборудования фиксированной связи.

**Привлекательная оценка сектора.** Как VimpelCom Ltd, так и МТС торгуются с дисконтом по мультипликаторам к компаниям развивающихся рынков. Прогнозный показатель EV/EBITDA на 2011 г. у МТС равен 4.3, что на 18% ниже аналогов с развивающихся рынков. По показателю P/E на 2011 г. (составляет 10.3) МТС также торгуется с 18-процентным дисконтом к зарубежным аналогам. P/E для VimpelCom Ltd на 2011 г. на 14% ниже, чем для МТС, что есть результат рисков приобретения Weather Investments. Ростелеком сейчас оценен на одном уровне со своими аналогами за рубежом.

**Сформированная дивидендная политика.** Российские телекоммуникационные компании в своем большинстве делают дивидендные выплаты своим акционерам. Продолжительность дивидендных выплат насчитывает уже несколько лет, распределение дивидендов не прерывалось во время кризиса (кроме случая с VimpelCom Ltd). С 2005 г. дивидендная политика МТС предполагает выплату как минимум 50% чистой прибыли, что даст дивидендную доходность в 2011 г. в размере 4.9% для АДР и 6.3% для локальных акций. VimpelCom Ltd объявил выплату 50% свободного денежного потока от операций в России и Украине. Это приведет к доходности в размере 3.7% в следующем году. Менеджмент Ростелекома указывал на распределение 20% прибыли для владельцев обыкновенных акций (в МРК она составляла 15%).

## Слабые стороны

**ARPU от фиксированного ШПД под давлением растущей конкуренции.** Присутствие на рынке целого ряда сильных игроков негативно сказывается на динамике размера месячных платежей. Так, в регионах в 3К10 Комстар зафиксировал 10% снижение год к году показателя ARPU. Поэтому мы считаем, что данная динамика останется в силе в будущем, и ARPU снизится на 5% за 2011 г. Однако приток новых абонентов (уровень проникновения ШПД может вырасти на 11 п.п. за 2011 г. до 38%) позволит расти выручке от фиксированных услуг ШПД.

**Необходима большая инвестпрограмма для VAS.** Большая Тройка будет направлять порядка 20% от выручки на инвестпрограмму с целью модернизации инфраструктуры. Такой размер инвестиций необходим для большего покрытия сетей 3G и качественного доступа к конечному потребителю в фиксированном бизнесе. Такие затраты вполне допустимы для российских телекоммуникационных компаний (отношение инвестпрограммы к чистым поступлениям от операционной деятельности равно 0.6).

**Ограниченный потенциал в платном телевидении.** Высокий уровень проникновения платного телевидения (уже больше 50%) и внедрение цифрового вещания на государственном уровне сдерживают дальнейший рост абонентской базы. Потенциал роста выручки ограничен, как небольшим простором для роста числа клиентов, так к снижением ARPU. На 2011-12 гг. число новых клиентов будет высоким (рост 11% за год до 35 млн). На 2013-15 гг. средний рост снизится до 2% в год, и должен завершиться к 2015 г., база клиентов платного ТВ составит 38 млн. В целом, выручка сегмента будет расти на 7% за год в 2011-12 гг. и будет на одном уровне в 2013-14 гг.

**Высокая оценка активов для покупки.** Текущая стоимость активов на продажу значительно превосходит оценки самих компаний-покупателей, что уменьшает отдачу от инвестиций. Например, в июле 2010 г. МТС приобрела Мультирегион исходя из EV/EBITDA за 2009 г. в размере 13 (при учете доли меньшинства). Акционеры Акадо (оказывает услуги ШПД и кабельного ТВ в Москве) просит у Ростелекома платы за актив на уровне 10-12 EV/EBITDA по итогам 2009 г. Varing Vostok согласился с оценкой ЭР-Телекома (компания демонстрирует самые высокие темпы роста абонентской базы ШПД) в 16 EV/EBITDA за 2009 г.

### Генератор поступления денег

#### Движение денежных средств в МТС, \$ млрд



Источник: данные компании, оценка ТКБ Капитал

### Темп роста замедлится только после 2012 г.

#### База пользователей платного ТВ в России



Источник: ComNews Research, ТКБ Капитал

**Сравнительная оценка показателей российского телекоммуникационного рынка**

Компания	Страна	Рын. кап. \$ млн	EV \$ млн	P/E				EV/EBITDA				EV/S			
				2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П
<b>Россия</b>															
МТС	Россия	20,398	24,386	20.4	11.7	10.3	9.5	5.5	4.8	4.3	4.0	2.5	2.1	1.9	1.8
VimpelCom Ltd	Россия	19,459	23,485	17.4	11.4	8.9	8.5	5.5	4.7	4.2	4.0	2.7	2.2	2.0	1.8
Ростелеком	Россия	14,718	18,437	18.0	14.3	14.4	11.4	5.7	5.6	5.3	5.3	2.1	1.9	2.0	1.9
<b>Медиана</b>				<b>18.0</b>	<b>11.7</b>	<b>10.3</b>	<b>9.5</b>	<b>5.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
<i>Премия (дисконт) к развивающимся рынкам</i>				<b>6%</b>	<b>-16%</b>	<b>-18%</b>	<b>-19%</b>	<b>-16%</b>	<b>-11%</b>	<b>-18%</b>	<b>-20%</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>
<i>Премия (дисконт) к развитым рынкам</i>				<b>31%</b>	<b>3%</b>	<b>-11%</b>	<b>-12%</b>	<b>-3%</b>	<b>-14%</b>	<b>-20%</b>	<b>-24%</b>	<b>28%</b>	<b>8%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>															
China Unicom	Китай	34,895	44,474	24.9	51.1	31.2	21.4	5.1	4.9	4.4	3.9	2.0	1.8	1.6	1.5
America Mov il	Мексика	114,271	131,142	20.0	15.6	13.8	12.9	11.2	7.1	6.5	6.2	4.5	2.9	2.7	2.6
Orascom Telecom	Египет	3,893	7,984	11.7	6.3	8.9	7.2	3.4	4.2	4.0	3.8	1.6	1.8	1.7	1.6
Philippine LD	Филиппины	10,800	12,350	12.9	11.5	11.3	11.0	6.4	6.3	6.2	6.2	4.0	3.7	3.6	3.5
Telkommunikacja polska	Польша	7,287	8,667	17.6	17.5	16.7	15.3	4.2	4.9	4.5	4.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Carso global telecom	Мексика	17,972	31,940	15.1	-	-	-	5.7	5.4	5.3	-	2.1	1.9	1.8	-
Chunghwa telecom	Тайвань	24,239	22,164	18.3	15.4	15.4	15.2	8.0	7.3	7.3	7.3	4.0	3.4	3.4	3.4
Singapore Telecom	Сингапур	37,217	41,059	15.5	13.2	12.6	11.7	13.3	10.4	9.2	8.7	4.0	3.4	3.0	2.9
Magyar Telekom	Венгрия	2,560	4,139	6.6	9.5	10.2	9.6	3.3	3.8	4.0	4.0	1.3	1.4	1.5	1.4
Turkcell	Турция	14,751	13,356	13.3	12.5	11.6	10.6	7.0	6.9	6.3	5.7	2.3	2.3	2.2	2.0
Mobinil	Египет	2,805	3,721	7.6	10.8	11.3	9.9	4.0	4.8	4.6	4.3	1.9	2.0	1.9	1.8
MTN	Ю. Африка	36,477	37,238	20.7	13.9	11.5	10.1	6.7	5.2	4.7	4.3	2.8	2.2	2.0	1.8
Telekom Malay sia	Малайзия	4,050	4,813	22.2	20.4	21.6	20.3	5.6	5.1	5.0	4.8	2.0	1.7	1.7	1.6
Advanced info service	Таиланд	8,570	8,984	17.2	12.8	12.3	11.5	6.7	5.4	5.3	5.2	3.0	2.5	2.4	2.4
Bharti Airtel	Индия	29,109	29,318	16.9	14.4	19.4	15.3	8.7	8.1	6.6	5.4	3.6	3.3	2.3	1.9
Vivo Participacoes S.A.	Бразилия	17,042	18,489	39.2	20.8	15.9	13.3	7.0	5.6	5.3	5.0	2.2	1.8	1.7	1.6
<b>Медиана</b>				<b>17.1</b>	<b>13.9</b>	<b>12.6</b>	<b>11.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
<b>Развитые рынки</b>															
Deutsche Telekom	Германия	55,307	125,826	112.4	12.6	12.5	11.9	4.5	4.9	5.0	5.0	1.4	1.5	1.6	1.6
France Telecom	Франция	55,578	101,284	13.3	8.3	9.0	9.0	4.8	4.9	4.9	5.0	1.6	1.7	1.7	1.7
Tele2	Швеция	9,143	9,490	15.4	10.5	11.5	10.3	7.9	6.2	5.9	5.3	1.8	1.6	1.6	1.5
Verizon	США	99,446	193,348	27.2	15.9	15.6	14.1	5.4	5.6	5.4	5.2	1.8	1.8	1.8	1.8
Portugal Telecom	Португалия	11,479	12,822	12.0	23.8	13.9	12.3	3.9	5.5	4.8	4.4	1.4	2.1	1.8	1.7
Belgacom	Бельгия	11,317	13,709	9.0	11.0	11.1	11.2	4.8	4.9	5.4	5.4	1.7	1.6	1.6	1.6
OTE	США	4,095	11,238	7.3	10.2	9.2	8.1	3.6	4.4	4.6	4.5	1.3	1.5	1.6	1.6
Swisscom	Швейцария	22,678	32,267	12.7	11.7	11.2	11.1	8.0	6.7	6.6	6.6	2.9	2.6	2.6	2.6
Telecom Italia	Италия	23,746	75,538	10.8	7.9	7.7	7.3	4.9	5.1	4.9	4.9	2.0	2.1	2.1	2.0
Telefonica	Испания	104,251	191,303	9.6	8.7	9.1	8.8	6.1	5.9	6.1	5.9	2.4	2.4	2.3	2.2
Telenor	Норвегия	26,249	31,378	19.0	13.1	12.0	10.3	5.8	6.6	6.1	5.6	2.0	2.0	1.9	1.8
AT&T	США	172,158	238,177	13.7	11.1	11.5	10.8	5.8	5.6	5.3	5.1	1.9	1.9	1.9	1.9
Qwest communications	США	13,384	24,396	20.2	28.2	18.7	18.2	5.7	5.6	5.7	5.7	2.0	2.1	2.1	2.2
Telus	Канада	14,573	20,519	16.6	14.1	12.6	11.5	6.3	5.7	5.5	5.3	2.4	2.1	2.1	2.0
Teliasoenera	Швеция	35,359	43,786	14.3	11.4	11.0	10.5	9.4	8.0	7.9	7.7	3.0	2.8	2.8	2.7
<b>Медиана</b>				<b>13.7</b>	<b>11.4</b>	<b>11.5</b>	<b>10.8</b>	<b>5.7</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>

Источник: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

# МТС / Комстар-ОТС

## Надежная ставка на телекоммуникационный сектор

МТС является нашим фаворитом в секторе из-за высокого притока денежных средств (благодаря самой большой в России базе мобильных пользователей) и постоянного поиска способов увеличения акционерной стоимости. Компания занимает 32% рынка мобильной связи в России и успешна в конкуренции на региональных рынках с МегаФон и Tele2 Россия. МТС - одна из трех российских компаний, которые получили частоты для 3G и развернули полноценные сети. Наш оптимистический взгляд на акции исходит от хороших перспектив роста мобильного рынка и продолжающейся экспансии на рынок ШПД. Присоединение Комстара в 1П11 на операционном уровне сделает возможным предоставление полного спектра услуг, а также сэкономить на поставках оборудования, управленческих и маркетинговых расходах. Акции недооценены по мультипликаторам, потенциал роста составляет 65% до нашей целевой цены в \$14 за локальную акцию, прогнозная цена АДР равна \$28. Для входа в капитал МТС мы предлагаем покупать бумаги Комстара. Хотя остановка торгов произойдет в апреле, покупка ГДР Комстара и конвертация их в локальные акции МТС дает выигрыш в 8% против обычной покупки акций МТС.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Рост мобильного трафика в 3G сетях.** Мы рассчитываем, что активные пользователи 3G телефонов увеличат потребление трафика в три раза в период с 2010 г. по 2013 г. до 100 МВ в месяц. В 2013 г. выручка от Интернет-доступа составит \$1.2 млрд или 12% выручки от мобильных услуг в России.

**Доля VAS в ARPU вырастет с 19% до 31% в 2010-13 гг.** Доля VAS (данные, контент и сообщения) в ARPU, по нашим оценкам, будет бурно расти из-за увеличения пользователей 3G телефонов и USB модемов. Доля VAS, главным образом из-за передачи данных, вырастет на 3 п.п. в 2011 г. до 22% и достигнет 31% в 2013 г.

**Приток клиентов ШПД в небольших городах.** Мы считаем, что МТС в 2011-13 гг. получит 140% рост фиксированной базы ШПД до 2.9 млн (вместе с Комстар) и 185% рост до 3.7 млн числа USB модемов. Выручка сегментов удвоится до \$0.8 млрд.

**Новые мобильные пользователи в СНГ.** Проникновение в СНГ (за исключением Украины) по-прежнему невысоко, что дает потенциал для дальнейшего роста. Проникновение находится в диапазоне от 41% до 86% в СНГ, а среднее по развивающимся рынкам – 98%. Существенная рыночная доля МТС (от 45% в Узбекистане до 85% в Туркменистане) обеспечит реализацию этого потенциала.

**Стабильное распределение дивидендов.** По консервативному сценарию (50% чистой прибыли на дивиденды) акционеры получать доходность 4.9% на АДР и 6.3% на локальные акции.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**МТС действует в интересах АФК Система.** Совет директоров МТС одобрил покупку Системы Телеком у АФК Система за \$379 млн, период отдачи от инвестиций свыше 10 лет. Далее, в 2011 г. АФК Система планирует продать МТС 28% обыкновенных акций (23% совокупного капитала) МГТС. Цена неизвестна, но мы предполагаем некоторую премию к цене, уплаченной самой Системой (\$330 млн).

**Риск увеличения инвестпрограммы.** Лидерство МегаФона в мобильной передаче данных обусловлено большим размером инвестиций в последние годы. МТС может постараться опередить конкурента по д, значительно увеличив инвестиции.

**МТС предписано приостановить операции в Туркменистане.** Министерство телекоммуникаций Туркменистана объявило о приостановке действия лицензий сроком на один месяц с 21 декабря 2010 г. При худшем сценарии (МТС потеряет бизнес в Туркменистане) это приведет к потере 2% справедливой акционерной стоимости компании.

МТС		
	АО	ADR
Тикер	MTSI	MBT
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	8.48	20.47
Целевая цена, \$	14.0	28.0
Потенциал, %	65%	37%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	MTSI RX	MBT US
Bloomberg		MBT.N
Reuters	MTSI.MM	MBT.N
		АДР
АДР в обращении, млн		997
EV, \$ млн		24,386
Рын. кап., \$ млн		20,398
MIN 12 мес., \$	9.42	19.21
MAX 12 мес., \$	6.91	23.33
Кол-во акций на АДР		2

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
US GAAP	2011П	2011П	2012П
Выручка	11,447	12,923	13,928
ЕБИТДА	5,078	5,636	6,030
Чистая прибыль	1,749	1,987	2,157
EPS, \$	1.75	1.99	2.16
Рост выручки, %	16.1	12.9	7.8
EPS рост, %	75.2	13.6	8.6
Маржа ЕБИТДА, %	44.4	43.6	43.3
Чистая маржа, %	15.3	15.4	15.5

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2011П	2011П	2012П
P/E	11.7	10.3	9.5
EV/ЕБИТДА	4.8	4.3	4.0



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	4,390	4,464	4,297	4,566	5,355	6,649	8,235
Основные средства	7,749	7,754	8,330	8,007	8,156	7,972	7,564
Прочие внеоборотные активы	3,611	2,868	3,074	3,069	3,268	3,452	3,610
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	11,359	10,623	11,404	11,077	11,425	11,424	11,174
<b>АКТИВЫ</b>	15,749	15,086	15,702	15,642	16,779	18,073	19,409
Текущие заемные обязательства	2,022	2,407	2,270	1,949	1,820	1,748	1,706
Прочие текущие обязательства	2,256	2,238	2,283	2,189	2,233	2,278	2,308
<b>ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	4,279	4,645	4,553	4,139	4,053	4,026	4,015
Долгосрочные заемные обязательства	6,327	4,620	4,116	3,633	3,528	3,496	3,481
Прочие долгосрочные обязательства	711	702	714	682	693	704	711
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	7,037	5,322	4,830	4,315	4,221	4,200	4,193
<b>КАПИТАЛ</b>	4,433	5,120	6,318	7,189	8,506	9,847	11,201
<b>КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	15,749	15,086	15,702	15,642	16,779	18,073	19,409

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	9,857	11,447	12,923	13,928	14,671	15,642	16,496
Денежные затраты	(5,388)	(6,369)	(7,288)	(7,897)	(8,384)	(9,025)	(9,591)
<b>ЕБИТДА</b>	4,469	5,078	5,636	6,030	6,287	6,617	6,904
Амортизация	(1,844)	(1,926)	(2,243)	(2,459)	(2,621)	(2,847)	(3,002)
<b>Операционная прибыль</b>	2,539	3,152	3,392	3,571	3,667	3,770	3,902
Чистые процентные доходы/(расходы)	(468)	(647)	(554)	(490)	(447)	(433)	(427)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	1,482	2,506	2,838	3,081	3,219	3,337	3,476
Налог на прибыль	(504)	(556)	(624)	(678)	(708)	(734)	(765)
<b>Чистая прибыль</b>	998	1,749	1,987	2,157	2,254	2,336	2,433

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистые ДС, полученные от операционной деятельности</b>	3,596	3,630	4,181	4,567	4,825	5,132	5,382
<b>Чистые ДС, полученные от инвестиционной деятельности</b>	(2,385)	(1,324)	(2,843)	(2,646)	(2,788)	(2,659)	(2,639)
<b>Чистые ДС, полученные от финансовой деятельности</b>	148	(2,235)	(1,635)	(1,507)	(1,385)	(1,335)	(1,292)
<b>Чистый долг</b>	5,621	4,260	3,872	2,776	1,838	530	(1,032)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	(17)	16	13	8	5	7	5
Маржа по ЕБИТДА	45.3	44.4	43.6	43.3	42.9	42.3	41.9
Рентабельность по чистой прибыли	10.1	15.3	15.4	15.5	15.4	14.9	14.7
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	1.3	0.8	0.7	0.5	0.3	0.1	отр.

Источник: компания, оценка ТКБ Капитал

# VimpelCom Ltd

## Риски уже учтены, но хорошие фундаментальные показатели вряд ли проявят себя в 1П11

VimpelCom Ltd предлагает большой доступ на быстро растущие рынки мобильной связи стран СНГ, чем МТС или МегаФон. VimpelCom Ltd твердо намерен стать глобальным лидером и приобрести Weather Investments, которая владеет мобильным бизнесом в Италии, Азии и Африке, чтобы стать пятым по размеру абонентской базы оператором. Россия и большинство стран СНГ выступают генератором притока денежных средств. У VimpelCom есть все средства противостоять оттоку абонентов в России и идти в ногу с МегаФоном на рынке мобильной передачи данных. 18% дисконт VimpelCom Ltd к P/E к мультипликаторам МТС отражает риски покупки новых активов, которые в основном связаны с национализацией Djezzy, мобильного оператора в Алжире, и стремлением приобретать мобильные активы за рубежом (например, Telekom Srbija). Тем не менее, у компании сильные фундаментальные характеристики, поэтому риски падения котировок ограничены. Если VimpelCom Ltd откажется от приобретения Weather Investments, прогнозная цена составит \$22/акция. В случае национализации Djezzy, прогнозная величина величиной, уплаченной за актив, оценка разнится от \$2.5 млрд до \$7.8 млрд. Однако при этом сценарии капитализация VimpelCom Ltd вряд ли начнет восстанавливаться в 1П11 из-за рисков приобретения и возможности появления корпоративных конфликтов.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Высокий денежный поток от основных рынков.** Стоимость голосовых услуг в России остается стабильной, поэтому мы ожидаем, что совокупная маржа по OIBDA VimpelCom Ltd в России будет на уровне 46% в 2011-13 гг.

**Развитие мобильной передачи данных на ранней стадии развития.** Проникновение USB модемов (12%) и активных пользователей 3G телефонов (6%) в России все еще низкое. Мы ожидаем, что к 2012 г. выручка от мобильных услуг ШПД составит 20% от общей выручки VimpelCom Ltd в России.

**Лидерство на большинстве рынках за границей.** В данный момент VimpelCom Ltd занимает первое или второе место на рынке сотовой связи в большинстве стран СНГ. Мобильные операторы в Африке и Азии, приобретаемые через Weather Investments, также лидируют по рыночной доле.

**Объявленная дивидендная политика сулит доходность 3.7% в 2011 г.** Распределение 50% свободного денежного потока от операций в России и Украине предполагает доходность 3.7% в 2011 г., однако из-за покупки Weather Investments дивиденд на акцию снизится на 20%.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Weather Investments оценен по высокому 7.7 EV/12 мес. EBITDA.** Компания оценена по EV/12 мес. EBITDA 7.7, на 50% выше EV/12 мес. EBITDA VimpelCom Ltd. и 13% выше EV/12 мес. EBITDA при слиянии с Киевстар.

**Чистый долг/12 мес. EBITDA вырастет до 2.5 с 0.8.** После приобретения чистый долг VimpelCom Ltd вырастет с \$4.0 млрд до \$24 млрд. Компания ожидает, что сможет погашать \$1.5-3.0 млрд ежегодно, что растянется более чем на 10 лет.

**Необходимость увеличения инвестпрограммы для 3G услуг.** Мегафон в последнее время был более агрессивным игроком и уделял наибольшее внимание 3G сетям с целью увеличения своей рыночной доли в данном сегменте. Чтобы идти в ногу с МегаФоном, Vimpelcom Ltd следует значительно наращивать свои инвестиции.

VimpelCom Ltd	
Тикер	ADR VIP
Рекомендация	ПЕРЕСМОТР
Цена, \$	14.94
Целевая цена, \$	-
Потенциал, %	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	VIP US
Reuters	VIP.N

Акции в обращении, млн	1302
EV, \$ млн	23485.484
Рын. кап., \$ млн	19459.484
MIN 12 мес., \$	13.96
MAX 12 мес., \$	19.01

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
US GAAP	2010П	2011П	2012П
Выручка	10,520	12,039	12,780
ЕБИТДА	4,996	5,611	5,923
Чистая прибыль	1,704	2,179	2,288
EPS, \$	1.31	1.67	1.76
Рост выручки, %	20.9	14.4	6.2
EPS рост, %	52.2	27.9	5.0
Маржа ЕБИТДА, %	47.5	46.6	46.3
Чистая маржа, %	16.2	18.1	17.9

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	11.4	8.9	8.5
EV/ЕБИТДА	4.7	4.2	4.0



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,967	3,115	3,728	4,717	6,238	8,373	10,885
Основные средства	5,562	8,252	9,317	9,704	10,075	10,207	10,176
Прочие внеоборотные активы	6,204	7,643	8,149	8,076	7,979	7,867	7,753
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	11,766	15,895	17,466	17,780	18,054	18,074	17,929
<b>АКТИВЫ</b>	14,733	19,010	21,194	22,497	24,292	26,447	28,814
Текущие заемные обязательства	1,813	1,794	1,542	1,178	881	655	486
Прочие текущие обязательства	1,601	1,785	1,909	1,897	1,878	1,859	1,842
<b>ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	3,414	3,578	3,451	3,075	2,759	2,514	2,328
Долгосрочные заемные обязательства	5,540	5,579	4,460	3,311	2,450	1,813	1,343
Прочие долгосрочные обязательства	761	1,200	1,263	1,234	1,200	1,167	1,135
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	6,301	6,779	5,722	4,545	3,649	2,980	2,479
<b>КАПИТАЛ</b>	5,018	8,653	12,021	14,877	17,884	20,952	24,008
<b>КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	14,733	19,010	21,194	22,497	24,292	26,447	28,814

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	8,703	10,520	12,039	12,780	13,383	14,131	14,739
Денежные затраты	(4,430)	(5,524)	(6,428)	(6,857)	(7,241)	(7,730)	(8,134)
<b>ЕБИТДА</b>	4,273	4,996	5,611	5,923	6,142	6,401	6,605
Амортизация	(1,694)	(2,181)	(2,477)	(2,667)	(2,681)	(2,708)	(2,779)
<b>Операционная прибыль</b>	2,539	2,849	3,342	3,363	3,359	3,409	3,445
Чистые процентные доходы/(расходы)	(547)	(664)	(548)	(430)	(322)	(238)	(176)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	1,551	2,185	2,794	2,933	3,037	3,171	3,269
Налог на прибыль	(435)	(481)	(615)	(645)	(668)	(698)	(719)
<b>Чистая прибыль</b>	1,120	1,704	2,179	2,288	2,369	2,473	2,550

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистые ДС, полученные от операционной деятельности</b>	3,513	4,475	5,263	5,791	6,111	6,269	6,410
<b>Чистые ДС, полученные от инвестиционной деятельности</b>	(1,433)	(2,737)	(3,196)	(3,392)	(3,454)	(3,227)	(3,131)
<b>Чистые ДС, полученные от финансовой деятельности</b>	(1,545)	(1,893)	(1,701)	(1,389)	(1,055)	(783)	(580)
<b>Чистый долг</b>	5,906	4,482	4,094	2,998	2,060	752	(810)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	(14)	21	14	6	5	6	4
Маржа по ЕБИТДА	49.1	47.5	46.6	46.3	45.9	45.3	44.8
Рентабельность по чистой прибыли	12.9	16.2	18.1	17.9	17.7	17.5	17.3
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	1.4	0.9	0.7	0.5	0.3	0.1	отр.

Источник: компания, оценка ТКБ Капитал

# Ростелеком

## Проверка операционных показателей на прочность

Первый этап реструктуризации должен завершиться в марте-апреле 2011 г. объединением МРК на базе Ростелекома. После завершения необходимых корпоративных процедур, рынок сосредоточится на операционных показателях уже объединенной компании. Снижение голосового трафика в сетях (преимущественно международной и междугородней связи) вместе с отсутствием покрытия мобильной сети всей России – негативные моменты для самой компании и ее инвесторов. В текущий момент мы нейтрально смотрим на обыкновенные акции компании, которая торгуется на уровне своих зарубежных аналогов. Входить в капитал нового Ростелекома по-прежнему выгодно путем покупки акций МРК. Однако данная выгода присутствует за счет неизбежности остановки торгов акциями МРК (займет от 14 до 44 дней). Потенциальные покупки дорогих активов негативно сказываются на восприятии бумаг компании рынком. Мы ожидаем сужения спреда между обыкновенными и привилегированными акциями Ростелекома и подтверждаем нашу рекомендацию **ПОКУПАТЬ** привилегированные акции Ростелекома, справедливая цена которых составляет \$3.3/акция.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Высокий потенциал притока клиентов ШПД в небольших городах.** У Ростелекома присутствует огромный потенциал для привлечения клиентов ШПД в небольших городах, где он не встречает большой конкуренции со стороны крупных альтернативных операторов, например, Комстара. На 2011 г. мы закладываем 40% рост российской абонентской базы ШПД до 21 млн пользователей. По состоянию на конец 9 месяцев 2010 г. объединенный Ростелеком с 6 млн абонентов ШПД занимал 40-90% рыночную долю на региональных рынках (совокупная доля на всем рынке ШПД России 43%).

**Рост тарифов на местную связь.** Пока фиксированные голосовые услуги продолжают доминировать в структуре выручки МРК, увеличение предельной ставки тарифов ФСТ весьма благоприятны для Ростелекома. На 2011 г. тарифы на местную связь были повышены в среднем на 8.8%, что приведет к 3% росту совокупной выручки.

**Включение обыкновенных акций в MSCI индекс.** Мы рассчитываем, что включение обыкновенных акций Ростелекома в состав MSCI индекса произойдет летом 2011 г., что приведет к росту ликвидности в ценных бумагах компании.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Низкая ликвидность акций на протяжении трех месяцев после реструктуризации.** На данный момент неясным остается тот факт, планирует ли Ростелеком несколько выпусков новых обыкновенных акций (максимум 16 для всех МРК) или ограничится одним. Сразу после начала торгов объединенного Ростелекома, объемы торгов бумаг могут оставаться на низком уровне, так как инвесторы не смогут аккумулировать большие объемы в рамках одного выпуска. В течение трех месяцев различные выпуски Ростелекома будут объединены на ММВБ.

**Снижение ARPU ШПД.** Мы полагаем, что к 2013 г. показатель ARPU от фиксированного ШПД снизится до \$5/мес. в массовом сегменте, что в три раза меньше текущих месячных платежей МРК. Это произойдет из-за обострения конкуренции на ШПД фиксированной связи преимущественно в больших городах.

**Может быть вынужден выкупить пакет у АСВ.** Ростелеком согласился выкупить пакет своих акций у ВЭБ, который владеет 10% долей Ростелекома до объединения с МРК. Между Ростелекомом и АСВ подписан опцион, согласно которому ВЭБ имеет право продать свой пакет в период с середины 2013 г. по середину 2014 г. по цене 230 руб./акция (на 57% выше текущей цены) и получить процентные платежи, накопленные с июля 2010 г., исходя из ставки 7.7% годовых. АСВ в данный момент владеет 30% акций Ростелекома (до реорганизации). Если Ростелеком согласится на условия, сходные с опционом ВЭБ, то ему потребуется на выкуп \$1.5 млрд.

Ростелеком		
	АО	АП
Тикер	RTKM	RTKMP
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	4.78	2.67
Целевая цена, \$	4.1	3.3
Потенциал, %	-14%	23%

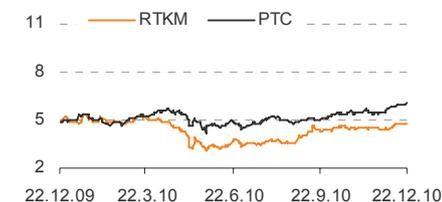
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
	RTKM.RX	RTKMP.RX
Bloomberg		
Reuters	RTKM.MM	RTKMP.MM

	АО	АП
АДР в обращении, млн	2,943	243
EV, \$ млн	18,437	
Рын. кап., \$ млн	14,718	
MIN 12 мес., \$	3.02	2.03
MAX 12 мес., \$	5.36	3.44

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	9,591	9,198	9,545
EBITDA	3,297	3,473	3,504
Чистая прибыль	1,029	1,020	1,287
EPS, \$	0.35	0.35	0.44
Рост выручки, %	8.3	-4.1	3.8
EPS рост, %	26.0	-0.8	26.2
Маржа EBITDA, %	34.4	37.8	36.7
Чистая маржа, %	10.7	11.1	13.5

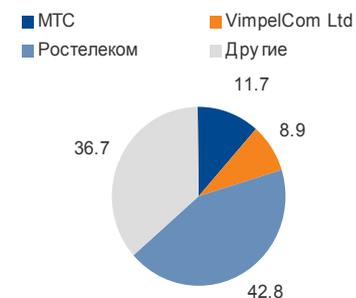
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	14.3	14.4	11.4
EV/EBITDA	5.6	5.3	5.3

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

### Ростелеком занимает 40% рынка Абонентская база фикс. ШПД, %, конец 9М10



Источники: АСМ-Consulting, оценка ТКБ Капитал

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

\$ млн	2009*	2010П*	2011П	2012П	2013П
<b>Выручка</b>	8,855	9,591	9,198	9,545	10,722
Денежные затраты	(5,630)	(6,293)	(5,725)	(6,041)	(6,862)
<b>ЕВITDA</b>	3,225	3,297	3,473	3,504	3,860
<b>Чистая прибыль</b>	816	1,029	1,020	1,287	1,394

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

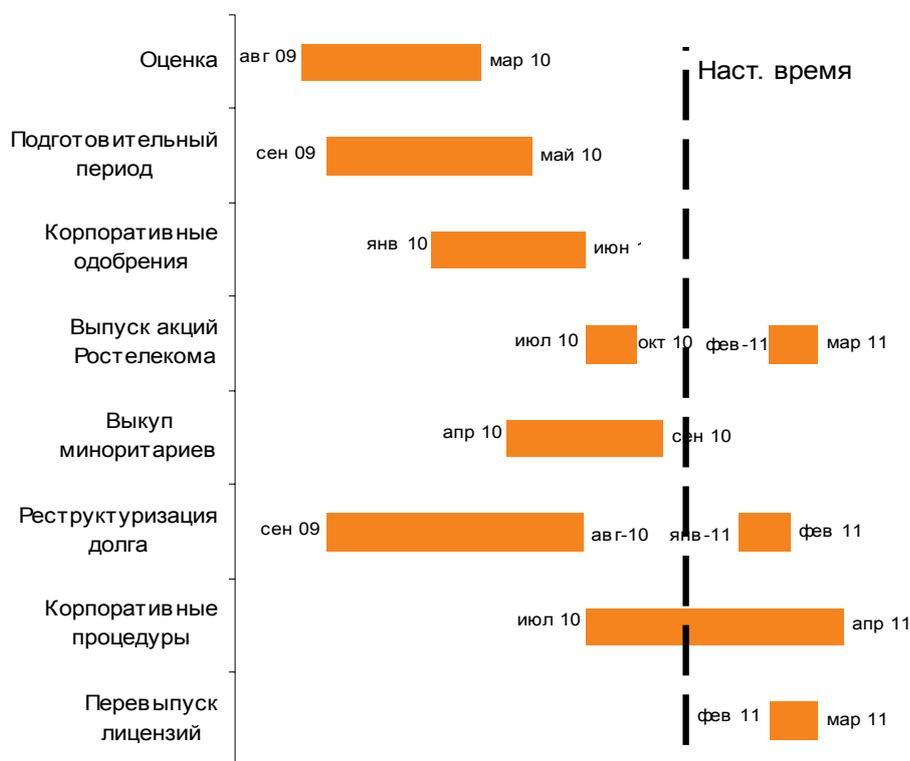
%	2009*	2010П*	2011П	2012П	2013П
Рост выручки	7	8	(4)	4	12
Маржа по ЕВITDA	36.4	34.4	37.8	36.7	36.0
Рентабельность по чистой прибыли	9.2	10.7	11.1	13.5	13.0

Источник: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

\* посчитано путем суммирования частей, присутствует проблема двойного счета

**Реорганизация закончится к маю 2011 г.**

**Процесс реструктуризации МРК и Ростелекома**



Источник: компания

## АФК Система

Портфель как проверенных временем, так и перспективных активов

Акции АФК Система предоставляют возможность выиграть от роста ряда многообещающих секторов российской экономики, ориентированных как на внутренний рынок, так и на экспорт. После приобретения активов ТЭК, Система стала более диверсифицированным холдингом с двумя ключевыми источниками поступления денежных средств (телекоммуникации и ТЭК) для финансирования развития. АФК Система выигрывает от роста потребления на внутреннем рынке, так как присутствует в потребительском, банковском сегменте и сегменте высоких технологий. Основываясь на оценке Системы только по сумме составных частей публичных активов, дисконт корпоративного равен 23% (традиционно принятым для всех активов является дисконт 25%). На данный момент нет разницы между покупкой ГДР и обыкновенных акций Системы, так как спред между ними находится на уровне среднего за двенадцать месяцев (29%).

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Телекоммуникационный бизнес и ТЭК генерируют стабильный денежный поток.** АФК Система получает дивиденды от прибыльного бизнеса МТС и Башнефти. Коэффициент дивидендных выплат у МТС составляет минимум 50% чистой прибыли, а в 2010 г. он достиг 100%.

**Крупных покупок телекоммуникационных активов не планируется.** Менеджмент продолжает повторять, что компания не рассматривает сделок сродни VimpelCom Ltd для входа на рынки Европы, Азии и Африки.

**Башнефть приобретает все больший вес в стоимости Системы.** Система оптимизировала операции Башнефти, создав эффективную вертикально-ориентированную структуру. Компания выиграла лицензию на разработку месторождения Требса и Титова, последние крупные нефтяные запасы в России. Инвестиционная программа может составить \$5.5 - 6 млрд.

**Потребительские активы обладают большим потенциалом.** Потребительские активы Системы занимают прочное положение на рынке и в долгосрочной перспективе будут выигрывать от экономического роста всей экономики.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Отсутствие дивидендных выплат.** Менеджмент Системы не намерен поднимать вопрос о формировании дивидендной политики до тех пор, пока чистая прибыль компании не будет стабильной в течение нескольких лет. Так, за 2009 г. Система выплатила лишь номинальный размер дивидендов.

**Перспективы SSTL не впечатляют.** Мы очень осторожно смотрим на перспективы индийского сотовой компании Системы из-за высокого уровня конкуренции на рынке. По плану менеджмента, SSTL достигнет положительной OIBDA в 2013 г., получит чистую прибыль в 2014 г. и ей придется вложить \$2.5-2.7 млрд до 2018 г.

**Долг Ситроникса не уменьшается.** Ситрониксу, входящему в состав высоко технологичных активов Системы, пока не удастся снизить свою долговую нагрузку за счет притока денежных средств от операционной деятельности. Поэтому Система рассматривает объединение Ситроникса и РТИ Система для снижения показателя чистый долг / OIBDA.

### Оценка АФК Система по сумме частей публичных активов

Активы	Рын. кап., \$ млн	Доля		Рын. кап. \$ млн
		Системы, %	на долю Системы, %	
МТС	20,398	53		10,811
Башнефть	8,842	73		6,455
Ситроникс	153	64		98
<b>Всего</b>				<b>17,364</b>
Чистый долг на корпоративном уровне, \$ млн	1,900			
<b>Стоимость акционерного капитала, \$ млн</b>	<b>15,464</b>			
ГДР в обращении, млн	482.5			
Текущая цена, \$/ГДР	24.8			
Рыночная капитализация, \$ млн	11,971			
Дисконт корпоративного центра, %	23			

Источник: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

АФК Система		
Тикер	АО	ГДР
Рекомендация	АФКС	SSA
Цена, \$	0.87	24.81
Целевая цена, \$	-	-
Потенциал, %	-	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	АФКС RX	SSA LI
Reuters	АФКС.ММ	SSAq.L
АДР в обращении, млн		ГДР
EV, \$ млн		483
Рын. кап., \$ млн		26,003
MIN 12 мес., \$	0.78	11,971
MAX 12 мес., \$	1.12	21.00
		30.99
Кол-во акций на ГДР		20

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
US GAAP	2010П	2011П	2012П
Выручка	28,528	29,834	32,398
EBITDA	7,702	8,229	9,060
Чистая прибыль	1,165	1,475	1,821
EPS, \$	2.41	3.06	3.77
Рост выручки, %	52.2	4.6	8.6
EPS рост, %	-29.1	26.7	23.4
Маржа EBITDA, %	27.0	27.6	28.0
Чистая маржа, %	4.1	4.9	5.6

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	10.3	8.1	6.6
EV/EBITDA	3.4	3.2	2.9

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

### Выручка телекоммуникационного сегмента преобладает

Разбивка выручки по сегментам, % 3К10



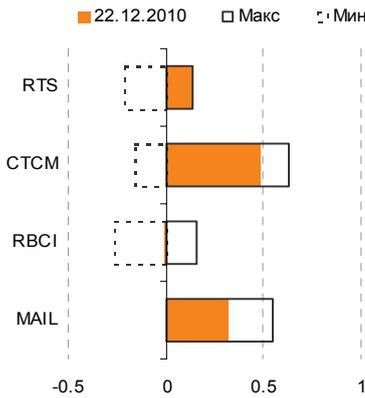
Источник: компания

## Медиа

### Покупка прокси на макроэкономике

Макроэкономическая ситуация в России благоприятна для продолжения роста медиа-рынка. Рост реальных доходов и ритейловых цен, уверенность в завтрашнем дне подогревают спрос на рекламу. В целом, российский рынок рекламы в 2011 г. может вырасти на 14% год к году (экономика вырастет на 13% в номинальных ценах), а наибольшие темпы роста будут наблюдаться в сегменте Интернета (30% за год) и телевидения (17% за год). Потенциал роста Интернет-рынка выглядит впечатляюще, по прогнозу данный сегмент вырастет в среднем на 20% в 2012-15 гг. Телевидение является очень привлекательной ставкой на рост экономики в среднесрочной перспективе. Стоимость доставки рекламы в России очень низкая по сравнению с другими странами, что позитивно сказывается на рентабельности медиа-компаний. Кроме того, законодатели одобрили льготы по налогу на ФОТ для компаний СМИ на 2011-14 гг. В секторе мы предпочитаем СТС Media за ее сильные позиции на ТВ рынке и рекомендуем входить в сектор через бумаги СТС Media.

Динамика акций в 2010 г.



Источник: Bloomberg

**Темп роста может составить 16% в 2011 г.**

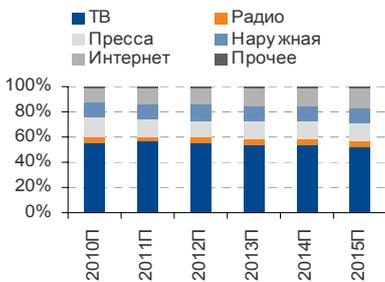
Российский рынок рекламы, руб. млрд



Источник: ВИ, оценка ТКБ Капитал

**ТВ по-прежнему занимает более 50% рынка**

Разбивка российского рынка рекламы по сегментам



Источник: ВИ, оценка ТКБ Капитал

**Льготы на ФОТ для СМИ действуют до 2015 г.**

Ставка налога на ФОТ в России, %



Источник: КонсультантПлюс, Интерфакс

### ОКРУЖАЮЩАЯ СРЕДА

**Повышение спроса на ТВ рекламу с середины 2010 г.** Компании увеличили спрос на ТВ рекламу еще в конце весны 2010 г., опережая прогнозы сейлз-хаусов, и забронировали на некоторых каналах все рекламное время до конца года. В 4К10 цены СТС Media выросли на 20% год к году, РБК объявил о 10% росте цен на рекламу в Интернете с 1 января 2011 г.

**Изменение законодательства для сейлз-хаусов пройдет без последствий.** В 2009 г. закон ограничил долю одного сейлз-хауса на рынке в 35%, закон вступает в силу с 2011 г. Для операций в Москве СТС Media создала собственный сейлз-хаус и заключила 5-летний контракт на сотрудничество с Видео Интернешнл (ВИ).

**Каналы СТС Media должны быть включены в мультиплексы.** Все каналы СТС Media рекомендованы для включения во второй мультиплекс, поэтому нет угрозы тому, что СТС Media прекратит свое вещание на федеральном уровне в 2016 г.

**IPO UTV и ПрофМедиа намечены на 2011 г.** UTV и ПрофМедиа могут привлечь деньги на развитие в ходе IPO, что увеличит число публичных компаний в секторе.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Радужные перспективы Интернет сегмента.** Рынок Интернет-рекламы быстро набирает обороты с очень низкого уровня, многие рекламодатели рассматривают его как самый дешевый доступ к премиум-сегменту. По прогнозу ВИ, рекламный рынок в Интернете будет расти свыше 20% в 2011-13 гг., в том числе благодаря росту проникновения Интернета до 56% (сейчас этот показатель составляет 40%).

