

**Понедельник, 9 – 13 ноября**  
**J&T BANK об актуальном в мире финансов**

## КОНЪЮНКТУРА

Количество новых обращений на пособие по безработице в США вновь вернулось к началу года (502 тыс.), что вкупе с рекордным уровнем безработицы (10,2% в октябре) позволяет надеяться, что некий пик в ухудшении ситуации на рынке труда США близок или уже достигнут. А сложившийся консенсус по поводу того, что программы финансовой стимуляции сохранятся в ближайшие полгода, привел к очередному витку аппетита на финансовые активы. Американский фондовый рынок (не исключено, что благодаря PR-акциям своих «гуру»), впитывая имеющийся позитив, продолжил свой рост (основные индексы прибавили 2,3-2,6%).

В Западной Европе лучше всех выглядела Германия (DAX +3,6% за неделю). Формальным поводом для оптимизма послужили данные по росту промпроизводства (+2,7% в сентябре) и увеличению ВВП (+0,7% за III квартал ко II кварталу) второй квартал подряд. На прочих западноевропейских фондовых площадках инвесторы действовали скромнее (прирост индексов относительно значений недельной давности составил 0,9-3%). В Азии единого тренда в динамике рынков не наблюдалось – японский NIKKEI незначительно снизился (-0,2%), корейский KOSPI остался «в нуле», представитель Гонконга (HANG SENG) вырос на 3,3%. После опережающего роста предыдущей недели пара Китай-Бразилия на сей раз уступила пальму первенства в зоне BRIC паре Индия-Россия – значения страновых индексов указанных пар прибавили за минувшую неделю 0,7-1,3% и 4,3-5,5% соответственно.

Увеличение запасов в США послужило одной из причин снижения нефтяных котировок. Вместе с тем, ослабевший за неделю доллар (-0,4% к евро), ограничил нисходящую динамику нефти – в частности, смесь Brent подешевела за неделю лишь на 0,2% до \$75,78/баррель. В свою очередь, набравшее ход золото закрепилось по итогам недели выше \$1100/тр.унция (\$1116,3 в пятницу). Промышленные металлы оказались в аутсайдерах (никель уценили на 7% до \$16048/тонна), что может служить еще одним указанием на то, что текущая картина на сырьевом рынке формируется спекулянтами. Судя по всему, сейчас бить в набат по поводу «пузырей ликвидности» не имеет никакого смысла. Укрепившись во мнении, что сезон денежных дождей продлится, участники рынка спешат использовать момент, действуя по принципу «сигаретного окурка», покупая все подряд на ожиданиях, что успеют перепродать купленное существенно дороже до того момента, как «сигарета потухнет»...

ПАМЯТКА: В краткосрочном периоде хорошая компания – не всегда хорошая инвестиция, и наоборот...

## ОСНОВНЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Регион	Индекс	Знач.	Неделя	YTD %	PE	PBV	PS	52WH	52WL
Россия	MICEX	↑	1 310,27	5,5%	111%	16,3	1,4	1 388,74	493,62
	RTSIS	↑	1 419,49	6,1%	125%	18,2	1,2	1 481,11	498,20
<b>Развитые рынки</b>									
США	DJ	↑	10 270,47	2,5%	17%	16,0	2,7	10 341,97	6 469,95
	S&P 500	↑	1 093,48	2,3%	21%	21,9	2,2	1 105,37	666,79
	NASDAQ	↑	2 167,88	2,6%	37%	38,2	1,7	2 190,64	1 265,52
Англия	FTSE	↑	5 296,38	3,0%	19%	97,8	2,0	5 304,94	3 460,71
Германия	DAX	↑	5 686,83	3,6%	18%	54,3	1,5	5 888,21	3 588,89
Франция	CAC	↑	3 806,01	2,7%	18%	16,1	1,4	3 913,81	2 465,46
Швейцария	SWISS MARKET	↑	6 351,08	0,9%	15%	38,7	2,5	6 473,65	4 234,96
Япония	NIKKEI	↓	9 770,31	-0,2%	10%	-	1,6	10 767,00	6 994,90
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Китай	SHANGHAI	↑	3 187,65	0,7%	75%	34,7	3,5	3 478,01	1 664,93
Гонконг	HANG SENG	↑	22 553,63	3,3%	57%	24,1	2,2	22 998,85	10 676,29
Корея	KOSPI	↔	1 571,99	0,0%	40%	30,0	1,3	1 723,17	892,16
Индия	BSE SENSEX	↑	16 848,83	4,3%	75%	21,5	3,6	17 493,17	7 697,39
Бразилия	BOVESPA	↑	65 325,63	1,3%	74%	24,8	2,1	67 529,90	29 435,11
Турция	ISE 100	↑	48 441,90	3,1%	80%	14,2	0,1	51 863,13	20 912,19
Польша	WSE WIG	↑	39 782,47	3,3%	46%	-	1,5	40 298,48	20 370,29
Чехия	PRAGUE STOCK	↑	1 152,30	1,5%	34%	27,3	1,6	1 195,70	606,90
Венгрия	BUDAPEST STOCK	↑	21 120,50	4,2%	73%	19,3	1,5	21 716,76	9 337,99
Словакия	SLOVAK SHARE	↓	287,37	-0,6%	-20%	17,9	1,0	367,14	291,60
Украина	PFTS	↑	636,90	2,8%	111%	194,5	1,4	661,74	199,12
<b>Индексы MSCI</b>									
Россия	MSCI RUSSIA	↑	800,14	5,0%	31%	14,9	1,2	887,12	328,85
БРИК	MSCI BRIC	↑	330,19	2,9%	18%	N/A	N/A	334,27	135,25
Развивающиеся	MSCI EM	↑	962,51	2,8%	14%	20,5	0,6	983,70	445,94
Мир	MSCI WORLD	↑	1 158,26	2,3%	11%	31,9	1,7	1 175,51	684,07