**Спасение РБК открывает еще одно имя для инвесторов.** Процесс реструктуризации долгов и юридическая реорганизация РБК подходит к завершению. Кроме рынка ТВ и печатной прессы, компания дает вход инвесторам в один из самых перспективных сегментов – контекстную рекламу.

**Хорошее устойчивое положение СТС Media.** На российском медиа-рынке мы отмечаем СТС Media. У компании нет долговой нагрузки, маржа по OIBDA превышает 35% и СТС Media постоянно повышает дивидендные выплаты.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Фундаментальные характеристики СТС Media могут быть учтены в цене.** С начала года акции СТС Media выросли на 64%, мультипликаторы находятся на уровне зарубежных аналогов, драйверы дальнейшего роста цены не очевидны.

**Растущая конкуренция на ТВ рынке.** Среднесуточная доля вещания каналов в России остается стабильной. Компаниям довольно сложно ее увеличивать, так как большинство игроков могут легко наращивать расходы на закупку программ.

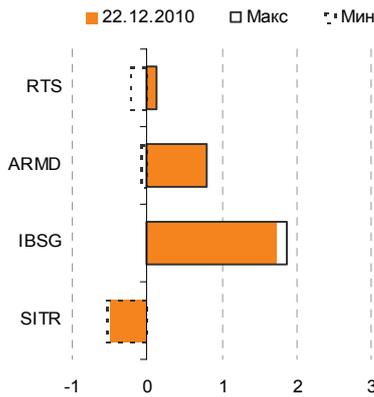
## Сравнительная оценка показателей российского медиа-рынка

Компания	Страна	Рын. кап. \$ млн	EV \$ млн	P/E				EV/EBITDA				EV/S			
				2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П
<b>Russia</b>															
CTC Media	Russia	3,525	3,378	35.1	24.6	18.4	14.2	9.2	15.4	11.5	9.1	6.7	5.7	4.5	3.7
Mail.Ru	Russia	7,204	7,034	42.7	90.4	47.2	33.0	434.5	66.7	36.0	25.8	47.4	22.9	16.4	12.7
РБК	Russia	202	396	-	-	141.6	13.0	-	-	16.4	8.9	4.1	3.2	2.3	1.8
<b>Медиана</b>				<b>38.9</b>	<b>57.5</b>	<b>47.2</b>	<b>14.2</b>	<b>221.9</b>	<b>41.0</b>	<b>16.4</b>	<b>9.1</b>	<b>6.7</b>	<b>5.7</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>
<i>Премия (дисконт) к развивающимся рынкам</i>				<b>124%</b>	<b>317%</b>	<b>171%</b>	<b>-4%</b>	<b>2527%</b>	<b>462%</b>	<b>82%</b>	<b>8%</b>	<b>130%</b>	<b>134%</b>	<b>100%</b>	<b>78%</b>
<i>Премия (дисконт) к развитым рынкам</i>				<b>60%</b>	<b>258%</b>	<b>256%</b>	<b>23%</b>	<b>1882%</b>	<b>354%</b>	<b>118%</b>	<b>33%</b>	<b>262%</b>	<b>227%</b>	<b>166%</b>	<b>127%</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>															
TV Azteca	Мексика	2,072	2,546	19.9	17.1	16.5	14.8	8.3	7.4	7.1	6.6	3.4	3.0	2.9	2.7
Central European Media	Вост. Европа	1,297	2,413	-	-	-	75.7	7.5	22.7	13.6	10.3	3.4	3.3	3.0	2.7
TVN	Польша	1,914	2,685	14.1	37.3	18.9	13.8	12.1	12.3	9.8	8.4	3.9	3.2	2.9	2.6
Naspers	Ю. Африка	23,205	24,632	35.1	35.9	23.7	18.5	35.6	27.2	20.8	17.5	8.0	6.5	5.1	4.6
Kagiso Media	Ю. Африка	329	327	17.4	13.6	11.2	10.2	8.6	6.7	6.1	5.7	3.4	2.6	2.3	2.2
Balaju Telefilms	Индия	59	58	563.6	20.8	73.0	17.1	14.2	58.6	205.5	14.4	0.8	1.4	1.3	1.1
Workpoint	Таиланд	79	71	37.0	13.8	11.2	8.7	15.0	7.2	6.2	5.2	2.4	1.7	1.5	1.4
TV Today Network	Индия	87	73	11.9	7.6	17.4	11.9	7.5	5.0	8.1	5.7	1.3	1.2	1.1	1.0
ZEE News	Индия	73	109	7.5	7.1	28.4	17.0	5.4	5.2	14.1	10.5	1.0	0.9	1.8	1.6
GMA Network	Филиппины	533	513	9.0	7.1	7.7	-	5.6	4.3	4.0	-	2.3	2.3	2.2	2.0
<b>Медиана</b>				<b>17.4</b>	<b>13.8</b>	<b>17.4</b>	<b>14.8</b>	<b>8.4</b>	<b>7.3</b>	<b>9.0</b>	<b>8.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>Развитые рынки</b>															
Canal+	Франция	844	634	15.1	14.5	14.3	13.9	4.3	5.2	5.0	4.9	0.3	0.2	0.2	0.2
TF1	Франция	3,782	3,804	23.7	20.1	15.1	13.0	12.7	9.9	7.5	6.7	1.2	1.1	1.1	1.0
CBS	США	13,340	18,805	58.9	17.9	14.2	11.8	10.3	7.9	7.3	6.6	1.4	1.3	1.3	1.3
ITV	Англия	4,349	5,333	30.5	13.3	11.8	10.2	14.2	8.2	7.5	6.9	1.8	1.7	1.6	1.6
Time Warner	США	35,797	48,350	14.5	13.7	12.3	11.2	8.2	7.7	7.2	6.8	1.9	1.8	1.7	1.7
Antena 3	Испания	2,065	2,161	24.4	14.6	12.3	11.0	19.1	10.3	8.8	7.8	2.4	2.1	1.9	1.9
Mediaset	Италия	7,028	9,045	18.5	13.8	11.5	10.2	3.6	4.6	4.2	3.9	1.7	1.6	1.5	1.4
Geste vision	Испания	3,813	3,925	56.4	18.3	11.6	9.9	9.7	13.5	9.0	7.5	4.5	3.4	2.6	2.4
RTL	Люксембург	15,422	15,589	53.9	18.0	15.8	15.0	12.1	10.0	9.3	8.9	2.1	2.2	2.1	2.0
MTG	Швеция	4,414	4,914	-	17.5	14.2	12.1	19.9	13.4	11.4	10.0	2.6	2.2	2.2	2.0
<b>Медиана</b>				<b>24.4</b>	<b>16.0</b>	<b>13.3</b>	<b>11.5</b>	<b>11.2</b>	<b>9.0</b>	<b>7.5</b>	<b>6.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>

Источник: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## IT сектор Больше имен и ниш для инвестирования

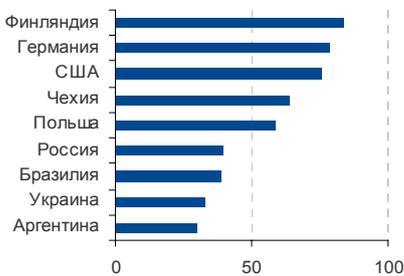
Динамика акций в 2010 г.



Источник: Bloomberg

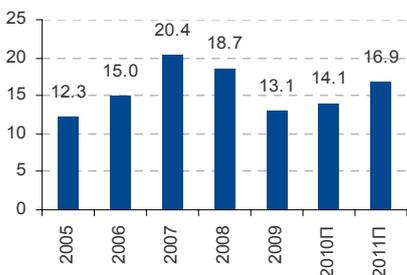
### Доля Интернет-пользователей в России вырастет

Интернет-пользователи, % от численности населения, 2009 г.



Источник: ITU, оценка ТКБ Капитал

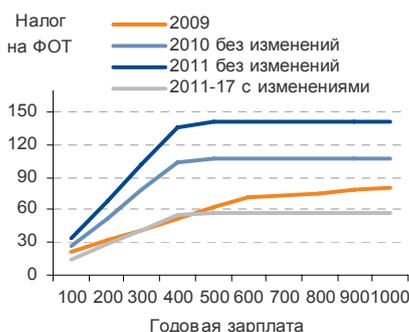
### Рынок быстро восстанавливается Российский IT рынок, \$ млрд



Источник: PMR, оценка ТКБ Капитал

### Ставка налога существенно снижена

Налог на ФОТ российских IT компаний, руб. тыс.



Источник: КонсультантПлюс, ТКБ Капитал

Российский IT рынок находится в стадии становления, растут продажи и количество публичных компаний. Благодаря поддержке государства IT сектор постепенно развивается, получает заказы от государственных агентств и корпораций, предоставляя все более сложные программные решения. Рост уровня проникновения компьютеров и Интернета позитивно сказывается на расходах на основные сегменты – аппаратные решения, программное обеспечение и IT-услуги. Два последних сегмента являются высоко маржинальными - развивающиеся компании сектора делают на них ставки в первую очередь. Льготный режим налогообложения был введен для разработчиков программных продуктов, что является положительным знаком для развития всего сектора. Уже сейчас публичные компании в России предоставляют доступ инвесторов к разработке программного обеспечения для государственных и корпоративных нужд, почтовым агентам, службам мгновенных сообщений и социальным сетям. Среди IT компаний нам нравится Армада, у которой нет долговой нагрузки. У компании агрессивная стратегия роста и хорошие результаты рентабельности в кризисный период.

### ОКРУЖАЮЩАЯ СРЕДА

**Растущий спрос от частного и государственного сектора.** Частное потребление аппаратных решений и программного обеспечения представляет собой большой источник для роста при становлении IT сектора. В России только 40 активных пользователей Интернета на 100 человек населения, а в Центральной и Восточной Европе этот показатель достигает примерно 65 пользователей на 100 человек. Также, на развитии сектора благоприятно сказывается большая доля государства (35%), проявляющаяся через многочисленные государственные инициативы.

**Корпоративные бюджеты растут, но пока не достигли докризисного уровня.** Чувствуя больше уверенности в завтрашнем дне, корпоративные клиенты пересматривают бюджеты на IT в сторону увеличения. Пока они возвращаются к проектам, замороженным в 2008 г., остаются осторожными к новым инициативам.

**Господдержка продлена до 2020 г.** Бюджет новой целевой программы “Информационное общество” на 2011-13 гг. на 40% превышает расходы государства в 2010 г. С 2014 г. программа ежегодного финансирования будут увеличена в 3 раза до 10 млрд. руб. (\$330 млн). Льготная ставка налогообложения для разработчиков софта на уровне 14% будет действовать до 2017 г. (для обычных российских компаний ставка составляла 26% в 2010 г., а с 2011 г. будет на уровне 34%).

**Новые IPO в следующем году.** К сектору может быть больше интереса с первой половины 2011 г., когда на публичный рынок выйдет Рамблер (компания ПрофМедиа) и Яндекс.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Самые высокие темпы роста в софте и IT-услугах.** Данные сегменты должны демонстрировать высокие темпы роста благодаря растущему спросу на приложения, специально настроенные для конкретных пользователей.

**Рентабельность не снизилась во время кризиса.** Пример Армады и IBS Group показывает, что маржа не сократилась во время кризиса из-за грамотного контроля за издержками.

**Устойчивое финансовое положение.** У Армады нет долговой нагрузки, IBS Group продолжает снижать размер своего долга.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Низкая ликвидность.** Капитализация публичных компаний довольно мала, из-за чего присутствуют большие спреды и довольно трудно аккумулировать большие пакеты.

**Фрагментированный рынок, высокая конкуренция.** Топ-50 российских IT компаний занимают всего 57% рынка, что является низким показателем при международном сопоставлении и приводит к сильной ценовой конкуренции.

**Низкая прозрачность, раскрытие информации с задержкой.** Компании постепенно улучшают качество раскрытия информации, однако многие выпускают отчеты с запозданием и не раскрывают существенную информацию (например маржу и долг).

## Сравнительная оценка показателей российского IT рынка

Компания	Страна	Рын. кап. \$ млн	EV \$ млн	P/E				EV/EBITDA				EV/S			
				2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П	2009	2010П	2011П	2012П
<b>Россия</b>															
Армада	Россия	152	118	-	20.3	12.5	9.4	62.1	8.0	5.6	3.9	1.2	1.2	0.7	0.5
IBS Group	Россия	631	681	-	-	32.0	18.8	26.0	-	13.1	9.8	1.0	1.3	1.1	0.9
Ситроникс	Россия	153	829	-	-	-	27.9	-	8.7	6.7	5.3	0.8	0.8	0.7	0.6
<b>Медиана</b>				-	<b>20.3</b>	<b>22.3</b>	<b>18.8</b>	<b>44.0</b>	<b>8.3</b>	<b>6.7</b>	<b>5.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<i>Премия (дисконт) к аналогам</i>				-	<b>30%</b>	<b>76%</b>	<b>93%</b>	<b>387%</b>	<b>0%</b>	<b>-3%</b>	<b>-8%</b>	<b>-10%</b>	<b>27%</b>	<b>4%</b>	<b>-9%</b>
<b>Международные аналоги</b>															
Sygnity	Польша	61	72	-	-	28.4	10.2	-	8.5	6.9	5.7	0.4	0.4	0.3	0.3
LDK	Китай	1,373	3,140	-	6.4	6.2	6.3	-	6.8	6.1	5.7	2.9	1.4	1.1	1.0
First Derivatives	Англия	114	140	20.9	20.0	18.2	12.1	12.3	13.1	11.5	8.5	4.5	4.3	2.5	2.2
E-Credible	Ю. Корея	72	59	25.6	18.5	12.7	10.7	16.1	-	-	-	6.4	4.6	3.6	3.0
Data Respons	Норвегия	87	90	-	62.5	12.9	9.6	-	26.1	8.2	6.5	0.8	0.8	0.6	0.6
Positivo	Бразилия	496	577	8.2	7.9	7.6	6.6	6.8	5.8	5.3	4.9	0.5	0.4	0.4	0.4
Endace LTD	Н. Зеландия	83	82	30.4	32.6	39.9	30.4	11.7	17.1	13.6	11.5	2.7	2.6	2.3	2.0
TIVIT	Бразилия	995	1,066	28.7	15.9	12.6	-	11.5	8.3	7.0	-	2.3	-	-	-
Patsystems	Англия	73	59	13.8	143.7	129.1	98.1	7.6	-	-	65.2	1.7	1.7	1.6	1.4
Connecta AB	Швеция	124	120	20.3	15.4	11.5	9.8	13.6	10.1	7.8	6.6	1.3	1.1	0.9	0.8
BOUVET ASA	Норвегия	99	92	14.6	13.5	10.6	9.0	9.0	8.2	6.6	5.7	1.0	0.8	0.7	0.7
Osiatis	Бельгия	110	115	10.0	8.8	8.3	8.0	5.7	5.0	4.5	4.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Aubay	Бельгия	90	90	16.2	10.6	8.5	7.6	6.8	5.1	4.1	3.8	0.4	0.4	0.4	0.3
Agrex	Япония	105	67	30.4	-	43.7	17.5	3.8	-	-	-	0.2	-	0.2	0.2
<b>Медиана</b>				<b>20.3</b>	<b>15.6</b>	<b>12.6</b>	<b>9.8</b>	<b>9.0</b>	<b>8.3</b>	<b>6.9</b>	<b>5.7</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>

Источник: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

# Армада

## Нацелена на рост выше рынка

Мы считаем Армаду лучшей ставкой на рост российского IT рынка. Армада присутствует только на российском рынке и представлена во всех основных IT сегментах. Армада показывает существенный рост продаж, а также смогла противостоять кризису осенью 2008 г., улучшив рентабельность на 6 п.п. до 12% по итогам 2009 г. Менеджмент компании объявил о намерении повысить продажи и маржу в 2010-11 гг., и мы считаем этот план выполнимым. Армада не отрицает, что планирует приобретение небольших компаний, в том числе и для того, чтобы опередить весь IT рынок по темпам роста. Акции компании торгуются с существенным 19% дисконтом по EV/EBITDA на 2011 г. к своим зарубежным аналогам.

### СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

**Крупная доля выручки от государственных агентств.** До 75% совокупной выручки Армада получает от контрактов с государственными компаниями и агентствами, которые служат исправными плательщиками денежных средств.

**Органический рост в сегменте софта и IT-услуг...** После покупок, произведенных в 2007 г., Армада владеет полной производственной линейкой, которая включает производство «железа», софта и оказание IT-услуг. Сейчас компания больше делает ставку на высокомаржинальные IT-услуги и производство ПО.

**...и разумная стратегия покупок.** Армада рассматривает покупку 25% долей в IT компаниях различных субсегментов (чтобы избежать внутренней конкуренции) с опционом увеличить свою долю до контрольной.

**Хороший прогноз на весь 2010 г. и 2011 г.** Менеджмент Армады ожидает, что выручка компании вырастет за полный 2010 г. на 25-28% с уровня 2009 г., а рентабельность EBITDA составит 10-12%. На 2011 г. Армада прогнозирует 25-30% рост выручки год к году, что вновь значительно выше прогноза по всему рынку. По уровню EBITDA, в 2011 г. маржа может достигнуть 12-14% - рост на 2 п.п. за год.

**Устойчивая финансовая позиция.** У Армады нет долга, так как не направляла заемные средства для покупки компаний в 2007 г., а взамен использовала \$30 млн, привлеченных в ходе IPO. Также компания может направить на приобретения 3.6% своих казначейских акций.

**Дешевая по мультипликаторам.** Несмотря на то, что котировки выросли на 93% с начала года, потенциал роста вряд ли исчерпан. EV/EBITDA в 5.6 и P/E в 12.5 на 2011 г. на 19% and 3%, соответственно, ниже, чем у зарубежных аналогов.

### СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

**Высокая конкуренция на внутреннем рынке.** Все больше IT компаний входят на рынок, поэтому конкуренция возрастает, прежде всего, в корпоративном сегменте, что может негативно сказываться на рентабельности операций.

**Высокая «бета» IT сектора влечет большие риски.** Если российский фондовый рынок снижается, акции компаний IT рынка демонстрируют более стремительное падение.

Армада	
Тикер	ARMMD
Рекомендация	ПЕРЕСМОТР
Цена, \$	12.64
Целевая цена, \$	-
Потенциал, %	-

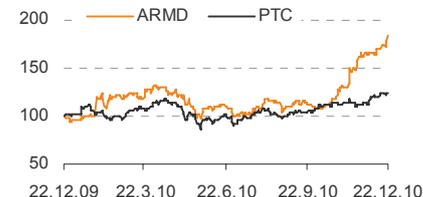
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	ARMMD.RX
Reuters	ARMMD.MM

Акции в обращении, млн	12
EV, \$ млн	118
Рын. кап., \$ млн	152
MIN 12 мес., \$	6.49
MAX 12 мес., \$	12.64

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	132	161	218
EBITDA	15	21	30
Чистая прибыль	7	12	16
EPS, \$	0.62	1.01	1.35
Рост выручки, %	28.1	21.9	35.3
EPS рост, %	-	61.9	33.3
Маржа EBITDA, %	11.2	13.0	13.8
Чистая маржа, %	5.7	7.5	7.4

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	20.3	12.5	9.4
EV/EBITDA	8.0	5.6	3.9

### ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

### В свободном обращении более 50% акций

#### Структура акционеров Армады, %



Источники: данные компании

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	103	132	161	218	270
Денежные затраты	(91)	(117)	(140)	(188)	(232)
EBITDA	12	15	21	30	38
Чистая прибыль	-	7	12	16	20

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Рост выручки	(41)	28	22	35	24
Маржа по EBITDA	12.0	11.2	13.0	13.8	14.0
Рентабельность по чистой прибыли		5.7	7.5	7.4	7.6

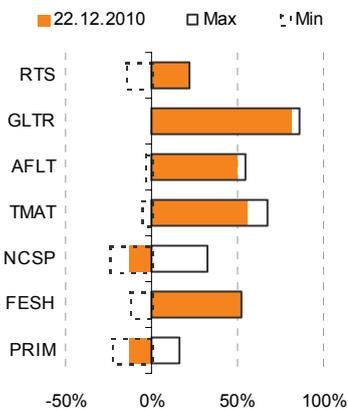
Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



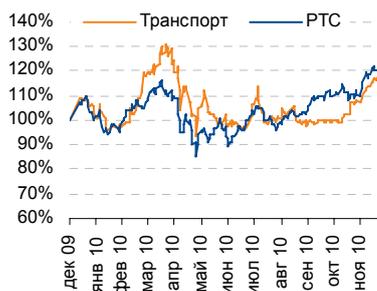
# Транспорт

## Опережая восстановление экономики

Динамика акций сектора  
vs. PTC в 2010 г.



Источник: Bloomberg, ММВБ, РТС



Источник: расчеты ТКБ Капитал, Bloomberg, ММВБ, РТС

Темпы восстановления транспортного сегмента превзошли рост экономики в 2010. Так, грузооборот в России вырос на 7.5%, а объемы погрузки на 3%. Основными драйверами роста стали перевозки контейнеров, металлов и угля. Строительные грузы восстанавливались медленнее по сравнению с другими секторами, и в 2011 году ожидается ускорение роста. Улучшение макроэкономических показателей определяет увеличение спроса на пассажирские перевозки, а значит более высокие объемы пассажирооборота и улучшение финансовых результатов. В 2011 году мы ожидаем роста общего объема транспортировки (без трубопроводного транспорта) на 3-4% при 6-7% по ж/д грузоперевозкам. На рынке акций 2010 год так же имел большое значение для российских транспортных компаний, многие из которых достигли предкризисных уровней. Кроме того, акции ТрансКонтейнера были размещены на бирже, повысив интерес к сектору. Мы сохраняем позитивный взгляд на транспортные компании в 2011 году и рекомендуем использовать коррекцию на рынке для входа в акции Аэрофлота (AFLT), Globaltrans (GLTR) и ТрансКонтейнера (TRCN).

Темпы роста в транспортном секторе превзошли ожидания. Общий грузооборот вырос на 7.5% за 11М10 при увеличении в железнодорожном сегменте на 9.4%. Улучшение экономических условий поддержало высокие темпы роста объемов транспортировки.

Восстановление продолжится в 2011 году, однако темпы роста замедлятся. Мы ожидаем 6-7% рост ж/д грузоперевозок, при этом наибольшие темпы роста будут наблюдаться в сегментах строительных грузов и контейнерных перевозок.

Тарифы в 2011 году вырастут на 8%, затем методология расчетов может измениться. В 2011 году тарифы на ж/д грузоперевозки увеличатся на 8%. РЖД разработало новую методологию расчета тарифов с учетом долгосрочных перспектив и окупаемости инвестиций, которая может привести к ускорению роста тарифов в ближайшие годы.

Сегмент контейнерных перевозок показал впечатляющие темпы роста. В 2010 году благодаря восстановлению экономики и увеличению потребления рост сегмента контейнерных перевозок ожидается на уровне 19-20%. В 2011 году контейнерный бизнес продолжит показывать высокие темпы роста, превосходящие показатели транспортной отрасли в целом.

Программа приватизации – больше игроков выходят на рынок. В 2010 году РЖД удачно продало 35% ТрансКонтейнера на рынке через IPO. В 2011 году РЖД продолжит программу приватизации. Большее количество частных игроков увеличит конкуренцию на рынке и создаст новые инвестиционные возможности.

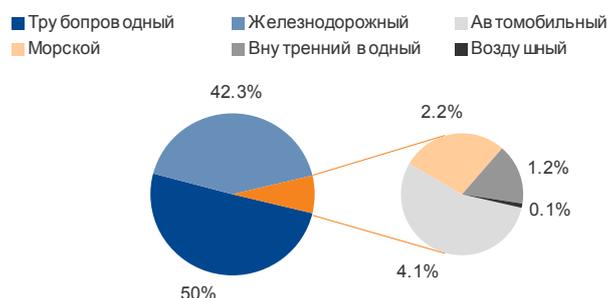
Авиационные пассажирские перевозки – хороший год с высоким потенциалом роста. В 2010 году авиационный пассажиропоток вырос на 30%, превзойдя докризисный уровень и превывсив темпы роста мирового рынка в целом. Улучшение рыночных условий приведет к дальнейшему росту сегмента.

Акции транспортных компаний – покупать на коррекции. Среди торгуемых акций транспортных компаний мы выделяем акции Аэрофлота (AFLT), Globaltrans (GLTR) и ТрансКонтейнера (TRCN). Дальнейший рост экономики будет способствовать повышению операционных и финансовых показателей компаний, однако текущие уровни близки к справедливым оценкам, а поэтому потенциал роста ограничен. Мы рекомендуем использовать снижения на рынке для покупки бумаг.

## Грузовые перевозки

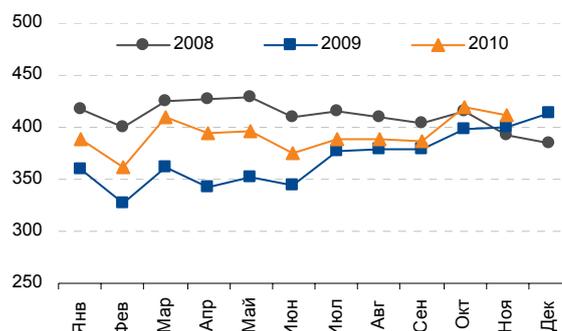
**Рост объемов транспортировки превзойдет ожидания в 2010 году.** По итогам 11М10 общий российский грузооборот вырос на 7.5% г-к-г до 4.322 млрд т-км (против 4.021 млрд т-км за 11М09). Авиационные грузоперевозки продемонстрировали наиболее высокие темпы роста (35% г-к-г). Однако их доля в общем грузообороте страны традиционно незначительна и составляет менее 1%. Темпы роста автомобильных и ж/д грузоперевозок совпали за период и составили 9.4%, однако уровень погрузки автомобильного транспорта снизился на 1.8% против 9.2% роста в ж/д перевозках. Это говорит о сокращении объемов транспортировки автомобильным транспортом при росте дистанции. Наш предыдущий прогноз российского грузооборота составлял 6%, но благодаря быстрому восстановлению экономики и росту частного потребления показатели за 11М10 уже превзошли этот уровень. Мы не ожидаем существенного ухудшения объемов грузооборота в декабре и прогнозируем его увеличение в 2010 на уровне 7-8%. Мы считаем, что дальнейшее восстановление экономики будет способствовать росту грузовых перевозок в 2011 году и объемы грузооборота могут достигнуть докризисных уровней уже в следующем году.

### Структура грузооборота за 11М10 г по видам транспорта, %



Источник: Росстат

### Грузооборот, млрд т-км

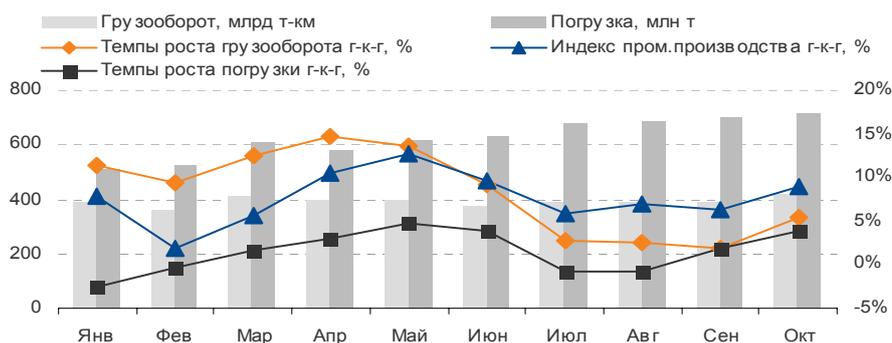


Источники: Росстат

## Железнодорожный грузовой транспорт

**Ж/д грузовые перевозки сохранили лидирующую позицию, отражая восстановление экономики.** Перевозки ж/д транспортом превзошли рынок в целом и продемонстрировали наиболее впечатляющие темпы роста по итогам 11М10 (не учитывая воздушные перевозки). В то же время после сильных результатов в 1П10 темпы роста российских грузовых ж/д перевозок замедлились во 2П10 за счет более высокой базы во 2П09. Таким образом, погрузка на Российских железных дорогах выросла на 9.2% по итогам 11М10 (12.2% за 6М10) до 1,105 млн т (против 1,013 млн т за 11М09), при этом общая погрузка увеличилась всего на 1.2%. Наиболее высокий рост в годовом выражении был отмечен в контейнерных перевозках, транспортировке металлов и сегменте строительных грузов. Несмотря на впечатляющие темпы роста в 2010 году, общий объем ж/д грузоперевозок за исключением контейнерных перевозок, сегментов сырой нефти, кокса и удобрений, до сих пор не достиг докризисного уровня. Однако мы ожидаем увидеть полное восстановление объемов транспортировки грузов уже в 2011 году, при этом структура наиболее растущих сегментов изменится. Благодаря высоким темпам роста недавно РЖД в третий раз повысило свой прогноз объемов транспортировки по году в целом с 7.4% до 8.7% (в начале года их прогноз составлял 3.7%), что совпадает с нашими ожиданиями.

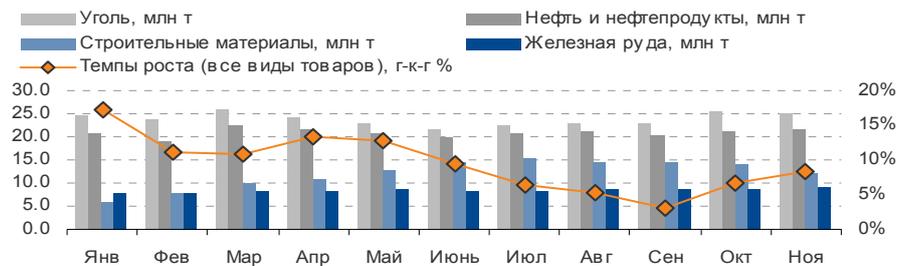
### Основные характеристики грузоперевозок в России в 2010



Источник: Федеральная Служба Государственной Статистики, ТКБ Капитал

**Рост в 2011 году продолжится, но более низкими темпами.** Высокие темпы роста ж/д грузоперевозок в 2010 году во многом были обусловлены низкой базой 2009 года, в результате чего мы ожидаем замедления темпов роста перевозок в России в 2011 году. Однако мы считаем, что экономический рост в 2011 году (согласно нашим оценкам рост ВВП в 2011 году будет на уровне 4.3%) обеспечит дальнейшее восстановление транспортной отрасли. Кроме того, благодаря экспортно-ориентированной структуре ж/д грузоперевозок в сочетании с быстрым восстановлением ряда отраслей грузовые перевозки превзойдут темпы роста промышленного производства и экономики в целом. Мы ожидаем рост объемов перевозки грузов в 2011 году на 6-7% г-к-г. По нашему мнению основными драйверами роста будут сегменты строительных грузов (благодаря восстановлению объемов строительства нового жилья), транспортировки металлов и контейнерных перевозок.

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



Источник: РЖД, ТКБ Капитал

**Рост тарифов в 2011 году составит 8%.** В 2010 году рост тарифов на перевозку грузов был установлен на уровне 9.4%, при этом цены на транспортировку в 1П10 выросли на 10-15% в результате восстановления спроса. На 2011 год правительство установило повышение тарифов на ж/д грузоперевозки на 8%. В то же время ФСТ продолжило корректировать тарифы, что может привести к более высокому росту стоимости перевозок в сегменте черных металлов (ФСТ опубликовала информацию о росте тарифов на 30-65% для некоторых экспортно-импортных направлений). Однако в целом цена транспортировки для металлургических компаний изменится в соответствии с общим ростом на 8%. Данные корректировки позволят перенаправить экспортные потоки из портов в сухопутные погранпосты, что позволит оптимизировать маршруты и снизить высокий уровень загрузки мощностей в портах. Мы видим небольшой позитивный эффект для транспортных компаний, работающих в этих сегментах (например, для Globaltrans) и нейтральный или слабо негативный эффект для металлургов.

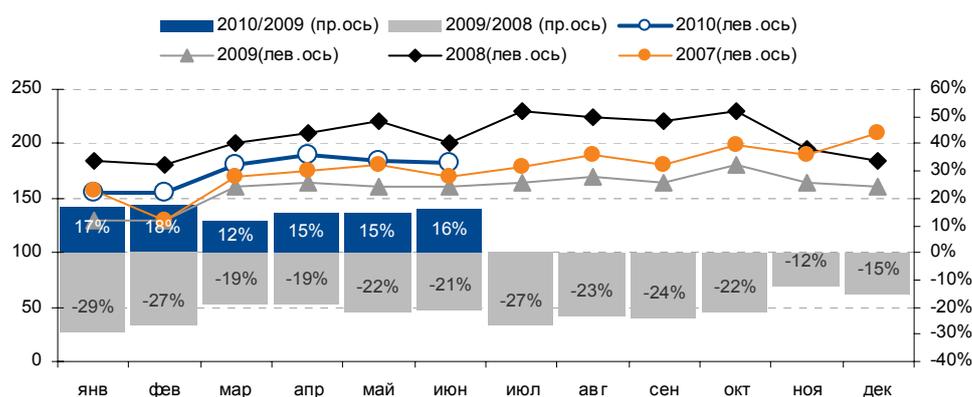
**Железнодорожное тарифное регулирование – изменение уже близко?** В ноябре 2010 года ФСТ утвердило новую методологию расчета тарифов РЖД, основанную на принципе нормативной прибыли и экономически обоснованных затрат. С новыми тарифами компания планирует получать средства для осуществления операционной деятельности и выполнения долгосрочной инвестиционной программы. РЖД полагает начать использовать данную методологию с 2012 года. Рост тарифов на 2012-2013 гг. будет установлен в 2011 году. Согласно расчетам РЖД, основывающимся на этой методологии, рост тарифов в 2012 и 2013 годах должен составить 23% и 7.6% соответственно. В противном случае Российские железные дороги ожидают получить дополнительное субсидирование от государства для финансирования их инвестиционной программы. На данный момент мы не расцениваем озвученные цифры как ориентир для будущего роста тарифа. В 2011 году цены на ж/д транспортировку вырастут на уровне с тарифами РЖД с более высокими коэффициентами для некоторых отраслей.

**Новые игроки присоединятся к Трансконтейнеру и Globaltrans на рынке.** Российская транспортная отрасль демонстрирует впечатляющие темпы роста, превосходящие мировые показатели во многих сегментах. Это привело к повышению инвестиционного интереса к транспортной индустрии в России. Успешное размещение акций Трансконтейнера в 2010 году дало начало процессу приватизации дочерних компаний РЖД и подтвердило интерес к сегменту. Дальнейшая приватизация активов РЖД создаст больше возможностей на рынке. Так, ж/д монополия планирует продать 10-15% акций Первой грузовой компании через IPO до конца 3К11, однако окончательные условия сделки все еще не определены, а общий объем продаваемых акций (включая частное размещение) может достигнуть 75% (минус одна акция) в течение 2011-2012 гг. Кроме того, компания рассматривает возможности SPO Трансконтейнера и IPO Второй грузовой компании в ближайшие два года.

## Российские контейнерные ж/д перевозки

**Железнодорожному транспорту принадлежит лидерство во внутренних перевозках.** Российский рынок контейнерных перевозок охватывает железнодорожные, морские и автотранспортные перевозки. Морской транспорт занимает ведущее положение в экспортных и импортных перевозках. Вместе с тем, несмотря на низкую стоимость, сроки доставки грузов этим видом транспорта превышают соответствующий показатель ж/д перевозок и перевозок автомобильным транспортом. Кроме того, при морских перевозках возникают дополнительные затраты, связанные с доставкой груза в порт и из порта. В то же время из-за специфики российской экономики и значительных расстояний между промышленными центрами в России ж/д перевозки преобладают в совокупном объеме контейнерных перевозок. Кроме того, ж/д транспорт является единственным способом доставки грузов в некоторых регионах России, например, восточной части Урала.

**Объем контейнерных перевозок в России в 2007-2010 по месяцам, млн TEU**



Источники: информационный центр РЖД

**Российский рынок контейнерных перевозок до кризиса опережал мировой.** В результате значительного роста экспортно-импортных потоков (вследствие развития российской экономики), до кризиса российский контейнерный рынок рос с темпами, опережающими мировой рынок и увеличился с 1.0 млн TEU в 2001 году до 2.5 млн TEU в 2008 году (включая грузенный и порожний пробеги). Однако в течение кризиса в результате высокой доли импортных потоков в структуре российских контейнерных перевозок (30% в 2008 году), которые снизились на 57% г-к-г до 207 тыс TEU в 2009 году (478 тыс в 2008), объем российских ж/д контейнерных перевозок сократился на 21% в 2009. В то же время морские контейнерные перевозки упали на 38% г-к-г.

**Динамика контейнерных перевозок в России в 2004-2010, млн TEU**



Источники: Ассоциация морских торговых портов, обзор РБК, А.Т. Kearney

**Высокие объемы импорта и благоприятное ценообразование обеспечат стабильный рост.** В результате высокой зависимости контейнерных перевозок от экономической ситуации этот сегмент начал восстанавливаться только в 1П10 на фоне улучшения ситуации в российской и мировой экономике. Таким образом, в результате восстановления экономики и роста внутреннего потребления объемы российских ж/д контейнерных перевозок в 2010 году вырастут на 19-20% г-г и достигнут 2.3 млн TEU (включая грузенный и порожний пробег). Мы считаем, что благодаря росту импорта (13% в 2011 согласно прогнозу МЭРТ), повышению уровня контейнеризации, а так же развитию морских портов и железнодорожной инфраструктуры мы увидим дальнейший рост объемов контейнерных ж/д перевозок, однако темпы роста замедлятся и составят порядка 9-11% в 2011 году. Докризисные уровни контейнерных перевозок будут достигнуты не раньше 2013 года. Перевозка в контейнерах по-прежнему наиболее эффективна для грузов третьего класса, так как это более выгодно, чем транспортировка в вагонах. В 2011 году тарифы на контейнерные перевозки вырастут на 5% против 8% для ж/д грузоперевозок, что так же повысит эффективность и привлекательность контейнерного бизнеса.

**Рост объема ж/д контейнерных перевозок по направлениям, тыс. TEU грузенных контейнеров**



Источники: данные РЖД, А.Т. Kearney

**Рынок контейнерных перевозок в России будет опережать темпы роста мирового рынка.** Транспортный сектор находится в сильной зависимости от глобальной экономики, поэтому темпы роста объемов транспортировки будут определяться динамикой восстановления мировой и российской экономик. На фоне стремительного подъема глобальной экономики (рост на 4.3% в 2010 г. против снижения на 0.5% в 2009 г.) в контейнерных грузоперевозках стали наблюдаться позитивные сдвиги уже в 1П10. Благодаря более быстрым темпам роста развивающихся стран (рост ВВП БРИК оценивается на уровне 5-7% в последующие 10 лет против 2-3% развитых стран), объемы транспортировки первых, по всей видимости, превзойдут показатели последних. В то же время, учитывая более высокие прогнозируемые темпы роста реального ВВП РФ в 2009-2013 гг. (CARG) на уровне 4.4% (на основе наших прогнозов) вкупе с заметным ростом потребительских расходов на душу населения, мы полагаем, что Россия выглядит наиболее привлекательно с инвестиционной точки зрения по сравнению с другими странами БРИК.

**Рост объемов ж/д контейнерных перевозок в 2006-2015П, тыс. TEU**



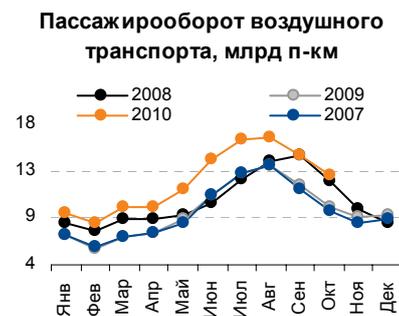
Источники: РЖД, А.Т. Kearney

## Авиационные пассажирские перевозки

**Воздушные пассажирские перевозки превзошли темпы роста российского транспортного рынка.** Российский пассажирооборот за 10М10 увеличился на 3.9% и достиг 356 млрд п-км, однако рост во многом был обеспечен ростом перевозок воздушным транспортом согласно данным Росстата. Авиационный пассажирооборот за 10М10 вырос на 30% г-к-г против снижения пассажиропотока, перевезенного автомобильным и ж/д транспортом на 1.2% и 10% соответственно. Несмотря на высокую стоимость, темпы роста авиаперевозок значительно превосходят другие сегменты, в результате чего их доля в общей структуре пассажирского трафика в России с 2007 года увеличилась с 25% до 34% в 2010. Дальнейшее восстановление экономики, более высокие реально располагаемые доходы в сочетании с повышением доступности авиационных перевозок (благодаря появлению авиационных дискаунтеров) будут способствовать дальнейшему укреплению позиций авиаперевозок в общей структуре пассажирского трафика. Мы считаем, что на российском рынке пассажирских перевозок в ноябре-декабре сохранится позитивный тренд, и объем транспортировки пассажиров вырастет на 4% по итогам 2010 года.

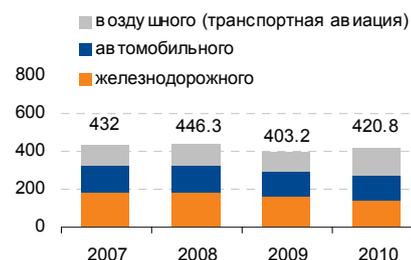
**Российский авиационный трафик превзошел мировые аналоги.** После глубокого падения на 9.4% г-к-г в 2009 году, а так же благодаря низким ценам на перевозки в 2010, пассажирские перевозки выросли на 30% г-к-г до 125 млрд п-км за 10М10, при этом объемы транспортировки пассажиров увеличились на 27.4% до 43.7 млн пас. Несмотря на то, что впечатляющие темпы роста во многом были обоснованы низкой базой 2009 года, общий объем транспортировки пассажиров превзошел предкризисный 2008 год на 16%. В то же время почти половина этого роста была обеспечена увеличением трафика 5 ключевых авиакомпаний. Традиционно в 2010 году темпы роста российских воздушных перевозок превзошли результаты мирового рынка, который прибавил 11-13% за 10М10. Благодаря превосходным операционным результатам за 10М10 Росавиация изменила свой прогноз роста авиа трафика по итогам года с 24% до 30%, это означает, что 2010 год будет лучшим для российской авиационной индустрии в современной истории страны начиная с 1991 года. Кроме того, согласно последним прогнозам ИАТА в 2010 году мировой рынок увеличится на 8.9% г-к-г. Таким образом, темпы роста российского воздушного пассажиропотока по-прежнему будут превосходить мировой рынок.

**Мы видим большой потенциал российского рынка авиационных перевозок пассажиров.** В результате сильного роста трафика в 2010 году и учитывая ожидающееся повышение стоимости перевозок, мы ожидаем в 2011 году замедления роста авиационного пассажиропотока. Мы считаем, что темпы роста российского рынка по-прежнему будут превосходить мировой рынок и составят 15% на фоне увеличения реально располагаемых доходов населения в сочетании с улучшением экономических условий в целом. Это подтверждается ожиданиями Росавиации, которая прогнозирует в 2011 году рост пассажирских авиаперевозок на уровне 10-12%. Кроме того, мы считаем, что дальнейший рост доли экономически активного населения, которое пользуется услугами авиакомпаний (сейчас она составляет всего 5% от общего населения России), вместе с увеличением доли дешевых авиакомпаний на российском авиационном рынке (на текущий момент около 4%) создаст целый ряд новых возможностей для развития рынка пассажирских воздушных перевозок в России.



Источник: Росстат

### Структура российского пассажирооборота по типам транспорта, млрд п-км



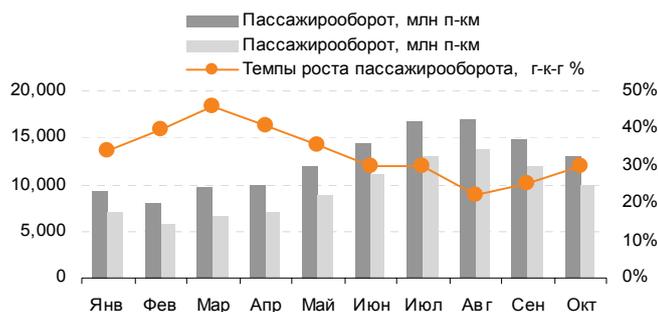
Источник: Росстат

### Российский рынок авиационных пассажироперевозок по основным игрокам, %



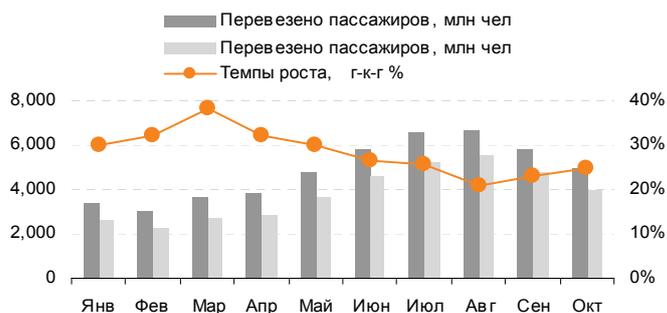
Источник: Росстат

### Темпы роста пассажирооборота российских авиалиний в 2010



Источник: Министерство транспорта

### Темпы роста российских пассажирских перевозок в 2010



Источник: Министерство транспорта

## Акции транспортных компаний

**Недооцененная ставка на восстановление.** Транспортный сегмент существенно пострадал в течение кризиса, однако восстановление экономики привело к быстрому возвращению сектора к прежним уровням. В следующем году ожидается существенный рост авиационных пассажироперевозок, где мы отдаем предпочтение Аэрофлоту, финансовые показатели которого в отношении EBITDA и чистой прибыли превзошли докризисные уровни, при этом его рыночная капитализация на 30% ниже тех отметок. Globaltrans торгуется на уровнях близких к докризисным, что справедливо отражает восстановление финансовых показателей перевозчика (таргет на 2011 год \$20.3). Мы положительно смотрим на перспективы компании, однако оцениваем потенциал роста акций как ограниченный, поэтому для покупки акций данной компании рекомендуем использовать коррекцию на рынке. Трансконтейнер - относительно новое имя на рынке ценных бумаг, представляющее быстро развивающийся сегмент транспортного рынка, что повышает привлекательность его акций. Мы начнем покрытие компании вскоре после зимних праздников.

# Globaltrans

## Стабильный рост – покупка на коррекции

Как мы писали в нашей стратегии на 2П10, транспортный сектор считался одной из наиболее «горячих» тем на фоне экономического роста и появления новых игроков на рынке. Акции Globaltrans сохранили позитивную динамику и выросли на 42% в течение последних шести месяцев. Мы по-прежнему рассматриваем акции компании как интересную идею на 2011 год на фоне сохранения высокого спроса на транспортные услуги, однако их потенциал роста от текущих уровней ограничен. Мы рекомендуем использовать снижение на рынке для покупки акций компании, поскольку сегмент ж/д перевозок сохранит высокие темпы роста. Кроме того, корпоративные события будут подогревать интерес к торгуемым акциям. Мы не исключаем участия Globaltrans в сделках M&A, при этом оптимизация маршрутов поддержит финансовые показатели перевозчика. Наша 12-ти месячная целевая цена акций Globaltrans составляет \$20.3.

**Крупнейший частный ж/д перевозчик с диверсифицированной операционной деятельностью.** Бизнес компании хорошо сбалансирован и диверсифицирован в сегментах металлов и нефти и нефтепродуктов, которые приносят 82% выручки перевозчика. Globaltrans владеет 21,626 полувагонами и 19,598 цистернами. Спрос на перевозку в полувагонах остается стабильно высоким, что определяет рост цен на рынке и снижение затрат связанных с порожним пробегом. В 1П10 согласно данным компании, 45% грузооборота пришлось на металлургический сегмент и 33% на нефтяной. Сегмент строительных грузов по-прежнему отстает по темпам восстановления объемов транспортировки. Таким образом, в 2011 году ожидается активизация в данном сегменте, что приведет к росту объемов и снижению порожних пробегов.

**Финансовые показатели за 2П10 поддержат стоимость акций.** По итогам 1П10 Globaltrans продемонстрировал рост выручки на 28% г-к-г до \$407.5 млн с восстановлением рентабельности EBITDA до 44%. 2П10 ожидается не менее удачным, при этом рентабельность будет несколько выше на фоне более низких затрат на порожний пробег, понесенных компанией. Globaltrans планирует опубликовать результаты по итогам 2010 года в конце марта – начале апреля, что в сочетании с ожиданиями компании на 2011 год поддержит акции перевозчика.

**Среднегодовые темпы роста выручки составят 11% в 2011-2015 гг.** Мы ожидаем CAGR чистой скорректированной выручки 11% в 2011-2015 гг. благодаря росту стоимости перевозок, оптимизации структуры грузов и маршрутов. Средняя стоимость одной поездки за этот период вырастет на 16% в долларовом эквиваленте, при этом количество рейсов в год увеличится на 46%. Затраты на порожний пробег снизятся по сравнению с 2009 годом в результате оптимизации маршрутов, высокого спроса на транспортные услуги и восстановления экономики.

**Сделки M&A и новые размещения на рынке послужат сильным драйвером роста.** Globaltrans активно участвует в сделках M&A в целях увеличения его парка и маршрутов транспортировки. Компания регулярно отслеживает ситуацию на рынке на этот предмет, и мы не исключаем новостей в ближайшем будущем. В 2011-2012 гг. ожидается приватизация Второй грузовой компании, в ходе которой Globaltrans может выступить как стратегический инвестор.

**Покупать на снижении рынка.** В 2010 ГДР Globaltrans выросли на 82% и сейчас торгуются с EV/EBITDA 2011E на уровне 7.0. ГДР Globaltrans оцениваются с 26% дисконтом к аналогам развивающихся стран и с 7% дисконтом к развитым. В 2010 году рентабельность EBITDA ожидается на уровне 42.8%, и мы прогнозируем ее улучшение до 44-45% в 2011-2014. Мы положительно оцениваем перспективы компании, но считаем, что потенциал роста с текущих уровней ограничен. Мы рекомендуем использовать снижение рынка для вхождения в акции компании.

Globaltrans	
Тикер	ГДР GLTR
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	18.0
Целевая цена 12мес., \$	20.3
Потенциал, %	13%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	GLTR LI
Reuters	GLTRq.L
	ГДР
Акции в обращении, млн	158
EV, \$ млн	3,135
МС, \$ млн	2,846
Мин. 12 мес., \$	9.35
Макс. 12 мес., \$	18.47
	АО
Кол-во акций за ГДР	1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Чистая выручка	823	999	1,122
Скорр. EBITDA	352	447	513
Чистая прибыль	205	275	320
EPS, \$	1.30	1.74	2.02
Рост выручки, %	20.3	21.4	12.3
EPS рост, %	70.7	34.1	16.3
Скорр. маржа	42.8	44.7	45.7
EBITDA, %			
Чистая маржа, %	24.9	27.5	28.5

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	13.9	10.4	8.9
EV/EBITDA	8.9	7.0	6.1

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
TINL	50.10%
EIL	14.45%
Free-float	35.45%



Источники: LSE, оценка ТКБ Капитал

**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	300	326	371	565	757	953	1,151
Основные средства	905	1,042	1,237	1,298	1,354	1,417	1,486
Прочие внеоборотные активы	56	59	72	58	63	67	70
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	965	1,104	1,311	1,359	1,420	1,486	1,559
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>1,265</b>	<b>1,430</b>	<b>1,682</b>	<b>1,924</b>	<b>2,177</b>	<b>2,439</b>	<b>2,710</b>
Краткосрочные заимствования	153	154	128	161	165	130	130
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	64	92	107	119	129	140	152
Прочие текущие обязательства	1	2	2	2	3	3	3
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>218</b>	<b>247</b>	<b>237</b>	<b>282</b>	<b>297</b>	<b>273</b>	<b>285</b>
Долгосрочные заимствования	296	273	324	274	219	203	154
Прочие долгосрочные обязательства	39	34	27	18	20	22	23
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>335</b>	<b>307</b>	<b>351</b>	<b>292</b>	<b>239</b>	<b>225</b>	<b>177</b>
<b>Доля миноритариев</b>	101	142	197	261	334	409	486
Акции и добавочный капитал	278	278	278	278	278	278	278
Нераспределенная прибыль	332	455	619	811	1,030	1,254	1,485
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>610</b>	<b>733</b>	<b>897</b>	<b>1,089</b>	<b>1,308</b>	<b>1,532</b>	<b>1,763</b>
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>1,265</b>	<b>1,430</b>	<b>1,682</b>	<b>1,924</b>	<b>2,177</b>	<b>2,439</b>	<b>2,710</b>

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистая выручка</b>	684	823	999	1,122	1,228	1,297	1,366
Себестоимость	(396)	(467)	(546)	(605)	(660)	(716)	(776)
<b>ЕБИТДА</b>	281	352	447	513	565	579	589
<b>Скорректированная ЕБИТДА</b>	285	352	447	513	565	579	589
Амортизация	(53)	(62)	(69)	(82)	(86)	(89)	(93)
<b>ЕБИТ</b>	228	290	378	431	480	490	496
Чистые процентные доходы/(расходы)	(79)	(35)	(35)	(32)	(24)	(22)	(15)
ЕВТ	150	256	343	399	457	468	481
Налог на прибыль	(30)	(51)	(69)	(80)	(91)	(94)	(96)
<b>Чистая прибыль</b>	120	205	275	320	365	375	385

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	271	309	338	453	475	481	486
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(167)	(202)	(266)	(144)	(142)	(153)	(163)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(81)	(143)	(116)	(176)	(221)	(193)	(194)
<b>Чистый долг</b>	289	305	374	225	61	(125)	(303)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-12%	20%	21%	12%	9%	6%	5%
Рентабельность скорр. ЕБИТДА (к чистой выручке)	42%	43%	45%	46%	46%	45%	43%
Чистая рентабельность (к чистой выручке)	18%	25%	27%	28%	30%	29%	28%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>

Источник: Globaltrans, оценка ТКБ Капитал

## ТрансКонтейнер Привлекательный инфраструктурный игрок

ТрансКонтейнер крупнейший интермодальный контейнерный оператор в России, предоставляющий транспортные услуги и интегрированные логистические решения для своих клиентов. Восстановление внутреннего потребления, рост уровня контейнеризации и расширение транзитного потока грузов из Азии в Европу будут определять рост российского контейнерного рынка, на котором ТрансКонтейнер занимает лидирующие позиции. Уникальная производственная база позволяет компании предоставлять услуги с высокой добавленной стоимостью, логистические решения «от двери до двери» и максимизировать операционную эффективность. Мы позитивно смотрим на ТрансКонтейнер и планируем начать покрытие компании в ближайшее время.

**Рост рынка контейнерных перевозок будет превосходить мировой экономический тренд.** Благодаря быстрому восстановлению экономики (ВВП РФ вырастет в 2011 году на 4.3%) и росту частного потребления российский контейнерный рынок будет превосходить темпы роста мирового рынка, и продемонстрирует в 2011 году 9-11% увеличение. Благоприятные перспективы делают этот сегмент транспортного бизнеса привлекательным для инвесторов.

**Благоприятное ценообразование поддержит развитие сегмента.** Перевозка в контейнерах по-прежнему эффективна для грузов третьего класса, так как стоимость их транспортировки в контейнерах близка к грузам второго класса. Кроме того, в 2011 году ФСТ установила рост тарифов на ж/д контейнерные перевозки на 5% против 8% для ж/д перевозок в целом. Это подтверждает государственную стратегию по развитию контейнерного бизнеса в России и повышает его конкурентоспособность.

**Лидирующие позиции на рынке и уникальная производственная база.** Компания является лидирующим оператором ж/д контейнерных перевозок с 52% долей на рынке, который имеет большой потенциал роста. Мы ожидаем рост контейнерных перевозок на 53% в течение следующих 5 лет. Обширная производственная база позволяет компании занимать лидирующее положение на рынке с высокими барьерами входа и дает возможность предоставлять услуги с высокой добавленной стоимостью, интегрированные логистические решения «от двери до двери» для своих клиентов. На 30 июня 2010 года компания владела 25,463 платформами, 58,394 ISO контейнерами и 47 терминалами и значительным парком грузовиков.

**Интегрированные услуги и широкое географическое присутствие как основные преимущества.** ТрансКонтейнер – лидирующий провайдер интегрированных логистических контейнерных решений с высокой добавленной стоимостью. Мы ожидаем, что интегрированные услуги будут составлять более 53% от общей выручки перевозчика в 2014 году. ТрансКонтейнер имеет широкое внутреннее и международное присутствие, базирующееся на 47 контейнерных терминалах, 148 сервисных центрах и офисах продаж, зарубежных дочерних компаниях и СП с зарубежными партнерами. ТрансКонтейнер обслуживает более 20 тыс регулярных клиентов, 10 из которых генерируют 23.3% выручки.

**Восстановление экономики и высококвалифицированный менеджмент поддержат эффективность.** Рост спроса на контейнерные перевозки приведет к более низкому уровню порожнего пробега и более высокой эффективности. Расширение маршрутной сети, контейнеризации новых видов грузов, оптимизация грузовых перевозок и ценообразования улучшат финансовые показатели компании. Мы ожидаем, что в 2010 году финансовые показатели будут на предкризисном уровне в плане выручки с задержкой восстановления рентабельности. Операционные результаты за 9М10 подтверждают наши ожидания финансовых итогов 2010 года, которые будут опубликованы 20 апреля 2011 года.

**Дешевле аналогов и высокий потенциал роста.** С момента IPO акции ТрансКонтейнера выросли на 17% до \$9.35. В настоящий момент ГДР ТрансКонтейнера торгуются с EV/EBITDA на уровне 6.3 2011П, что подразумевает 33% дисконт к аналогам на развивающихся рынках. Дальнейшее восстановление экономики, развитие спроса на транспортные услуги и более выгодные ценовые условия, привлекающие дополнительные потоки в контейнерный бизнес, будут определять рост компании, при этом новые размещения на рынке могут поднять интерес к акциям. Мы планируем начать анализ акций ТрансКонтейнера в ближайшее время.

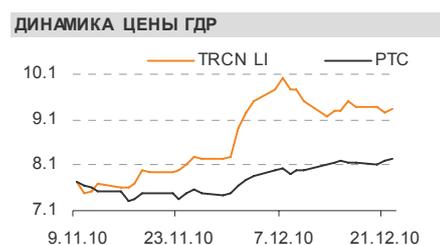
ТрансКонтейнер		
	АО	ГДР
Тикер	TRCN	TRCN LI
Рекомендация	НД	НД
Цена, \$	94.4	9.4
Целевая цена 12мес., \$	НД	НД
Потенциал, %	НД	НД

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	TRCN RX	TRCN LI
Reuters	TRCN.MM	TRCNq.L
	АО	ГДР
Акции в обращении, млн	14	139
EV, \$ млн	1,451	1,439
МС, \$ млн	1,312	1,299
Мин, \$	78.57	7.49
Макс, \$	99.95	10.00
	АО	ГДР
Кол-во акций за ГДР	0.1	1.1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Чистая выручка	531	661	791
Скorr.EBITDA	165	228	314
Чистая прибыль	44	88	137
EPS, \$	0.32	0.63	0.98
Рост выручки, %	27.1	24.5	19.8
EPS рост, %	139.7	97.2	56.0
Скorr.маржа	31.2	34.5	39.7
EBITDA, %			
Чистая маржа, %	8.4	13.3	17.3

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	29.2	14.8	9.5
EV/EBITDA	8.7	6.3	4.6

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
РЖД	50%+1
ЕБРР	9.25%
НПФ БЛАГОСОСТОЯНИЕ	5.20%
Прочие	35.55%

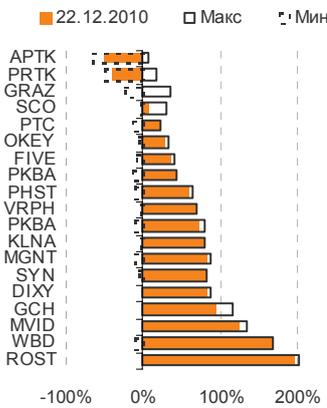


Источники: LSE, оценка ТКБ Капитал

# Потребсектор

## К потреблению готовы!

### Динамика акций в 2010 году

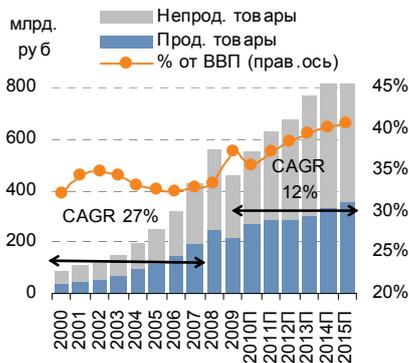


Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

### Российская розничная торговля



Источники: Госкомстат, оценка ТКБ Капитал



Источники: Госкомстат

Мы подтверждаем свой ПОЗИТИВНЫЙ взгляд на компании сектора в 2011 году и уверены, что они продолжают показывать более сильную динамику роста по сравнению с рыночными индексами. Потребительский сектор предлагает как защитные инвестиционные идеи (фармкомпании и производители товаров базовой потребительской корзины), так и агрессивную ставку на рост российской экономики (ритейл). Мы ожидаем, что темпы восстановления потребительского спроса будут поддержаны ростом цен на нефть, которые сделают возможным финансирование щедрых государственных социальных расходов в преддверии президентских выборов 2012 года. Более того, мы ожидаем, что потребительский сектор выиграет от проведения в России Зимних Олимпийских Игр 2014 года в г. Сочи, а также Чемпионата Мира по футболу в 2018 году, которые предполагают существенные инвестиции в региональную инфраструктуру и повышение уровня занятости в регионах. В то же время, мы отмечаем, что риски, связанные с усилением госрегулирования в секторе, которые проявились в 2010 году, по видимому, останутся одними из ключевых в ближайшие годы. Нашими фаворитами на 2011 год остаются акции продуктовых ритейлеров – Магнита и X5 Retail Group, а также бумаги фармпроизводителей – Фармстандарта и Верофарма.

### Потребительский спрос идет в гору

**К потреблению - готовы.** Как ожидается, в 2011 г. мы продолжим наблюдать укрепление потребительского спроса на фоне повышения реальных располагаемых доходов населения, снижения уровня безработицы, относительно стабильного уровня инфляции и оживления кредитования населения. Мы также ожидаем, что потребительский спрос будет поддержан дальнейшим пост-кризисным восстановлением цен на нефть, который сделает возможным щедрые государственные социальные расходы накануне президентских выборов 2012 года.

**Новые макропрогнозы вселяют большой оптимизм.** Наш обновленный макропрогноз предполагает рост реальных располагаемых доходов населения в 2011 году на уровне 4.7%, что должно стимулировать покупательную способность населения. В то же время, мы ожидаем достаточно крепкий курс рубля на уровне 29.5 руб./\$ на 2011 г. и 28.5 руб./\$ на 2012 г., который должен оказать поддержку росту выручки компаний в долларовом выражении.

**В ожидании сильных финансовых результатов...** Мы ожидаем, что ключевым драйвером роста бумаг в 1П11 станут сезонно сильные финансовые результаты 4К10, которые должны оказать существенную поддержку годовым результатам. Кроме того, в начале следующего года компании, как ожидается, представят обновленные инвестиционные планы на год.

**...и обилия корпоративных новостей.** 2П10 оказался насыщенным событиями – ритейлер O'KEY успешно разместил свои ГДР на LSE, PepsiCo объявила о приобретении 66% Вимм-Билль-Данна, а X5 Retail Group приобрела сеть дискаунтеров Копейка. Все это подтверждает высокую привлекательность российского потребсектора. Мы уверены, что в будущие годы сектор ждет череда новых IPO, SPO и M&A, что будет поддерживать высокий интерес инвесторов.

### Фундаментально привлекательны, но риски в силе

**Привлекательный потенциал роста.** Ключевой инвестиционной идеей остаются ожидаемые высокие темпы роста прибылей российских компаний в долгосрочной перспективе, (что отражается при сравнении на основе мультипликатора PEG), которые выглядят гораздо привлекательнее по сравнению с аналогами развитых и большинства развивающихся стран. Нашими фаворитами в секторе остаются бумаги продуктовых ритейлеров и фармпроизводителей. Наши рекомендации на 2011 - ПОКУПАТЬ бумаги Магнита, X5 Retail Group, Фармстандарта и Верофарма.

**Макроэкономика, регулирование и изменение в налогообложении.** Ключевые риски в секторе хорошо известны - более слабые, чем ожидается, макроэкономические показатели, а также усиливающееся госрегулирование. С 2011 года компаниям предстоит испытать изменения в налогообложении – заметное повышение страховых отчислений на работников (с 26% до 34%), кроме того, те компании, которые использовали упрощенную систему налогообложения, будут вынуждены перейти к общей системе (по системе ЕНВД работали, в частности аптечные ритейлеры).

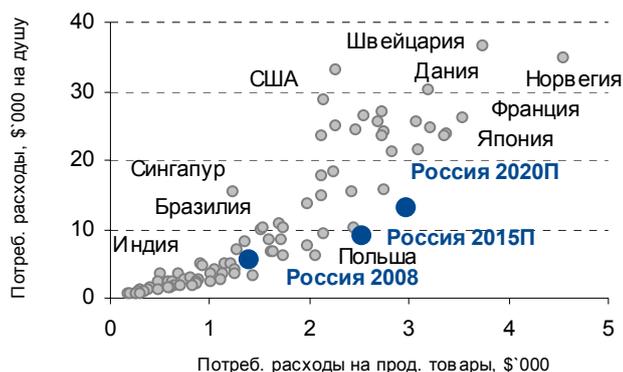
## Потребительский спрос восстанавливается

**На волне роста.** Как мы ожидали, на протяжении 2010 года мы наблюдали восстановление потребительского спроса, благодаря повышению реальных располагаемых доходов населения (на 4.3% за 11М10) при поддержке запланированного на этот год повышения пенсий на 38% в реальном выражении (вклад пенсий в валовой доход составляет около 15%). При этом рост зарплат с начала года оказался более умеренным, чем мы прогнозировали (4.5% за 11М10), что, однако, свидетельствует об успехах компаний в оптимизации расходов на персонал. В результате, мы наблюдаем восстановление темпов роста розничных продаж, которые составили 5% год к году за 11М10 (в реальном выражении). В 2011 г. мы ожидаем продолжение укрепления потребительского спроса при поддержке роста доходов населения на фоне снижения уровня безработицы (примерно до 7% в ноябре, против более чем 9% в январе), наряду со стабильным уровнем инфляции и постепенным оживлением кредитования населения. Мы также ожидаем, что потребительский спрос будет поддержан дальнейшим пост-кризисным восстановлением цен на нефть, который сделает возможным щедрые государственные социальные расходы накануне президентских выборов 2012 года. Более того, мы ожидаем, что потребительский сектор выиграет от проведения в России Зимних Олимпийских Игр 2014 года в г. Сочи, а также Чемпионата Мира по футболу в 2018 году, которые предполагают существенные инвестиции в региональную инфраструктуру и повышение уровня занятости в регионах.



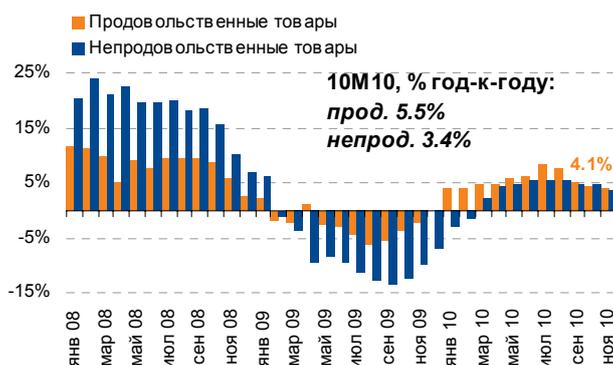
Источники: оценка ТКБ Капитал

### На пути к развитым рынкам...



Источники: USDA, оценка ТКБ Капитал

### Оборот розничной торговли, %



Источники: Госкомстат

**Новые макропрогнозы вселяют большой оптимизм.** Наши обновленные макропрогнозы предполагают увеличение реальных располагаемых доходов населения по итогам 2011 года на уровне 4.7%, что складывается из реального роста зарплат и индексации пенсий, что должно поддерживать рост потребительского спроса. Мы ожидаем, что обменный курс рубля останется достаточно сильным и удержится на уровне 29.5 руб./\$ в 2011 г. и 28.5 руб./\$ в 2012 г. Это обеспечит дополнительный курсовой эффект роста выручки компаний в долларовом выражении. Мы ожидаем довольно скромные темпы роста российской экономики – на 4-5% год к году в реальном выражении в 2011-2020, которые однако выглядят достаточными для того, чтобы Россия вошла в число 5-ти крупнейших экономик мира к 2020 году (после Китая, США, Индии и Японии по паритету покупательной способности), с текущего 9-го места. В целом, мы видим больше поводов для оптимизма в отношении перспектив роста сектора.

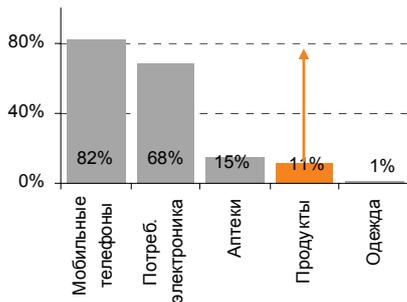


Источники: Госкомстат

**Основные макропараметры**

	2000-08	2009	2010П	2011-15П
Реальный рост ВВП, % CAGR	6.9%	-7.9%	4.1%	3.8%
Индекс потребительских цен, % (ср.)	13.7%	8.9%	8.5%	7.3%
Реальные зарплаты, %	14.7%	-2.8%	4.5%	3.4%
Рост реальных располагаемых доходов, % CAGR	10.7%	2.3%	7.5%	3.4%
Розничный торговый оборот, % CAGR	11.9%	-5.5%	4.6%	4.7%
Объем розничной торговли, % от ВВП (ср.)	33.3%	37.2%	36.1%	40.0%
Уровень безработицы, % (ср.)	7.8%	8.4%	7.0%	7.0%

Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал

**Рыночная доля 5 крупнейших игроков, %**


Источники: оценка ТКБ Капитал

**В ожидании сильных финансовых показателей...** Мы ожидаем, что ключевым драйвером роста бумаг в 1П11 станут сезонно сильные финансовые результаты 4К10, которые должны оказать существенную поддержку годовым результатам. Кроме того, рынок сейчас закладывает более оптимистичный сценарий в оценку бумаг сектора. Это подкрепляется данными о восстановлении потребления как в продовольственном, так и непродовольственном сегментах, а также амбициозными инвестиционными планами компаний. К примеру, Магнит намерен потратить на инвестиции в следующем году \$1.5млрд, Х5 планирует потратить \$1.3млрд, в то время как Черкизово намерено к 2012 году удвоить объемы производства по мясу свинины и птицы. Все это подтверждает, что компании готовы продемонстрировать высокие темпы роста выручки и чистой прибыли, уделяя внимание также и повышению операционной эффективности.

**...и обилия корпоративных событий.** Второе полугодие оказалось довольно насыщенным событиями. В начале ноября ритейлер O`KEI успешно разместил свои ГДР на LSE, выручив \$420млн (EV/EBITDA`10П 14). В начале декабря PepsiCo объявила о приобретении 66% Вимм-Билль-Данна за \$3.8 млрд (EV/EBITDA`10П 16.1), намереваясь в дальнейшем консолидировать 100% компании. Также в начале декабря Х5 Retail Group приобрела сеть дискаунтеров Копейка за \$1.65 млрд (включая долг, что подразумевает EV/EBITDA`10П на уровне 12). В то же время, крупнейший мировой ритейлер, американская Wal-Mart, приняла решение о закрытии своего офиса в России, что можно назвать вполне ожидаемым развитием событий, поскольку ритейлер упустил свой шанс купить дешево в кризис, в то время как российские компании вновь начали торговаться с премией к компания-аналогам с развивающихся рынков. Тем не менее Wal-Mart заявила, что продолжит внимательно следить за возможностями входа на российский рынок, что подразумевает, что ритейлер, вероятнее всего, просто выждет момент, пока в российском ритейле идет процесс консолидации – и затем вернется с многомиллиардным предложением лидеру рынка, как это было в случае с PepsiCo и Вимм-Билль-Данном. Все это подтверждает высокую привлекательность российского потребсектора. Мы уверены, что в ближайшие годы сектор ждет череда новых IPO, SPO и M&A, что будет поддерживать высокий интерес инвесторов.

## Фундаментально привлекательны

**Оценки и сравнения.** Ключевой инвестиционной идеей в секторе остаются ожидаемые высокие темпы роста прибылей российских компаний в долгосрочной перспективе, (что отражается при сравнении на основе мультипликатора PEG), которые выглядят гораздо привлекательнее по сравнению с компаниями-аналогами развитых и большинства развивающихся стран. Основанием для такого роста являются все еще сравнительно низкие показатели потребления на душу населения по сравнению со среднеевропейскими уровнями, а также ожидание стабильного роста реальных располагаемых доходов населения (примерно с \$5.3 тыс. в 2009 г. до более чем \$15 тыс. к 2020 г.).

**Наши рекомендации на 2011:** Мы по-прежнему отдаем предпочтение компаниям сегмента продуктовой розницы и фармпроизводителям. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги Магнита, X5 Retail Group, Фармстандарта и Верофарма.

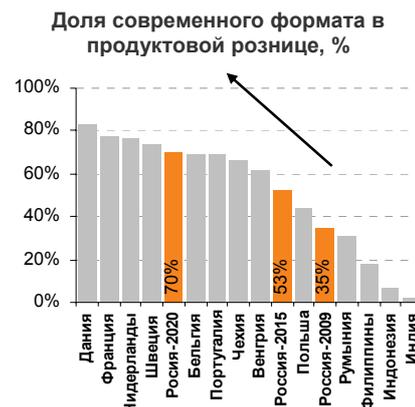
## Риски в силе

**Макроэкономика, регулирование и изменение в налогообложении.** Ключевые риски в секторе хорошо известны. Потребительский спрос может быть подвержен негативному влиянию более слабых, чем ожидается макроэкономических показателей. В 2010 году стало отчетливо проявляться усиление госрегулирования в секторе (в продуктовом ритейле, на фармрынке, в пивной и алкогольной отраслях и др.), которое может распространиться и на другие сегменты (в частности, мы ожидаем дальнейшего заметного повышения акцизов на алкоголь). Мы уверены, что со временем рынок сам компенсирует негативные эффекты избыточного регулирования. Тем не менее, есть ряд дополнительных источников для беспокойства – в отношении изменения в налогообложении, которое коснется компании сектора:

- Напомним, что с 2011 года упрощенная система налогообложения, которая подразумевает уплату единого налога на вмененный доход (ЕНВД), будет постепенно отменена. Вместо этого, налогоплательщики, которые сейчас применяют упрощенную систему налогообложения (в частности, аптечный ритейл) и имеют свыше 100 работников, будут вынуждены перейти к общей системе налогообложения и платить НДС (10% или 18%), налог на имущество (2%), налог на прибыль (20%) и другие. Таким образом, индивидуальные предприниматели и организации столкнутся с одномоментным повышением налоговой нагрузки в 2011 году, которая может подорвать их рентабельность. Среди публичных компаний, упрощенную систему налогообложения использует Протек и Аптечная сеть 36.6 в отношении аптечного розничного бизнеса. Таким образом, они будут в полной мере подвержены таким изменениям в налогообложении, которое может привести, по нашим оценкам, к снижению рентабельности по EBITDA в 2011 на 1.3-1.5 п.п. Тем не менее, мы ожидаем, что компании сектора смогут переложить значительную часть возросшего налогового бремени по потребителю, путем повышения цен, а также обратят больше внимания на повышение операционной эффективности.
- Кроме того, в следующем году грянет другое изменение – оно коснется значительного повышения размера страховых отчислений на работников до 34% с 2011 – с 26% в 2010 (для налогоплательщиков, применяющих общую систему налогообложения) и с 14% в 2010 (для налогоплательщиков, использующих ЕНВД). Это подразумевает увеличение статьи расходов на персонал и, по нашим оценкам, может привести к снижению рентабельности по EBITDA на 0.5 п.п. Также как и в предыдущем случае, мы ожидаем, что компании смогут переложить значительную часть дополнительной налоговой нагрузки на потребителей, одновременно сохраняя приоритет повышения операционной эффективности.



Источники: оценка ТКБ Капитал

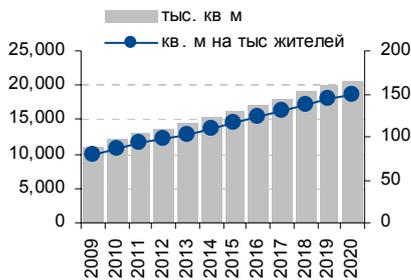


Источники: Eurostat, Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

## Продуктовые розничные сети

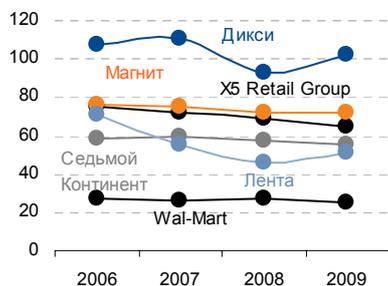
### Растущие компании – растущие бумаги

Перспективы развития продуктовой розницы



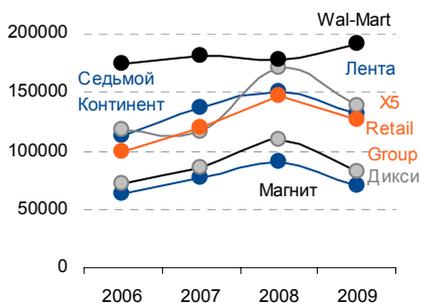
Источники: Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

Количество сотрудников на тыс. кв. м торговой площади



Источники: оценка ТКБ Капитал

Выручка на работника, \$



Источники: оценка ТКБ Капитал

**Продовольственная розница растет, непродовольственная – наверстывает отставание.** Как мы ожидали, в 2010 году продуктовая розница продемонстрировала заметное восстановление, в то время как продажи в остальных сегментах пока отстают. За 10M10 розничные продажи повысились на 4.4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом рост оборота продовольствия составил 5.5%, а непродовольственных категорий – 3.4%. По нашему мнению, это связано с тем, что увеличение реальных располагаемых доходов населения в 2010 году было в большей степени связано с индексацией пенсий. В 2011 году продуктовые ритейлеры остаются нашими фаворитами, поскольку мы ожидаем значимого повышения государственных социальных расходов накануне президентских выборов 2012 года. Кроме того, пенсионеры и другие категории населения с низким уровнем доходов, являются ключевой аудиторией дискаунтеров и отчасти гипермаркетов.

**Дискаунтеры и гипермаркеты испытывают приток покупателей.** В 2010 году мы отмечали, что дискаунтеры и гипермаркеты демонстрируют более сильную динамику роста сопоставимых продаж, и мы ожидаем, что данная тенденция сохранится и в 2011 году. Как и прежде, мы полагаем, что супермаркеты и непродовольственные товары остаются более долгосрочной ставкой на восстановление потребления. Вместе с тем мы отмечаем, что ритейлеры, в частности непродовольственной розницы, оптимистично настроены в отношении реализации планов по развитию и открытию новых магазинов (в частности в таких категориях, как одежда, бытовая электроника, косметика, спорттовары и прочее, а также товары роскоши).

**Источники роста стоимости: открытие новых магазинов и повышение эффективности.** В 2011 году большинство ритейлеров намерено ускорить темпы открытий новых магазинов, сохранив при этом эффективный контроль над издержками. Так, Магнит планирует инвестировать в открытия магазинов около \$1.5 млрд, X5 – немногим меньше - \$1.3 млрд. Дикси планирует инвестировать около \$100млн и удержать под контролем операционные издержки, снижая уровень товарных потерь. Мы ожидаем, что ключевым драйвером роста бумаг в 1П11 станут сезонно сильные финансовые результаты 4К10, которые должны оказать существенную поддержку годовым результатам.

**Новые правила рынка – регулирование.** С начала года продуктовые ритейлеры приводили свои отношения с поставщиками в соответствие с законом о торговле. Напомним, что с 1 августа, 2010 г. компании должны устанавливать бонусы поставщика (выплаты, которые поставщик платит сети) в размере не более 10%, при этом взимание бонусов в отношении социально значимых продуктов запрещается (список таких товаров включает куриное мясо, молоко, ржаной и пшеничный хлеб, хлебобулочные изделия). Также продуктовые сети должны соблюдать сроки оплаты за поставленный товар (10, 45 и 90 дней) в зависимости от их сроков хранения. Государство также оставляет за собой право фиксировать цены на определенный товар на срок до 90 дней в случае роста цены более чем на 30% в течение месяца. В то же время самое настораживающее положение закона о торговле вступило в силу с 1 июля – регулирование доли рынка компаний в границах муниципальных образований и городских округов. Сетям запрещается открывать или приобретать новые магазины, в случае если доля ритейлера превысит 25% от общего розничного оборота на территории муниципального образования (или городского округа, в частности г. Москвы и г. Санкт-Петербурга). Тем не менее, мы видели, что эта норма регулирования не помешала планам X5 Retail Group приобрести Копейку в середине декабря, хотя ФАС и обязала X5 закрыть или продать 27 из около 700 магазинов Копейки для соответствия положениям закона о торговле. В общем и целом, мы видим, что положения закона о торговле, регулирующие максимально возможную долю рынка продуктовых ритейлеров, не сказались заметным образом на амбициозных планах экспансии компаний – которые в будущем году достигнут рекордных объемов. По нашим оценкам, российский продуктовый ритейл способен удвоить свои торговые площади к 2020 году, что подразумевает введение еще около 15 млн кв м в современном формате, прежде чем достигнуть уровня насыщения, характерный для развитых стран.

**Продовольственная розница: доля рынка ключевых игроков, %**

	2010П	2015П	2020П
<b>X5 Retail Group</b>	4%	9%	14%
<b>Магнит</b>	3%	8%	14%
Ашан	3%	4%	6%
Metro Cash & Carry	2%	2%	3%
O`Key	1%	2%	4%
<b>ДИКСИ</b>	1%	2%	2%
Лента	1%	2%	3%
<b>Седьмой Континент</b>	1%	1%	1%
Пять крупнейших игроков	12%	25%	39%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**ПОКУПАТЬ Магнит и X5 Retail Group.** Акции российских продуктовых ритейлеров торгуются сейчас с прогнозируемым мультипликатором EV/EBITDA на 2011 г. на уровне 6–14 в среднем, в то время как данный показатель для компаний-аналогов развивающихся рынков составляет 11. При этом мы полагаем, что российские компании заслуживают премии в оценке по мультипликаторам из-за более высоких темпов роста EBITDA и прибыли на акцию по сравнению с компаниями-аналогами развивающихся рынков (среднегодовой рост EBITDA в 2011-2013 ожидается на уровне 30%). Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Магнита с целевой ценой на 12 месяцев на уровне \$162.3 за акцию и \$32.5 за ГДР) и X5 Retail Group (с 12-ти месячной целевой ценой на уровне \$56 за ГДР).

**Сравнительная оценка**

Компания	P/E			EV/EBITDA			EV/S			PEG, 2010
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	
X 5 Retail Group (ГДР)	70.0	40.4	30.5	17.8	14.0	10.6	1.5	1.1	0.7	0.9
Магнит (ГДР)	46.8	37.5	34.7	26.0	19.4	14.4	2.4	1.6	1.1	1.3
Магнит	42.0	33.6	31.1	23.3	17.4	12.9	2.2	1.5	1.0	0.6
O`кей (ГДР)	н/д	41.0	25.9	н/д	18.1	13.8	н/д	1.6	1.2	1.0
Седьмой Континент	16.2	12.9	9.2	6.6	6.9	5.8	0.6	0.5	0.4	0.6
Дикси	отр	66.0	42.7	15.7	12.0	9.5	0.8	0.6	0.5	1.4
<b>Медиана</b>	<b>44.4</b>	<b>39.0</b>	<b>30.8</b>	<b>17.8</b>	<b>15.7</b>	<b>11.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
<b>Среднее</b>	<b>43.8</b>	<b>38.6</b>	<b>29.0</b>	<b>17.9</b>	<b>14.6</b>	<b>11.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>

**Развитые рынки**

<b>Медиана</b>	<b>14.4</b>	<b>16.2</b>	<b>13.3</b>	<b>7.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>
<b>Среднее</b>	<b>18.8</b>	<b>15.9</b>	<b>13.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.5</b>	<b>6.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.4</b>

**Развивающиеся рынки**

<b>Медиана</b>	<b>36.5</b>	<b>26.4</b>	<b>21.4</b>	<b>20.5</b>	<b>13.8</b>	<b>10.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.7</b>
<b>Среднее</b>	<b>33.8</b>	<b>25.6</b>	<b>21.8</b>	<b>21.4</b>	<b>15.2</b>	<b>12.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>

Источники: Bloomberg, ТКБ Капитал

## Фармпроизводители

### Рост при поддержке государства

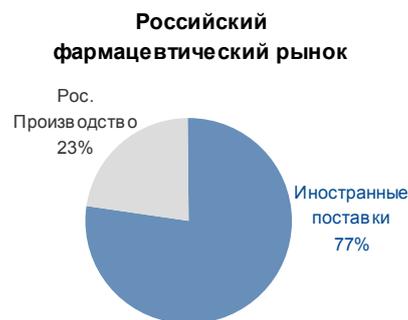
**Рост российского фармрынка в государственном приоритете.** Мы видим, что иностранные компании активно ищут возможности запуска локального производства и таким образом делают ставку на рост российского рынка, который остается вторым по потенциалу роста в мире после Китая. При этом государственная стратегия долгосрочного развития российской фармацевтической отрасли подразумевает существенное увеличение производства отечественных лекарственных препаратов, доля которого должна достичь около 50% рынка к 2020 г. (в денежном выражении) против текущих 25%. Более того, государство намерено стимулировать инвестиции в НИОКР и производство оригинальных лекарственных препаратов и субстанций, модернизацию производственных мощностей для соответствия GMP-стандарту, а также поддерживать импортозамещение в госзакупках и поощрять экспорт. Мы сохраняем свой позитивный взгляд на отечественных фармпроизводителей, таких как Фармстандарт и Верофарм, и полагаем, что они смогут выиграть от ожидаемого роста российского фармрынка и государственной поддержки импортозамещения, благодаря современным производственным мощностям и успешному опыту запуска производства новых препаратов. Кроме того, обе компании заявили об амбициозных планах по укреплению лидерских позиций на рынке путем органического роста и возможных сделок M&A.