ИСТОЧНИК: Bloomberg, MMBB, PTC; мультипликаторы MICEX - расчеты J&T BANK

# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Похоже, что пятница 13-е оказалась крайне серьезным ограничительным фактором, повлиявшим на активность операторов. Объем торгов бумагами, входящими в MICEX, составил в этот день лишь немногим более 39 млрд. руб. (средний показатель активности за неделю составил 61 млрд. руб.) – это самый низкий уровень объема торгов с конца августа, когда рынок консолидировался вблизи отметки 1100 пунктов по MICEX.

При этом практические недельные результаты действий операторов оказались достаточно сильными. MICEX и RTSI выросли за период с 9 по 13 ноября на 5,5% и 6,1%, завершив неделю на отметках 1310,27 и 1419,49 пунктов соответственно.

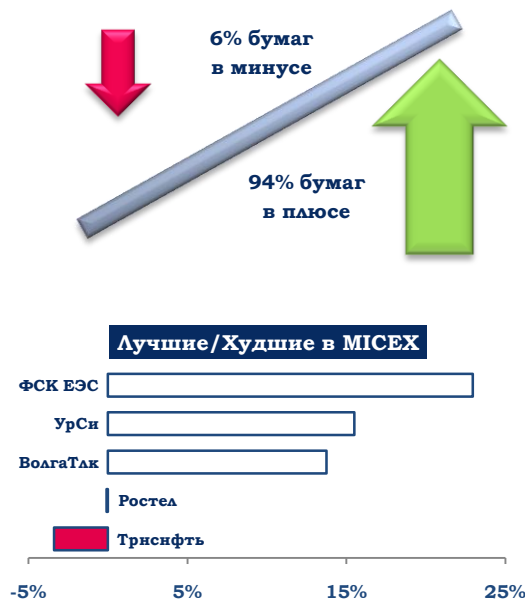
Среди наиболее ликвидных бумаг, подешевели лишь две – Транснефть (-3,4%) и Ростелеком (-0,1%). Одним из поводов для заметного присутствия в этих бумагах продавцов стало их исключение из глобального индекса MSCI Russia.

В свою очередь, значительно лучше рынка выглядела электроэнергетика (MICEX PWR +8,6%). Рекордсменом недели стали акции ФСК, подорожавшие (на фоне разговоров о скором масштабном внедрении RAB-регулирования и значительном повышении тарифов для ФСК) на 23%. Один из двух бенефициаров новой структуры MSCI Russia – привилегированные акции Сбербанка, вернувшиеся в состав данного индекса с долей 0,67%, выросли по итогам недели на 13,7%. По «второму» (Интер РАО – доля в индексе 0,53%) торги пока не возобновлены, но, вероятно, нынешние акционеры этой компании не будут разочарованы, когда торговля этими бумагами возобновится (видимо, не раньше декабря).