**Суматоха, внесенная регулированием на рынке, улеглась.** Напомним, что в этом году на фармацевтическом рынке России случилось несколько изменений в госрегулировании – в отношении максимально допустимых цен производителей и торговых надбавок (со стороны дистрибуторов и аптечных сетей) на препараты из списка жизненно необходимых и важных лекарственных препаратов (ЖНВП) (с 1 апреля) и новых правил к упаковке лекарственных препаратов (с 1 сентября). Принимая во внимание, что доля ЖНВП на российском фармрынке составляет свыше 30%, фармацевтические компании оказались в той или иной степени подвержены новым регуляторным изменениям. Тем не менее, к концу года, рынок в полной мере принял и перестроился на новые правила игры. При этом фармпроизводители, пострадали в наименьшей степени по сравнению с аптечным сегментом и дистрибуторами (Протек сейчас торгуется на 40% ниже цены размещения IPO в апреле 2010 года, поскольку рентабельность по EBITDA компании снизилась практически в 2 раза до 2.9% с 6.4% в 2010, что стало следствием регуляторных изменений на фармрынке). Мы ожидаем, что фармпроизводители продолжат демонстрировать здоровый рост в 2011 году, оставаясь самым финансово устойчивым сегментом рынка.

**Впереди – новые триггеры роста.** Мы ожидаем, что Фармстандарт и Верофарм, представят рынку сильную финансовую отчетность за 2010 год. Кроме того, мы уверены, что обе компании останутся успешными в реализации своих оптимистичных прогнозов на 2011 год, что придаст новый импульс роста их бумагам. В частности, мы ожидаем, что бумаги Фармстандарта могут быть включены в индекс MSCI Russia, откуда они исключались в 2010 году. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги Фармстандарта с целевой ценой на 12 месяцев на уровне \$36.5 за ГДР и \$146 за акцию соответственно, и рекомендацию ПОКУПАТЬ акции Верофарма с 12-ти месячной целевой ценой на уровне \$62 за акцию.



Источники: Данные компаний



Источники: Данные компаний



Источники: Данные компаний

### Сравнительная оценка

Компания	P/E			EV/EBITDA			EV/S			PEG, 2010
	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	2009	2010П	2011П	
Фармстандарт (ГДР)	19.9	18.4	16.1	14.3	13.0	11.3	5.5	4.7	4.3	1.4
Фармстандарт	17.5	16.2	14.1	12.6	11.3	9.9	4.8	4.1	3.8	1.3
Верофарм	13.7	11.6	9.6	11.4	8.7	7.5	3.6	2.7	2.4	0.7
<b>Медиана</b>	<b>17.5</b>	<b>16.2</b>	<b>14.1</b>	<b>12.6</b>	<b>11.3</b>	<b>9.9</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>1.3</b>
<b>Среднее</b>	<b>17.1</b>	<b>15.4</b>	<b>13.2</b>	<b>12.8</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>1.1</b>

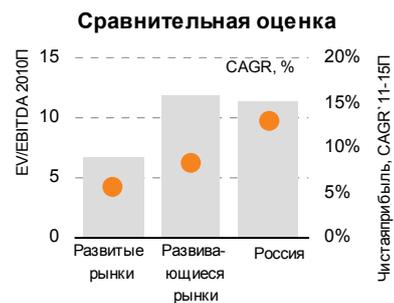
#### Развитые рынки

<b>Медиана</b>	<b>16.3</b>	<b>11.4</b>	<b>8.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>
<b>Среднее</b>	<b>15.6</b>	<b>10.5</b>	<b>8.2</b>	<b>8.1</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.8</b>

#### Развивающиеся рынки

<b>Медиана</b>	<b>17.2</b>	<b>15.8</b>	<b>13.4</b>	<b>14.1</b>	<b>11.8</b>	<b>11.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>
<b>Среднее</b>	<b>27.4</b>	<b>20.9</b>	<b>15.8</b>	<b>16.3</b>	<b>14.3</b>	<b>12.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>1.5</b>

Источники: Bloomberg, ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

# Магнит

## Рекордные инвестиции с фокусом на эффективность

Магнит		
	АО	ГДР
Тикер	MGNT	MGNT LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	129.9	29.0
Целевая цена, \$	162.3	32.5
Потенциал, %	25%	12%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	MGNT RX
Reuters	MGNT.MM

Акции в обращении, млн	АО	89.0
EV, \$ млн	АО	11,598
МС, \$ млн	АО	11,557
MIN 12 мес., \$	АО	64.2
MAX 12 мес., \$	АО	135.0
Кол-во акций на ГДР	АО	1/5

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	7,993	11,461	14,680
ЕБИТДА	666	900	1,175
Чистая прибыль	344	371	445
EPS, \$	3.86	4.17	5.00
Рост выручки, %	49.3	43.4	28.1
EPS рост, %	24.9	8.0	19.7
Маржа ЕБИТДА, %	8.3	7.9	8.0
Чистая маржа, %	4.3	3.2	3.0

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	33.6	31.1	26.0
EV/ЕБИТДА	17.4	12.9	9.9

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Сергей Галицкий, CEO	41%
Менеджмент и члены СД	4%
Прочие	56%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Мы уверены, что акции Магнита сохраняют свою инвестиционную привлекательность в 2011, несмотря на значительный рост котировок в 2010. Среди факторов роста стоимости бумаг Магнита в 2011 мы отмечаем сильную финансовую отчетность и продолжающуюся агрессивную политику по открытию новых магазинов. При этом мы видим, что положения закона о торговле, ограничивающие доли рынка продуктовых ритейлеров, не оказывают негативного влияния на темпы развития компаний, что также видно на примере недавней сделки по покупке X5 Retail Group сети Копейка и рекордных инвестпрограмм Магнита и X5 на 2011 год – на уровне \$1.5 млрд и \$1.3 млрд соответственно.

**Впереди – новые триггеры роста.** Напомним, что для ритейлеров продажи в четвертом квартале являются сезонно наиболее сильными, что объясняется новогодними праздниками (продажи в последнем квартале года могут принести 28–30% годовой выручки). Мы видим, что результаты продаж Магнита по итогам первых двух месяцев четвертого квартала являются весьма сильными. Кроме того, напомним, что во время недавней телефонной конференции компания заявила, что она практически прекратила ценовые инвестиции. На наш взгляд, в таком случае можно ожидать еще более высокую валовую рентабельность в 4К10, чем в 3К10, что должно позволить Магниту добиться по итогам года цели по рентабельности ЕБИТДА на уровне 8.2%.

**Новые магазины – источник роста стоимости.** Факторами роста стоимости Магнита в 2011 станут сильные финансовые результаты за 2010 и сохраняющиеся быстрые темпы открытия новых магазинов. В 2011 году Магнит должен потратить рекордную сумму на инвестиции – около \$1.5 млрд и открыть до 800 магазинов у дома и 55–60 гипермаркетов. Таким образом, Магнит продолжает свою агрессивную политику роста с фокусом на повышение эффективности через оптимизацию всех бизнес-процессов и дальнейшее развитие логистики. При этом Магнит планирует сохранить отношение Чистый Долг/ЕБИТДА 2011 г. на уровне не более 1.5.

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

**ПОКУПАТЬ: потенциал роста привлекательный.** Наша 12-ти месячная целевая цена для акций Магнита на уровне \$162.3 за акцию и \$32.5 за ГДР рассчитана по модели ДДП (WACC равен 10.8%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), что подразумевает рекомендацию ПОКУПАТЬ. Бумаги Магнита торгуются сейчас с 20–36% премией (для локальных бумаг и ГДР соответственно) к компаниям-аналогам с развивающихся стран по прогнозируемому мультипликатору EV/ЕБИТДА на 2011 г., что объясняется ожидающимися в 2011–2013 гг. среднегодовыми темпами роста ЕБИТДА на уровне почти 35%.

## Магнит

### БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	378	444	476	563	816	1,133	1,408
Дебиторская задолженность		2	2	3	4	5	6
Запасы	415	492	709	912	1,187	1,502	1,822
Прочие оборотные активы	68	292	280	252	201	254	307
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>862</b>	<b>1,230</b>	<b>1,467</b>	<b>1,730</b>	<b>2,208</b>	<b>2,894</b>	<b>3,544</b>
Основные средства	1,638	2,948	4,257	5,216	6,206	7,233	8,286
Нематериальные активы	4	14	21	22	22	19	13
Прочие внеоборотные активы	25				( )	( )	( )
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>1,667</b>	<b>2,962</b>	<b>4,278</b>	<b>5,238</b>	<b>6,227</b>	<b>7,252</b>	<b>8,299</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>2,529</b>	<b>4,191</b>	<b>5,745</b>	<b>6,969</b>	<b>8,435</b>	<b>10,146</b>	<b>11,843</b>
Краткосрочные займы	267	939	1,530	1,885	2,194	2,386	2,417
Прочие краткосрочные обязательства	658	852	1,226	1,575	2,056	2,746	3,475
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>924</b>	<b>1,791</b>	<b>2,755</b>	<b>3,460</b>	<b>4,250</b>	<b>5,132</b>	<b>5,892</b>
Долгосрочные займы	152	519	837	1,029	1,196	1,300	1,316
Прочие долгосрочные обязательства	27	29	31	38	57	82	105
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>180</b>	<b>548</b>	<b>869</b>	<b>1,067</b>	<b>1,253</b>	<b>1,381</b>	<b>1,421</b>
<b>Доля миноритарных акционеров</b>	-	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
Прочее	(179)	-	-	-	-	-	-
Нераспределенная прибыль	596	845	1,113	1,434	1,924	2,625	3,523
Итого собственный капитал	1,425	1,853	2,121	2,442	2,932	3,632	4,531
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>2,529</b>	<b>4,191</b>	<b>5,745</b>	<b>6,969</b>	<b>8,435</b>	<b>10,146</b>	<b>11,843</b>

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>5,354</b>	<b>7,993</b>	<b>11,461</b>	<b>14,680</b>	<b>19,090</b>	<b>24,153</b>	<b>29,273</b>
Операционные расходы	(4,857)	(7,327)	(10,561)	(13,505)	(17,473)	(22,025)	(26,668)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>497</b>	<b>666</b>	<b>900</b>	<b>1,175</b>	<b>1,617</b>	<b>2,128</b>	<b>2,605</b>
Износ и амортизация	103	131	233	341	432	531	640
<b>Операционная прибыль</b>	<b>394</b>	<b>535</b>	<b>667</b>	<b>834</b>	<b>1,185</b>	<b>1,597</b>	<b>1,965</b>
Доходы по процентам	2	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(54)	(94)	(191)	(264)	(315)	(354)	(371)
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	12	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>355</b>	<b>441</b>	<b>476</b>	<b>570</b>	<b>870</b>	<b>1,243</b>	<b>1,594</b>
Налог на прибыль	(80)	(97)	(105)	(125)	(191)	(273)	(351)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>275</b>	<b>344</b>	<b>371</b>	<b>445</b>	<b>678</b>	<b>969</b>	<b>1,243</b>

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	376	576	723	897	1,265	1,678	2,062
Инвестиционный денежный поток	(448)	(1,451)	(1,548)	(1,301)	(1,421)	(1,556)	(1,687)
Финансовый денежный поток	339	941	858	491	409	194	(99)
<b>Чистый долг</b>	<b>41</b>	<b>1,013</b>	<b>1,891</b>	<b>2,351</b>	<b>2,574</b>	<b>2,553</b>	<b>2,324</b>

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	0.1%	49.3%	43.4%	28.1%	30.0%	26.5%	21.2%
Рентабельность ЕБИТДА	9.3%	8.3%	7.9%	8.0%	8.5%	8.8%	8.9%
Чистая рентабельность	5.1%	4.3%	3.2%	3.0%	3.6%	4.0%	4.2%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>

# X5 Retail Group

## Ставка на синергию от интеграции Копейки

X5 RETAIL GROUP	
Тикер	ГДР
Рекомендация	<b>ПОКУПАТЬ</b>
Цена, \$	42.7
Целевая цена, \$	56.0
Потенциал, %	31%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	FIVE LI
Reuters	PJPq.L
ГДР	
ГДР в обращении, млн	271.6
EV, \$ млн	13,121
MC, \$ млн	11,583
MIN 12 мес., \$	64.2
MAX 12 мес., \$	135.0
АО	
Кол-во акций на ГДР	1/4

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	11,709	17,791	20,228
EBITDA	935	1,235	1,438
Чистая прибыль	286	380	448
EPS, \$	1.05	1.40	1.65
Рост выручки, %	34.3	51.9	13.7
EPS рост, %	73.2	32.7	17.8
Маржа EBITDA, %	8.0	6.9	7.1
Чистая маржа, %	2.4	2.1	2.2

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	40.4	30.5	25.9
EV/EBITDA	14.0	10.6	9.1

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



Источники: LSE, PTC, оценка ТКБ Капитал

Наша новая 12-ти месячная целевая цена ГДР компании, учитывающая недавнее приобретение Копейки и повышение прогнозов инвестиций на 2011 год, составляет \$56, рекомендация – ПОКУПАТЬ. Факторами роста стоимости X5 Retail Group в 2011 послужат сильные, как мы прогнозируем, финансовые результаты и возможное продолжение активности в сфере слияний и поглощений. На примере недавней сделки по покупке Копейки и рекордных инвестпрограмм Магнита и X5 на 2011 год – на уровне \$1.5 млрд и \$1.3 млрд соответственно – мы видим, что положения закона о торговле, ограничивающие доли рынка продуктовых ритейлеров, не оказывают негативного влияния на темпы развития компаний.

**В ожидании синергии от интеграции Копейки.** Напомним, что приобретение Копейки обошло X5 Retail Group в \$1.65 млрд (или 51.5 млрд рублей), включая долг (чистый долг - не более 16.5 млрд рублей или \$527 млн). Это предполагает мультипликатор EV/EBITDA`10П на уровне 11.6 (против текущего мультипликатора X5 на уровне 15) и выглядит как разумная цена за почти 700 дискаунтеров (общей площадью 300`000 кв.м), уровень централизации поставок в которых составляет почти 90% против около 67% у X5 (благодаря 7 дистрибуционным центрам общей площадью около 87`000 кв. м и хорошо выстроенной логистике). Приобретение Копейки позволит X5 увеличить число магазинов на 40%, расширяя свою торговую площадь на 25%, что должно сказаться в дополнительном 19-ти процентном росте выручки и 15%-ном росте EBITDA. X5 Retail Group рассчитывает завершить интеграцию бизнеса Копейки к 2013 году. Также компания привлечет кредит Сбербанка в размере \$1 млрд (сроком на 5 лет, номинированного в рублях). В результате этого, на конец года отношение Чистый Долг/EBITDA компании составит 2.7 (против 2.3 на конец сентября), однако останется в соответствии с ковенантами X5 по текущим долгам. X5 планирует рефинансировать кредиты Копейки на более привлекательных условиях, а также получить значительную синергию в результате интеграции (максимальной синергии компания планирует добиться к 2015 году). В частности, X5 ожидает добиться увеличения выручки на кв. м – Копейка демонстрирует продажи на уровне около \$7500 на кв. м, против около \$13`200 у X5.

**Триггеры роста: финансовая отчетность за 2010 год и новые прогнозы менеджмента.** Мы ожидаем, что грядущие финансовые результаты X5 за 4К10 и весь 2010 год вместе с недавно озвученной рекордной инвестпрограммой на 2011 год в размере около \$1.3 млрд, что подразумевает открытие около 500 дискаунтеров, 20-25 супермаркетов, 5-10 гипермаркетов и до 10 Пятерочки Макси, должно привлечь внимание инвесторов на привлекательность инвестиций в бумаги ритейлера, как ставку на будущий успех компании в консолидации российского ритейла. Мы уверены, что X5 продолжит играть активную роль на рынке слияний и поглощений.

**Госрегулирование и макроэкономические риски.** Общими для сектора являются риски более слабых, чем ожидается макроэкономических показателей (в частности реального роста зарплат и уровня безработицы), что может негативно сказаться на потребительской активности. Кроме того продуктовый ритейл подвержен рискам госрегулирования. Напомним, что с 1 июля в силу вступила статья закона о торговле по регулированию рыночных долей продуктовых ритейлеров на территории муниципальных образований и городских округов. X5 Retail Group, на наш взгляд, вполне может реализовать свои амбициозные планы по открытию новых магазинов.

**Впечатляющие перспективы роста.** Наша оценка 12-ти месячной целевой цены ГДР компании на уровне \$56 основана на модели ДДП (WACC на уровне 10.8%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), что подтверждает рекомендацию ПОКУПАТЬ. Наша новая оценка учитывает недавнее приобретение Копейки и повышение размера инвестпрограммы на 2011 год. Бумаги X5 торгуются сейчас с премией около 5% к компаниям-аналогам с развивающихся рынков по прогнозируемому мультипликатору EV/EBITDA 2011г. Такая премия обоснована ожидающимися в 2011–2013 гг. среднегодовыми темпами роста EBITDA на уровне почти 30%.

## X5 Retail Group

### БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	412	434	374	237	569	1,218	2,204
Дебиторская задолженность	310	289	439	499	615	717	824
Запасы	613	634	966	1,099	1,357	1,583	1,820
Прочие оборотные активы	210	363	548	624	769	899	1,049
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>1,544</b>	<b>1,720</b>	<b>2,327</b>	<b>2,459</b>	<b>3,309</b>	<b>4,417</b>	<b>5,898</b>
Основные средства	2,995	4,321	5,634	5,618	5,539	5,474	5,399
Нематериальные активы	496	542	563	531	495	461	426
Прочие внеоборотные активы	1,144	1,168	1,216	1,244	1,287	1,339	1,397
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>4,636</b>	<b>6,031</b>	<b>7,413</b>	<b>7,393</b>	<b>7,321</b>	<b>7,274</b>	<b>7,223</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>6,180</b>	<b>7,750</b>	<b>9,740</b>	<b>9,852</b>	<b>10,631</b>	<b>11,691</b>	<b>13,121</b>
Краткосрочные займы	1,659	890	908	718	503	353	247
Прочие краткосрочные обязательства	2,221	2,488	4,038	4,337	5,058	5,635	6,226
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>3,880</b>	<b>3,379</b>	<b>4,946</b>	<b>5,055</b>	<b>5,561</b>	<b>5,987</b>	<b>6,474</b>
Долгосрочные займы	292	2,077	2,119	1,674	1,173	823	577
Прочие долгосрочные обязательства	236	236	236	236	236	236	236
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>527</b>	<b>2,313</b>	<b>2,355</b>	<b>1,910</b>	<b>1,409</b>	<b>1,058</b>	<b>813</b>
<b>Доля миноритарных акционеров</b>	-	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал	2,143	2,143	2,143	2,143	2,143	2,143	2,143
Прочее	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)
Нераспределенная прибыль	199	486	866	1,314	2,088	3,072	4,261
Итого собственный капитал	1,772	2,059	2,439	2,887	3,661	4,646	5,835
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>6,180</b>	<b>7,750</b>	<b>9,740</b>	<b>9,852</b>	<b>10,631</b>	<b>11,691</b>	<b>13,121</b>

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>8,717</b>	<b>11,709</b>	<b>17,791</b>	<b>20,228</b>	<b>24,940</b>	<b>29,088</b>	<b>33,436</b>
Операционные расходы	(7,981)	(10,775)	(16,557)	(18,790)	(23,021)	(26,862)	(30,894)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>736</b>	<b>935</b>	<b>1,235</b>	<b>1,438</b>	<b>1,919</b>	<b>2,227</b>	<b>2,542</b>
Износ и амортизация	268	297	410	532	566	598	632
<b>Операционная прибыль</b>	<b>468</b>	<b>637</b>	<b>825</b>	<b>906</b>	<b>1,353</b>	<b>1,629</b>	<b>1,909</b>
Доходы по процентам	-	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(154)	(197)	(240)	(217)	(163)	(114)	(80)
Доля миноритарных акционеров	4	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	50	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>264</b>	<b>441</b>	<b>585</b>	<b>689</b>	<b>1,190</b>	<b>1,515</b>	<b>1,829</b>
Налог на прибыль	(99)	(154)	(205)	(241)	(417)	(530)	(640)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>165</b>	<b>286</b>	<b>380</b>	<b>448</b>	<b>774</b>	<b>985</b>	<b>1,189</b>

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>734</b>	<b>696</b>	<b>1,286</b>	<b>1,114</b>	<b>1,639</b>	<b>1,798</b>	<b>2,017</b>
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(434)</b>	<b>(1,684)</b>	<b>(1,406)</b>	<b>(616)</b>	<b>(591)</b>	<b>(647)</b>	<b>(680)</b>
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>(194)</b>	<b>1,011</b>	<b>60</b>	<b>(635)</b>	<b>(716)</b>	<b>(501)</b>	<b>(351)</b>
<b>Чистый долг</b>	<b>1,539</b>	<b>2,534</b>	<b>2,654</b>	<b>2,155</b>	<b>1,107</b>	<b>(43)</b>	<b>(1,380)</b>

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	4%	34%	52%	14%	23%	17%	15%
Рентабельность ЕБИТДА	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%
Чистая рентабельность	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.5)</b>

## Фармстандарт

### Высокие темпы роста финансовых показателей

Фармстандарт		
	АО	ГДР
Тикер	RHST	RHST LI
Рекомендация	покупать	покупать
Цена, \$	100.1	28.5
Целевая цена, \$	146.0	36.5
Потенциал, %	46%	28%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg		RHST LI
Reuters		RHSTq.L

ГДР в обращении, млн	151.2
EV, \$ млн	3,681
MC, \$ млн	3,784
MIN 12 мес., \$	16.8
MAX 12 мес., \$	29.5
Кол-во акций на ГДР	1/4

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	889	969	1,045
ЕБИТДА	324	372	406
Чистая прибыль	234	268	293
EPS, \$	1.5	1.8	1.9
Рост выручки, %	17.1	9.0	7.8
EPS рост, %	8.3	14.7	9.1
Маржа ЕБИТДА, %	36.5	38.4	38.9
Чистая маржа, %	26.3	27.7	28.0

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	16.2	14.1	12.9
EV/ЕБИТДА	11.3	9.9	9.1

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



Источники: LSE, PTC, оценка ТКБ Капитал

Фармстандарт, по нашему мнению, способен продемонстрировать значительный рост котировок акций в 2011. Мы также рассматриваем вероятность включения бумаг компании в индекс MSCI Russia, откуда они были исключены в 2010 году. С фундаментальной точки зрения, бумаги компании остаются хорошей ставкой на перспективы роста отечественного фармацевтического рынка и реализацию государственной стратегии по увеличению импортозамещения. Прочная финансовая стабильность и способность генерировать положительный денежный поток для акционеров позволяет компании без труда финансировать органический рост и потенциальные сделки по слиянию и поглощению. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ ГДР и локальные акции Фармстандарта.

**Грядущие триггеры роста – сезон гриппа, бюджетные тендеры и финансовые результаты.** Мы ожидаем, что Фармстандарт покажет сильные продажи по итогам 4К10 благодаря высокой доли продаж противовирусных препаратов и витаминов (к примеру, продажи Арбидола, Коделака и Компливита составляют около 20% выручки компании и более 30% продаж собственных брендов). Кроме того, Фармстандарт рассчитывает на победу в гостендерах на поставку лекарственных препаратов, что может существенно поддержать продажи 2011 года. Обладая достаточным запасом ликвидности, компания может продолжить совершать сделки M&A, приобретая успешные продукты конкурентов, что может стать дополнительным источником роста финансовых показателей и укрепить ее портфель продуктов. Бумаги Фармстандарта являются хорошей ставкой на рост российского фармацевтического рынка при господдержке замещения импортных лекарственных препаратов, что дает российским игрокам возможность для увеличения доли рынка.

**Риски связаны с ухудшением макроиндикаторов и госрегулированием.** Мы полагаем, что в случае более слабых, чем ожидается макроэкономических параметров в 2011, которые оказывают непосредственное влияние на покупательную способность населения, наши оценки финансовых показателей Фармстандарта могут оказаться завышенными, хотя спрос на лекарственные препараты является более устойчивым по сравнению с другими категориями товаров. Мы также видим риски в усилении государственного регулирования в секторе, которое предполагает ограничение прямого продвижения лекарственных препаратов врачам, что может затруднить внедрение на рынок новых препаратов.

**Недооцененный доступ на российский фармрынок.** Наша 12-ти месячная целевая цена акций Фармстандарта, основанная на модели ДДП (WACC – 11.2%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), составляет \$146 за акцию (\$36.5 за ГДР) и подразумевает рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги компании. Сравнительная оценка Фармстандарта с сопоставимыми компаниями развивающихся рынков на основе прогнозного мультипликатора EV/ЕБИТДА 2011 г. предполагает дисконт около 5-10% (для ГДР и локальных бумаг соответственно), что при этом не отражает перспектив будущего роста финансовых показателей Фармстандарта.

## Фармстандарт

### БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	130	253	438	693	970	1,297	1,680
Дебиторская задолженность	307	356	387	418	477	545	616
Запасы	91	110	114	123	139	158	177
Прочие оборотные активы	13	22	24	25	29	33	37
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>541</b>	<b>741</b>	<b>963</b>	<b>1,259</b>	<b>1,616</b>	<b>2,032</b>	<b>2,509</b>
Основные средства	122	151	181	184	185	185	184
Нематериальные активы	204	216	229	231	233	236	238
Прочие внеоборотные активы	-	-	-	-	-	-	-
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>326</b>	<b>367</b>	<b>410</b>	<b>415</b>	<b>418</b>	<b>420</b>	<b>422</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>867</b>	<b>1,108</b>	<b>1,374</b>	<b>1,673</b>	<b>2,034</b>	<b>2,453</b>	<b>2,931</b>
Краткосрочные займы	13	6	3	2	1		
Прочие краткосрочные обязательства	161	198	262	331	432	549	677
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>174</b>	<b>205</b>	<b>266</b>	<b>333</b>	<b>433</b>	<b>549</b>	<b>677</b>
Долгосрочные займы	13	6	3	2	1		
Прочие долгосрочные обязательства	29	62	71	77	90	104	119
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>79</b>	<b>91</b>	<b>104</b>	<b>119</b>
<b>Доля миноритарных акционеров</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Уставный и добавочный капитал	1	1	1	1	1	1	1
Прочее	( )						( )
Нераспределенная прибыль	636	820	1,019	1,247	1,495	1,785	2,120
Итого собственный капитал	638	821	1,020	1,248	1,497	1,786	2,122
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>867</b>	<b>1,108</b>	<b>1,374</b>	<b>1,673</b>	<b>2,034</b>	<b>2,453</b>	<b>2,931</b>

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>759</b>	<b>889</b>	<b>969</b>	<b>1,045</b>	<b>1,194</b>	<b>1,362</b>	<b>1,540</b>
Операционные расходы	(466)	(565)	(596)	(638)	(724)	(821)	(922)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>293</b>	<b>324</b>	<b>372</b>	<b>406</b>	<b>469</b>	<b>541</b>	<b>617</b>
Износ и амортизация	24	28	33	36	39	42	45
<b>Операционная прибыль</b>	<b>270</b>	<b>297</b>	<b>339</b>	<b>370</b>	<b>430</b>	<b>499</b>	<b>572</b>
Доходы по процентам	4	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(5)	(1)	(1)	( )	( )	( )	( )
Доля миноритарных акционеров	1	1	1	1	1	1	1
Прочие доходы (расходы)	3	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
Чрезвычайные доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>272</b>	<b>292</b>	<b>335</b>	<b>366</b>	<b>426</b>	<b>494</b>	<b>566</b>
Налог на прибыль	(57)	(58)	(67)	(73)	(85)	(99)	(113)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>216</b>	<b>234</b>	<b>268</b>	<b>293</b>	<b>340</b>	<b>395</b>	<b>453</b>

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>193</b>	<b>207</b>	<b>269</b>	<b>301</b>	<b>324</b>	<b>375</b>	<b>433</b>
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>28</b>	<b>(71)</b>	<b>(78)</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(47)</b>	<b>(50)</b>
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>(53)</b>	<b>(13)</b>	<b>(6)</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	<b>( )</b>
<b>Чистый долг</b>	<b>(104)</b>	<b>(240)</b>	<b>(432)</b>	<b>(690)</b>	<b>(969)</b>	<b>(1,296)</b>	<b>(1,679)</b>

### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	32%	17%	9%	8%	14%	14%	13%
Рентабельность ЕБИТДА	39%	36%	38%	39%	39%	40%	40%
Чистая рентабельность	28%	26%	28%	28%	29%	29%	29%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.

# Верофарм

## Внутренние планы роста в нишевом сегменте

Верофарм	
Тикер	VRPH
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	47.9
Целевая цена, \$	62.0
Потенциал, %	30%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	VFRM.RX
Reuters	VFRM.MM
Акции в обращении, млн	10.0
EV, \$ млн	501
MC, \$ млн	479
MIN 12 мес., \$	27.4
MAX 12 мес., \$	48.4
Кол-во акций на ГДР	-

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
МСФО	2010П	2011П	2012П
Выручка	183	211	227
ЕБИТДА	57	66	72
Чистая прибыль	41	50	54
EPS, \$	4.1	5.0	5.4
Рост выручки, %	32.0	15.5	7.4
EPS рост, %	18.2	21.4	8.3
Маржа ЕБИТДА, %	31.3	31.4	31.8
Чистая маржа, %	22.6	23.7	23.9

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	11.6	9.6	8.8
EV/ЕБИТДА	8.7	7.5	6.9



Источники: ММББ, РТС, оценка ТКБ Капитал

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Верофарма, инвестиции в которые позволяют сделать ставку на рост российского фармацевтического рынка и обеспечение государственной стратегии импортозамещения. Основными факторами роста бумаг компании в 1П11 станет ожидаемое улучшение финансовых показателей в 4К10, что должно возобновить интерес инвесторов к акциям Верофарма.

**Сильные финансовые результаты и перспективы роста.** Несмотря на то, что финансовые результаты Верофарма за 3К10 оказались значительно хуже наших ожиданий и консенсус-прогноза рынка под воздействием регуляторных изменений на фармрынке, результаты компании за 9М10 позволяют нам сохранить уверенность в наших прогнозах роста выручки компании по итогам года на уровне 22%. Это также согласуется с ожиданиями менеджмента. Кроме того, четвертый квартал является традиционно сильным для фармпроизводителей. Таким образом, ожидаемое улучшение финансовых показателей в 4К10 должно возобновить интерес инвесторов к акциям Верофарма в 1П11. Верофарм ранее заявлял, что по итогам 2010 года намерен добиться показателя валовой маржи в 70% (наш текущий прогноз 68%) и рентабельности по ЕБИТДА на уровне до 35% (наш прогноз 32%). Как видно, оценки менеджмента Верофарма являются более оптимистичными по сравнению с нашими ожиданиями и прогнозами рынка, оставляя возможность для повышения оценки компании рынком в случае их достижения.

**Госрегулирование и макрориски.** Риски более слабых, чем ожидается макроэкономических параметров в 2011 году, являются общими для потребительского сектора и способны оказать непосредственное влияние на покупательную способность населения, хотя спрос на лекарственные препараты является более устойчивым по сравнению с другими категориями товаров. Другим источником беспокойства является усиление государственного регулирования в секторе. Тем не менее, мы уверены, что Верофарм способен продемонстрировать уверенный рост финансовых показателей в 2011 году.

**Привлекательная оценка с потенциалом роста более 30%.** Наша 12-ти месячная целевая цена акций компании на уровне \$62 за акцию основана на модели ДДП (WACC равен 12.7%, темпы роста в постпрогнозном периоде – 3%), что предполагает потенциал роста на уровне 40% и подразумевает рекомендацию ПОКУПАТЬ. Сравнительная оценка акций Верофарма предполагает дисконт на уровне около 30% к компаниям-аналогам развивающихся рынков на основе прогнозного мультипликатора EV/ЕБИТДА 2011 г.

## Верофарм

### БАЛАНС

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Денежные средства	10	8	17	54	79	113	151
Дебиторская задолженность	138	175	191	205	233	265	297
Запасы	35	31	36	39	44	50	57
Прочие оборотные активы	-	-	-	-	-	-	-
<b>Итого оборотные активы</b>	<b>183</b>	<b>215</b>	<b>244</b>	<b>298</b>	<b>357</b>	<b>427</b>	<b>506</b>
Основные средства	26	32	38	42	46	50	52
Нематериальные активы	11	12	13	13	14	14	14
Прочие внеоборотные активы	-	-	-	-	-	-	-
<b>Итого внеоборотные активы</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>67</b>
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>221</b>	<b>259</b>	<b>294</b>	<b>353</b>	<b>417</b>	<b>491</b>	<b>573</b>
Краткосрочные займы	29	24	7	8	7	6	3
Прочие краткосрочные обязательства	19	21	33	38	51	64	79
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>70</b>	<b>83</b>
Долгосрочные займы	3	10	10	12	10	9	5
Прочие долгосрочные обязательства	2	2	2	2	2	2	2
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>7</b>
<b>Доля миноритарных акционеров</b>	-	-	-	-	-	-	-
Уставный и добавочный капитал							
Прочее				( )	( )	( )	( )
Нераспределенная прибыль	166	201	242	293	347	410	482
Итого собственный капитал	167	202	243	293	347	410	483
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>221</b>	<b>259</b>	<b>294</b>	<b>353</b>	<b>417</b>	<b>491</b>	<b>573</b>

### ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	<b>139</b>	<b>183</b>	<b>211</b>	<b>227</b>	<b>258</b>	<b>293</b>	<b>329</b>
Операционные расходы	(95)	(126)	(145)	(155)	(175)	(198)	(222)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>83</b>	<b>95</b>	<b>107</b>
Износ и амортизация	4	5	6	6	7	8	8
<b>Операционная прибыль</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>76</b>	<b>87</b>	<b>99</b>
Доходы по процентам	-	-	-	-	-	-	-
Расходы по процентам	(2)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
Доля миноритарных акционеров	-	-	-	-	-	-	-
Прочие доходы (расходы)	-	-	-	-	-	-	-
Чрезвычайные доходы (расходы)	(1)	-	-	-	-	-	-
<b>Прибыль до налогов</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>98</b>
Налог на прибыль	(2)	(7)	(9)	(10)	(11)	(13)	(15)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>73</b>	<b>83</b>

### ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

МСФО, \$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Операционный денежный поток	(1)	17	39	46	41	47	57
Инвестиционный денежный поток	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Финансовый денежный поток	7	2	(18)	3	(3)	(2)	(6)
<b>Чистый долг</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>(1)</b>	<b>(34)</b>	<b>(63)</b>	<b>(98)</b>	<b>(143)</b>

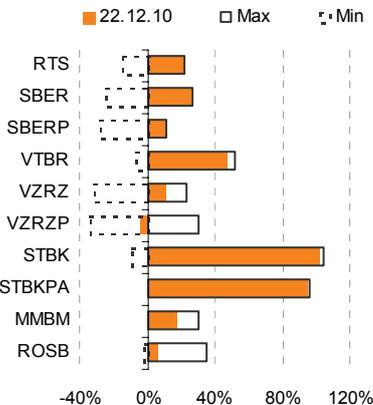
### КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-20%	32%	15%	7%	14%	13%	12%
Рентабельность ЕБИТДА	32%	31%	31%	32%	32%	32%	33%
Чистая рентабельность	25%	23%	24%	24%	24%	25%	25%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>	<b>отр.</b>

# Банковский сектор

## Больше займов, меньше рисков

Акции банков с начала года



Источник: РТС, ММВБ, оценки ТКБ Капитал



Источники: РТС, оценка ТКБ Капитал

Мы ожидаем важных новостей и событий от российского банковского сектора в 2011 году. Дальнейшее развитие финансового сегмента наряду с корпоративными сделками будут способствовать росту интереса к банковским акциям. В то же время прогнозы, озвученные банками, выглядят довольно консервативно – рост кредитного портфеля прогнозируется на уровне 2010 года, восстановление маржи станет возможным не ранее 2П11 года, доходы будут расти благодаря улучшению качества кредитного портфеля, но положительный эффект от восстановления резервов будет ограничен. Частичная приватизация долей государства в ВТБ и Сбербанке, а также размещения других банков и сделки по слиянию и поглощению в банковском секторе будут являться определяющими моментами, влияющими на динамику акций в следующем году. Мы придерживаемся позитивного взгляда на банковские акции, отдавая предпочтение акциям Сбербанка и Банка Санкт-Петербург в 2011 году, в то время как корпоративные события могут подогреть интерес к акциям ВТБ.

**Рост спроса на кредиты на фоне восстановления экономики.** В 2011 году мы ожидаем роста совокупного кредитного портфеля российских банков на 18.7% на фоне роста спроса как со стороны корпоративного, так и со стороны розничного сегментов. Совокупные активы российских банков вырастут, по нашим ожиданиям, на 15% в следующем году.

**Структура активов изменится в пользу кредитов.** Мы ожидаем, что банки снизят долю ликвидных активов в балансе, которая составляла 20% во 2П10, заменяя их кредитами.

**Стабилизация и возможный рост процентных ставок могут поддержать маржу в 2011 году.** Снижающиеся ставки оказывали давление на маржу в 2010 году, в то время как в 2011 году переоценка обязательств и возможный рост процентных ставок приведет к стабилизации маржи.

**Качество кредитного портфеля будет стабилизироваться, но эффект роспуска резервов ограничен.** Стабилизация качества кредитного портфеля приведет к нормализации уровня резервирования, но роспуск резервов будет иметь ограниченный эффект на показатели чистой прибыли банков, принимая во внимание рост кредитов и списание просроченной задолженности

**Сделки в секторе увеличат активность в банковских акциях.** В 2011 году государство планирует частично продать долю в ВТБ и Сбербанке, также возможны другие размещения и сделки по слиянию и поглощению, которые будут способствовать росту спроса на банковские акции.

**Потенциал роста банковских акций составляет 12-38%, позитивные перспективы на 2011 год.** Низкие риски в сегменте, восстановление экономики и улучшающиеся показатели деятельности увеличат капитализацию банков.

**Сбербанк (SBER) и Банк Санкт-Петербург (STBK) – фундаментальные идеи, отыгрывать корпоративные события в ВТБ (VTBR).** Акции Сбербанка и Банка Санкт-Петербург являются нашими фаворитами на 2011 год. Несмотря на существенный рост цен этих акций на протяжении 2010 года, сильные финансовые прогнозы определяют наш позитивный взгляд на бумаги в следующем году. Сбербанк торгуется близко к своим историческим максимумам, в то время как его чистый доход превышает максимальные значения за всю историю существования банка, и есть почва для значительного улучшения показателей в 2011 году. Мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Сбербанка с целевой ценой на 12М \$4.6 и привилегированные акции с целевой ценой \$3.53. Рыночная капитализация Банка Санкт-Петербург превышает докризисный уровень на объем привилегированных акций, в то время как банк показывает сильные финансовые результаты, подтверждая стабильность своей позиции в регионе и эффективность своей бизнес модели. Справедливая стоимость обыкновенных акций БСПб на 12 месяцев составляет \$6.8, а привилегированных - \$7.5. ВТБ отстает от своего основного конкурента Сбербанка по показателям прибыльности, что подразумевает рекомендацию ДЕРЖАТЬ его акции с 12-ти с месячной целевой ценой \$0.0036, при этом корпоративные события (приватизация 10% доли государства и возможные сделки по слияниям и поглощениям) могут увеличить спекулятивный интерес к акциям банка. Банк Возрождение (VZRZ) восстанавливается после кризиса медленнее. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции банка Возрождения с целевой ценой на 12 месяцев на уровне \$48.4, при этом не исключаем роста цены акций в случае более сильных показателей деятельности и благоприятных рыночных условий.

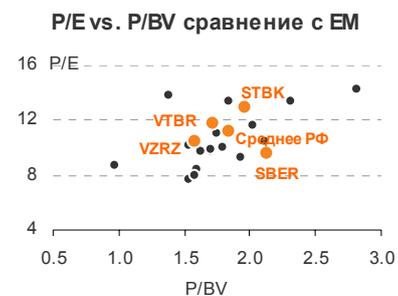
**2010 – новые рыночные условия выявили сильнейших игроков.** Российский финансовый рынок в 2010 году характеризовался снижающимися процентными ставками, ограниченным спросом на новые кредиты и все еще относительно высокими кредитными рисками. Более низкие процентные ставки оказывали давление на маржу банков и их операционные результаты, поскольку переоценка обязательств происходила медленнее, а высокая доля денежных средств в структуре активов способствовала снижению процентного дохода. Благоприятные условия на долговом рынке привлекали заемщиков, в то время как банки иногда были не способны предложить такое же дешевое финансирование. Большинство игроков следовали консервативной политике в отношении резервирования, принимая во внимание существующие на рынке риски, но во 2П10 более низкие отчисления в резервы на фоне стабилизации качества кредитного портфеля способствовали улучшению финансовых показателей банков.

**Рост рынка в 2010 году соответствовал нашим ожиданиям.** В соответствии с опубликованными данными ЦБ РФ за 10М10 и прогнозами на оставшиеся два месяца 2010 года совокупные активы банков выросли на 12%, кредиты увеличились на 12.5% в основном благодаря спросу со стороны корпоративного сегмента. Средства клиентов выросли на 16% и в этом случае рост был обеспечен розничным сегментом. Данные цифры соответствуют нашим ожиданиям на 2010 год, которые казались достаточно консервативными в начале года. Долговой рынок составлял высокую конкуренцию банковским кредитам в 1П10, в то время как увеличение спроса на кредиты во 2П10 было достаточно ограниченным. К концу 2010 года банки подошли с хорошим запасом ликвидности (денежные средства и их эквиваленты плюс ценные бумаги составили 23% от активов). Таким образом, у российских банков существует отличная почва для расширения кредитных портфелей в ближайшие годы, в то время как темпы роста будут определяться восстановлением экономики и процентными ставками.

## Макро взгляд на сектор

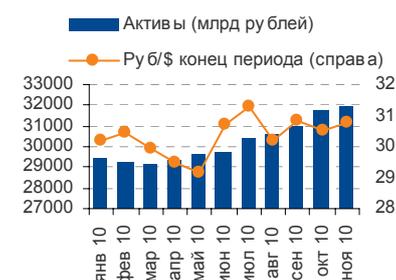
**Рост спроса на кредиты в 2011 году на фоне восстановления экономики.** В 2011 году мы ожидаем роста совокупного кредитного портфеля российских банков на 18.7% на фоне роста спроса как со стороны корпоративного, так и со стороны розничного сегментов. Мы ожидаем роста ВВП в 2011 году на уровне 4.3%, что будет способствовать росту корпоративного портфеля на 20%. В условиях текущей среды низких процентных ставок и значительной ликвидности российских банков мы ожидаем хорошего спроса со стороны крупнейших корпоративных клиентов, что поможет снизить долю заимствований на международных рынках капитала. Тем не менее, если финансовые институты столкнутся с ростом кредитных ставок уже в 1П11, спрос на внутренние финансовые ресурсы будет ограничен. Другим фактором роста спроса на кредиты в следующем году будут являться отложенные потребности в финансировании небольших корпоративных клиентов, и данный сегмент имеет большой потенциал роста в будущем. Спрос на розничные кредиты будет расти быстрее, чем на корпоративные, наряду с более высоким уровнем потребления и более стабильными предпосылками экономического роста. Совокупные активы российских банков вырастут, по нашим ожиданиям, на 15% в следующем году, в то время как доля кредитов вырастет с 68% в 2010 году до 70% в 2011.

**Структура активов изменится в пользу кредитов.** Мы ожидаем, что банки снизят долю ликвидных активов в балансе, которая составляла 20% во 2П10, заменяя их кредитами. В тоже время в обстановке растущей конкуренции игроки с более дешевым финансированием увеличивают свою долю рынка, ограничивая результаты более слабых. Так, во время кризиса в 2009 году банки создали значительную подушку ликвидности, которая до сих пор полностью не использована для увеличения кредитования, несмотря на улучшение рыночных условий. Государственные банки занимают наиболее сильные позиции на рынке, поскольку они готовы брать на себя более высокие риски, обладая достаточной для этого базой фондирования. Менее крупные банки ищут стратегических инвесторов и развиваются в своих сегментах. По нашему мнению, среди небольших банков региональные финансовые институты имеют больше возможностей для развития по сравнению с теми, которые работают в московском регионе. К концу 2011 года мы ожидаем снижения доли ликвидных активов, включая ценные бумаги до 15-17%, но в основном благодаря крупным банкам.



Источник: Bloomberg, оценки ТКБ Капитал

## Активы российских банков и динамика валютных курсов



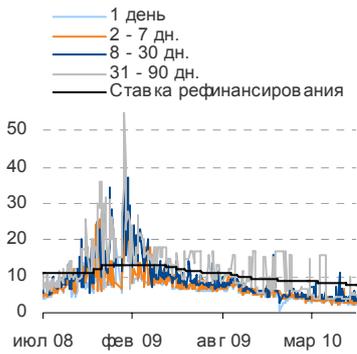
Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

Величина, млрд руб	2010П	2011П	2012П
Активы	32962	37906	43592
Собственный капитал	4293	4937	5777
Кредиты	22336	26512	30587
Кредиты физ лицам	4110	4850	5820
Кредиты юр лицам	14047	16856	19385
Средства клиентов	19872	23449	27318
Средства физ лиц	9356	11228	13136
Депозиты юр лиц	5740	6601	7592

Темпы роста	2010П	2011П	2012П
Активы	12.0%	15.0%	15.0%
Собственный капитал	14.0%	15.0%	17.0%
Кредиты в всего	12.5%	18.7%	15.4%
Кредиты физ лицам	15.0%	18.0%	20.0%
Кредиты юр лицам	12.0%	20.0%	15.0%
Средства клиентов	16.0%	18.0%	16.5%
Депозиты физ лиц	25.0%	20.0%	17.0%
Депозиты юр лиц	5.0%	15.0%	15.0%

Источник: Данные ЦБ РФ, Оценки ТКБ Капитал

**Процентные ставки ЦБ РФ**



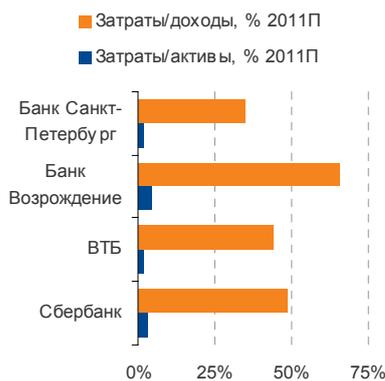
Источники: Данные ЦБ РФ, оценка ТКБ Капитал

**Средние процентные ставки банков РФ без учета Сбербанка (в рублях)**



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

**Отношение операционных затрат к доходам и активам, 2011П**



Источники: данные компаний, оценка ТКБ Капитал

**Стабилизация и возможный рост процентных ставок могут поддержать маржу в 2011 году.** Снижающиеся ставки оказывали давление на маржу в 2010 году, Средневзвешенная ставка для нефинансовых организаций (исключая Сбербанк) снижалась в течение года до абсолютного минимума в 8.9%, при этом средневзвешенная ставка по розничным депозитам составила в ноябре 7.0%, что также является абсолютным минимумом. Тем не менее, в 2011 году переоценка обязательств и возможный рост процентных ставок приведет к стабилизации маржи. Для того чтобы увидеть положительный эффект от переоценки обязательств, понадобится несколько кварталов, и в большей степени это касается тех банков, чье финансирование обеспечено в основном розничными депозитами. Со стороны активов существует риск снижения ставок в розничном сегменте, хотя он довольно ограничен, учитывая текущий уровень ставок на рынке. Крупнейшие банки ожидают максимального снижения ставок на 50-150 бп в следующем году по розничным кредитам, в то время как в корпоративном сегменте ставки близки к минимально разумному уровню. В 2011 году в текущих рыночных условиях мы можем увидеть снижение чистой процентной маржи банков еще на 20-30 бп. В тоже время растущий уровень инфляции в России может привести к росту кредитных ставок уже в 2011 году, что окажет поддержку показателям маржи банков, особенно тех, у которых довольно дешевое фондирование.

**Качество кредитного портфеля будет стабилизироваться, но эффект роспуска резервов ограничен.** Стабилизация качества кредитного портфеля приведет к нормализации уровня резервирования, но роспуск резервов будет иметь ограниченный эффект на показатели чистой прибыли банков, принимая во внимание рост кредитов и списание просроченной задолженности. В 2010 году уровень просроченной задолженности не изменился и составил 6.2%, при этом в абсолютном выражении просрочка выросла на 10%, в то время как резервы выросли с 10.3% до 10.5% на конец 2010 года. Нарастание кредитного портфеля способствовало снижению уровня просрочки, при этом большинство банков показывали умеренный рост просроченной задолженности в течение года. В 2011 году мы ожидаем стабилизации объемов просрочки, что вкупе с ростом кредитного портфеля приведет к снижению доли просрочки в кредитном портфеле. Также мы ожидаем увидеть списание просроченных кредитов в 2011 году, что окажет отрицательное влияние на возможность роспуска резервов.

**Консервативные прогнозы по чистой прибыли.** Давление на маржу и ограниченный эффект роспуска резервов являются определяющими факторами консервативных прогнозов по чистой прибыли всего банковского сектора. Крупнейшие банки прогнозируют увеличение чистой прибыли на 25-30% в 2011 году на фоне улучшающегося качества кредитного портфеля, в то время как консолидированные результаты выглядят слабее. Как ожидает ЦБ РФ чистая прибыль российских банков в 2011 году будет на уровне 2010 года (ожидаемая чистая прибыль на 2010 год составляет 500 млрд руб.), в то время как мы ожидаем рост чистой прибыли на 20% благодаря сильным финансовым результатам крупнейших игроков. Роспуск резервов продолжится в 2012-2013 гг, что несколько отсрочит позитивное влияние на чистую прибыль.

**Регулирование ЦБ РФ – ужесточение требований к минимальному капиталу.** ЦБ РФ ужесточит требования к минимальному капиталу банков до 180 млн руб. с 2012 года против 90 млн руб. К концу 2010 года число банков в России сократилось до 1,023 с 1,058 в 2009 годом, и с вводом новых требований к капиталу число банков продолжит сокращаться, если банки не будут наращивать СК, поскольку 456 банков имели на конец 2010 года капитал ниже минимально допустимого уровня (в соответствии с требованиями 2012 года). Сделки по слиянию и поглощению также ведут к сокращению числа финансовых институтов, но здесь банки из топ 50 с развитой клиентской сетью и широкой филиальной сетью чаще становятся потенциальными кандидатами для покупки.

## Ожидаемые корпоративные события

**Акции, которые будут проданы стратегическому инвестору или на рынке.** В 2011 году государство планирует частично приватизировать свои доли в ВТБ и Сбербанке. 10% в ВТБ банке будет продано в 1К2011, и мы считаем, что детали, касающиеся сделки, подогреют интерес к акциям банка. На сегодняшний день продажа стратегическим инвесторам является наиболее вероятным сценарием. Правительство планирует продать еще 10-15% в 2012-2013 гг. Государство также планирует приватизировать 7.6% Сбербанка, оставив за собой контроль над крупнейшим банком страны. Точная дата размещения пока не известна, но в случае Сбербанка вероятность рыночного размещения гораздо выше. Также возможны другие размещения на рынке (Россельхозбанка, Уралсиба, Номос-Банка), что подогреет интерес к сектору. Совокупный объем планируемых в 2011 размещений акций ВТБ и Сбербанка составляет \$11 млрд, что соответствует 26% от текущего совокупного объема ликвидных акций банков в свободном обращении.

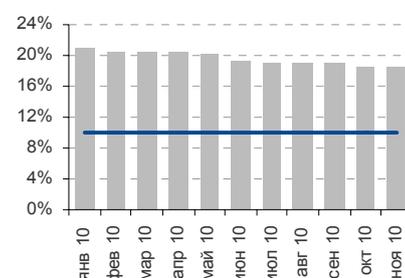
**Больше сделок по слиянию и поглощению усилят рыночные позиции.** Процесс консолидации в российском банковском секторе продолжается. В 2010 году самое большое количество новостей по M&A сделкам в сегменте поступало от ВТБ.. Так, банк объявил о приобретении контрольной доли в ТранскредитБанке и проявил интерес к покупке контрольного пакета акций Банка Москвы. Также ВТБ купил 20% в Росбанке у Открытых Инвестиций, но банк рассматривает эту сделку, как инвестиционную, и планирует продать свою долю стратегическому инвестору (не исключено, что сделка носит иной характер). В 2011 году мы можем увидеть продажу доли Банка Уралсиб, который ищет стратегического инвестора или же может провести размещение акций на рынке. С ростом конкуренции со стороны крупнейших банков и в обстановке низких процентных ставок, менее крупные банки выглядят слабее, что заставляет их быть более активными в сделках по слияниям и поглощениям и поисках стратегических инвесторов или объединению с другими игроками с целью усиления своих позиций.

## Банковские акции вновь в фокусе

**Потенциал роста банковских акций 12-38%, позитивные перспективы на 2011 год.** Низкие риски в сегменте, восстановление экономики и улучшающиеся показатели деятельности увеличат капитализацию банков. У российской банковской системы все еще сохраняется значительный потенциал роста в будущем, что будет способствовать привлечению долгосрочных инвестиций в сегмент. В 2011 году мы ожидаем дальнейшего восстановления экономики, которое выразится в более высоких темпах роста кредитного портфеля, стабилизации операционных результатов, более низких отчислениях в резервы и более высокой чистой прибыли. Наш выбор акций, интересных для инвестирования, основывается на способности банков генерировать доход в меняющихся рыночных условиях, а также на динамике цены акций за период. Российские банки торгуются с дисконтом в 11% по отношению к развивающимся рынкам на основе коэффициента P/BV 2011П. Корпоративные события и новые размещения на рынке будут способствовать росту интереса к акциям российских банков в 2011 году.

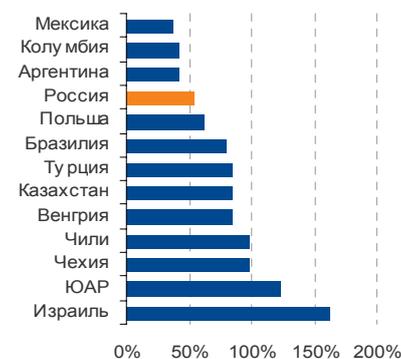
**Сбербанк (SBER) и Банк Санкт-Петербург (STBK) – фундаментальные идеи.** Акции Сбербанка и Банка Санкт-Петербург являются нашими фаворитами на 2011 год. Несмотря на существенный рост цен этих акций на протяжении 2010 года, сильные финансовые прогнозы определяют наш позитивный взгляд на акции в следующем году. Сбербанк торгуется близко к своим историческим максимумам, в то время как его чистый доход превышает максимальные значения за всю историю существования банка, при этом есть почва для значительного улучшения показателей в 2011 году. Мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Сбербанка с целевой ценой на 12 месяцев \$4.6 и привилегированные акции с целевой ценой \$3.53. Рыночная капитализация Банка Санкт-Петербург превышает докризисный уровень на объем привилегированных акций, в то время как банк показывает сильные финансовые результаты, подтверждая стабильность своей позиции в регионе и эффективность своей бизнес модели. Справедливая стоимость обыкновенных акций BSPB на 12 месяцев составляет \$6.8, а привилегированных - \$7.5.

Достаточность капитала банков Н1



Источники: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

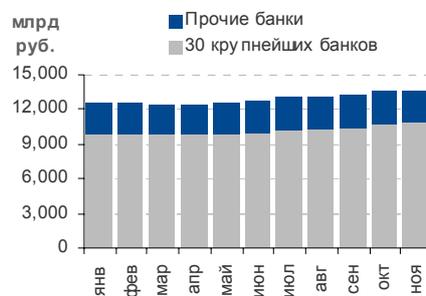
Активы/ВВП



Источник: Данные ЦБ РФ, ВМ, оценки ТКБ Капитал

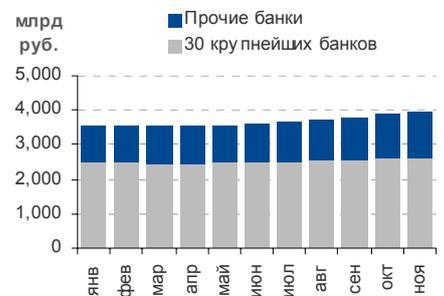
**Играть на корпоративных новостях в ВТБ (VTBR), ДЕРЖАТЬ Банк Возрождение (VZRZ).** ВТБ отстает от своего основного конкурента Сбербанка по показателям прибыльности, что подразумевает рекомендацию ДЕРЖАТЬ его акции с 12-ти месячной целевой ценой \$0.0036 (\$7.2 за GDR), при этом корпоративные события (приватизация 10% доли государства и возможные сделки по слияниям и поглощениям) могут увеличить спекулятивный интерес к акциям банка. В настоящий момент акции ВТБ торгуются с дисконтом в 19% по отношению к основному конкуренту Сбербанку по коэффициенту P/BV 2011П и с премией в 24% по коэффициенту P/E 2011П. Банк Возрождение (VZRZ) восстанавливается после кризиса медленнее и ему понадобится больше времени для того, чтобы вернуться на докризисный уровень по чистой прибыли. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции банка Возрождения с целевой ценой на 12 месяцев на уровне \$48.4, при этом не исключаем роста цены акций в случае более сильных показателей деятельности и благоприятных рыночных условий. В настоящий момент акции банка Возрождения являются самые дешевые среди ликвидных банковских акций и торгуются с коэффициентом P/BV 2011П в 1.58, но по коэффициенту P/E 2011П на уровне 10.5 они не являются достаточно привлекательными.

**Кредиты нефинансовым организациям**



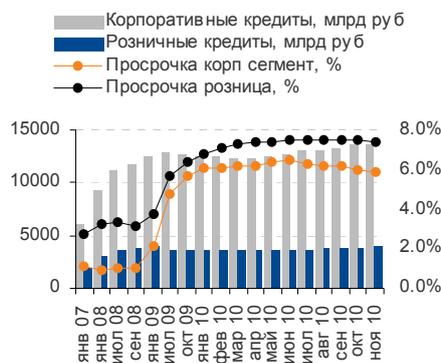
Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

**Кредиты физлицам**



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

**Кредиты нефинансовый сектор**



Источники: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

**Резервы на возможные потери**



Источник: Данные ЦБ РФ, оценки ТКБ Капитал

## Сбербанк

### Успешно проходит дистанцию

Мы пересмотрели нашу 12-ти месячную целевую цену по обыкновенным акциям Сбербанка с \$3.5 до \$4.6 и по привилегированным с \$2.9 до \$3.53 с рекомендацией ПОКУПАТЬ. Финансовые результаты банка в 2010 году оказались лучше ожиданий, а следующий год открывает перед банком еще большие возможности. Банк сделал многое в плане модернизации бизнеса, запуска новых услуг, увеличения эффективности и усиления конкурентной позиции. Процентная маржа и спрос на кредиты банка, которые больше всего беспокоили инвесторов в 2010 году, наряду с более низкими отчислениями в резервы будут определяющими факторами успеха банка и в 2011 году. Программа выпуска депозитарных расписок и продажа 7.6% доли государства будут оказывать поддержку акциям банка. Сбербанк является нашим фаворитом в российском банковском секторе с потенциалом роста в 32% по обыкновенным и в 38% по привилегированным акциям.

**Рост кредитного портфеля – верим в лучшее, не забывая о худшем.** По мнению Председателя Правления Сбербанка Германа Грефа кредитный портфель вырастет на 13-15% в корпоративном сегменте и на 20-23% в розничном. Эти прогнозы были интерпретированы менеджментом банка как оптимистичные и дополнены более консервативными прогнозами Финансового Директора банка Антона Карамзина (9-10% и 15-18% соответственно). Мы прогнозируем рост кредитного портфеля на уровне 17% в 2011 году с более значительным ростом в розничном сегменте бизнеса. Банк разрабатывает новые кредитные продукты для розничных клиентов, улучшает системы продаж и управления рисками. В корпоративном сегменте Сбербанк работает со всеми типами бизнеса от малого до крупных корпоративных клиентов. В региональном аспекте банк планирует расширить свое присутствие в ключевых городах (Москва и Санкт-Петербург), где банк занимает 15% и 19% рынка соответственно, против 31% по России.

**Устойчивый уровень ликвидности как поддержка в финансировании кредитного портфеля.** По данным на 1-ое ноября, кредитный портфель составлял 67% от активов банка, в то время как ценные бумаги и денежные средства составляли 22%. Мы ожидаем, что банк будет использовать часть этих средств на финансирование роста кредитного портфеля. В 2007-2008 гг кредиты занимали 75-80% активов банка. В 2010 году Сбербанк продолжил привлекать средства на долговом рынке и в 2010 году привлекал деньги на международных рынках, но средства клиентов остаются основным источником финансирования и занимают 87% обязательств банка.

**2011 - стабилизация уровня маржи наряду с переоценкой обязательств и незначительным ростом ставок.** В 2010 году ЧПМ снизилась до 6.6% (по нашим оценкам) против 7.3% в 2009 году под давлением снижающихся ставок и более быстрой переоценки активов по сравнению с обязательствами банка. В 4K10-1K11 банк ожидает дальнейшего небольшого снижения маржи и ее стабилизации на достигнутых уровнях. Если ЦБ РФ поднимет ставку рефинансирования в 1П11, то это окажет ограниченное влияние на рыночные ставки. Мы оцениваем ЧПМ на уровне 6.1% в 2011 году.

**Более низкие отчисления в резервы окажут поддержку чистой прибыли, хотя чистый роспуск резервов в 2011 году маловероятен.** В 2011 году банк продолжит сокращать отчисления в резервы на фоне стабилизации качества кредитного портфеля, но наращивание кредитного портфеля и все еще существующие риски не позволят показать полный роспуск резервов. Мы оцениваем отчисления в резервы в 2011 году на уровне 11 млрд руб. против 183 млрд руб. в 2010 году, в то время как совокупные резервы снизятся до 8% против 10% в 2010 году. Программа контроля расходов помогает банку поддержать коэффициент расходов к доходам на низком уровне (42% в 2010 году). Мы ожидаем чистый доход в 2011 году на уровне 243.6 млрд руб., что будет соответствовать ROAE в 22%.

**Рыночные драйверы, корпоративные события и сильные результаты поддержат интерес к акциям банка.** В 2010 году АО Сбербанка выросли на 20%, а АП – на 11%, отыгрывая сильные показатели деятельности банка и позитивные рыночные тенденции, при этом обыкновенные акции Сбербанка стали наиболее торгуемыми на российском рынке. Мы считаем, что запуск программы депозитарных расписок и приватизация 7.6% доли государства в банке продолжит увеличивать интерес к акциям банка, в то время как сильные фундаментальные показатели и восстановление финансовых рынков также будут оказывать поддержку акциям банка. Наша 12-ти месячная целевая цена обыкновенных акций Сбербанка составляет \$4.6, привилегированных - \$3.53. Показатель P/BV 2011П, рассчитанный на основе текущих цен, равен 2.13, что подразумевает премию в 18% к развивающимся рынкам, которая вполне обоснована сильной рыночной позицией банка. Сбербанк является нашим фаворитом среди банковских акций в 2011 году.

Сбербанк		
	АО	АП
Тикер	<b>SBER</b>	<b>SBERP</b>
Рекомендация	<b>ПОКУПАТЬ</b>	<b>ПОКУПАТЬ</b>
Цена, \$	<b>3.48</b>	<b>2.55</b>
Целевая цена, \$	<b>4.60</b>	<b>3.53</b>
Потенциал, %	<b>32%</b>	<b>38%</b>

ДАнные об акциях		
	Bloomberg	Reuters
	SBER RU	SBER.RTS
	АО	АП
Акции в обращении, млн	21,588	1,001
MC, \$ млн	77,679	-
MIN 12 мес., \$	2.08	1.64
MAX 12 мес., \$	3.50	2.55

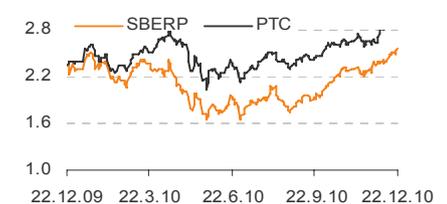
ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн рублей			
	2010П	2011П	2012П
Процент. доход	775,341	817,483	922,656
ЧПД	465,358	482,559	526,348
Чистая прибыль	144,682	243,639	299,349
СК	923,909	1,091,365	1,330,414
EPS руб.	6.70	11.29	13.87
ПД рост, %	- 5	5	13
EPS рост. %	493	68	23
ROAE	16%	22%	23%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/BV	2.6	2.1	1.8
P/E	16.3	9.5	8.1
Кредиты/Депозиты	86%	91%	97%
P/B тек.	2.6		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
ЦБ РФ	58%
Прочие	42%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**БАЛАНС**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Кредиты и авансы клиентам	4,864,031	5,388,742	6,423,752	7,800,564	9,211,990	10,641,005	11,971,366
Ценные бумаги	1,061,436	1,484,483	1,376,154	1,343,046	1,316,423	1,296,631	2,011,479
Средства в других банках	10,219	12,774	15,329	18,394	22,073	26,488	30,461
Прочие активы	1,169,380	1,213,776	1,418,509	1,456,801	1,554,952	1,593,967	1,171,756
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>7,105,066</b>	<b>8,099,775</b>	<b>9,233,744</b>	<b>10,618,805</b>	<b>12,105,438</b>	<b>13,558,091</b>	<b>15,185,062</b>
Средства клиентов	5,438,871	6,243,004	7,083,870	8,080,901	9,125,058	10,099,543	11,170,920
Выпущенные долговые ценные бумаги	124,599	129,166	162,848	185,768	209,771	232,173	256,803
Средства других банков	53,947	157,869	162,848	157,903	157,329	174,130	192,602
Прочие обязательства	709,547	645,828	732,814	863,820	996,414	1,102,824	1,219,813
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>6,326,130</b>	<b>7,175,866</b>	<b>8,142,379</b>	<b>9,288,392</b>	<b>10,488,573</b>	<b>11,608,670</b>	<b>12,840,138</b>
Уставный капитал	87,742	87,742	87,742	87,742	87,742	87,742	87,742
Эмиссионный доход	232,493	232,493	232,493	232,493	232,493	232,493	232,493
Резервы	54,942	82,540	55,540	55,540	55,540	55,540	55,540
Нераспределённая прибыль	403,934	521,134	715,590	954,639	1,241,090	1,573,645	1,969,148
<b>ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>778,162</b>	<b>923,909</b>	<b>1,091,365</b>	<b>1,330,414</b>	<b>1,616,865</b>	<b>1,949,420</b>	<b>2,344,923</b>
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>7,105,066</b>	<b>8,099,775</b>	<b>9,233,744</b>	<b>10,618,805</b>	<b>12,105,438</b>	<b>13,558,091</b>	<b>15,185,062</b>

**КАЧЕСТВО АКТИВОВ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Просроченная задолженность	462,727	612,144	570,843	505,799	390,572	333,793	247,701
Резервы	579,814	732,702	711,784	629,416	552,311	485,420	413,680
Просроченная задолженность/всего кредитов	<b>8.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.0%</b>
Резервы/Просроченная задолженность	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Процентные доходы	814,962	775,341	817,483	922,656	1,069,126	1,221,127	1,397,985
Процентные расходы	312,245	309,983	334,925	396,308	452,458	506,336	559,497
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>502,717</b>	<b>465,358</b>	<b>482,559</b>	<b>526,348</b>	<b>616,667</b>	<b>714,791</b>	<b>838,488</b>
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(388,932)	(183,495)	(11,201)	43,365	40,256	45,609	53,783
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	36,463	25,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Чистые комиссионные доходы	101,089	120,970	128,322	150,874	174,202	197,035	219,852
Прочие доходы	7,804	16,786	1,594	(5,061)	12,431	13,132	10,000
Административные и прочие операционные расходы	(229,277)	(263,767)	(301,726)	(346,339)	(397,941)	(449,427)	(499,289)
Прибыль до налогообложения	29,864	180,853	304,549	374,186	450,616	526,140	627,834
Налог на прибыль	(5,468)	(36,171)	(60,910)	(74,837)	(90,123)	(105,228)	(125,567)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>24,396</b>	<b>144,682</b>	<b>243,639</b>	<b>299,349</b>	<b>360,493</b>	<b>420,912</b>	<b>502,267</b>

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Темп роста чистых процентных доходов	33%	-7%	4%	9%	17%	16%	17%
Рост чистых комиссионных доходов	17%	20%	6%	18%	15%	13%	12%
Чистая процентная маржа	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Затраты/доходы	35%	42%	49%	51%	49%	48%	47%
ROAE	3%	16%	22%	23%	22%	22%	21%
Кредиты/Активы	68%	67%	70%	73%	76%	78%	79%
Депозиты/Обязательства	86%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
Кредиты/Депозиты	89%	86%	91%	97%	101%	105%	107%
СК/Активы	11%	11%	12%	13%	13%	14%	15%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

## ВТБ

### Игра на корпоративных событиях

Мы сохраняем нашу рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акции ВТБ Банка с целевой ценой \$0.0036 за акцию (\$7.2 за ГДР). Снижающееся давление на маржу наряду с ускорением роста кредитного портфеля и более низкими отчислениями в резервы должны оказать поддержку чистой прибыли банка. Однако ROAE банка по нашим оценкам составит 15% в 2011 году, что делает банка фундаментально менее привлекательным по сравнению с его основным конкурентом Сбербанком. В то же время планируемая приватизация государственной доли в банке, а также возможная покупка Банка Москвы могут увеличить спрос на акции ВТБ в первой половине 2011 года.

**Ожидается ускорение роста кредитного портфеля.** По прогнозам менеджмента, совокупный кредитный портфель вырастет на 15% в 2010 году. В 2011 году руководства банка прогнозирует рост корпоративного кредитного портфеля на 15%, а рост розничного сектора окажется сильнее и составит 20% в 2011 году. Мы считаем, что озвученные темпы роста вполне достижимы ввиду ожидаемого роста спроса как со стороны розничных, так и со стороны корпоративных клиентов на фоне дальнейшего восстановления экономики и текущих низких ставок.

**ЧПМ стабилизируется в следующем году.** ЧПМ банка показывала довольно стабильную динамику на протяжении 3-х кварталов 2010 года. Руководство ВТБ ожидает ЧПМ в 2010 году на уровне 5%. Мы же не исключаем возможности небольшого снижения корпоративных ставок в течение первого квартала следующего года с последующим возможным восстановлением на фоне растущей инфляции в России и увеличения ставки рефинансирования ЦБ РФ. В то же время, по словам руководства банка, ставки по основным розничным продуктам банка уже практически достигли своих минимальных уровней и дальнейшее их снижение ограничено 50-150 бп в следующем году. Поэтому мы ожидаем относительно стабильных значений ЧПМ в следующем году на уровне 4.8-5.0%.

**Снижающиеся отчисления в резервы и рост комиссионного дохода окажут поддержку чистой прибыли.** Доля просроченной задолженности снизилась за 9М10 на 70 бп. Мы прогнозируем дальнейшее улучшение качества кредитного портфеля в 2011 году с уровнем просрочки около 8% и резервами около 8-8.5% от совокупного кредитного портфеля. Стабилизация качества кредитного портфеля позволит сократить отчисления в резервы, но при этом банк не планирует значительного роспуска резервов в 2011 году. В то же время чистые комиссионные доходы банка выросли на 21% за 9М10 и продолжат оказывать поддержку чистой прибыли в 2011 году благодаря росту сегмента кредитных карт и комиссий от малого бизнеса.

**Плановый показатель по прибыли будет достигнут в ближайшие годы.** Мы ожидаем чистый доход в 2011 году на уровне 89 млрд руб. Этот доход соответствует 15% ROAE, что является нижним диапазоном целевого уровня в 15-20% на ближайшие годы. Мы считаем, что у ВТБ есть все шансы достичь более высоких поставленных целей в отношении прибыльности в будущем, но на сегодняшний день акции банка выглядят менее привлекательными в сравнении с акциями Сбербанка из-за более низкого ROE.

**Приватизация и возможное приобретение Банка Москвы – основные драйверы роста.** Как заявил недавно Андрей Костин (Председатель Правления банка), приватизация 10% доли государства может пройти в январе-феврале 2011 года, и она будет приобретена несколькими инвесторами, возглавляемыми американским фондом TPG. Господин Костин также заметил, что в случае высокого спроса на акции банка, государство может провести еще одно размещение в 2011 году. Другой корпоративный драйвер роста акций ВТБ мы видим в возможном приобретении Банка Москвы в первой половине 2011 года. ВТБ заинтересован в приобретении контрольного пакета и даже 100% акций банка. По информации в прессе процесс приобретения Банка Москвы не выглядит достаточно прозрачным, тем не менее, благодаря данному активу ВТБ может занять лидирующую позицию в Московском регионе и усилить структуру своего бизнеса. Таким образом, приватизация 10% доли государства, а также возможное приобретение Банка Москвы могут оказать хорошую поддержку акциям банка в первой половине следующего года. На данный момент ВТБ торгуется с коэффициентом P/BV на уровне 1.72 против среднего 1.8 по российским банкам, в то время как по коэффициенту P/E банк торгуется на уровне 11.8 против среднего 11.2. Мы сохраняем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** акции банка.

ВТБ		
	АО	ГДР
Тикер	VTBR	VTBR LI
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
Цена, \$	0.0034	6.69
Целевая цена, \$	0.0036	7.20
Потенциал роста	7%	8%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	VTBR RU	
Reuters	VTBR.MM	
	АО	GDR
Акции в обращении, млрд	10,461	
МС, \$ млн	35,566	
MIN 12 мес., \$	0.00210	
MAX 12 мес., \$	0.00350	
Акции за GDR	2000	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн рублей			
	2010П	2011П	2012П
Процент. доход	345,598	385,433	421,098
ЧПД	174,070	186,468	202,121
Чистая прибыль	56,699	89,359	108,385
СК	547,818	612,304	699,049
EPS руб.	0.0054	0.0085	0.010
ПД рост, %	8	12	9
EPS рост, %		58	21
ROAE	11%	15%	17%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/BV	2.0	1.7	1.6
P/E	18.9	11.8	10.2
Кредиты/Депозиты	151%	155%	155%
P/B тек.	2.0		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
РФФИ	85.50%
Прочие	14.50%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**БАЛАНС**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Кредиты и авансы клиентам	2,309,900	2,642,031	3,141,990	3,658,020	4,215,413	4,788,837	5,318,691
Ценные бумаги	400,700	426,205	476,247	520,673	558,675	547,260	542,451
Средства в других банках	345,600	276,480	276,480	276,480	276,480	276,480	276,480
Прочие активы	554,600	536,894	491,503	413,530	402,380	494,725	641,483
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>3,610,800</b>	<b>3,881,610</b>	<b>4,386,219</b>	<b>4,868,703</b>	<b>5,452,948</b>	<b>6,107,302</b>	<b>6,779,105</b>
Средства клиентов	1,568,800	1,744,065	2,027,362	2,364,344	2,744,143	3,170,488	3,666,013
Выпущенные долговые ценные бумаги	485,700	496,252	528,886	557,290	562,800	571,980	349,700
Средства других банков	287,000	301,350	316,418	332,238	348,850	366,293	384,607
Прочие обязательства	764,477	786,425	896,351	910,189	986,443	1,038,270	1,258,847
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>3,105,977</b>	<b>3,328,092</b>	<b>3,769,016</b>	<b>4,164,062</b>	<b>4,642,236</b>	<b>5,147,031</b>	<b>5,659,168</b>
Уставный капитал	113,064	113,064	113,064	113,064	113,064	113,064	113,064
Эмиссионный доход	358,500	358,500	358,500	358,500	358,500	358,500	358,500
Казначейские акции	(441)	(441)	(441)	(441)	(441)	(441)	(441)
Нереализованная прибыль	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400
Резервы	25,000	25,200	18,200	18,200	18,200	18,200	18,201
Нераспределенная прибыль	2,700	48,095	119,581	206,326	313,153	462,770	622,195
<b>ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>502,223</b>	<b>547,818</b>	<b>612,304</b>	<b>699,049</b>	<b>805,876</b>	<b>955,493</b>	<b>1,114,919</b>
Доля меньшинства	2,600	5,700	4,898	5,592	4,835	4,777	5,017
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>3,610,800</b>	<b>3,881,610</b>	<b>4,386,219</b>	<b>4,868,703</b>	<b>5,452,948</b>	<b>6,107,302</b>	<b>6,779,105</b>

**КАЧЕСТВО АКТИВОВ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Просроченная задолженность	249,390	292,652	273,922	275,634	269,334	226,241	221,213
Резервы	234,900	284,489	282,038	279,612	273,488	238,732	211,635
Просроченная задолженность/всего кредитов	9.8%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	4.5%	4.0%
Резервы/Просроченная задолженность	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Процентные доходы	373,700	345,598	385,433	421,098	467,274	521,892	574,287
Процентные расходы	(221,500)	(171,529)	(198,965)	(218,977)	(237,633)	(252,283)	(273,784)
Чистые процентные доходы	152,200	174,070	186,468	202,121	229,640	269,609	300,504
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(154,700)	(51,899)	(13,401)	(13,284)	(12,166)	22,110	17,519
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	(39,900)	7,000	4,000	15,000	14,000	14,500	14,500
Чистые комиссионные доходы	21,000	21,930	28,431	33,123	41,757	47,756	53,908
Прочие доходы	33,300	3,275	3,165	4,464	11,264	11,648	10,001
Административные и прочие операционные издержки	(80,200)	(83,502)	(96,964)	(105,942)	(117,627)	(131,879)	(147,347)
Прибыль до налогообложения	(68,300)	70,874	111,699	135,482	166,868	233,743	249,085
Налог на прибыль	8,700	(14,175)	(22,340)	(27,096)	(33,374)	(46,749)	(49,817)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(59,600)</b>	<b>56,699</b>	<b>89,359</b>	<b>108,385</b>	<b>133,495</b>	<b>186,995</b>	<b>199,268</b>

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Темп роста чистых процентных доходов	23%	14%	7%	8%	14%	17%	11%
Рост чистых комиссионных доходов	9%	4%	30%	17%	26%	14%	13%
Чистая процентная маржа	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Затраты/доходы	42%	44%	44%	43%	41%	0%	37%
ROAE	neg	11%	15%	17%	18%	21%	19%
Кредиты/Активы	64%	68%	72%	75%	77%	78%	78%
Депозиты/Обязательства	51%	52%	54%	57%	59%	62%	65%
Кредиты/Депозиты	147%	151%	155%	155%	154%	151%	145%
СК/Активы	14%	14%	14%	14%	15%	16%	16%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

## Банк Санкт-Петербург

### Потенциал роста еще не отыгран

Уверенная позиция на рынке Санкт-Петербурга, сконцентрированная филиальная сеть и высокая операционная эффективность помогли банку показать сильные финансовые результаты в 2010 году. Дальнейшее улучшение качества кредитного портфеля приведет к снижению отчислений в резервы, что наряду со стабилизацией ЧПМ должно оказать поддержку чистой прибыли банка в 2011 году. Мы придерживаемся позитивного взгляда на обыкновенные и привилегированные акции банка. Рыночная капитализация Банка Санкт-Петербург (STBK) превышает докризисный уровень на объем привилегированных акций, в то время как банк показывает сильные финансовые результаты, подтверждая стабильность своей позиции в регионе и эффективность своей бизнес модели. Справедливая стоимость обыкновенных акций БСПб на 12 месяцев составляет \$6.8, а привилегированных - \$7.5.

**Рост кредитного портфеля ограничен.** Мы ожидаем роста кредитного портфеля в 2011 году на 15%. В 2010 году рост портфеля оценивается на уровне 15% (12.9% за 9М10). В соответствии с последними опубликованными данными, доля розничных кредитов составляет 7.2% от портфеля, в то время как менеджмент банка ожидает, что по итогам 2011 года она превысит 10%, что окажет поддержку чистому процентному доходу в следующем году благодаря более высоким ставкам в розничном сегменте бизнеса.

**ЧПМ маржа прогнозируется на уровне 5.6%.** ЧПМ банка снизилась на 30 бп в 3К10 до 5.1% и составила 5.2% за 9М10. Руководство банка не дает каких-либо прогнозов по ЧПМ на 2011 год, но поделилось своими предварительными ожиданиями, в соответствии с которыми ЧПМ в 2011 году будет на уровне 2010 года. В то же время мы прогнозируем ЧПМ на уровне 5.6% в 2011 году против ожидаемых 5.4% в 2010.

**Несмотря на улучшение качества кредитного портфеля, начисление резервов продолжится в следующем году.** В 3К10 банк показал снижение доли просроченной задолженности в портфеле на 160 бп по сравнению с 1 января 2010 года. Мы ожидаем дальнейшего снижения просроченной задолженности в следующем году на фоне как реструктуризации, так и частичного восстановления просроченной задолженности. В результате, как ожидает менеджмент, отчисления в резервы на покрытие убытков должны значительно сократиться в следующем году, что снизит отчисления в резервы для банка приблизительно до 200 бп в 2011 году против 340 бп в 2010П от кредитного портфеля. Однако руководство банка не планирует распускать резервы в следующем году.

**Все еще самый низкий показатель расходов к доходам.** Операционные расходы за 9М10 выросли на 22% в годовом выражении, а коэффициент доходов к расходам составил 28.2% за 9М10 против 25.3% за тот же период прошлого года. Мы ожидаем дальнейшего роста данного коэффициента в 2011 году на 31% на фоне увеличения затрат на персонал. Однако соотношение доходов к расходам банка остается наиболее низким среди торгуемых банков, что является одним из конкурентных преимуществ банка.

**Потенциал роста еще не исчерпан.** Акции банка значительно выросли за прошедший год. Обыкновенные акции банка выросли на 100% с начала года, а привилегированные – на 94%. Однако, АО банка все еще торгуются с дисконтом по отношению к Сбербанку (по коэффициенту 2011 P/BV на уровне 1.96 против 2.13). По нашим оценкам справедливая стоимость акций банка Санкт-Петербург на следующие 12 месяцев составляет \$6.8, что предполагает потенциал роста на 22% с текущих уровней, в то время как потенциал роста привилегированных акций банка составляет 28% со справедливой стоимостью \$7.5.

Банк «Санкт-Петербург»		
	АО	АП
Тикер	STBK	STBKP
Рекомендация	покупать	покупать
Цена, \$	5.60	5.86
Целевая цена, \$	6.80	7.50
Потенциал роста	22%	28%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	SRBK RU	
Reuters	STBK.MM	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	282	74
МС, \$ млн	2,012	-
MIN 12 мес., \$	2.52	3.02
MAX 12 мес., \$	5.67	5.92

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн руб			
	2010П	2011П	2012П
Процент. доход	24,092	27,240	30,094
ЧПД	11,992	13,196	14,693
Чистая прибыль	2,986	4,836	7,061
СК	27,515	31,635	37,990
EPS руб.	10.58	17.14	25.02
ПД рост, %	- 6	13	10
EPS рост, %	366	62	46
ROAE	11%	16%	20%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/BV	2.3	1.9	1.6
P/E	21.2	12.0	7.5
Кредиты/Депозиты	104%	105%	107%
P/B тек.	2.3		

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



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**Банк Санкт-Петербург**
**БАЛАНС**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Кредиты и авансы клиентам	158,200	179,118	206,216	235,948	269,578	306,316	348,071
Ценные бумаги	29,717	27,427	27,844	26,441	25,623	23,855	23,218
Средства в других банках	5,867	1,173	1,291	1,420	1,420	1,278	1,150
Прочие активы	41,822	39,667	44,195	49,283	54,042	54,281	59,578
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>235,606</b>	<b>247,386</b>	<b>279,547</b>	<b>313,092</b>	<b>350,663</b>	<b>385,729</b>	<b>432,017</b>
Средства клиентов	175,990	171,653	195,914	221,315	246,510	273,238	303,040
Выпущенные долговые ценные бумаги	5,151	6,695	7,029	7,380	7,749	8,136	9,762
Средства других банков	16,002	18,689	18,593	16,506	15,152	13,091	14,408
Прочие обязательства	13,179	22,835	26,376	29,901	33,638	32,803	33,000
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>210,322</b>	<b>219,871</b>	<b>247,911</b>	<b>275,102</b>	<b>303,049</b>	<b>327,267</b>	<b>360,210</b>
Уставный капитал	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630	3,630
Эмиссионный доход	15,744	15,744	15,744	15,744	15,744	15,744	15,744
Резервы	1,966	2,064	2,168	2,276	1,600	1,400	1,401
Нераспределенная прибыль	3,912	6,077	10,094	16,340	26,640	37,688	51,032
<b>ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>25,252</b>	<b>27,515</b>	<b>31,635</b>	<b>37,990</b>	<b>47,614</b>	<b>58,462</b>	<b>71,807</b>
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>235,574</b>	<b>247,386</b>	<b>279,547</b>	<b>313,092</b>	<b>350,663</b>	<b>385,729</b>	<b>432,017</b>

**КАЧЕСТВО АКТИВОВ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Просроченная задолженность	12,884	12,021	12,673	13,036	13,186	13,175	12,960
Резервы	15,910	21,238	24,193	24,768	23,442	23,056	22,217
Просроченная задолженность/всего кредитов	7.4%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
Резервы/Просроченная задолженность	1.2	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Процентные доходы	25,597	24,092	27,240	30,094	33,459	37,105	41,370
Процентные расходы	(15,177)	(12,100)	(14,044)	(15,401)	(16,945)	(18,329)	(19,951)
Чистые процентные доходы	10,420	11,992	13,196	14,693	16,514	18,776	21,418
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(10,512)	(6,330)	(4,107)	(2,400)	447	(273)	98
Чистая прибыль по операциям с ценными бумагами	1,714	400	250	300	300	300	300
Чистые комиссионные доходы	1,490	1,486	1,786	2,079	2,356	2,718	3,132
Прочие доходы	1,422	550	270	295	395	395	447
Административные и прочие операционные издержки	(3,773)	(4,365)	(5,350)	(6,141)	(7,143)	(8,113)	(8,724)
Прибыль до налогообложения	761	3,733	6,045	8,826	12,870	13,803	16,671
Налог на прибыль	(120)	(747)	(1,209)	(1,765)	(2,574)	(2,761)	(3,334)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>641</b>	<b>2,986</b>	<b>4,836</b>	<b>7,061</b>	<b>10,296</b>	<b>11,043</b>	<b>13,337</b>

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Темп роста чистых процентных доходов	10%	15%	10%	11%	12%	14%	14%
Рост чистых комиссионных доходов	108%	100%	120%	116%	113%	115%	115%
Чистая процентная маржа	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Затраты/доходы	25%	30%	35%	35%	37%	37%	34%
ROAE	3%	11%	16%	20%	24%	21%	20%
Кредиты/Активы	67%	72%	74%	75%	77%	79%	81%
Депозиты/Обязательства	84%	78%	79%	80%	81%	83%	84%
Кредиты/Депозиты	90%	104%	105%	107%	109%	112%	115%
СК/Активы	11%	11%	11%	12%	14%	15%	17%

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал

## Банк Возрождение

### Дешевые акции с ограниченным потенциалом роста

Сдержанный рост кредитного портфеля Банка Возрождение наряду с самыми низкими показателями процентной маржи и высокими операционными затратами оказывали давление на чистую прибыль в 2010 году и могут продолжить оказывать негативное влияние на результаты банка в следующем году. Бизнес-модель банка, подразумевающая активное розничное финансирование и широкую филиальную сеть на высоко конкурентном рынке, оказалась неэффективной в условиях кризиса, поэтому банку необходимо больше времени для восстановления финансовых показателей. Мы видим ограниченный потенциал роста по акциям банка на 2011 год, который будет реализован только в случае более быстрого восстановления кредитного рынка. Мы рекомендуем **ДЕРЖАТЬ** акции банка Возрождения с целевой ценой на 12 месяцев на уровне \$48.4, при этом не исключаем роста цены акций в случае более сильных показателей деятельности и благоприятных рыночных условий.