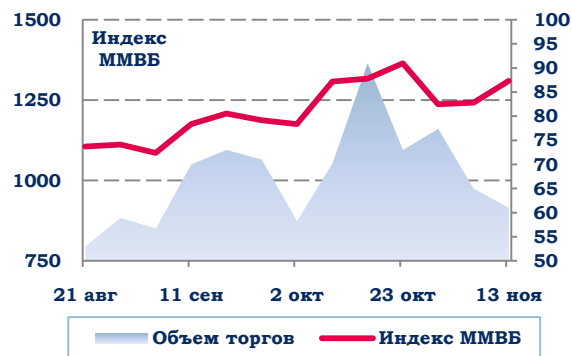
Не менее примечательным на минувшей неделе был и рост телекомов (MICEX TLC +6,6%), которые двигались в разрез с динамикой одного из своих отраслевых лидеров (Ростелекома). В частности, обыкновенные акции Уралсвязьинформа и Волгателекама, входящие в состав MICEX, подорожали на 15,5% и 13,8% соответственно. По сообщениям СМИ, Правительство РФ утвердило «Вариант №1» реорганизации Связьинвеста (одновременная консолидация МРК и Ростелекома), отклонив «Вариант №2» (первоначальное присоединение Связьинвеста к Ростелекому). Судя по всему, участники рынка воспринимают первый вариант как более благосклонный к МРК, продолжая буквально «выгрывать» их бумаги с рынка. Однако, принимая во внимание отсутствие каких-либо официальных оценок будущего распределения акционерных долей в новой компании, а также противоречивость поступающей информации, полностью исключить вероятность появления неприятных сюрпризов для миноритариев МРК, наверное, нельзя.

Достаточно показательным, применительно к рынку в целом, выглядит и поведение рубля, который укрепился относительно «корзины» еще на 0,6% (до 35,16 руб.), несмотря на фоновое снижение нефтяных котировок, что, вполне возможно, придало дополнительное ускорение российскому рынку акций. Учитывая ожидаемый в конце года всплеск бюджетных вливаний в систему, можно предположить, что «боеприпасы» у покупателей пока далеки от исчерпания. Тем более, что акции в нынешнем году выглядят гораздо привлекательней бондов и депозитов.

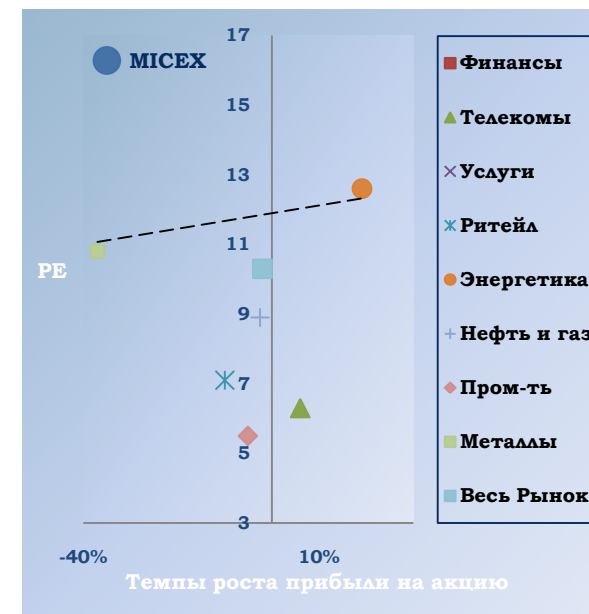
## НАСТРОЕНИЯ В РОССИИ



## Среднедневной объем торгов на ММВБ



## РЫНОЧНАЯ КАРТА



Сектор	PE	EPS Growth
MICEX	16,3	-35%
Весь Рынок	10,3	-2%
Пром-ть	5,5	-5%
Телекомы	6,3	6%
Финансы	19,8	-4%
Нефть и газ	8,9	-3%
Услуги	20,2	18%
Металлы	10,8	-37%
Ритейл	7,1	-10%
Энергетика	12,6	19%

ИСТОЧНИК: Bloomberg

# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

## «ФИШКА» МИНУВШЕЙ НЕДЕЛИ: Газпром

В начале прошлой недели крупнейшая российская компания Газпром раскрыла результаты деятельности в I полугодии 2009 в соответствии со стандартами МСФО.

Наши предположения, высказанные в конце августа, относительно того, что 12-месячные чистые денежные потоки войдут в отрицательную плоскость подтвердились (исходя из методики, учитывающей сумму чистой прибыли и амортизации за вычетом капитальных вложений в основные средства, 12-месячный чистый денежный поток составил «-7» млрд. руб.). При этом неспособность монополии сдерживать рост операционных расходов (+16,3% в годовой динамике) заставляет нас крайне сдержанно относиться к перспективам увеличения денежных потоков во II полугодии 2009, несмотря на ожидаемое улучшение конъюнктуры на рынках газа (которого, к слову, в III квартале в США не наблюдается – фьючерсы на природный газ с начала июля по 13 ноября подешевели на 20,6%). В этих условиях, сокращение CAPEX 2010 на 13% (до 663,6 млрд. руб.) относительно ожидаемых нами капитальных вложений в нынешнем году в размере 765 млрд. руб. является вынужденной необходимостью. Подобное «косметическое» увеличение денежных потоков не является для нас основанием к пересмотру расчетной капитализации компании по DCF-модели. Поэтому мы сохраняем «адекватную» цену 1 акции Газпрома, полученную данным методом, на уровне 80 рублей.