**Сдержанный рост кредитного портфеля.** Недавно руководство банка озвучило свой прогноз по росту кредитного портфеля на 15-20% в 2011 году, при этом рост розничного портфеля составит, по мнению менеджмента, 30%. Однако мы более консервативны в наших прогнозах и ожидаем рост портфеля в следующем году на уровне 14%. В 2010 году рост кредитного портфеля ожидается на уровне 15%.

**Качество кредитного портфеля стабилизируется медленнее, чем ожидалось.** В 3К10 банк показал рост доли просроченной задолженности до 10.98% с 10.55% во 2К10 на фоне признания обесцененным одного крупного корпоративного кредита. Общий объем кредитов, просроченных более чем на 360 дней, увеличился на 37% за квартал, а их доля в совокупном кредитном портфеле выросла с 4.6% во 2К10 до 6.1% в 3К10. Совокупный объем просроченных кредитов вырос на 7% и составил 11.6 млрд руб. Мы ожидаем снижения уровня просроченной задолженности до 10% в 2011 году, а резервов – до 9% от совокупного кредитного портфеля.

**Высокая маржа осталась в прошлом.** Медленный рост кредитного портфеля и низкий процентный доход привели к снижению чистого процентного дохода и ЧПМ до 3.3% в 3К10. Менеджмент банка ожидает ЧПМ на уровне 5% в следующем году. Однако мы оцениваем ЧПМ на уровне 4.4% в следующем году на фоне растущей конкуренции, в особенности со стороны крупнейших игроков сектора.

**Чистый доход находится под давлением высоких операционных расходов.** Более низкие доходы от основной деятельности и достаточно высокие операционные расходы, обусловленные текущей бизнес-моделью банка, продолжают негативно влиять на показатели эффективности банка. Коэффициент расходов к доходам банка составлял 69.4% в 3К10 против 48.7% в 2009 году. Мы ожидаем, что в 2011 году данный коэффициент составит 65-67%, что также будет оказывать давление на показатель чистой прибыли в 2011 году.

**Ограниченный потенциал роста в текущих рыночных условиях.** На данный момент акции банка Возрождение торгуются с коэффициентом P/BV на 2011 год 1.58 против 2.13 Сбербанка, с которым ранее сравнивался банк Возрождения ввиду схожести их бизнес моделей с крупными филиальными сетями и значительной долей розничного фондирования. Усиливающаяся конкуренция и существующие кредитные риски ограничивают потенциал роста акций, и мы рекомендуем **ДЕРЖАТЬ** их. Мы сохраняем осторожность в отношении высоких операционных затрат и низкой маржи, которые демонстрирует банк, но не исключаем возможности роста цены акций в случае более благоприятных рыночных условий для банка.

Банк «Возрождение»		
	АО	АП
Тикер	VZRZ	VZRZP
Рекомендация	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
Цена, \$	43.36	14.32
Целевая цена, \$	48.40	16.90
Потенциал роста	12%	18%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	VZRZ RU
Reuters	VZRZ.RTS

	АО	АП
Акции в обращении, млн	24	1
MC, \$ млн	1,048	-
MIN 12 мес., \$	26.5	9.7
MAX 12 мес., \$	48.2	19.4

Кол-ва акций за GDR 1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, млн руб			
	2010П	2011П	2012П
Процент. доход	13,654	15,428	17,621
ЧПД	5,728	7,373	8,911
Чистая прибыль	593	2,996	4,845
СК	16,846	19,828	24,673
EPS руб.	24.96	126.15	203.99
ПД рост, %	-14	7	14
EPS рост, %	-51	405	62
ROAE	4%	16%	22%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/BV	1.9	1.6	1.3
P/E	53.8	10.5	6.8

Кредиты/Депозиты	75%	78%	81%
P/B тек.	1.9		

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Орлов Д.Л.	30.70%
Маргания О.Л.	18.65%
JPM International Consumer Holding Inc.	9.37%
Прочие	41.28%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**Банк Возрождение**
**БАЛАНС**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Кредиты и авансы клиентам	85,205	97,486	112,873	132,388	154,555	179,449	207,451
Ценные бумаги	11,068	12,175	13,392	14,732	16,205	17,825	19,608
Средства в других банках	6,363	7,317	8,196	9,179	10,280	11,514	12,896
Прочие активы	42,967	41,729	40,117	42,720	45,842	52,126	52,269
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>145,603</b>	<b>158,707</b>	<b>174,578</b>	<b>199,019</b>	<b>226,882</b>	<b>260,914</b>	<b>292,223</b>
Средства клиентов	113,129	130,098	144,409	163,182	184,396	212,055	243,864
Выпущенные долговые ценные бумаги	6,364	3,612	3,951	5,598	6,751	7,913	8,082
Средства других банков	4,368	1,747	1,660	1,577	1,498	1,423	1,352
Прочие обязательства	5,456	6,403	4,730	3,989	4,002	2,840	-4,748
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>129,317</b>	<b>141,861</b>	<b>154,750</b>	<b>174,346</b>	<b>196,647</b>	<b>224,231</b>	<b>248,549</b>
Уставный капитал	250	250	250	250	250	250	250
Эмиссионный доход	7,306	7,306	7,306	7,306	7,306	7,306	7,306
Резервы	70	52	52	52	52	52	53
Нераспределенная прибыль	8,660	9,238	12,220	17,065	22,626	29,075	36,065
<b>ВСЕГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>16,286</b>	<b>16,846</b>	<b>19,828</b>	<b>24,673</b>	<b>30,234</b>	<b>36,683</b>	<b>43,674</b>
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	<b>145,603</b>	<b>158,707</b>	<b>174,578</b>	<b>199,019</b>	<b>226,882</b>	<b>260,914</b>	<b>292,223</b>

**КАЧЕСТВО АКТИВОВ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Просроченная задолженность	9,370	12,517	12,408	11,415	9,846	9,435	10,851
Резервы	9,439	11,355	11,205	10,302	9,539	9,259	9,563
Просроченная задолженность/всего кредитов	9.9%	11.5%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%
Резервы/Просроченная задолженность	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

млн рублей	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Процентные доходы	16,954	13,654	15,428	17,621	19,987	22,750	26,108
Процентные расходы	(8,628)	(7,926)	(8,055)	(8,710)	(9,543)	(10,485)	(11,962)
Чистые процентные доходы	8,326	5,728	7,373	8,911	10,445	12,266	14,146
Резерв под обесценение кредитного портфеля	(4,752)	(2,425)	(433)	503	456	103	(507)
Чистая прибыль по операциям	204	20	50	50	50	50	51
Чистые комиссионные доходы	3,729	4,006	4,279	5,164	5,826	6,914	7,942
Прочие доходы	737	543	710	760	760	760	761
Административные и	(6,325)	(7,131)	(8,234)	(9,332)	(10,585)	(12,033)	(13,656)
Прибыль до налогообложения	1,919	741	3,745	6,056	6,952	8,060	8,738
Налог на прибыль	(702)	(148)	(749)	(1,211)	(1,390)	(1,612)	(1,748)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1,217</b>	<b>593</b>	<b>2,996</b>	<b>4,845</b>	<b>5,562</b>	<b>6,448</b>	<b>6,990</b>

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Темп роста чистых процентных доходов	-2%	-31%	29%	21%	17%	17%	15%
Рост чистых комиссионных доходов	-10%	7%	7%	21%	13%	19%	15%
Чистая процентная маржа	6%	4%	4%	5%	5%	5%	6%
Затраты/доходы	49%	69%	66%	63%	62%	60%	60%
ROAE	8%	4%	16%	22%	20%	19%	17%
Кредиты/Активы	59%	61%	65%	67%	68%	69%	71%
Депозиты/Обязательства	87%	92%	93%	94%	94%	95%	98%
Кредиты/Депозиты	75%	75%	78%	81%	84%	85%	85%
СК/Активы	11%	11%	11%	12%	13%	14%	15%

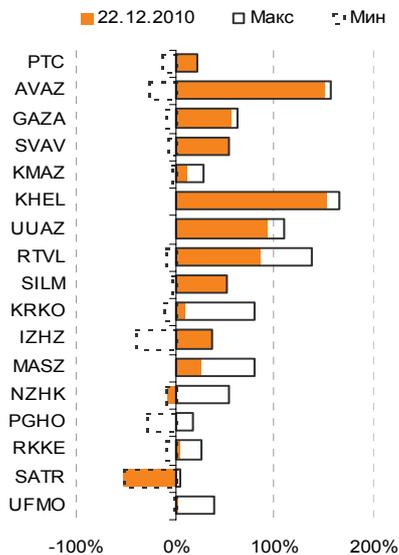
Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал



# Машиностроение

## Быстрее, выше, сильнее!

Динамика акций с начала года



Российский машиностроительный сектор предоставляет инвесторам обширные возможности по увеличению капитала. Тем не менее, мы считаем, что вложения должны быть избирательными. Так, мы предпочитаем автопроизводителей и вертолетостроителей в свете динамичного восстановления российского авторынка и ожидающегося IPO Вертолетов России соответственно. Мы также позитивно смотрим на перспективы энергомашиностроения, учитывая ожидающийся ввод новых мощностей в российской энергетике. Напротив, мы считаем, что отечественные предприятия по фабрикации ядерного топлива столкнутся с отсутствием большого потока новых заказов от азиатских стран, что существенно ограничивает потенциал роста этих компаний.

### Автопром – премия за рост

Российский авторынком продолжает сокращать разрыв. По нашим оценкам, продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей в России вырастут на 20% год к году до 2.3 млн машин в 2011 г. благодаря расширению госфинансирования программы по утилизации и росту располагаемых доходов населения. Оживление строительного сектора вместе с реализацией инфраструктурных проектов окажут позитивное влияние на производителей грузовой техники.

Иностранные партнеры могут дорого заплатить за контроль. Концерны Renault-Nissan и Daimler могут увеличить свою долю в АВТОВАЗе и КАМАЗе соответственно до контрольной, что будет хорошей поддержкой для акций этих предприятий. Ключевой акционер российских автопроизводителей – Ростехнологии, оценивают справедливую стоимость каждой компании на 30-50% выше их рыночных котировок.

Соллерс – больше стоимости впереди. Мы полагаем, что Соллерс будет выглядеть лучше других российских автопроизводителей на фоне впечатляющего роста внутреннего авторынка и сильной динамики восстановления рентабельности. Компания торгуется с прогнозным показателем EV/EBITDA'11П равным 7.4, что предполагает дисконт в 10% и 15% к российским и иностранным аналогам соответственно.

### Вертолетостроение – IPO холдинга «Вертолеты России»

IPO холдинга задаст новый ценовой уровень для компаний сектора. Оборонпром рассчитывает провести IPO холдинга «Вертолеты России» в 1П11. По нашим оценкам, капитализация объединенной компании может составить \$1.8–2.0 млрд. В таком случае прогнозный показатель EV/S'11П будет равен 1.4, что практически соответствует средней оценке компаний-аналогов с развивающихся рынков.

Акции Улан-Удэнского авиазавода наиболее недооценены рынком. Основываясь на фундаментальных показателях, мы считаем акции У-УАЗа наиболее привлекательным входом в «Вертолеты России». По нашим оценкам, У-УАЗ – самая недооцененная компания среди российских производителей вертолетов, чей прогнозный показатель EV/EBITDA'11П равен 3.3. При этом ключевым риском для У-УАЗа может стать объявление непривлекательных коэффициентов конвертации в рамках объединения вертолетного холдинга.

### Энергомашиностроение – выборочный подход

Строим новые мощности в российской электроэнергетике. 2011 год, по нашему мнению, станет отправной точкой строительства новых мощностей в российском секторе электроэнергетики. Общий объем инвестиции на ввод новых энергоблоков суммарной мощностью 31 ГВт составит свыше \$50 млрд до 2017 г. Мы считаем, что развитие российской электроэнергетики является ключевым долгосрочным драйвером для производителей энергооборудования.

Силовые машины – наша главная ставка на рост отрасли. По нашим оценкам, Силовые машины смогут получить наиболее существенную часть новых заказов от российских энергокомпаний. Мы полагаем, что солидные перспективы отрасли должны способствовать как повышению финансовых показателей Силовых машин, так и сокращению 40-процентного дисконта компании к иностранным аналогам по мультипликатору EV/EBITDA'11П, равному 5.8.

Обогащение vs. фабрикации и отсутствие азиатских контрактов. Мы ожидаем, что приоритетным направлением холдинга ТВЭЛ станет обогащение ядерного топлива, а не фабрикации. Кроме того, переговоры Росатома с Китаем и Индией могут привести к тому, что фабрикации топлива для АЭС этих стран не будет осуществляться на территории РФ. Мы полагаем, что оба этих фактора существенно снижают инвестиционную привлекательность акций Машиностроительного завода и НЗХК



Источники: PTC, оценка ТКБ Капитал

## Автопром – премия за рост

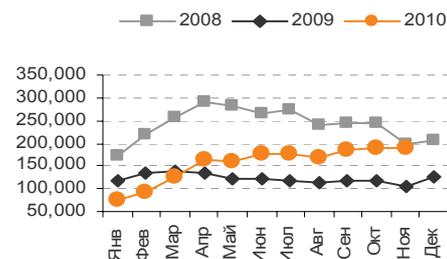
**Российский авторынок продолжает сокращать разрыв.** Мы считаем, что 2011 год станет проверкой на прочность для российского авторынка. Наибольшее влияние окажет плавное завершение государственной программы по утилизации автотранспорта, которая была, несомненно, главным фактором роста российского авторынка в 2010 г. Так, по итогам 11М10 объем продаж легковых и легких коммерческих автомобилей в России вырос на 28% год к году до 1.7 млн машин, из которых около 15% было приобретено по утилизационным сертификатам. В 2011 г. российское правительство планирует реализовать, по меньшей мере, 100 тыс. утилизационных сертификатов (сокращение на 75% к уровню 2010 г.). Однако бюджет может быть расширен, чтобы не повторить опыт европейских стран, в которых авторынок существенно падал на фоне прекращения действия подобных стимулирующих мер. Отметим также, что почти 100 тыс. машин, приобретенным по утилизационным сертификатам в 2010 г., будут поставлены покупателям только в 2011 г., что окажет дополнительное влияние на статистику продаж. Принимая во внимание меры господдержки и укрепляющийся потребительский спрос, по нашим оценкам, продажи легковых и легких коммерческих автомобилей в России в 2011 г. вырастут на 20% до 2.3 млн машин. Кроме того, мы считаем, что внутренний рынок грузовой техники также может показать хорошую динамику на фоне оживления строительного сектора и реализации инфраструктурных проектов в России, в том числе подготовки к Олимпиаде в Сочи в 2014 г.

**Рост себестоимости, скорее всего, приведет к увеличению отпускных цен.** Российские автопроизводители в 2011 г. могут столкнуться с ощутимым ростом операционных расходов. Отечественные сталелитейные компании планируют поднять на 25-30% цены на автолист, доля которого в себестоимости автопроизводителей составляет порядка 20-40%. В результате, столь существенный рост стоимости металла может привести либо к повышению конечной цены машины для потребителя на 3-5%, либо снижению рентабельности автоконцернов. В данном аспекте мы считаем, что рентабельность Соллерс менее зависима от роста цен на металлы по сравнению с другими российскими автопроизводителями, учитывая высокую долю сборки машин из готовых машинокомплектов (около 40%).

**Иностранные партнеры могут дорого заплатить за контроль.** АВТОВАЗ и КАМАЗ являются крупнейшими в России производителями автотехники, мощности которых составляют 1 млн. легковых машин и 100 тыс. грузовиков в год соответственно. Оба предприятия контролируются госкорпорацией Ростехнологии. В свою очередь Renault является обладателем 25% обыкновенных акций АВТОВАЗа, а Daimler владеет 15% пакетом в КАМАЗе (включая долю ЕБРР в 4%). В 2010 г. иностранные автоконцерны подтвердили свое намерение довести долю в российских предприятиях до контрольной, что выглядит довольно резонно в свете ожидающегося углубления их кооперации в технологиях и производстве машин. Первым шагом может стать покупка 10% обыкновенных акций АВТОВАЗа японским концерном Nissan в 1П11, что приведет к росту доли альянса Renault-Nissan в российской компании до 35%. Следующий возможный шаг – увеличение пакета французо-японского альянса в АВТОВАЗе до 55% – доли Renault и Nissan вырастут до 35% и 20% соответственно. Подобные события видимо коснутся и КАМАЗ, число акций которого во владении Daimler, как ожидается, превысит 50% границу к 2016 г. Главный вопрос, лежащий на поверхности, это цена, по которой иностранные автоконцерны получат контроль в российских предприятиях. И ответ, по нашему мнению, заключается в позиции Ростехнологий: госкорпорация оценивает справедливую стоимость отечественных автопроизводителей с премией в 30–50% к их рыночным котировкам. Так, по оценкам Ростехнологий, капитализация АВТОВАЗа и КАМАЗа должна составлять не меньше \$2.9 млрд и \$2.5 млрд соответственно.

**Соллерс – больше стоимости впереди.** По нашим оценкам, Соллерс увеличит продажи автомобилей на 25% в 2011 г. Таким образом, годовой объем реализации машин компании превысит уровень в 100 тыс. единиц техники, вернувшись к докризисному уровню, что приведет к существенному улучшению финансовых показателей Соллерс. Так, менеджмент компании по итогам следующего года ожидает получить выручку в размере \$2.1 млрд (рост на 28% год к году), что будет всего на 15% ниже результата 2008 г., когда выручка автопроизводителя достигла своего исторического максимума. Отметим, что восстановление двигательного сегмента Соллерс происходит заметно медленнее в связи с тем, что ГАЗ практически прекратил закупать продукцию компании еще в кризисный год. Тем не менее, рост продаж автотехники вместе с предпринятыми усилиями менеджмента по сокращению издержек окажут существенное влияние на восстановление рентабельности Соллерс. В частности, компания ожидает удвоения EBITDA в 2011 г. до \$200 млн, что позволит снизить показатель Чистый долг/EBITDA до 3. По нашему мнению, Соллерс является самым недооцененным автопроизводителем в России на основе фундаментальных факторов. Компания торгуется с прогнозным мультипликатором EV/EBITDA'11П, равным 7.4, что предполагает дисконт к российским и иностранным аналогам в 10% и 15% соответственно. Кроме того, мы считаем, что перспективы создания совместного предприятия Соллерс–Fiat с проектной мощностью более 300 тыс. машин в год еще не учтены в котировках компании.

### Динамика российского авторынка, шт



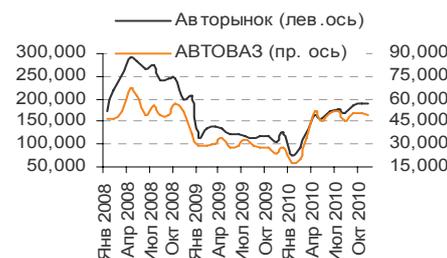
Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

### Динамика выдачи утилизационных сертификатов



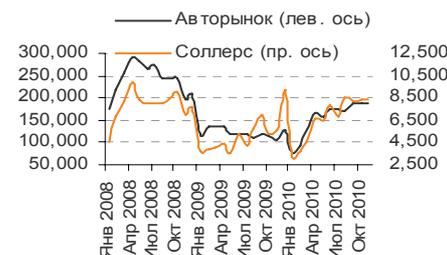
Источники: Минпромторг, оценка ТКБ Капитал

### Динамика продаж АВТОВАЗа, шт



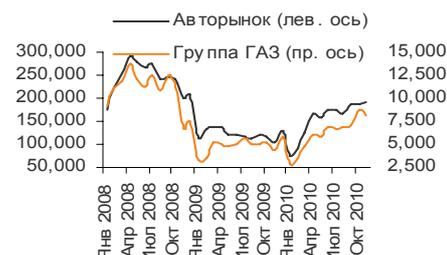
Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

### Динамика продаж Соллерс, шт



Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

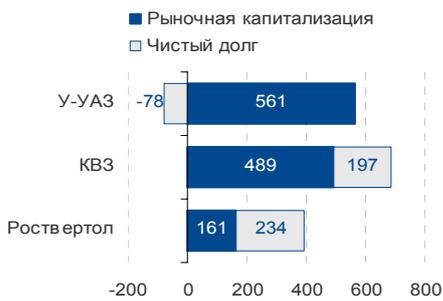
### Динамика продаж Группы ГАЗ, шт



Источники: АЕБ, оценка ТКБ Капитал

## Вертолетостроение – IPO холдинга «Вертолеты России»

### Структура стоимости предприятия (EV), \$ млн



Источники: оценка ТКБ Капитал

### Ключевые финансовые мультипликаторы компаний на 2011 год

	P/E	EV/EBITDA	EV/S
У-УАЗ	5.1	3.3	0.89
Казанский ВЗ	5.4	4.8	0.98
Роствертол	4.5	5.9	0.71
Среднее по российским компаниям	5.0	4.7	0.86
Премия/(дисконт)	-65%	-45%	-28%
	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Среднее по иностранным аналогам	14.3	8.5	1.20

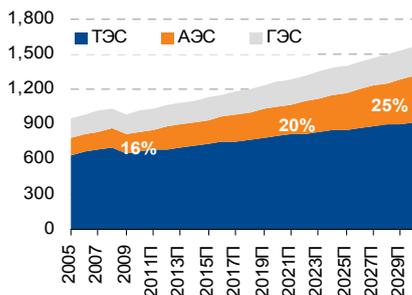
Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

IPO холдинга задаст новый ценовой уровень для компаний сектора. В настоящее время российский сектор вертолетостроения не является достаточно открытым для инвестиционного сообщества. Мы ожидаем, что грядущее IPO «Вертолетов России» положительно скажется на отрасли, начиная с раскрытия большего количества информации о поступающих заказах и заканчивая публикацией отчетности по МСФО вместо РСБУ. Напомним, что 100% «дочка» Оборонпрома должна консолидировать под своим началом конструкторские бюро, заводы по производству вертолетов и комплектующих, сервисные компании – практически все предприятия, связанные с выпуском и обслуживанием вертолетов марки «Ми» и «Камов» (всего около 13 компаний). Мы считаем, что суммарная выручка объединенного холдинга по итогам 2011 г. составит \$2.0–2.1 млрд. По нашему мнению, рыночная капитализация «Вертолетов России» может быть оценена в \$1.8–2.0 млрд, что практически соответствует уровню иностранных аналогов с развивающихся рынков, исходя из прогнозного показателя EV/S\*11П, равного 1.4. Таким образом, чтобы привлечь в рамках IPO обозначенную Оборонпромом сумму в \$500 млн, «Вертолетам России» нужно разместить порядка 25–30% своих акций.

**Акции Улан-Удэнского авиазавода наиболее недооценены рынком.** Российские производители вертолетов традиционно обладают сильными позициями на рынках Китая, Индии и Латинской Америки. Согласно опубликованной отчетности за 9М10, консолидированная экспортная выручка У-УАЗа, Казанского вертолетного завода и Роствертола составила \$630 млн или 59% от их общей выручки за указанный период. При этом, три данных предприятия генерируют более 70% и 90% выручки и чистой прибыли холдинга «Вертолеты России» соответственно. Рособоронэкспорт, распределяющий экспортные контракты между У-УАЗом, КВЗ и Роствертолом, с высокой долей вероятности полностью сформирует портфель заказов для этих заводов на 2012–2013 гг. в преддверии IPO объединенного холдинга. По нашим оценкам, акции У-УАЗа являются наиболее дешевым билетом в «Вертолеты России», учитывая лучшую рентабельность предприятия в отрасли и отсутствие долга. Кроме того, мы считаем У-УАЗ самой недооцененной компанией среди российских производителей вертолетов, чей прогнозный показатель EV/EBITDA\*11П равен 3.3. При этом мы отмечаем риск объявления непривлекательных коэффициентов конвертации акций компании в акции холдинга «Вертолеты России».

## Энергомашиностроение – выборочный подход

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



Источники: Росстат, АПБЭ, оценка ТКБ Капитал

**Строим новые мощности в российской электроэнергетике.** Мы считаем, что 2011 г. станет отправной точкой для масштабного строительства новых мощностей в российском секторе электроэнергетики после кризиса. Основные отечественные игроки уже начали подписание договоров на поставку мощностей, что развяжет им руки в формировании и размещении заказов на энергетическое оборудование. Согласно генеральной схеме Министерства энергетики РФ, общий объем инвестиции на ввод новых энергоблоков суммарной мощностью 31 ГВт до 2017 г. составит свыше \$50 млрд. Мы считаем, что реализация инвестиционной программы крупнейшими электроэнергетическими компаниями является ключевым долгосрочным драйвером для российских производителей энергооборудования.

**Силовые машины – наша главная ставка на рост отрасли.** По нашим оценкам, Силовые машины, специализирующиеся на производстве турбин и генераторов, смогут получить наиболее существенную часть заказов от российских энергокомпаний. Основываясь на солидных перспективах отрасли, Силовые машины приняли решение увеличить свои производственные мощности за счет строительства нового завода в Колпино. В этом проекте компания получила поддержку от государства в виде софинансирования и предоставления льготных займов. Мы не видим существенных рисков для акционеров по уменьшению генерируемого денежного потока Силовыми машинами, принимая во внимание чистую денежную позицию компании в \$170 млн и сформированный портфель заказов на \$4 млрд. Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, Силовые машины торгуются с дисконтом в 40% к иностранным аналогам по мультипликатору EV/EBITDA\*11П, равному 5.8.

**Обогащение vs. фабрикация и отсутствие азиатских контрактов.** Дочерняя компания Атомэнергопрома – холдинг ТВЭЛ, планирует перестроить работу российских предприятий в ядерной отрасли в соответствии с мировой практикой. Это означает, что приоритетным направлением холдинга станет обогащение ядерного топлива, а не фабрикация. Кроме того, переговоры Росатома с Китаем и Индией могут привести к тому, что фабрикация топлива для АЭС этих стран будет реализована на территории азиатских партнеров через создание совместных предприятий с ТВЭЛом, а не в России. Мы полагаем, что оба вышеуказанных фактора существенно снижают инвестиционную привлекательность акций Машиностроительного завода и Новосибирского завода химконцентратов (НЗХК). Однако стоит отметить, что обе эти компании торгуются с 50-процентным дисконтом к иностранным аналогам по прогнозному показателю EV/EBITDA\*11П.

## Улан-Удэнский авиационный завод

### Лучшая компания сектора

IPO «Вертолетов России» окажет позитивное влияние на сектор в целом. Публикация отчетности по МСФО вместо РСБУ, а также раскрытие информации о портфеле заказов холдинга существенно повысят прозрачность отрасли. По нашим оценкам, акции У-УАЗа наиболее недооценены рынком, учитывая сильные финансовые показатели компании и привлекательную сравнительную оценку. У-УАЗ торгуется с прогнозным мультипликатором EV/EBITDA'11П, равным 3.3, что предполагает дисконт в 40% и 60% к российским и иностранным аналогам соответственно. Отметим, что существует риск объявления непривлекательных для У-УАЗа коэффициентов конвертации акций компании в акции «Вертолетов России». Мы рекомендуем покупать акции У-УАЗа с 12-месячной целевой ценой в \$2.9 и потенциалом роста 38%.

Оценка холдинга станет новым ориентиром для сектора. Мы считаем, что IPO «Вертолетов России» – 100% «дочки» Оборонпрома – существенно повысит прозрачность российской вертолетной отрасли. В первую очередь, объединенный холдинг перейдет на публикацию финансовой отчетности по МСФО вместо РСБУ. Кроме того, мы ожидаем, что в рамках IPO «Вертолеты России» раскроют большую часть своего портфеля заказов. Напомним, что «дочка» Оборонпрома объединит такие активы как конструкторские бюро, заводы по производству вертолетов и комплектующих, сервисные компании – практически все предприятия, связанные с выпуском и обслуживанием вертолетов марки «Ми» и «Камов» (всего около 13 компаний). По нашим оценкам, консолидированная выручка «Вертолетов России» может составить \$2.0–2.1 млрд по итогам 2011 г. Оборонпром уже объявил, что планирует привлечь в рамках IPO холдинга порядка \$500 млн. Согласно нашим подсчетам, капитализация «Вертолетов России» может быть оценена в \$1.7–2.0 млрд, что означает, что инвесторам будет предложено порядка 25–30% акций компании. При этом прогнозный мультипликатор холдинга EV/S'11П будет равен 1.3–1.4, что соответствует уровню иностранных аналогов с развивающихся рынков. Отметим, что сейчас российские производители вертолетов по EV/S'11П торгуются в среднем на уровне 0.9, что предполагает дисконт более 30% к возможной оценке объединенного холдинга в рамках IPO.

Мы делаем ставку на У-УАЗ, как наиболее недооцененную компанию в секторе. По нашему мнению, акции У-УАЗа могут стать лучшим способом поучаствовать в IPO холдинга «Вертолеты России». Есть несколько причин сделать ставку именно на эту компанию. Первая заключается в том, что У-УАЗ является самым прибыльным производителем вертолетов в России – рентабельность компании по EBITDA и чистой прибыли по итогам 9М10 составила 27% и 23%, в то время как средний уровень по российским аналогам был равен 21% и 13% соответственно. Во-вторых, У-УАЗ – единственный российский производитель вертолетов, не обремененный долгом – чистая денежная позиция компании насчитывает \$78 млн (на конец сентября 2010 г.). Мы ожидаем, что У-УАЗ сохранит лидирующие позиции в отрасли по рентабельности и финансовой стабильности в ближайшем будущем. Кроме того, компания торгуется с прогнозным показателем EV/EBITDA'11П равным 3.3, что предполагает дисконт в 40% и 60% к российским и иностранным аналогам соответственно.

Непривлекательные коэффициенты конвертации – ключевой риск. Россия традиционно обладает сильными позициями на вертолетных рынках Китая, Индии и Латинской Америки. Согласно финансовой отчетности компаний за 9М10, консолидированная экспортная выручка трех крупнейших российских производителей вертолетов составила \$630 млн или 59% от их общей выручки. Рособоронэкспорт, осуществляющий распределение заказов на вертолеты Ми-171 (Ми-8) между У-УАЗом и Казанским вертолетным заводом, скорее всего, полностью сформирует портфель заказов для обоих производителей на 2012–2013 гг. в преддверии IPO «Вертолетов России». Поэтому мы считаем, что главным риском для У-УАЗа может стать объявление непривлекательных для компании коэффициентов конвертации в рамках объединения вертолетного холдинга.

12-месячная целевая цена – \$2.9, потенциал роста – 38%. По нашим оценкам, У-УАЗ является самым недооцененным производителем вертолетов в России, исходя из рентабельности компании и сравнительной оценки с аналогами. Сильные фундаментальные показатели У-УАЗа вместе с заполнением портфеля заказов настраивают на позитивный лад относительно перспектив компании. Несмотря на риск, связанный с появлением непривлекательных коэффициентов конвертации, мы рекомендуем покупать акции У-УАЗа с 12-месячной целевой ценой в \$2.9 за акцию и потенциалом роста 38%.

Улан-Удэнский авиазавод		
Тикер	АО	АП
Рекомендация	UUAZ	-
Цена, \$	ПОКУПАТЬ	-
Целевая цена 12 мес., \$	2.10	-
Потенциал, %	2.90	-
	38%	-

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	UUAZ RU	
Reuters	UUAZ.RTS	
	АО	АП
Акции в обращении, млн	267	-
EV, \$ млн	483	
MC, \$ млн	561	
MIN 12 мес., \$	1.09	
MAX 12 мес., \$	2.29	

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
РСБУ	2010П	2011П	2012П
Выручка	503	542	583
EBITDA	145	147	150
Чистая прибыль	109	110	112
EPS, \$	0.41	0.41	0.42
Рост выручки, %	29.3	7.7	7.6
EPS рост, %	36.8	0.9	2.1
Маржа EBITDA, %	28.8	27.1	25.8
Чистая маржа, %	21.6	20.2	19.2

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	5.2	5.1	5.0
EV/EBITDA	3.3	3.3	3.2

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
ОПК Оборонпром	55.1%
АВИГАЗ-ФИНАНС	20.0%
ЗАО "Лидер" (НПФ "Газфонд")	6.2%
Прочие	18.7%



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал

**Улан-Удэнский авиационный завод**
**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	381	497	499	507	484	481	485
Основные средства	27	33	35	37	40	43	46
Прочие внеоборотные активы	25	35	37	40	44	47	51
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	52	67	72	78	84	90	96
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	433	564	571	585	568	571	582
Краткосрочные заимствования	13	-	-	-	-	-	-
Прочие текущие обязательства	222	263	161	63	(61)	(165)	(264)
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	235	263	161	63	(61)	(165)	(264)
Долгосрочные заимствования	-	-	-	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	6	-	-	-	-	-	-
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	6	-	-	-	-	-	-
<b>Доля миноритариев</b>	-	-	-	-	-	-	-
Акции и добавочный капитал	18	19	19	20	18	18	18
Нераспределенная прибыль	173	281	391	503	611	719	828
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	192	301	410	523	629	737	846
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	433	564	571	585	568	571	582

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	389	503	542	583	627	674	719
Себестоимость	(274)	(342)	(377)	(414)	(448)	(485)	(521)
<b>ЕБИТДА</b>	111	145	147	150	146	147	149
Амортизация	3	4	4	5	5	5	6
<b>ЕБИТ</b>	108	141	143	146	141	142	144
Чистые процентные доходы/(расходы)	(1)	-	-	-	-	-	-
<b>ЕВТ</b>	104	136	137	140	135	135	137
Налог на прибыль	(25)	(27)	(27)	(28)	(27)	(27)	(27)
<b>Чистая прибыль</b>	79	109	110	112	108	108	109

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	94	123	125	128	124	125	127
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(19)	(27)	(25)	(27)	(27)	(29)	(31)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(4)	(67)	(66)	(56)	(69)	(22)	(25)
<b>Чистый долг</b>	(83)	(107)	(118)	(129)	(140)	(151)	(161)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	27%	29%	8%	8%	8%	8%	7%
Рентабельность ЕБИТДА	29%	29%	27%	26%	23%	22%	21%
Чистая рентабельность	20%	22%	20%	19%	17%	16%	15%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.

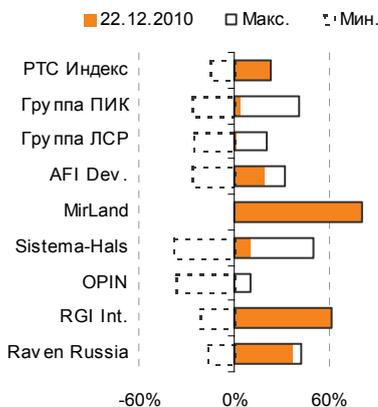
Источники: У-УАЗ, оценка ТКБ Капитал



## Сектор недвижимости

### Фундамент укрепился, можно начинать строить

#### Котировки компаний сектора и индекс РТС



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, РТС, оценка ТКБ Капитал

В следующем году мы прогнозируем ускорение темпов восстановления выручки строительных компаний, ведущих бизнес как в сегменте жилой, так и коммерческой недвижимости. Увеличение объемов строительства жилой недвижимости обеспечит компании краткосрочной ликвидностью, а сокращение объемов строительства коммерческих площадей – ростом ставок аренды и инвестиционной стоимости готовых проектов. Наши фавориты в секторе на 2011 г. – Группа ЛСР, Группа ПИК и AFI Development.

#### Жилая недвижимость в приоритете

**Объемы строительства восстанавливаются.** Мы прогнозируем рост объемов жилищного строительства в 2011 г. на 5%. Среди эффективных мер стимулирования сектора мы выделяем государственные инвестиции в развитие и совершенствование условий строительства, обеспечение инфраструктуры.

**Инфляция обгонит рост цен на жилье.** Наш прогноз роста цены кв. м жилья в столичном регионе на 2011 г. составляет 3.6%, при инфляции рубля в 8.4%. Мы прогнозируем коррекцию средней цены кв. м в 1П11 на 3-5% с последующим восстановлением на 7-9% по итогам 2П11.

**Развитие ипотеки обеспечит рост продаж.** Мы прогнозируем уверенный рост рынка ипотеки в следующем году. Признаки восстановления рынка очевидны. Кредитные ставки достигли докризисного уровня, банки стали более лояльны к заемщикам, а цены на жилье стабильны.

#### Темпы строительства коммерческих площадей снизятся

**Вакантные площади будут сокращаться.** Исходя из низких темпов строительства объектов коммерческой недвижимости и стабилизации спроса, в следующем году мы прогнозируем продолжение плавного снижения уровня вакантных площадей и роста арендных ставок на 3-7%.

#### Финансовые риски сохраняются

**Долговая нагрузка сохранится стабильно высокой.** В современных условиях компаниям необходимо активно наращивать объемы строительства, поэтому финансовая нагрузка сектора в 2011 г. сохранится стабильно высокой. Наш прогноз отношения чистого долга к EBITDA в среднем по сектору в 2011 г. – 3.5.

#### Наши фавориты

**Группа ЛСР.** Мы полагаем, что Группа ЛСР способна показать одни из лучших темпов восстановления прибыли в секторе на фоне растущего спроса на недвижимость. Мы рекомендуем покупать акции Группы ЛСР с целевой ценой \$12.5/ГДР и \$50/акцию.

**Группа ПИК.** Стратегия, направленная в первую очередь на строительство жилья с выгодным местоположением и наличие ипотечных программ с крупными банками поддержит высокий спрос на жилье, построенное компанией. Мы рекомендуем покупать бумаги Группы ПИК с целевой ценой \$7.3/акцию.

**AFI Development.** Запуск в эксплуатацию крупного торгового центра АФИМОЛЛ СИТИ двукратно увеличит выручку от аренды, а продажи жилья обеспечат финансовую стабильность и снизят финансовые риски. Мы рекомендуем покупать бумаги AFI Development с целевой ценой \$1.8/акцию.

Умеренно позитивная оценка перспектив развития рынка недвижимости, которой мы придерживались в стратегии на 2010 г., полностью оправдалась. Продажи жилья росли при умеренном росте цены, строительные компании совместно с банками снижали ставки по ипотеке и улучшали условия кредитования. В коммерческой недвижимости, несмотря на рост деловой и потребительской активности, высокий уровень вакантных площадей ограничил рост арендных ставок и привел к ожидаемому сокращению объемов нового строительства. В 2011 г. мы прогнозируем усиления темпов восстановления как в жилой, так и в коммерческой недвижимости. Компании продолжают наращивать объемы строительства жилья, обеспечивая себя краткосрочной финансовой ликвидностью, а сокращение объемов строительства коммерческих площадей ускорит рост арендных ставок и повысит инвестиционную стоимость существующих проектов.

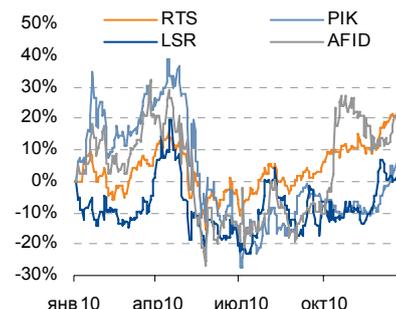
## Жилая недвижимость в приоритете

**Объемы строительства восстанавливаются.** По нашим прогнозам, рост объемов жилищного строительства в 2011 г. достигнет 5%. На первый план вновь начинает выходить фундаментальный дефицит жилья. Обеспеченность жильем в России составляет 22 кв. м на человека, что на 5 кв. м меньше показателя в Китае и в два раза меньше среднеевропейского показателя. В Европе строится 1 кв. м на человека в год, в России – 0.4 кв. м. Столь высокий дефицит ограничил падение цен на недвижимость в стране в период кризиса. Продолжение стагнации объемов жилищного строительства приведет к увеличению разрыва между спросом и предложением, который в период экономического подъема приведет к очередному скачку цены квадратного метра. Осознавая масштабы проблемы, государство активно способствует развитию жилищного строительства. Среди эффективных мер по увеличению темпов строительства мы выделяем государственные инициативы, направленные на снятие административных барьеров для строительных компаний, упрощения выделения земельных участков, создание проектной документации, обеспечение строительных площадок коммунальной и дорожной инфраструктурой. Для этих целей государство планирует потратить 620 млрд руб. в период 2011-2015 гг.

**Инфляция обгонит цены на жилье.** Наш прогноз роста цены кв. м жилья в столичном регионе на 2011 г. составляет 3.7% при 8.4% инфляции российского рубля. С начала 2010 г. средняя цена квадратного метра жилой недвижимости в Москве выросла на 17% в рублях и на 13% в долларах. Среди причин можно выделить набирающее обороты восстановление экономики страны и, как следствие, рост уверенности покупателей, а также выход на рынок т.н. «отложенного» спроса. Мы ожидаем продолжения восстановления экономики страны в следующем году, а следовательно и продолжения роста спроса на недвижимость. Тем не менее, судя по динамике средней цены кв. м во 2П10, «отложенный» спрос близок к истощению, а причин для скорого возобновления докризисных темпов роста цен не наблюдается. Поэтому мы прогнозируем коррекцию средней цены квадратного метра в 1П11 на 3-5% с последующим ростом на 7-9% по итогам 2П11.

**Развитие ипотеки обеспечит рост продаж.** Мы прогнозируем уверенный рост рынка ипотечного кредитования в следующем году. Государственная поддержка развития ипотеки уже приносит положительные результаты. По данным ЦБ России, с начала 2010 г. по октябрь ставка по ипотеке снизилась на 1.2 п.п. до 12.8%, а минимальный уровень первоначального взноса сократился до 10% против 20-30% годом ранее. Объем выданных кредитов на покупку жилья составил 301 млрд руб., на 143% превысив показатель прошлого года. Конечно, объемы остаются существенно ниже докризисного периода (в первые 10 мес. 2008 г. объем выданных кредитов на покупку жилья составил 615 млрд руб.), однако признаки восстановления очевидны. Кредитные ставки уже достигли докризисного уровня, банки стали более лояльны к заемщикам, а цены на недвижимость стабилизировались. В сумме, данные факторы способны стать мощным стимулом роста рынка ипотеки. Поэтому мы не исключаем, что в 2011 г. объемы выданных ипотечных кредитов вплотную приблизятся к уровню 2008 г.

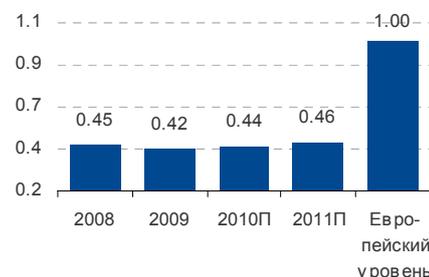
## Динамика котировок наших top-picks и индекса РТС



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## До европейских уровней еще далеко

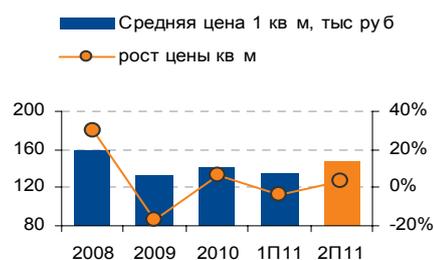
### Объемы строительства жилья в России на душу населения, кв. м



Источники: Росстат, оценка ТКБ Капитал

## Цены на недвижимость до конца года подрастут

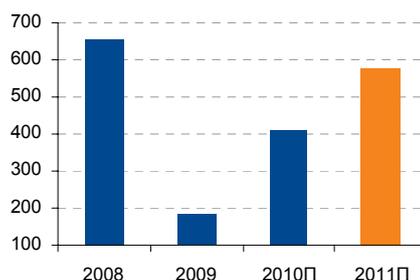
### Средняя цена 1 кв. м жилья в Москве и ее динамика



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## Ипотека продолжит уверенно расти

### Объем ипотечных кредитов в России, млрд руб



Источники: Банк России, оценка ТКБ Капитал

## Объемы ввода коммерческих площадей снижаются



Источники: оценка ТКБ Капитал

**Уровень вакантных площадей продолжит сокращаться.** Исходя из низких темпов строительства объектов коммерческой недвижимости и стабилизации роста спроса, в следующем году мы прогнозируем плавное снижение уровня вакантных площадей и роста ставок аренды на 3-7 пп в зависимости от качества и местоположения объекта. Падение объемов строительства и рост активности арендаторов привели к снижению уровня вакантных площадей в коммерческой недвижимости с начала года на 3-5%. Наилучший спрос наблюдается в сегменте торговой недвижимости, где рост арендных ставок с начала года составил от 5% до 10% в зависимости от качества объекта, а уровень вакантных площадей опустился ниже 10%. Помимо этого, спрос на качественные торговые площади с выгодным местоположением в центре столицы уже превысил предложение, а ставки аренды достигли докризисного уровня. Договора аренды площадей вновь начали заключаться еще на стадии строительства.

## Финансовые риски сохраняются



Источники: оценка ТКБ Капитал

**Долговая нагрузка остается стабильно высокой.** Возобновление роста спроса на недвижимость в 2010 г. благоприятно отразилось на финансовой ситуации строительных компаний, банки охотно реструктурировали долги и снижали ставки кредитования. Тем не менее, долговая нагрузка строителей далека от комфортного уровня, что, на наш взгляд, сохраняет финансовые риски в секторе. Для удержания и увеличения доли на рынке в современных условиях компаниям необходимо активно наращивать объемы строительства, поэтому финансовая нагрузка сектора в 2011 г. сохранится стабильно высокой. Несмотря на наш прогноз роста операционной прибыли и соответствующее снижение показателя чистого долга к EBITDA в среднем по сектору до 3.5, комфортный уровень долга в строительном секторе, на наш взгляд, не должен превышать двух EBITDA.

## Наши фавориты – Группа ЛСР, Группа ПИК и AFI Development



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**В сегменте жилищного строительства мы отдаем предпочтение Группе ЛСР и Группе ПИК.** Группа ЛСР имеет хорошие перспективы роста бизнеса на Московском рынке, а наличие собственного производства практически всех видов строительных материалов обеспечит конкурентное преимущество и высокую рентабельность на рынке Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Группа ПИК строит в самом высокорентабельном регионе России – Московском. Данный регион имеет наибольший спрос на жилье и показал наилучшие темпы восстановления в 2010 г. Крупный земельный банк и производственные активы обеспечат высокие темпы роста выручки. **В коммерческой недвижимости мы выделяем AFI Development.** Сильные денежные позиции, высокая доля готовых проектов и удачное распределение проектов по стадиям развития, на наш взгляд, обеспечат компании рост инвестиционной привлекательности. Запуск в эксплуатацию проекта торговой недвижимости в Москва-Сити удвоит арендный доход и обеспечит выход на точку безубыточности уже в следующем году.

## Группа ЛСР

### Диверсифицированный лидер рынка недвижимости Санкт-Петербурга приходит в Москву

Группа ЛСР обладает конкурентным преимуществом в строительном секторе благодаря гибкой и эффективной бизнес-модели, комфортному уровню долга и перспективному портфелю проектов ориентированному на расширение объемов строительства в Московском регионе. В 2010 г. компания запустила в эксплуатацию новый цементный завод, открыла представительство и запустила ряд крупных перспективных проектов в Московском регионе, модернизировала и расширила производственные мощности, продолжила вести работу с банками по улучшению условий кредитования для покупателей жилья. Мы полагаем, что Группа ЛСР способна показать одни из лучших темпов восстановления прибыли в секторе на фоне растущего спроса на недвижимость. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Группы ЛСР с целевой ценой \$12.5/ГДР и \$50/акцию.

**Экспансия в Москву ускорится.** Группа ЛСР основательно подготовилась к выходу на столичный рынок. Портфель проектов в Московском регионе в 2010 г. вырос в 8 раз до 890,000 кв. м, что составляет около 18% всех проектов компании на стадии девелопмента. Строительство планируется завершить до 2015 г. Для этих целей на 40% были увеличены мощности завода по производству железобетонных изделий до 240,000 кв м в год. Кроме того, в строительстве будут задействованы собственные заводы по производству товарного бетона мощностью 3,000 куб. м в сутки. С целью сокращения административных расходов и сроков строительства компания сделала ставку на малоэтажное строительство в Московской области. Мы полагаем, что это также позволит увеличить краткосрочную ликвидность и повысить финансовую стабильность компании. Расширение бизнеса в Московском регионе позитивно отразится на рентабельности компании – столичный рынок является наиболее доходным для строителей.

**Спрос на материалы обеспечит инфраструктурные проекты.** Несмотря на активную экспансию в Московский регион, основным рынком для Группы ЛСР останется Санкт-Петербург и Ленинградская область. Компания занимает лидерские позиции практически во всех сегментах строительного рынка, где она работает. Запуск цементного завода мощностью 2 млн т в год завершил цепочку производства строительных материалов и обеспечил компанию дополнительным источником дохода. По нашим расчетам, в 2011 г. доля цементного завода в выручке составит 4%, а к 2012 г. увеличится до 7%. Спрос на цемент заводу обеспечит сектор инфраструктурного строительства, который на наш взгляд продолжит развиваться в ближайшие годы. Гибкость бизнес-модели позволяет компании переориентировать в сегмент инфраструктурного строительства те продукты, которые поставлялись исключительно в сегмент жилищного строительства. По нашим прогнозам, в 2011 г. доля выручки от сегмента строительных материалов в общем объеме составит 36%, против 26% в 2009 г. и 31% в 2010 г.

**Долговая нагрузка сократится.** Группа ЛСР остается единственной публичной строительной компанией, которая даже в период финансового кризиса не испытывала сложностей с погашением и рефинансированием кредитных обязательств. По итогам 1П10 чистый долг составил \$1,033 млн. Мы прогнозируем снижение показателя чистого долга к EBITDA в 2011 г. до 1.7 против 2.3 в 2010 г. и 2.6 в 2009 г.

**Привлекательная оценка на основе коэффициентов.** Оценка на основе коэффициентов указывает на хороший потенциал роста стоимости. Группа ЛСР торгуется со средними прогнозами EV/EBITDA на 2011–2012 гг., равными соответственно 9.1 и 7.4, что предполагает в среднем 22-процентный дисконт к иностранным компаниям строительного сектора.

**Фундаментально сильная компания.** Мы рекомендуем покупать акции неоспоримого лидера строительного сектора. Исходя из нашей оценки, проведенной методом дисконтирования денежных потоков, 12-месячная целевая цена Группы ЛСР составляет \$12.5 за ГДР и \$50 за акцию.

ГРУППА ЛСР		
	АО	ГДР
Тикер	LSRG	LSRG LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	33.2	9.2
Целевая цена 12 мес., \$	50.0	12.5
Потенциал роста	51%	37%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	LSRG LI
	ГДР
ГДР в обращении, млн	515.2
EV, \$ млн	5,540
MC, \$ млн	4,714
MIN 12 мес., \$	6.8
MAX 12 мес., \$	10.9
	АО
Коэффициент ГДР/акцию	5

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
	2010П	2011П	2012П
Выручка	1,751	2,161	2,669
EBITDA	484	607	752
Чистая прибыль	199	306	418
EPS, \$	0.4	0.6	0.8
Рост выручки, %	8.9	23	24
Маржа EBITDA, %	27.6	28.1	28.2
Чистая маржа, %	11.4	14.2	15.6

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	23.7	15.4	11.3
EV/EBITDA	11.5	9.1	7.4

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Streetlink Limited	53%
Андрей Молчанов	9%
Менеджмент	11%
Free Float	27%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,240	2,897	3,351	4,254	5,014	5,786	6,784
Основные средства	1,053	1,124	1,121	1,082	1,070	1,056	1,042
Прочие внеоборотные активы	354	356	390	420	442	457	475
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	1,407	1,480	1,510	1,502	1,512	1,514	1,517
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	3,647	4,377	4,861	5,757	6,526	7,300	8,301
Краткосрочные заимствования	500	500	500	500	500	500	500
Прочие текущие обязательства	972	1,116	1,402	1,930	2,234	2,471	2,825
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	1,471	1,616	1,902	2,430	2,733	2,971	3,324
Долгосрочные заимствования	808	808	700	650	600	550	550
Прочие долгосрочные обязательства	58	58	58	58	58	58	58
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	866	866	758	708	658	608	608
<b>Доля миноритариев</b>	12	12	12	12	12	12	12
Акции и добавочный капитал	1,039	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424
Нераспределенная прибыль	259	458	765	1,182	1,698	2,284	2,932
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	1,298	1,882	2,189	2,607	3,122	3,709	4,357
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	3,647	4,377	4,861	5,757	6,526	7,300	8,301

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	1,608	1,751	2,161	2,669	3,025	3,277	3,660
Себестоимость	(1,018)	(1,092)	(1,382)	(1,725)	(1,953)	(2,113)	(2,364)
<b>ЕВИТДА</b>	462	484	607	752	872	955	1,038
Амортизация	76	83	92	100	100	98	102
<b>ЕВИТ</b>	331	400	514	652	772	857	935
Чистые процентные доходы/(расходы)	(144)	(144)	(120)	(114)	(108)	(102)	(101)
<b>ЕВТ</b>	187	257	394	538	664	755	834
Налог на прибыль	(42)	(57)	(88)	(120)	(148)	(168)	(186)
<b>Чистая прибыль</b>	145	199	306	418	516	586	648

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	109	(86)	199	759	516	602	671
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(182)	(184)	(114)	(82)	(102)	(95)	(98)
<b>Финансовый денежный поток</b>	63	385	(108)	(50)	(50)	(50)	-
<b>Чистый долг</b>	1,212	1,096	1,012	334	(80)	(587)	(1,160)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-20%	9%	23%	24%	13%	8%	12%
Рентабельность ЕВИТДА	29%	28%	28%	28%	29%	29%	28%
Чистая рентабельность	9%	11%	14%	16%	17%	18%	18%
Чистый долг/ЕВИТДА	2.6	2.3	1.7	0.4	отр.	отр.	отр.

Источники: Группа ЛСР, оценка ТКБ Капитал

## Группа ПИК

Спрос на жилье поддержит рост выручки, умеренные риски сохраняются

Преимущество Группы ПИК перед другими строительными компаниями состоит в качестве портфеля проектов, который расположен в Москве и Московской области – регионе с наилучшим спросом и высокими ценами на жилую недвижимость. Государственные инициативы по снятию административных барьеров при строительстве и уверенно растущий спрос, на наш взгляд, обеспечат быстрое восстановление прибыли и высокий уровень рентабельности компании. Стратегия, направленная в первую очередь на строительство жилья с выгодным расположением и развитой социальной инфраструктурой, обеспечит рост финансовой ликвидности и снизит финансовые риски. Наличие ипотечных программ с крупными банками поддерживает высокий спрос на жилье, построенное компанией. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги Группы ПИК с целевой ценой \$7.3/акцию.

Продажи жилья повысят ликвидность. На рынке столичной недвижимости наблюдаются благоприятные изменения. По итогам 2010 г. можно говорить о стабильно растущем спросе, благодаря чему Группа ПИК, как один из лидеров столичного рынка жилой недвижимости, уверенно наращивает объемы строительства и демонстрирует рост продаж. По нашим прогнозам, за счет собственных производственных мощностей в 2011 г. Группа ПИК построит 1,100 тыс кв м жилья, что на 13% выше нашего прогноза на 2010 г. и на 24% выше фактического показателя за 2009 г. Исходя из результатов продаж жилья Группы ПИК за 9М10 (рост на 131%), мы ожидаем продолжения восстановления денежных потоков в следующем году. Среди позитивных факторов ускорения темпов продаж в 2011 г. мы прогнозируем рост доли ипотечных сделок до 15-17% в общем объеме продаж (9% в 3К10). Ожидаемый нами незначительный рост цен на жилье в пределах 5-7% также способен сохранить высокий спрос на фоне восстановления экономики.

Финансовые риски сохраняются. Кредитная нагрузка компании по итогам 1П10 составляла \$1,352 млн, а отношение чистого долга к EBITDA – 8.3. Несмотря на реструктуризацию основной части долговых обязательств при непосредственной поддержке Сбербанка, который принял часть кредитных обязательств Группы ПИК на себя, опасения вызывает неопределенность с просроченным кредитом перед Номос-Банком, который составляет 19% кредитного портфеля. Мы полагаем, что с целью снижения долговой нагрузки в 2011 г. Группа ПИК может провести SPO, которое уже было одобрено советом директоров в середине 2010 г., и также не исключаем вариант входа в состав акционеров основного кредитора – Сбербанка, что, на наш взгляд, является предпочтительным вариантом для будущей стабильности компании.

Потенциал роста на основе коэффициентов сохраняется. Оценка Группы ПИК на основе коэффициентов указывает на потенциал роста стоимости. Компания торгуется со средними прогнозами EV/EBITDA на 2011–2012 гг., равными соответственно 11.9 и 7.5, что предполагает в среднем 12-процентный дисконт к иностранным компаниям строительного сектора.

Фундаментальные перспективы зависят от прозрачности. Мы рекомендуем покупать акции Группы ПИК, которая, на наш взгляд, способна быстро восстановить финансовые потоки за счет восстановления спроса на столичную недвижимость. Однако рекомендуем учитывать риски, связанные со слабой прозрачностью и высокой долговой нагрузкой компании, способные негативно отразиться на ее инвестиционной привлекательности. Исходя из нашей оценки, проведенной методом дисконтирования денежных потоков, 12-месячная целевая цена Группы ПИК составляет \$7.3 за акцию.

ГРУППА ПИК	
Тикер	ГДР PIK LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	4.3
Целевая цена 12 мес., \$	7.3
Потенциал роста	69%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	PIK LI

ГДР в обращении, млн	493.3
EV, \$ млн	3,478
MC, \$ млн	2,126
MIN 12 мес., \$	3.0
MAX 12 мес., \$	5.8

Коэффициент ГДР/акцию	1
-----------------------	---

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
	2010П	2011П	2012П
Выручка	1,293	1,900	2,525
EBITDA	96	293	465
Чистая прибыль	-122	64	208
EPS, \$	-0.2	0.1	0.4
Рост выручки, %	-0.2	47	33
Маржа EBITDA, %	7.4	15.4	18.4
Чистая маржа, %	отр.	3.4	8.3

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	отр.	33.1	10.2
EV/EBITDA	36.1	11.9	7.5

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Нафта-Москва	38.3%
Юрий Жуков	12.5%
Кирилл Писарев	10.5%
Free Float	38.7%



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

**Группа ПИК**
**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	2,601	3,076	4,002	5,152	5,484	6,180	7,874
Основные средства	344	339	320	315	280	262	268
Прочие внеоборотные активы	880	868	877	887	815	792	850
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	1,224	1,208	1,197	1,201	1,096	1,054	1,118
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	3,824	4,284	5,199	6,353	6,580	7,234	8,993
Краткосрочные заимствования	1,058	1,108	1,189	1,184	1,040	963	933
Прочие текущие обязательства	2,162	2,634	3,400	4,363	4,588	5,091	6,414
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	3,220	3,742	4,589	5,547	5,629	6,054	7,347
Долгосрочные заимствования	208	252	254	240	188	135	111
Прочие долгосрочные обязательства	208	218	220	223	205	199	213
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	416	470	475	462	392	334	325
<b>Доля миноритариев</b>	18	19	19	20	18	18	19
Акции и добавочный капитал	741	776	784	792	729	708	760
Нераспределенная прибыль	(572)	(723)	(667)	(468)	(188)	122	543
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	188	72	136	343	559	847	1,322
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	3,824	4,284	5,199	6,353	6,580	7,234	8,993

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	1,296	1,293	1,900	2,525	2,884	3,289	3,853
Себестоимость	(1,059)	(1,095)	(1,471)	(1,886)	(2,162)	(2,473)	(2,907)
<b>ЕБИТДА</b>	126	96	293	465	536	615	725
Амортизация	27	28	36	47	53	61	72
<b>ЕБИТ</b>	99	68	256	419	482	554	653
Чистые процентные доходы/(расходы)	(283)	(227)	(176)	(158)	(148)	(124)	(110)
<b>ЕВТ</b>	(372)	(159)	80	260	334	430	543
Налог на прибыль	(27)	37	(16)	(52)	(67)	(86)	(109)
<b>Чистая прибыль</b>	(362)	(122)	64	208	267	344	434

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	(174)	(125)	5	199	254	347	452
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(24)	58	(13)	(38)	(43)	(49)	(58)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(5)	34	71	(36)	(89)	(107)	(143)
<b>Чистый долг</b>	1,153	1,275	1,296	1,151	866	578	247

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-4%	0%	47%	33%	14%	14%	17%
Рентабельность ЕБИТДА	10%	7%	15%	18%	19%	19%	19%
Чистая рентабельность	-28%	-9%	3%	8%	9%	10%	11%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	9.1	13.2	4.4	2.5	1.6	0.9	0.3

Источники: Группа ПИК, оценка ТКБ Капитал

## AFI Development

### На стадии органичного роста

**AFI Development – один из крупнейших девелоперов столичного рынка недвижимости. Портфель проектов диверсифицирован как по типу, так и географически. В соответствии с рыночными тенденциями, в 2010 г. компания изменила стратегию развития, увеличив свое присутствие в жилой недвижимости. Денежные поступления от продажи жилья, по нашим прогнозам, могут начаться уже в 2011 г. Главным фактором роста инвестиционной привлекательности в следующем году для AFI Development станет выход на точку безубыточности. Запуск в эксплуатацию крупного торгового центра АФИМОЛЛ СИТИ двукратно увеличит выручку от аренды, а продажи жилья обеспечат финансовую стабильность и снизят финансовые риски. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги AFI Development с целевой ценой \$1.8/акцию.**

**От убытка к чистой прибыли.** В 2010 г. AFI Development сосредоточила силы на развитии проектов с высокой стадией готовности. В результате удалось завершить строительство крупного торгового центра АФИМОЛЛ СИТИ общей площадью 180 тыс кв. м (доля в портфеле проектов по чистой площади – 28%), который расположился в центре деловой столицы – Москва-Сити. Мы оцениваем выручку в проекте на следующий год в размере \$78 млн, что составит 56% всех арендных платежей и 44% всей выручки компании за год. Таким образом, запуск проекта обеспечит покрытие операционных и административных расходов и выведет компанию на точку безубыточности уже в 1П11. Появление чистой прибыли обеспечит финансовую стабильность и повысит доверие инвесторов к компании. Кроме того, мы ожидаем продолжения роста деловой и потребительской активности в столице, что на фоне сокращения объемов ввода сократит уровень свободных площадей. По нашему прогнозу, заполняемость проектов AFI Development в 2011 г. в среднем составит 86%.

**Сильные денежные позиции – гарантия развития.** По итогам 9М10 объем денежных средств на балансе компании составил \$110 млн. Инвестиционная активность AFI Development в 2010 г. заметно усилилась. Так, за 9М10 объем инвестиций в развитие проектов достиг \$101 млн, рост к прошлому году более 120%. В следующем году AFI Development акцентирует свое внимание на строительстве проекта на Тверской заставе (который реализуется под контролем правительства Москвы), бизнес центра на Павелецкой набережной и завершении многофункционального комплекса на Озерковской набережной, куда помимо коммерческих площадей также входит жилая недвижимость. Согласно нашим расчетам, объем инвестиций в завершение этих проектов в период 2011-2012 гг. может составить около \$180 млн. По нашим прогнозам, количество площадей, генерирующих денежный поток в 2011 г., увеличится на 175% до 320,000 кв. м, а выручка от аренды достигнет \$140 млн (197% рост год к году). Таким образом, мы полагаем, что компания не будет испытывать финансовых трудностей при реализации проектов.

**Структура долга вполне комфортная.** Согласно последней финансовой отчетности, общий долг компании составил \$420 млн, при этом 91% долговых обязательств – долгосрочные кредиты и займы. Соотношение долга к чистой стоимости активов компании (Debt/NAV) составляет 0.2 и, по нашему мнению, является вполне комфортным для девелопера уровнем.

**Перспективный рост стоимости.** Мы рекомендуем покупать акции компании и ставим на быстрое восстановление инвестиционной стоимости ее портфеля проектов. Исходя из наших оценок, проведенных методом дисконтирования денежных потоков и методом приведения чистой стоимости активов (NAV), 12-месячная целевая цена AFI Development составляет \$1.8 за акцию.

AFI DEVELOPMENT	
Тикер	AFID LI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена, \$	1.1
Целевая цена 12 мес., \$	1.8
Потенциал роста	59%

ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	AFID LI

Акции в обращении, млн	1047.7
EV, \$ млн	1,493
MC, \$ млн	1,184
MIN 12 мес., \$	0.7
MAX 12 мес., \$	1.3

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
	2010П	2011П	2012П
Выручка	81.1	178.7	401.1
ЕБИТДА	29.5	110.0	191.6
Чистая прибыль	-17.9	27.7	78.7
EPS, \$	отр.	0.03	0.08
Маржа ЕБИТДА, %	36%	62%	48%
Чистая маржа, %	отр.	16%	20%

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	отр.	42.7	15.0
EV/ЕБИТДА	50.7	13.6	7.8

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Africa Israel	54%
A. Халдей	10%
Bond holders	18%
Free Float	18%



Источники: Bloomberg, PTC, оценка ТКБ Капитал

**AFI Development**
**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	741	593	674	801	809	859	944
Основные средства	103	100	90	79	61	45	28
Прочие внеоборотные активы	1,504	1,728	1,883	1,991	2,066	2,066	2,066
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	1,606	1,827	1,974	2,070	2,128	2,111	2,095
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	2,348	2,420	2,647	2,871	2,937	2,970	3,039
Краткосрочные заимствования	94	114	114	108	103	98	93
Прочие текущие обязательства	181	181	181	181	181	181	181
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	275	295	295	290	284	279	274
Долгосрочные заимствования	322	392	592	742	642	442	242
Прочие долгосрочные обязательства	45	45	45	45	45	45	45
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	367	437	637	787	687	487	287
<b>Доля миноритариев</b>	3	3	3	3	3	3	3
Акции и добавочный капитал	1,622	1,622	1,622	1,622	1,622	1,622	1,622
Нераспределенная прибыль	81	63	91	170	341	579	853
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	1,703	1,685	1,712	1,791	1,963	2,201	2,475
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	2,348	2,420	2,647	2,871	2,937	2,970	3,039

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	63	81	179	401	673	776	808
Себестоимость	(38)	(55)	(78)	(221)	(386)	(427)	(435)
<b>ЕБИТДА</b>	26	29	110	192	303	366	390
Амортизация	1	3	9	12	17	17	16
<b>ЕБИТ</b>	49	26	101	180	286	349	374
Чистые процентные доходы/(расходы)	(4)	(49)	(66)	(81)	(71)	(51)	(31)
<b>ЕВТ</b>	45	(22)	35	98	215	297	343
Налог на прибыль	(47)	4	(7)	(20)	(43)	(59)	(69)
<b>Чистая прибыль</b>	(3)	(18)	28	79	172	238	274

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	(15)	61	(5)	63	262	308	313
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(82)	(224)	(156)	(108)	(75)	-	-
<b>Финансовый денежный поток</b>	77	38	131	61	(179)	(258)	(238)
<b>Чистый долг</b>	205	420	650	779	665	410	131

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-44%	29%	120%	124%	68%	15%	4%
Рентабельность ЕБИТДА	41%	36%	62%	48%	45%	47%	48%
Чистая рентабельность	-4%	-22%	16%	20%	26%	31%	34%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	7.9	14.3	5.9	4.1	2.2	1.1	0.3

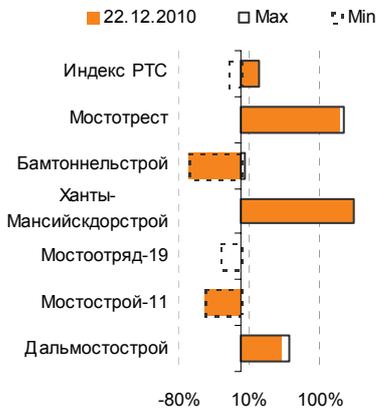
Источники: AFI Development, оценка ТКБ Капитал



# Сектор инфраструктурного строительства

## ЧМ-2018 – очередной импульс к развитию

### Котировки компаний сектора и индекс РТС



Источники: Bloomberg, оценка ТКБ Капитал



Источники: Bloomberg, РТС, оценка ТКБ Капитал

Мы прогнозируем мощный рост темпов развития сектора в следующем году. На строительство и модернизацию инфраструктуры Министерство транспорта РФ планирует направить около \$60 млрд в 2011 г. Общая программа развития транспортной инфраструктуры в период 2011-2015 г. оценивается в \$390 млрд. Среди стратегически важных и репутационных проектов для России в среднесрочной перспективе мы выделяем Олимпиаду 2014 г. в Сочи и Саммит АТЭС 2012 г. во Владивостоке. Дополнительным импульсом к развитию инфраструктуры стала победа России в заявке на право проведения Чемпионата мира по футболу в 2018 г., расходы на который предварительно оцениваются в \$50 млрд.

### Огромные возможности для роста

**Инфраструктурные проекты – в приоритете.** Строительство инфраструктуры объявлено одним из приоритетов национальной политики. Объем инвестиций в сектор в ближайшие пять лет по оценкам Минтранспорта может составить около 12 трлн руб (\$390 млрд).

**Мощные драйверы роста: Олимпиада-2014, Саммит АТЭС-2012, ЧМ-2018.** Строительство инфраструктуры Сочи к Олимпийским играм 2014 г. (\$16 млрд), подготовка к саммиту АТЭС-2012 г. (\$9 млрд) и ЧМ по футболу (\$50 млрд) в 2018 г. являются мощными драйверами развития инфраструктуры России.

**Москва получит \$4.6 млрд на ближайшие три года.** Инфраструктура столицы находится в катастрофической ситуации, поэтому Министерство транспорта планирует направить на развитие столичных дорог 140 млрд руб (\$4.6 млрд) в ближайшие три года.

**Количество крупных игроков ограничено.** Компании с долей рынка более 3% составили лишь 15.9% всего сектора по итогам 2009 г. Задача обеспечить выполнение поставленных государством задач ложится на плечи устоявшихся и хорошо капитализированных компаний и открывает большие перспективы по наращиванию их мощностей и росту их инвестиционной стоимости.

### Основной риск - финансовый

**Ограниченные источники финансирования.** Практически все проекты транспортной инфраструктуры России реализуются за счет государственных средств. Только треть инвестиций в отрасль за последние пять лет приходилась на долю частных инвестиций.

**Бюрократизация рабочих процессов повышает расходы.** Федеральная программа развития слабо адаптирована к изменениям внешних условий, возникающих в процессе реализации проекта, и уже на этапе создания предполагает срыв сроков.

### Наш фаворит

**Мостотрест.** На наш взгляд, Мостотрест удачно позиционирован для освоения государственных инвестиций и является одной из немногих компаний, способных качественно и своевременно справиться с поставленными государством задачами.

## Огромные возможности для роста

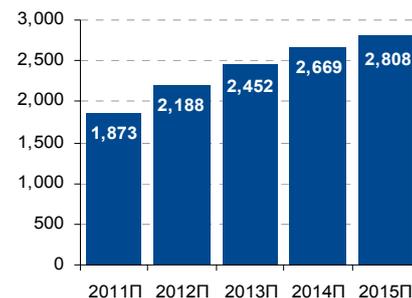
**Инфраструктурные проекты в приоритете у государства.** Строительство и реконструкция объектов транспортной инфраструктуры объявлены одними из приоритетов национальной политики. Ежегодные расходы федерального бюджета на строительство инфраструктуры в период 2011-2015 гг. планируется увеличить в несколько раз. Общий объем инвестиций в сектор в ближайшие пять лет по оценкам Министерства транспорта может составить около 12 трлн руб (\$390 млрд). Государство намерено активно поддерживать проекты государственно-частного партнерства и создавать условия для притока частного капитала. Финансирование строительства автомобильных дорог будет осуществляться из средств федерального дорожного фонда, который правительство намерено создать в 2011 г. Дорожный фонд сможет покрывать до 65% запланированных расходов. Общий объем дорожного фонда по оценкам Минтранса в 2011 г. составит 378 млрд руб (\$12 млрд), в 2012 г. – 348 млрд руб (\$11 млрд), а в 2013 г. достигнет 408 млрд руб (\$13 млрд).

**Мощные драйверы роста: Олимпиада-2014, Саммит АТЭС-2012, ЧМ-2018.** Подготовка инфраструктуры Сочи к Олимпийским играм 2014 года является хорошим драйвером роста стоимости компаний, имеющих подряды в Краснодарском крае. Сдача в эксплуатацию «олимпийских» проектов намечена на 2012 год, а полное завершение строительства необходимо осуществить до конца 2013 года. Объем расходов по программе подготовки к Олимпиаде-2014 и развития объектов инфраструктуры в Сочи составляет около 500 млрд рублей (\$16 млрд). Крупнейшим проектом в рамках программы развития Дальневосточного региона является подготовка к проведению Азиатско-Тихоокеанского форума Экономического Сотрудничества, который пройдет в 2012 году во Владивостоке. Подготовка к саммиту оценивается в 270 млрд руб (\$9 млрд). Мощным импульсом развития инфраструктуры стала победа России в заявке на право проведения Чемпионата мира по футболу в 2018 г. Будут построены новые футбольные стадионы, автомобильные и железные дороги. С новыми силами начнется развитие туризма в стране, увеличатся объемы строительства гостиниц. Предварительные расходы на подготовку к ЧМ-2018 оцениваются в \$50 млрд.

**Москва получит \$4.6 млрд на ближайшие три года.** В московском регионе перемещается до 60% всех российских грузов. Инфраструктура столицы находится в катастрофической ситуации: за последние 15 лет автомобильный парк увеличился более чем в 10 раз, а доля протяженности дорог, работающих в режиме перегрузки, достигла 60%. Средняя скорость движения в Москве и Московской области почти вдвое ниже, а стоимость перевозок на 30–40% выше, чем в Западной Европе. Пробки на дорогах Москвы и Московской области ежегодно обходятся столичному бюджету примерно в 400 млрд руб. (\$13 млрд). По данным Департамента дорожного и инженерного строительства Москвы, в период 2011–2013 гг. на дорожное строительство запланировано 140 млрд руб. (\$4.6 млрд). Основные средства в 2011 г. пойдут на работы в рамках проекта «Большой Ленинградки», по Четвертому транспортному кольцу (ЧТК), магистрали Вешняки – Люберцы, дублеру Дмитровского шоссе и Звенигородскому проспекту. Помимо этого, в Москве продолжится реализация таких крупных проектов, как скоростная магистраль Москва – Санкт-Петербург, строительство дублера Кутузовского проспекта в районе делового центра «Москва-Сити».

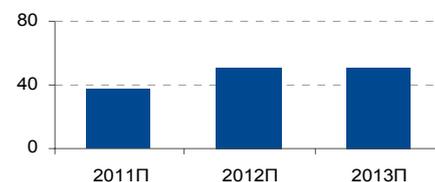
**Количество крупных игроков ограничено.** Рынок транспортной инфраструктуры в России в основном представлен множеством специализированных компаний с долей рынка 1-3%. Компании с долей выше 3% составляют всего около 15.9% рынка по итогам 2009 г. Сложность выхода на рынок инфраструктурного строительства, высокие капитальные затраты на покупку и оборудование производственных мощностей и, самое главное, нехватка квалифицированного персонала существенно ограничивают появление новых серьезных конкурентов в отрасли. Таким образом, задача обеспечить выполнение поставленных государственных задач по качественному и эффективному развитию транспортной инфраструктуры ложится на устоявшиеся и хорошо капитализированные компании, что, на наш взгляд, открывает большие перспективы по наращиванию мощностей у существующих игроков и рост их инвестиционной стоимости

**Инвестиции в сектор строительства инфраструктуры, млрд руб**



Источники: ФЦП "Развитие транспортной системы России (2010-2015)"

**Инвестиции в строительство автомагистралей Москвы, млрд руб.**

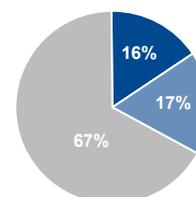


Источники: Департамент дорожно-мостового и инженерного строительства Москвы

**Высокая степень фрагментации, доля ведущих игроков менее 16%**

**Инфраструктурные строители в России (по объему работ, выполненных в 2009 г.)**

- Лидеры рынка, доля > 3%
- Игроки среднего масштаба, доля > 1%
- Мелкие компании, доля < 1%



Источники: PMR

## Основной риск – финансовый

**Ограниченные источники финансирования.** Практически все проекты транспортной инфраструктуры России реализуются по инициативе и за счет государственных средств. Только треть инвестиций в отрасль за последние пять лет приходилась на частные инвестиции, приток которых тесно связан с государственной поддержкой. Ухудшение экономической ситуации в стране приведет к сокращению объемов инвестиций со стороны государства, а следом и к отказу частных компаний от участия в реализации новых проектов, что выльется в рост незавершенного строительства. Если посмотреть на выполнение программы по модернизации транспортной инфраструктуры за период 2005–2009 гг., то в 2009 г., помимо общего сокращения расходов по программе на 26% до 631 млрд руб. (\$20 млрд), последствия финансового и экономического кризиса привели к резкому сокращению частных инвестиций в общих объемах фактических затрат.

### Частные инвестиции очень чувствительны к рискам Объем частных инвестиций в сектор, млрд руб.



Источники: ФЦП "Развитие транспортной системы России (2005-2009)"

**Бюрократизация рабочих процессов повышает расходы.** Федеральная программа слабо адаптирована к изменениям внешних условий, возникающих в процессе реализации проекта, и уже на этапе создания предполагает срыв сроков. Следовательно, строительные компании могут испытывать трудности со своевременным выполнением условий контрактов и нести дополнительные расходы, не поддающиеся калькуляции. Проекты, содержащиеся в программе «Развития транспортной системы России», не учитывают сроков, необходимых для резервирования, изъятия и выкупа земельных участков, их перевода в категорию земель для транспорта, оформления и государственной регистрации прав на них, а также урегулирования имущественных отношений, включая прекращение прав и расселение собственников домов и прочей недвижимости, подлежащей изъятию для государственных нужд. Все эти мероприятия требуют значительного времени и могут длиться годами.

## Наш фаворит – Мостотрест

**Безупречный лидер сектора.** На наш взгляд, одной из немногих компаний, способных качественно и своевременно справиться с поставленными государством задачами, является Мостотрест. Преимуществами компании, помимо безупречной репутации, является высокий уровень мобильности, позволяющий в случае необходимости переключаться на наиболее важные проекты в сжатые сроки. Диверсификация бизнес-сегментов рынка позволяет участвовать в любых типах инфраструктурного строительства в роли генерального подрядчика.

## Мостотрест

### Удачно позиционирован для освоения государственных инвестиций

Среди компаний, способных извлечь максимальную выгоду от роста инвестиций в инфраструктуру, мы выделяем диверсифицированного лидера сектора инфраструктурного строительства. Солидный опыт, уникальные технологии, высокое качество и эффективный бизнес наряду с крупным портфелем стратегически важных для России заказов, на наш взгляд, обеспечат Мостотресту ведущие позиции и высокую инвестиционную привлекательность в секторе.

**Впечатляющий портфель заказов на 260 млрд руб.** Являясь первой по величине в России инфраструктурной строительной компанией по объему выполненных работ в 2009 г., Мостотрест владеет крупным и стабильно растущим портфелем заказов объемом в 260 млрд руб. (\$8.4 млрд), из них 181 млрд руб. (\$5.8 млрд) напрямую и 79 млрд руб. (\$2.5 млрд) – через приобретенные в 2010 г. компании. По большей части портфель представлен проектами, финансирование которых находится в приоритете у государства.

**Прочные позиции в секторе.** Технологическая оснащенность и мобильность позволяет Мостотресту оказывать комплекс работ по проектам любой сложности. Совершив в 2010 г. ряд крупных покупок, Мостотрест приобрел компетенцию генерального подрядчика практически во всех сегментах инфраструктурного строительства и расширил присутствие в Сибири и на Дальнем Востоке. Роль генерального подрядчика позволяет осуществлять полный контроль за всеми процессами в рамках реализуемых проектов.

**Стабильная клиентская база.** Проекты Мостотреста в основном выполняются по государственным заказам, их доля в портфеле составляет 84%, что эквивалентно 218 млрд руб. (\$7 млрд). Основные заказчики компании – Федеральное дорожное агентство, Министерство экономического развития России, правительство Москвы и администрации различных регионов страны. Главное преимущество государственных заказов – ритмичность и стабильная оплата работ, что непосредственно влияет на сроки строительства и уровень рентабельности.

**Сильная управленческая команда.** Пять из восьми топ-менеджеров работают в строительной отрасли более десяти лет. Команда Мостотреста обладает внушительным послужным списком во всех направлениях бизнеса компании. Мостотрест также наработал прочные связи с региональными и федеральными властями, что, на наш взгляд, способствует успешной реализации проектов. Компетентное и опытное руководство является, на наш взгляд, важным конкурентным преимуществом компании.

**Доступ к финансовым ресурсам.** Безупречная кредитная история и отсутствие срывов сроков по выполненным строительным контрактам позволяет Мостотресту иметь стабильные партнерские отношения с крупнейшими банками России (Сбербанком, ВТБ, Газпромбанком). Благодаря этому, в случае необходимости компания обеспечена возможностью привлечения краткосрочных кредитов с целью сглаживания волатильности в оплате со стороны заказчиков.

**Фундаментально сильная компания.** На наш взгляд, Мостотрест обладает всеми данными для органичного роста и освоения инвестиций поступающих в сектор транспортной инфраструктуры. Финансовая стабильность, технологии, уникальный опыт и квалифицированный персонал станут залогом успешного развития компании в долгосрочной перспективе.

*Мы не имеем рекомендации по акциям Мостотреста, однако в ближайшее время планируем выпустить полный отчет и начать покрытие компании.*

Мостотрест	
Тикер	MSTT
Рекомендация	-
Цена, \$	7.9
Целевая цена 12 мес., \$	-
Потенциал роста	-

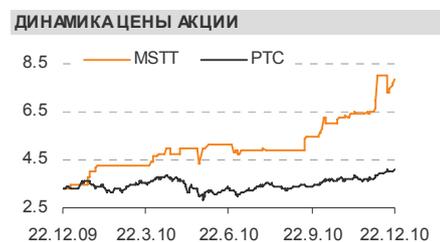
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ	
Bloomberg	MSTT RU

Акции в обращении, млн	248.2
EV, \$ млн	2,244
MC, \$ млн	1,949
MIN 12 мес., \$	3.3
MAX 12 мес., \$	8.0

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, \$ млн			
	2010П	2011П	2012П
Выручка	1,193	1,469	1,715
EBITDA	203	254	295
Чистая прибыль	92	125	163
EPS, \$	0.4	0.5	0.7
Рост выручки, %	-9.5	23.1	16.8
Маржа EBITDA, %	17.0	17.3	17.2
Чистая маржа, %	7.7	8.5	9.5

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010П	2011П	2012П
P/E	21.1	15.6	11.9
EV/EBITDA	11.1	8.8	7.6

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
Мас О'Polo Investments Ltd.	38.9%
НПФ Благосостояние	26.5%
Прочие акционеры	34.6%



Источник: PTC, оценка ТКБ Капитал

**Мостотрест**
**БАЛАНС**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ</b>	454	733	794	852	946	1,046	1,283
Основные средства	311	330	339	357	345	341	361
Прочие внеоборотные активы	58	182	184	187	172	167	179
<b>Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	370	512	523	543	517	508	541
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	824	1,246	1,317	1,396	1,463	1,554	1,824
Краткосрочные заимствования	199	173	103	52	48	33	24
Прочие текущие обязательства	289	279	325	381	407	429	489
<b>Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	487	452	428	433	455	461	514
Долгосрочные заимствования	9	131	132	89	74	64	62
Прочие долгосрочные обязательства	22	50	52	49	51	40	40
<b>ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	31	181	184	137	124	105	102
Акции и добавочный капитал	8	235	237	240	220	214	230
Нераспределенная прибыль	298	378	468	586	664	774	978
<b>Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	306	613	704	825	884	988	1,208
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ</b>	824	1,246	1,317	1,396	1,463	1,554	1,824

**ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Выручка</b>	1,020	1,193	1,469	1,715	1,918	1,974	2,192
Себестоимость	(762)	(892)	(1,093)	(1,274)	(1,423)	(1,472)	(1,640)
<b>ЕБИТДА</b>	180	203	254	295	329	344	388
Амортизация	45	44	60	63	68	83	103
<b>ЕБИТ</b>	135	159	194	232	261	261	284
Чистые процентные доходы/(расходы)	(26)	(36)	(27)	(14)	(13)	(10)	(9)
<b>ЕВТ</b>	109	123	166	217	248	251	276
Налог на прибыль	(27)	(31)	(42)	(54)	(62)	(63)	(69)
<b>Чистая прибыль</b>	84	92	125	163	186	188	207

**ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

\$ млн	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Операционный денежный поток</b>	157	158	208	234	266	270	313
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	(37)	(166)	(66)	(77)	(86)	(89)	(99)
<b>Финансовый денежный поток</b>	(131)	21	(138)	(161)	(77)	(88)	(88)
<b>Чистый долг</b>	47	(104)	(181)	(276)	(361)	(463)	(643)

**КОЭФФИЦИЕНТЫ**

%	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост выручки	-16%	17%	23%	17%	12%	3%	11%
Рентабельность ЕБИТДА	18%	17%	17%	17%	17%	17%	18%
Чистая рентабельность	8%	8%	8%	10%	10%	10%	9%
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	0.3	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.