Вместе с тем, необходимо отметить, что за прошедшие 2,5 месяца рыночная конъюнктура претерпела существенные изменения. В частности, медианное значение PE для выборки TOP-10 крупнейших нефтегазовых корпораций мира сместилось до 15,7x (с 12,4x на конец августа). Кроме того, вопреки падению средних показателей рентабельности (например, для ROE с 16% до 12%), рынки стали несколько благосклоннее относиться к балансовым величинам собственного капитала (среднее значение PBV на данный момент составляет 1,96x против предыдущих 1,91x). Изменения естественно коснулись и среднего отношения к выручке (PS для TOP-10 достигло 1,2x при 1,06x ранее). Приняв во внимание произошедшие изменения, мы провели соответствующие корректировки для «адекватных» значений рыночных мультипликаторов по акциям Газпрома:

- PE – 11,8x
- PBV – 1,5x
- PS – 1,5x

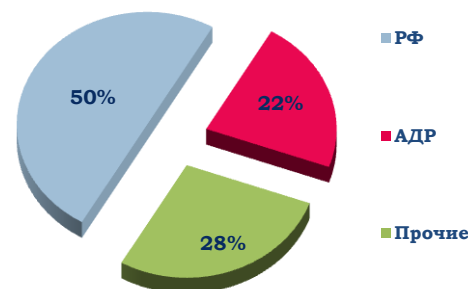
В результате взвешенной оценки (20% - на стоимость запасов, 30% - на DCF, 50% - на мультипликаторы) «адекватная» величина капитализации Газпрома составила **5034 млрд. руб.** или **212,62 рубля на акцию**, что, на наш взгляд, предполагает **19%** (относительно значения закрытия в пятницу 13 ноября) **потенциал роста в среднесрочной перспективе.**

## ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

Эмитент	Газпром	
Сектор	Нефть и газ	
<b>Выручка, млрд. руб.</b>	<b>МСФО</b>	
T12-июнь 2009	3 404	
2008	3 519	
<b>Чистая прибыль, млрд. руб.</b>	<b>МСФО</b>	
T12-июнь 2009	564	
2008	743	
<b>Баланс, млрд. руб.</b>	<b>МСФО</b>	
	<b>T12-июнь 2009</b>	<b>2008</b>
Совокупные Активы	7 746	7 169
Совокупные обязательства	2 568	2 255
Собственный Капитал	4 926	4 605
<b>Рентабельность, %</b>		
	<b>T12-июнь 2009</b>	<b>2008</b>
ROE	12,2%	17,4%
ROS	16,6%	21,1%
ROA	7,9%	10,6%

T12-июнь 2009 - данные за 12 месяцев

## Структура акционерного капитала

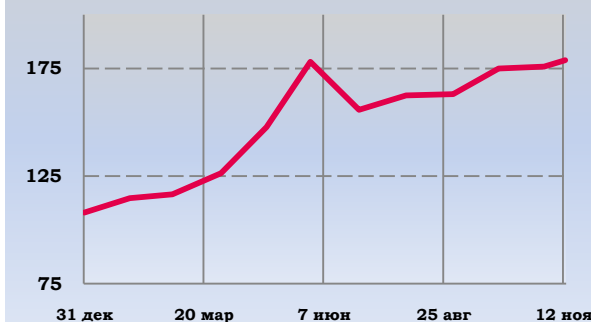


## РЫНОЧНЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

Количество обыкновенных акций	23 673 512 900	
Текущая цена АО	178,9 руб.	\$6,2
Капитализация, \$ млн.	146 879	
<b>Целевая цена</b>	<b>212,62 руб.</b>	<b>\$7,41</b>
<b>Динамика цен</b>		
Неделя	2%	
С начала года	66%	
<b>Мультипликаторы Нефтегазового сектора</b>		
	<b>Текущий</b>	<b>Год назад</b>
PE Газпром	7,51	3,42
PE Россия	8,90	4,29
PE Мировой	13,90	7,48
PS Газпром	1,24	0,72
PS Россия	0,80	0,51
PS Мировой	1,50	1,03
PBV Газпром	0,86	0,55
PBV Россия	1,00	0,85
PBV Мировой	1,40	0,92

Источник: Bloomberg, расчеты J&T BANK

## Динамика цен на акции Газпрома в 2009 году, руб.



## ОЖИДАНИЯ ПО ДИНАМИКЕ РОССИЙСКИХ ИНДЕКСОВ

На минувшей неделе, несмотря на старания (впрочем, не слишком активные) продавцов продать рынок, MICEX удержался в рамках растущего 4-месячного канала. При этом фактор краткосрочной перекупленности, удерживающий пальцы покупателей от того, чтобы нажать на клавишу «Buy», самоустранился, открыв путь для MICEX к обновлению локальных годовых максимумов.