Источники: данные компании, оценка ТКБ Капитал



**РЕКОМЕНДАЦИИ**
**Нефть и газ**

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
GAZP	** Газпром, ао	6.41	8.50	BUY	33%	146,858	177,884	5.2	5.0	4.5	4.0	3.7	3.4	1.4	0.8	0.6
ROSN	** Роснефть, ао	7.22	8.5	HOLD	18%	69,294	84,396	6.5	9.3	8.4	4.3	5.6	5.2	1.3	1.4	1.0
LKOH	** ЛУКОЙЛ, ао	57.4	74.0	BUY	29%	48,564	54,421	6.0	7.4	5.8	3.7	4.5	3.9	0.5	0.9	0.5
SNGS	* Сургутнефтегаз, ао	1.01	UR	UR	UR	39,896	26,895	8.6	9.0	9.5	3.7	3.8	4.0	1.2	1.0	нег
SNGSP	* Сургутнефтегаз, ап	0.51	UR	UR	UR											
SIBN	** Газпром нефть, ао	4.20	4.50	HOLD	7%	19,810	24,243	6.6	6.7	6.5	4.8	4.3	4.1	0.8	1.1	0.8
tnbp	** ТНК-ВР Холдинг, ао	2.70	2.80	HOLD	4%	41,590	42,573	8.0	6.8	7.2	5.2	4.4	4.6	1.0	2.0	0.1
tnbnp	** ТНК-ВР Холдинг, ап	2.44	2.50	HOLD	2%											
TATN	* Татнефть, ао	4.85	UR	UR	UR	10,665	12,709	6.4	5.8	5.2	4.8	4.1	3.8	0.8	1.1	0.7
TATNP	* Татнефть, ап	2.71	UR	UR	UR											
BANE	* Башнефть, ао	44.75	UR	UR	UR	8,842	10,461	6.6	6.0	5.9	4.0	3.6	3.5	0.8	н/д	0.6
BANEP	* Башнефть, ап	35.45	UR	UR	UR											
NVTK	* НОВАТЭК, ао	10.28	UR	UR	UR	31,184	31,884	24.4	19.1	14.4	16.7	12.8	10.2	6.4	6.9	0.3

**Металлургия**

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
GMKN	Норильский никель, ао	220.7	270.0	BUY	22%	42,074	44,040	8.1	7.2	8.1	5.6	5.0	5.3	2.8	1.9	0.2
CHMF	Северсталь, ао	16.79	20.00	HOLD	19%	16,917	21,369	73.9	11.0	10.4	7.6	6.1	5.7	1.2	2.2	1.3
NLMK	НЛМК, ао	4.48	4.15	HOLD	-7%	26,865	28,069	22.5	20.0	14.8	10.5	9.0	7.2	2.5	3.4	0.4
MAGN	ММК, ао	1.06	1.32	BUY	25%	11,812	12,776	25.6	10.2	7.8	7.9	5.4	4.5	1.3	1.3	0.4
MTL	Мечел, АДР	29.58	37.00	BUY	25%	12,313	17,217	14.8	10.4	9.2	8.6	5.9	5.2	1.6	3.9	1.7
EVR	Евраз Груп, GDR	34.84	46.00	BUY	32%	15,255	23,059	53.7	11.4	9.0	9.8	6.4	5.6	1.5	1.5	2.2
PLZL	* Полюс Золото, ао	62.88	UR	UR	UR	11,986	12,013	24.8	17.1	18.8	15.3	11.2	11.2	5.4	3.8	0.0
PMTL	* Полиметалл, ао	18.56	UR	UR	UR	5,845	6,264	32.6	12.5	13.2	19.9	8.8	9.2	4.8	6.4	0.6
TRMK	* ТМК, ао	5.14	UR	UR	UR	4,487	7,995	23.3	11.0	7.8	9.2	7.3	5.7	1.3	3.0	3.2
RASP	Распадская, ао	6.83	9.00	BUY	32%	5,333	5,636	15.0	15.6	7.5	10.0	9.7	5.5	5.9	4.2	0.5
BLNG	Белон, ао	0.84	1.29	BUY	54%	962	1,278	10.8	9.9	11.2	6.6	6.3	6.5	1.5	2.0	1.6
unkl	Южуралникель, ао	250.0	472.0	BUY	89%	150	111	9.9	6.4	3.6	3.6	2.7	1.7	0.3	н/д	нег
AMEZ	Ашинский метзавод, ао	0.570	0.579	HOLD	2%	284	357	6.5	11.5	9.7	4.0	5.3	4.6	1.0	0.8	1.1
VSMZ	Выксунский метзавод, ао	1410	1740	BUY	23%	2,422	2,492	5.7	4.1	3.9	3.7	2.9	2.9	0.8	н/д	0.5
CHZN	Челябинский цинковый завод, ао	4.43	4.64	HOLD	5%	240	226	6.8	5.1	7.6	3.1	2.6	3.3	0.4	0.8	нег

**Электроэнергетика**

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
FEES	ФСК ЕЭС, ао	0.0117	0.0124	HOLD	6%	14,456	11,750	18.4	9.5	6.2	6.2	3.6	2.6	2.1	0.5	нег
HYDR	РусГидро, ао	0.054	0.0735	BUY	36%	14,548	15,575	9.7	8.8	7.0	7.0	5.7	4.9	2.7	0.9	0.4
IRAO	* ИНТЕР РАО ЕЭС, ао	0.0016	UR	UR	UR	3,568	4,309	26.3	17.7	13.6	10.4	7.8	6.7	1.3	1.9	1.3
OGKA	* ОГК-1, ао	0.039	UR	UR	UR	1,742	1,787	18.7	9.9	8.4	7.7	5.1	4.2	0.8	1.5	0.1
OGKB	* ОГК-2, ао	0.061	UR	UR	UR	1,990	2,257	25.4	14.0	10.5	12.8	7.1	5.7	1.1	1.6	0.8
OGKC	* ОГК-3, ао	0.056	UR	UR	UR	2,670	967	57.6	28.4	17.2	16.1	7.4	3.5	0.7	0.8	нег
OGKD	* ОГК-4, ао	0.101	0.118	HOLD	17%	6,354	5,789	25.3	16.3	12.6	15.5	9.0	6.8	2.5	2.3	нег
OGKE	* Энел ОГК-5, ао	0.095	UR	UR	UR	3,346	3,926	25.8	11.8	9.3	11.7	6.9	6.1	1.9	1.6	1.0
OGKF	* ОГК-6, ао	0.045	UR	UR	UR	1,447	1,573	34.5	30.8	16.8	11.1	7.6	5.5	0.9	0.8	0.6
TGKA	* ТГК-1, ао	0.00068	UR	UR	UR	2,622	3,104	15.8	7.2	5.9	8.4	4.6	3.9	1.5	1.2	0.7
TGKB	* ТГК-2, ао	0.00028	UR	UR	UR	413	746	нег	47.4	43.9	6.4	5.4	2.0	0.7	0.6	2.4
TGKBV	* ТГК-2, ап	0.00029	UR	UR	UR											
MSNG	* Мосэнерго, ао	0.104	UR	UR	UR	4,129	4,678	27.8	13.6	11.2	7.8	5.6	4.8	0.9	0.7	0.7
TGKD	* ТГК-4, ао	0.00054	UR	UR	UR	1,049	1,019	12.0	9.2	15.1	5.2	4.0	3.6	0.7	1.1	нег
TGKDP	* ТГК-4, ап	0.00028	UR	UR	UR											
TGKE	* ТГК-5, ао	0.00058	UR	UR	UR	709	747	18.5	10.7	177.2	7.0	5.3	9.7	0.9	0.8	0.3
TGKF	* ТГК-6, ао	0.00057	UR	UR	UR	1,061	1,325	11.0	8.3	16.0	7.4	6.4	11.6	1.2	н/д	1.3
TGKG	* Волжская ТГК (ТГК-7), ао	0.077	UR	UR	UR	2,309	2,231	14.8	11.4	11.5	7.0	6.1	5.7	0.9	1.4	нег
TGKI	* ТГК-9, ао	0.00015	UR	UR	UR	1,199	1,578	8.6	6.5	97.8	6.1	5.1	6.1	0.7	0.7	1.2
TGKJ	* Фортум (ТГК-10), ао	1.55	UR	UR	UR	1,366	(132)	12.3	11.3	нег	нег	нег	нег	нег	0.5	нег
TGKK	* ТГК-11, ао	0.00070	0.00113	BUY	61%	361	464	9.8	7.7	8.6	5.1	4.6	4.6	0.7	0.9	1.0
KZBE	* Кубассэнерго, ао	0.0129	UR	UR	UR	909	999	10.4	22.8	28.8	4.2	5.2	4.0	0.9	0.9	0.5
TGKM	* Енисейская ТГК (ТГК-13), ао	0.0042	UR	UR	UR	671	725	нег	13.6	8.9	5.3	3.2	2.6	0.9	1.1	0.2
TGKN	* ТГК-14, ао	0.00014	UR	UR	UR	186	123	6.8	5.1	4.4	3.3	2.3	2.2	0.5	0.7	нег
MRKH	* Холдинг МРСК, ао	0.183	UR	UR	UR	7,725	11,782	11.7	8.7	5.7	3.6	3.0	2.3	0.6	0.7	1.0
MRKHP	* Холдинг МРСК, ап	0.111	UR	UR	UR											
LSNG	* Ленэнерго, ао	0.84	UR	UR	UR	889	1,346	11.3	10.1	8.4	4.8	4.0	3.3	1.2	0.6	1.4
LSNGP	* Ленэнерго, ап	1.17	UR	UR	UR											
MRKC	* МРСК Центра, ао	0.042	UR	UR	UR	1,792	2,224	11.5	6.2	5.2	5.5	3.6	3.1	1.0	1.9	0.7
MRKK	* МРСК Северного Кавказа, ао	5.86	UR	UR	UR	173	207	12.9	15.2	5.5	3.6	3.0	2.1	0.5	0.4	0.5
MRKP	* МРСК Центра и Приволжья, ао	0.0098	UR	UR	UR	1,106	1,449	26.7	6.5	4.4	6.2	3.6	2.7	0.7	0.8	0.8
MRKS	* МРСК Сибири, ао	0.0096	UR	UR	UR	857	1,075	нег	10.0	5.8	7.6	4.1	3.0	0.6	1.0	0.8
MRKU	* МРСК Урала, ао	0.0111	UR	UR	UR	967	1,118	9.2	6.6	4.6	4.0	3.5	2.8	0.5	1.0	0.5
MRKV	* МРСК Волги, ао	0.0060	UR	UR	UR	1,068	1,255	21.9	10.1	6.2	6.6	4.7	3.6	0.9	1.5	0.7
MRKY	* МРСК Юга, ао	0.0060	UR	UR	UR	301	693	30.0	5.0	4.3	4.7	3.2	2.9	0.8	0.4	1.8
MRKZ	* МРСК Северо-Запада, ао	0.0074	UR	UR	UR	711	851	45.3	11.8	6.4	6.9	4.6	3.4	0.7	1.0	0.8
MSRS	* МОЭСК, ао	0.055	UR	UR	UR	2,686	4,201	5.8	7.5	5.2	3.7	4.1	3.3	1.2	0.9	1.5
KUBE	* Кубаньэнерго, ао	5.94	UR	UR	UR	459	663	589.1	10.3	7.1	9.4	6.0	4.5	0.9	1.6	1.8
TORS	* Томская распределительная компания, ао	0.021	UR	UR	UR	89	81	6.4	3.6	2.6	3.1	1.9	1.5	0.3	1.0	нег
TORSP	* Томская распределительная компания, ап	0.016	UR	UR	UR											

## РЕКОМЕНДАЦИИ

### Транспорт

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
GLTR	** Globaltrans	18.00	20.30	HOLD	13%	2,846	3,135	13.9	10.4	8.9	8.9	7.0	6.1	3.1	4.7	0.6
AFLT	* Аэрофлот, ао	2.61	UR	UR	UR	2,903	4,493	16.0	11.9	9.6	7.4	6.3	4.5	0.9	2.9	2.2
UTAR	* Авиакомпания ЮТэйр, ао	0.53	UR	UR	UR	307	1,160	61.2	8.7	3.6	6.2	5.3	4.0	0.8	1.4	3.9
NCSF	* НМТ П, GDR	9.99	UR	UR	UR	2,565	2,861	10.0	9.3	7.4	6.8	5.9	4.9	3.7	3.1	0.6
FESH	* ДВМП, ао	0.54	UR	UR	UR	1,590	2,304	11.5	39.6	21.0	16.9	13.2	10.1	2.5	1.2	4.1
TRCN LI	* Трансконтейнер, GDR	9.35	UR	UR	UR	1,299	1,439	29.2	14.8	9.5	8.7	6.3	4.6	2.2	2.1	0.6

### Телекоммуникации

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
MBT US	МТС, ADR	20.47	28.00	BUY	37%	20,398	24,386	11.7	10.3	9.5	4.8	4.3	4.0	2.1	4.0	0.7
MTSS	МТС, ао	8.48	14.00	BUY	65%	20,398	24,386	11.7	10.3	9.5	4.8	4.3	4.0	2.1	4.0	0.7
VIP US	VimpelCom Ltd, ADR	14.94	UR	UR	UR	19,459	23,485	11.4	8.9	8.5	4.7	4.2	4.0	2.0	2.3	0.7
CMST LI	* Комстар, GDR	6.49	11.55	BUY	78%	2,712	2,195	11.8	9.4	7.8	3.2	3.1	2.8	1.2	1.4	нег
SSA LI	* Система, GDR	24.81	UR	UR	UR	11,971	26,003	10.3	8.1	6.6	3.4	3.2	2.9	0.9	0.8	2.0
AFKS	* Система, ао	0.87	UR	UR	UR	11,971	26,003	10.3	8.1	6.6	3.4	3.2	2.9	0.9	0.8	2.0
STCM US	* CTC Media	22.52	UR	UR	UR	3,510	3,454	24.5	18.3	14.1	15.7	11.8	9.3	4.6	5.3	нег
RBCI	* РБК Информационные Системы, ао	1.44	UR	UR	UR	202	396	нег	141.6	13.0	33.2	16.4	6.5	2.3	-1.1	8.0
SITR LI	* СИТРОНИКС, GDR	0.80	UR	UR	UR	153	526	нег	нег	27.9	5.5	4.3	3.3	0.4	0.2	3.0
IBSG GR	* IBS Group, GDR	25.32	UR	UR	UR	581	608	29.5	17.3	10.0	11.7	8.7	7.5	0.8	3.3	0.4
ARMO	* АРМАДА, ао	12.63	UR	UR	UR	152	135	20.2	12.5	9.4	9.1	6.4	4.5	0.8	5.7	нег
URSI	Уралсвязьинформ, ао	0.0472	0.047	HOLD	0%	1,808	2,221	11.1	8.7	7.6	3.8	3.6	8.5	1.5	1.9	0.7
URSIP	Уралсвязьинформ, ап	0.0363	0.036	HOLD	-1%											
NNSI	ВолгаТелеком, ао	4.59	4.6	HOLD	0%	1,432	1,711	8.7	7.4	-	3.5	3.3	-	1.4	1.4	0.5
NNSIP	ВолгаТелеком, ап	3.69	3.6	HOLD	-3%											
ENCO	Сибирьтелеком, ао	0.0878	0.087	HOLD	-1%	1,320	1,922	9.7	8.4	-	3.7	3.5	-	1.4	1.9	1.1
ENCOP	Сибирьтелеком, ап	0.0679	0.068	HOLD	0%											
KUBN	ЮТК, ао	0.2089	0.21	HOLD	1%	784	1,393	10.1	7.4	-	4.4	4.2	-	1.8	2.2	1.8
KUBNP	ЮТК, ап	0.1704	0.17	HOLD	0%											
SPTL	СЗТ, ао	0.990	1.0	HOLD	1%	1,068	1,620	10.3	9.3	-	4.0	3.9	-	1.7	1.0	1.3
SPTLP	СЗТ, ап	0.781	0.78	HOLD	0%											
ESMO	ЦентрТелеком, ао	1.046	1.05	HOLD	0%	2,095	2,646	9.3	8.3	-	4.7	4.4	-	1.9	2.4	0.9
ESMOP	ЦентрТелеком, ап	0.846	0.83	HOLD	-2%											
ESPK	Дальсвязь, ао	4.32	4.3	HOLD	-1%	519	717	5.9	6.0	-	3.2	3.2	-	1.2	1.4	0.9
ESPKP	Дальсвязь, ап	3.40	3.4	HOLD	0%											
RTKM	Ростелеком, ао	4.77	4.1	HOLD	-14%	14,718	18,437	14.3	14.4	11.4	5.6	5.3	5.3	2.0	7.2	1.1
RTKMP	Ростелеком, ап	2.67	3.30	BUY	23%											

### Потребительский сектор

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
FIVE	X5 Retail Group	42.7	56.0	BUY	31%	11,583	13,121	40.4	30.5	25.9	14.0	10.6	9.1	0.7	6.5	1.2
MGNT LI	** Магнит, GDR	29.0	32.5	BUY	12%	12,879	12,920	37.5	34.7	29.0	19.4	14.4	11.0	1.1	9.0	0.0
MGNT	** Магнит, ао	129.9	162.3	BUY	25%	11,557	11,598	33.6	31.1	26.0	17.4	12.9	9.9	1.0	8.1	0.0
DIXY	** Дикси Групп, ао	13.2	14.6	HOLD	10%	1,139	1,397	66.1	42.8	33.9	12.0	9.6	8.3	0.5	6.0	1.8
SCON	Седьмой Континент, ао	8.1	9.6	HOLD	19%	605	852	12.8	9.1	7.4	6.9	5.8	5.2	0.4	1.1	1.7
MVID	* Компания М.видео, ао	8.7	UR	UR	UR	1,568	1,354	29.6	21.0	15.5	10.2	7.6	6.0	0.4	5.4	нег
APTK	* Аптечная сеть 36.6, ао	3.6	UR	UR	UR	341	566	нег	нег	10.7	8.3	6.8	5.2	0.7	2.3	2.7
WBD US	Вимм-Билль-Данн, ADR	32.8	33.0	HOLD	1%	5,766	6,016	52.1	41.9	31.7	16.0	13.9	12.1	1.9	8.2	0.6
WBDF	Вимм-Билль-Данн, ао	121.1	132.0	HOLD	9%	5,328	5,578	48.2	38.7	29.3	14.8	12.9	11.2	1.8	7.6	0.6
PKBA	* Балтика, ао	48.2	UR	UR	UR	7,819	7,767	10.9	10.6	11.6	7.2	6.8	6.4	2.4	3.7	нег
PKBAP	* Балтика, ап	41.5	UR	UR	UR											
PHST LI	Фармстандарт, GDR	28.5	36.5	BUY	28%	4,308	4,205	18.4	16.1	14.7	13.0	11.3	10.4	4.3	6.8	нег
PHST	Фармстандарт, ао	100.1	146.0	BUY	46%	3,784	3,681	16.2	14.1	12.9	11.3	9.9	9.1	3.8	5.9	нег
VRPH	** Верофарм, ао	47.9	62.0	BUY	30%	479	501	11.6	9.6	8.8	8.7	7.5	6.9	2.4	2.9	0.3
PRTK	* ПРОТЕК, ао	2.07	UR	UR	UR	971	1,042	20.7	10.9	7.6	10.3	7.0	5.1	0.3	2.3	0.5
KLNA	* Калина, ао	29.0	UR	UR	UR	283	390	11.7	10.2	8.5	6.9	6.9	5.8	0.7	2.3	1.9
MHPC LI	* Мироновский хлебопродукт	17.3	UR	UR	UR	1,871	2,362	10.3	8.6	7.1	7.9	6.6	5.6	2.2	3.8	1.4
CHE LI	* Черкизово, GDR	19.2	UR	UR	UR	1,240	1,686	10.0	8.5	6.9	8.3	7.0	5.8	1.2	2.3	1.9

### Банковский сектор

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	P/E			P/BV		
							2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П
SBER	Сбербанк, ао	3.48	4.60	BUY	32%	77,589	16.3	9.5	8.1	2.56	2.13	1.83
SBERP	Сбербанк, ап	2.55	3.53	BUY	38%							
VTBR	Банк ВТБ, ао	0.0034	0.0036	HOLD	7%	35,210	18.9	11.8	10.2	1.96	1.72	1.58
MMBM	* Банк Москвы, ао	31.54	UR	UR	UR	5,678	14.8	8.6	6.7	1.43	1.20	1.05
VZRZ	Банк Возрождение, ао	43.36	48.4	HOLD	12%	1,048	53.8	10.5	6.8	1.90	1.58	1.33
VZRZP	Банк Возрождение, ап	14.32	16.9	HOLD	18%							
STBK	Банк Санкт-Петербург, ао	5.60	6.80	BUY	22%	2,079	21.2	12.0	7.5	2.30	1.94	1.63
STBKPA	Банк Санкт-Петербург, ап	5.86	7.50	BUY	28%							

**РЕКОМЕНДАЦИИ**
**Машиностроение**

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
AVAZ	* Автоваз, ао	1.22	UR	UR	UR	1,883	4,240	нег	нег	26.5	30.4	12.4	6.4	0.8	4.8	6.9
AVAZP	* Автоваз, ап	0.40	UR	UR	UR											
GAZA	* ГАЗ, ао	35.90	UR	UR	UR	690	1,591	нег	нег	н/д	13.9	4.7	н/д	0.4	0.8	2.7
GAZAP	* ГАЗ, ап	17.00	UR	UR	UR											
SVAV	* Соллерс, ао	21.73	UR	UR	UR	745	1,517	нег	23.9	6.8	13.9	7.4	4.7	0.7	2.2	3.8
KMAZ	* КАМАЗ, ао	2.36	UR	UR	UR	1,666	2,248	нег	29.7	8.8	16.3	9.1	5.4	0.7	1.6	2.4
SILM	* Силовые машины, ао	0.30	UR	UR	UR	2,614	2,361	13.0	10.3	9.6	7.2	5.8	5.4	1.1	6.1	нег
MASZ	** Машиностроительный завод, ао	275	320	HOLD	16%	383	346	6.1	6.2	6.2	2.6	2.6	2.5	0.8	0.6	нег
NZHK	** НЗХК, ао	7.2	8.0	HOLD	11%	199	177	10.7	9.5	8.9	3.4	3.1	3.0	1.0	0.5	нег
NZHKP	* НЗХК, ап	3.0	UR	UR	UR											
KHEL	** Казанский вертолетный завод, ао	3.18	3.75	HOLD	18%	489	687	5.5	5.4	5.4	5.1	4.8	4.6	1.0	2.2	1.4
uuaz	** Улан-Удэнский авиазавод, ао	2.10	2.90	BUY	38%	561	483	5.2	5.1	5.0	3.3	3.3	3.2	0.9	2.1	нег
rtm	** Роствертол, ао	0.070	0.078	HOLD	11%	161	395	5.6	4.5	4.0	7.2	5.9	5.2	0.7	0.9	3.5

**Недвижимость и инфраструктура**

Тикер	Компания	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Рекомендация*	Потенциал, %	Рын.кап., млн \$	EV, млн \$	P/E			EV/EBITDA			EV/S' 2011П	P/BV	Чист.долг/ EBITDA'11
								2010П	2011П	2012П	2010П	2011П	2012П			
LSRG	** Группа ЛСР, ао	33.2	50.0	BUY	51%	3,420	4,246	16.7	13.0	9.7	9.0	7.9	6.5	2.0	2.6	1.5
LSRG LI	** Группа ЛСР, GDR	9.2	12.5	BUY	37%	4,714	5,540	23.0	18.0	13.4	11.7	10.3	8.4	2.6	3.6	1.5
PIK LI	** Группа ПИК, GDR	4.3	7.3	BUY	69%	2,126	3,452	нег	58.9	86.0	15.8	13.5	11.3	2.3	3.8	5.2
AFID	** AFI Development, GDR	1.13	1.80	BUY	59%	1,187	1,392	нег	83.4	18.1	41.2	16.6	8.3	8.6	0.7	2.5
MLD	MirLand Development, GDR	4.44	5.00	HOLD	13%	460	674	179.0	12.6	6.4	33.0	10.6	6.6	5.8	1.4	3.4

\* - мультипликаторы по компаниям, находящимся на пересмотре (UR), рассчитаны по консенсус-прогнозу Bloomberg

\*\* - целевая цена рассчитана на 12 месяцев. Для остальных компаний целевая цена рассчитана на конец 2010 г.

Источники: РТС, ММВБ, Bloomberg, оценка ТКБ Капитал

## РОССИЙСКИЕ ADR И GDR НА ЗАПАДНЫХ БИРЖАХ

Код Bloomberg	Эмитент	Биржа	Акции за ADR/GDR	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
				Цена ADR/GDR, \$	Цена ADR/GDR, \$			
OGZD LI	Газпром	LSE	4	25.72	25.50	0.86%	26.64	18.06
ROSN LI	Роснефть	LSE	1	7.22	8.60	-16.10%	9.30	5.92
LKOD LI	ЛУКОЙЛ	LSE	1	57.30	57.30	0.00%	60.80	44.70
SGGD LI	Сургутнефтегаз, ао	LSE	10	10.04	8.90	12.81%	10.44	7.76
ATAD LI	Татнефть, ао	LSE	6	32.35	29.14	11.02%	34.80	22.66
GAZ LI	Газпром нефть	LSE	5	20.98	27.40	-23.43%	29.40	16.95
NVTK LI	НОВАТЭК	LSE	10	116.90	66.00	77.12%	116.90	63.40
AOIL SS	Alliance Oil	OMXS	1	15.49	14.31	8.30%	17.28	10.96
EDCL LI	Eurasia Drilling	LSE	1	3.70	3.00	23.33%	3.70	2.15
INTE LI	Интегра	LSE	0.05	3.70	3.00	23.33%	3.70	2.15
O2C GR	CAT Oil	XETRA	1	9.65	10.07	-4.14%	11.87	8.24
VGAS LN	Volga Gas	LSE	1	1.22	3.39	-63.96%	4.59	1.20
SSA LI	АФК "Система"	LSE	20	24.81	21.00	18.14%	30.99	21.00
MBT US	МТС	NYSE	2	20.47	19.56	4.67%	23.55	17.84
VIP US	Вымпелком	NYSE	0.05	14.94	-	-	19.01	13.96
CMST LI	Комстар-ОТС	LSE	1	6.49	5.50	18.00%	7.01	5.45
IBSG GR	IBS Group	XETRA	1	29.00	28.00	3.57%	31.89	18.20
CTCM US	СТС Медиа	NASDAQ	1	22.52	14.72	52.97%	24.76	12.64
MAIL LI	Mail.ru	LSE	1					
SITR LI	СИТРОНИКС	LSE	50	0.80	1.55	-48.39%	1.55	0.70
VTBR LI	Банк ВТБ	LSE	2000	31.50	26.50	18.87%	35.68	20.00
VZY GR	Банк Возрождение, ао	XETRA	0.75	6.69	4.72	41.74%	7.10	4.20
FIVE LI	X5 Retail Group	LSE	0.25	42.65	31.90	33.70%	44.80	29.35
MGNT LI	Магнит	LSE	0.20	28.95	15.85	82.65%	30.59	14.35
OKEY LI	О'Кей	LSE	1					
PHST LI	Фармстандарт	LSE	0.25	28.50	20.49	39.09%	29.50	16.75
WBD US	Вимм-Билль-Данн	NYSE	0.25	32.76	23.83	37.47%	32.76	17.62
CHE LI	Черкизово	LSE	2/3	19.20	10.50	82.86%	22.50	10.50
URKA LI	Уралкалий	LSE	5	34.81	21.00	65.76%	35.86	15.00
RUSAL FP	РУСАЛ	Euronext	20	29.64	24.92	18.94%	29.64	17.43
MNOD LI	Норильский Никель	LSE	0.1	23.42	14.35	63.21%	23.88	14.00
SVST LI	Северсталь	LSE	1	16.80	9.50	76.84%	16.80	9.20
NLMK LI	НЛМК	LSE	10	44.88	30.70	46.19%	45.60	25.04
MMK LI	ММК	LSE	13	13.71	11.30	21.33%	14.40	8.90
MTL US	Мечел, ао	NYSE	1	29.58	18.82	57.17%	31.18	17.45
EVR LI	Евраз Груп	LSE	1/3	34.84	28.25	23.33%	42.72	21.80
PLZL LI	Полкос Золото	LSE	0.5	35.50	27.75	27.93%	38.50	22.75
PMTL LI	Полиметалл	LSE	1	18.27	9.17	99.24%	20.10	8.90
HGM LN	Highland Gold	LSE	1	2.69	1.46	83.80%	3.14	1.34
HRG CN	High River Gold	TSX	1	1.20	0.55	119.16%	1.47	0.59
TMKS LI	ТМК	LSE	4	20.80	17.93	16.01%	23.50	14.60
CHZN LI	ЧЦЗ	LSE	1	4.30	3.35	28.36%	5.11	3.05
LSRG LI	Группа ЛСР	LSE	0.2	9.15	9.10	0.55%	10.90	6.75
PIK LI	Группа ПИК	LSE	1	4.31	4.15	3.86%	5.81	3.02
AFID LI	AFI Development	LSE	1	1.13	0.95	19.26%	1.26	0.70
MLD LN	MirLand	LSE	1	4.44	2.58	71.93%	4.47	2.70
HALS LI	Система Галс	LSE	0.05	1.59	1.45	9.66%	2.17	0.90
RUS LN	Raven Russia	LSE	1	0.94	0.73	29.56%	1.01	0.55
RGI LN	RGI International	LSE	1	2.55	1.58	61.39%	2.55	1.23
GLTR LI	Глобалтранс	LSE	1	18.00	9.90	81.82%	18.47	10.20
NCSP LI	НМТП	LSE	75	9.99	11.51	-13.21%	15.20	8.70
TRCN LI	ТрансКонтейнер	LSE	0.1	9.35	7.75	20.65%	10.00	7.49

Источник: Bloomberg

**МИРОВЫЕ ИНДЕКСЫ**

Индекс	Страна	30.06.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум в 1П10	Минимум в 1П10
<b>Азия</b>						
Nikkei 225	Япония	9,382.64	10,546.44	-11.04%	11,339.30	9,382.64
Hang Seng	Гонконг	20,128.99	21,872.50	-7.97%	22,416.67	18,985.50
Straits Times	Сингапур	2,835.51	2,897.62	-2.14%	3,019.74	2,650.61
Seoul Composite	Южная Корея	1,698.29	1,682.77	0.92%	1,752.20	1,552.79
Shanghai Composite	Китай	2,398.37	3,277.14	-26.82%	3,282.18	2,398.37
Taiwan Weighted	Тайвань	7,329.37	8,188.11	-10.49%	8,356.89	7,071.67
SENSEX	Индия	17,700.90	17,464.81	1.35%	17,970.02	15,790.93
<b>Европа</b>						
FTSE 100	Великобритания	4,916.87	5,412.88	-9.16%	5,825.01	4,914.22
DAX	Германия	5,965.52	5,957.43	0.14%	6,332.10	5,434.34
CAC 40	Франция	3,442.89	3,936.33	-12.54%	4,065.65	3,331.29
Budapest SE Index	Венгрия	21,050.43	21,227.01	-0.83%	25,322.96	20,224.74
PX50	Чехия	1,103.90	1,117.30	-1.20%	1,314.60	1,092.80
WIG 20 TR	Польша	2,271.03	2,388.72	-4.93%	2,604.76	2,173.25
ISE 100	Турция	54,839.46	52,825.02	3.81%	59,330.34	48,739.43
PTC	Россия	1,339.35	1,444.61	-7.29%	1,676.27	1,226.57
ММББ	Россия	1,309.31	1,370.01	-4.43%	1,530.93	1,197.39
<b>Африка</b>						
FTSE/JSE Top 40	Южная Африка	23,294.83	24,996.97	-6.81%	26,547.87	23,093.24
Egypt HERMES	Египет	561.07	573.44	-2.16%	695.44	545.94
<b>Америка</b>						
DJIA	США	9,774.02	10,428.05	-6.27%	11,205.03	9,774.02
S&P 500	США	1,030.71	1,115.10	-7.57%	1,217.28	1,030.71
NASDAQ	США	2,109.24	2,269.15	-7.05%	2,530.15	2,109.24
Ibovespa	Бразилия	60,935.90	68,588.41	-11.16%	71,784.78	58,192.08
BUSE MERVAL	Аргентина	2,185.01	2,320.73	-5.85%	2,487.76	2,061.07
IBC	Венесуэла	65,158.40	55,075.68	18.31%	65,264.84	54,368.95
<b>Сводный индекс по развивающимся рынкам</b>						
MSCI BRIC		300.20	332.29	-9.66%	347.68	277.12
FTSE Russia IOB Index		769.59	879.03	-12.45%	984.11	705.18
MSCI Russia		707.47	795.32	-11.05%	909.21	656.44

Источник: Bloomberg

## ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Код Bloomberg	Товар	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
<b>СПОТ-рынок</b>						
EUCRBRDT	Brent	93.47	77.20	21.08%	93.47	69.60
EUCRURMD	Urals	90.97	76.73	18.56%	91.03	67.31
USCRWTIC	WTI	89.83	79.36	13.19%	89.83	65.96
GOLDLNPM	Золото	1,387.00	1,087.50	27.54%	1,421.00	1,058.00
SLVRLN	Серебро	29.35	16.99	72.75%	30.50	15.14
PLAT	Платина	1,724.25	1,465.50	17.66%	1,784.00	1,445.85
PALL	Палладий	751.75	407.80	84.34%	768.50	394.00
LMAHDY	Алюминий	2,452.75	2,197.00	11.64%	2,452.75	1,834.75
LMCADY	Медь	9,403.00	7,342.00	28.07%	9,405.00	6,067.75
LMNIDY	Никель	23,991.00	18,452.00	30.02%	27,227.00	16,976.00
LMZSDY	Цинк	2,319.00	2,529.00	-8.30%	2,686.25	1,596.50
MBSTCIHR	Сталь Г/К (FOB Black Sea)	635.00	507.50	25.12%	715.00	507.50
MBSTUSHR	Сталь Г/К (США)	515.00	505.00	1.98%	645.00	505.00
LMSNDY	Олово	26,881.00	16,869.00	59.35%	27,370.00	15,139.00
LMPBDY	Свинец	2,443.50	2,402.00	1.73%	2,652.75	1,529.00
<b>Фьючерсы</b>						
CO1	Brent	93.65	77.93	20.17%	93.65	69.55
CL1	WTI	90.48	79.36	14.01%	90.48	68.01
HO1	Печное топливо	252.85	211.88	19.34%	252.85	187.17
PG1	Бензин	242.45	205.29	18.10%	243.51	184.94
NG1	Газ	4.15	5.57	-25.48%	6.01	3.29
GC1	Золото	1,386.80	1,096.20	26.51%	1,415.30	1,052.20
SI1	Серебро	29.37	16.82	74.57%	29.76	14.83
PL1	Платина	1,730.90	1,460.00	18.55%	1,809.60	1,452.30
PA1	Палладий	754.25	408.85	84.48%	768.85	396.10
LY1	Алюминий	2,294.00	1,934.50	18.58%	2,304.00	1,777.50
LP1	Медь	9,393.00	7,351.50	27.77%	9,401.00	6,069.50
LN1	Никель	24,019.00	18,467.00	30.06%	27,245.00	16,984.00
LX1	Цинк	2,321.00	2,534.75	-8.43%	2,691.25	1,598.00
LT1	Олово	26,900.00	16,893.00	59.24%	27,367.00	15,145.00
LL1	Свинец	2,450.00	2,409.00	1.70%	2,657.75	1,529.75
API21MON	Уголь энергетический	125.85	83.25	51.17%	125.85	70.50
ССКРТАIY Index	Уголь коксующийся	1,760.00	1,700.00	3.53%	1,830.00	1,580.00
MBFOFO01 Index	Железная руда	174.00	111.50	56.05%	189.50	124.00
SB1	Сахар	33.13	26.95	22.93%	33.13	13.67
CC1	Какао	2,970.00	3,289.00	-9.70%	3,461.00	2,562.00
KC1	Кофе	230.20	135.95	69.33%	233.85	127.70
C 1	Кукуруза	609.00	414.50	46.92%	609.00	325.00
W 1	Пшеница	783.50	541.50	44.69%	785.75	428.00
S 1	Соя	1,328.75	1,039.75	27.80%	1,330.25	908.00
CT1	Хлопок	154.12	75.60	103.86%	159.12	66.62

Источник: Bloomberg

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Курсы валют

Код Bloomberg	Валюта	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, %	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
RUB Curncy	Доллар США (руб за \$1)	30.69	30.04	2.18%	31.80	28.93
RREU Curncy	Евро (руб за 1 евро)	40.16	43.07	-6.76%	43.41	37.58
RUBBASK Curncy	Бивалютная корзина \$0.55/0.45€ (руб)	34.95	35.96	-2.81%	36.44	33.46
EUR Curncy	Евро (\$ за 1 евро)	1.309	1.433	-8.68%	1.451	1.195
GBP Curncy	Британский фунт стерлингов (\$ за 1 фунт)	1.537	1.615	-4.81%	1.638	1.432
JPY Curncy	Японская йена (йен за \$1)	83.58	93.14	-10.26%	94.72	80.49
CHF Curncy	Швейцарский франк (франков за \$1)	0.952	1.035	-8.00%	1.162	0.952
CNY Curncy	Китайский юань (юаней за \$1)	6.648	6.827	-2.62%	6.835	6.625
BRL Curncy	Бразильский реал (реалов за \$1)	1.696	1.742	-2.64%	1.895	1.657
MXN Curncy	Мексиканский песо (песо за \$1)	12.31	13.08	-5.86%	13.21	12.15
TRY Curncy	Турецкая лира (лир за \$1)	1.553	1.493	3.98%	1.604	1.396
INR Curncy	Индийский рупий (рупий за \$1)	45.00	46.53	-3.28%	47.71	44.10
KRW Curncy	Корейская вона (вон за \$1)	1,151.9	1,158.1	-0.53%	1,262.9	1,103.3

### Процентные ставки по кредитам

Код Bloomberg	Индикатор	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
BP000/N Index	LIBOR Овернайт	0.24	0.17	0.07	0.32	0.17
BP0001M Index	LIBOR 1 месяц	0.26	0.23	0.03	0.35	0.23
BP0003M Index	LIBOR 3 месяца	0.30	0.25	0.05	0.54	0.25
EUR001M Index	EURIBOR 1 месяц	0.81	0.45	0.36	0.85	0.40
EUR003M Index	EURIBOR 3 месяца	1.02	0.70	0.32	1.05	0.63
MOSKON Index	MosPrime Овернайт	2.89	4.45	-1.56	5.95	2.50
MOSK1W Index	MosPrime 1 неделя	3.22	4.60	-1.38	5.45	2.88
MOSK2W Index	MosPrime 2 недели	3.41	4.95	-1.54	5.50	3.02
MOSKP1 Index	MosPrime 1 месяц	3.75	6.32	-2.57	6.32	3.23
MOSKP3 Index	MosPrime 3 месяца	4.01	7.05	-3.04	7.05	3.73

### NDF RUR

Код Bloomberg	Срок	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
RRN11M Curncy	1 месяц	3.38	5.74	-2.36	7.72	0.41
RRN13M Curncy	3 месяца	3.41	7.52	-4.11	7.57	2.00
RRN16M Curncy	6 месяцев	3.91	6.05	-2.14	6.08	2.92
RRN12M Curncy	1 год	4.70	6.46	-1.76	6.46	4.00

### Государственные облигации

Код Bloomberg	Облигация	22.12.2010	31.12.2009	Изменение, п.п.	Максимум с начала 2010г.	Минимум с начала 2010г.
GT2 Govt	США - 2 года	0.63	1.14	-0.51	1.17	0.33
GT5 Govt	США - 5 лет	2.01	2.68	-0.68	2.74	1.03
GT10 Govt	США - 10 лет	3.35	3.84	-0.49	3.99	2.39
GT30 Govt	США - 30 лет	4.45	4.64	-0.20	4.84	3.51
EC228830 Corp	Россия - 30 лет	4.86	5.38	-0.53	5.84	3.91
	Спред РФ30-США10	1.51	1.54	-0.03		

Источник: Bloomberg

# КОНТАКТЫ

## Аналитический Департамент

Анализ рынка акций  
+ 7 (495) 981 3430

Отдел анализа рынка долговых  
инструментов  
+ 7 (495) 981 3430

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

**Дмитрий Зак**  
d.zak@tkbc.ru

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

**Евгения Дышлюк**  
Нефть и газ  
e.dyshlyuk@tkbc.ru

**Михаил Зак**  
m.zak@tkbc.ru

**Алексей Серов**  
Электроэнергетика  
a.serov@tkbc.ru

**Евгений Рябков**  
Металлургия  
e.ryabkov@tkbc.ru

**Владимир Косяков**  
v.kosyakov@tkbc.ru

**Кирилл Бахтин**  
Телекоммуникации  
k.bakhtin@tkbc.ru

**Наталья Колупаева**  
Потребительский сектор  
n.kolupaeva@tkbc.ru

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

**Анатолий Высоцкий**  
Недвижимость,  
Инфраструктура  
a.vysotsky@tkbc.ru

**Татьяна Задорожная**  
Транспорт  
t.zadorozhnaya@tkbc.ru

**Надежда Крупенникова**  
Банковский сектор  
n.krupennikova@tkbc.ru

## Департамент Структурных продуктов и Торговых операций

## Департамент Долговых Рынков

Москва + 7 (495) 981 3430

Москва + 7 (495) 981 3430

**Дмитрий Романов**  
d.romanov@tkbc.ru

**Владимир Куров**  
v.kurov@tkbc.ru

**Евгения Старченко**  
e.starchenko@tkbc.ru

**Павел Шлык**  
p.shlyk@tkbc.ru

**Артем Ананян**  
a.ananyan@tkbc.ru

**Дмитрий Зак**  
d.zak@tkbc.ru

**Вадим Гугленко**  
v.googlenko@tkbc.ru

**Денис Пискунов**  
d.piskunov@tkbc.ru

**Михаил Зак**  
m.zak@tkbc.ru

**Данил Олимов**  
d.olimov@tkbc.ru

119019 Москва,  
ул. Знаменка, д.7, стр. 3  
Тел.: +7 (495) 981 3430  
Факс: +7 (495) 783 3170

[www.tkbc.ru](http://www.tkbc.ru)

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