На наш взгляд, с точки зрения технического анализа ближайшая серьезная цель роста – 1400 пунктов по MICEX. В случае преодоления этой отметки на серьезных объемах торгов, дальнейшие уровни сопротивления могут располагаться (как подсказывает VAR-модель) с промежутками в 20-25 пунктов вплоть до 1465 пунктов. Фундаментальным движущим фактором подобной динамики может стать сохраняющаяся избыточная ликвидность (ставки overnight на МБК на уровне 4,5-4,8% подтверждают ее присутствие). Вместе с тем, многое будет зависеть от статданных по промпроизводству в США (вторник 17:15МСК) и отчасти по октябрьскому отечественному промпроизводству (вторник-среда).

Российская промышленность демонстрирует одни из самых провальных результатов в мире в этом году и, учитывая прекращение рецессии в США и Еврозоне, а также ее отсутствие в зоне BRIC, стагнация уровня «статистической ямы» (-9-10%) промпроизводства в годовом выражении способна серьезно разочаровать глобальных инвесторов. Негативная статистика в силах вернуть рынок на исходные позиции закрытия прошлой недели (1300-1320 пунктов по MICEX) или (учитывая впечатлительность спекулянтов) чуть ниже – до 1280 пунктов по MICEX.



### Календарь спекулянта

			Ожидания	Предыдущее
<b>17 ноября, вторник</b>				
Великобритания	12:30	Индекс потребительских цен в октябре к сентябрю	0,10%	0,00%
		Индекс потребительских цен в октябре к октябрю'2008	1,40%	1,10%
США	16:30	Индекс цен производителей в октябре	0,50%	-0,60%
	17:15	Динамика промпроизводства в октябре к сентябрю	0,40%	0,70%
<b>18 ноября, среда</b>				
Великобритания	12:30	Стенограмма заседания Банка Англии		
		Индекс потребительских цен в октябре	0,20%	0,20%
США	16:30	Количество новостроек в октябре	598 000	590 000
		Число разрешений на строительство в октябре	580 000	573 000
	18:30	Запасы нефти и газа		
<b>19 ноября, четверг</b>				
Великобритания	12:30	Динамика розничных продаж в октябре к сентябрю	0,50%	0,00%
		США	16:30	Заявки на пособие по безработице
18:00	Опережающие индикаторы за октябрь		0,40%	1,00%
<b>Россия</b>				
17-20 ноября		Динамика промпроизводства в октябре к октябрю'2008	-8,10%	-9,50%
		Уровень безработицы в октябре	7,70%	7,60%

# КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

## Управление операций на финансовых рынках

Тел.: +7 495 925 2191  
Факс: +7 495 697 5824

Россия 121069, Москва  
Трубниковский пер., 13 стр. 1

### Начальник Управления

Зими́на Элина  
Доб. 152

### Отдел брокерского обслуживания

Красникова Светлана  
Доб. 138

Иванова Олеся  
Доб. 116

### Анализ рынка

Пискунова Надежда  
Доб. 110

Арде́ев Андрей  
Доб. 123

Настоящий документ подготовлен специалистами Управления операций на финансовых рынках J&T BANK на основе источников, которые мы считаем достоверными. Однако мы не гарантируем полноту и точность использованных в данном материале данных. Характер данного документа является исключительно информационным. Оценки и мнения, содержащиеся в документе, являются частным мнением специалистов Управления операций на финансовых рынках и не должны рассматриваться как предложение к совершению каких-либо операций с ценными бумагами или как руководство к принятию инвестиционных решений или иных действий. J&T BANK не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования информации, содержащейся в данном материале. Инвестирование на российском рынке ценных бумаг несет в себе значительные риски, поэтому инвесторы должны проводить самостоятельный анализ рынка и финансовых инструментов до совершения сделок.

Настоящий материал не может быть воспроизведен, копирован, распространен или изменен полностью или частично без получения предварительного письменного согласия J&T BANK. Дополнительная информация может быть предоставлена по дополнительному запросу в письменном виде. J&T BANK не несет ответственности за несанкционированное использование настоящего документа третьими лицами.