

**ПОРТРЕТ РЫНКА**
**УТРЕННИЙ КОМЕНТАРИЙ**
**Значение Изменение**
**Индексы**

Индекс РТС	▼	1 367,37	-0,19%
Индекс ММВБ	▼	1 377,87	-0,18%
Dow Jones Ind, Avg	▼	11 010,90	-1,61%
S&P 500	▼	1 151,06	-2,07%
Nasdaq Composite	▼	2 491,58	-2,17%
DAX	▼	5 578,42	-0,89%
FTSE(100)	▼	5 217,63	-1,44%
DJ Stoxx 50	▼	2 163,25	-0,84%
EMBI Global	▼	538,49	-0,12%
EMBI+	▼	570,45	-0,15%
MSCI EM	▼	891,05	-0,27%
MSCI BRIC	▼	264,25	-0,38%

**Валюты**

USD/EUR	▼	1,354	-0,31%
USD/JPY	▲	0,013	0,26%
USD/RUR	▼	31,818	-1,25%

**Сырье**

Brent	▼	103,81	-3,11%
WTI	▼	81,21	-3,84%
Urals Med,	▼	102,74	-3,15%

**Металлы**

Платина	▼	1 556,00	-0,77%
Золото (спот)	▼	1 643,00	-0,96%
Алюминий	▲	2 205,50	0,52%
Медь	▼	7 416,00	-1,49%

Российские индексы откроются падением в среднем на 1,5-2%.

Биржи акций США в среду закрылись снижением из-за отсутствия единой позиции в Европе в отношении выделения очередного транша помощи Греции. Dow Jones потерял 1,61%, NASDAQ -2,17%, S&P - 2,07%. В Азии также преобладают продажи. All Ordinaries снизился на 1,17%, Nikkei – на 0,16%, Shanghai Composite - на 0,46%. Нефть марки Brent подешевела вчера на 3,1%.

Следует отметить ряд факторов, которые смогут приостановить утреннее падение индексов, и возможно выведут их на положительную территорию. Германский парламент соберется сегодня для одобрения программы увеличения объемов Европейского фонда финансовой стабильности с 440 млрд. до 780 млрд. евро. На ожиданиях расширения полномочий Европейского фонда финансовой стабильности растут фьючерсы на американские индексы и нефтяные котировки. Контракт на S&P 500 прибавил 0,29%, NASDAQ - 0,38%. Нефть Brent выросла в стоимости на 0,07%. Кроме того, ожидается, что число заявок на пособие по безработице в США упало за неделю на 3 тыс., предварительные данные по объему ВВП США во втором квартале подтвердятся. Данные с рынка недвижимости США могут охладить пыл инвесторов, ожидается, что индекс подписанных, но неоплаченных договоров по продаже существующих домов снизился до минус 1,6% м/м с минус 1,3 м/м.

**КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ**

29 сентября	Россия	Распадская	Горнодобывающая деятельность	Финансовые результаты по МСФО за первое полугодие 2011 года
	Россия	УАЗ		Аукцион по продаже госпакета акций УАЗа (13,9%, 546,45 млн. акций, начальная цена - 1,505 млрд. руб.)
	Германия			Уровень безработицы (сен) прошл. 7,0%, ожидаем. 7,0%
	Еврозона			Индекс делового климата (сен) прошл. 0,07 п., ожидаем. -0,11 п.
	Еврозона			Индекс ожиданий потребителей (сен) прошл. -16,5 п., ожидаем. -18,9 п.
	США			ВВП (GDP) (2 кв.) прошл. 1,0%, ожидаем. 1,2%
	США			Личное потребление (Personal Consumption) (2 кв.) прошл. 0,4%, ожидаем. 0,4%
	США			Всего обращений за пособиями по безработице (Continuing Claims) (сен 17) прошл. 3727,0 тыс.
	США			Первичные обращения за пособиями по безработице (Initial Jobless Claims) (сен 17) прошл. 3727,0 тыс.
	США			Предварительные продажи домов (Pending Home Sales) (июл) прошл. -1,3%, ожидаем. -1,3%

## ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Вчера основные товарные рынки снижались на фоне беспокойства инвесторов по поводу европейского долгового кризиса.

Золото падало до 1583, но закрылось 1619; помимо спроса на защитный актив, поддержку ценам оказывает высокий азиатский сезонный спрос на ювелирные украшения.

Серебро падало до 29.1, но закрылось 30.7; вероятны дальнейшие колебательные движения в диапазоне 26 - 34.

Нефть Brent и WTI упали вчера до 103.2 и 81.2 соответственно; снижение спреда между ними свидетельствует о постепенном улучшении ситуации с ближневосточными поставками.

Природный газ снизился до 3.78 (ноябрьский фьючерс); вероятно продолжение падения.

Пшеница и кукуруза упали вчера до 639 и 631 соответственно; часть продаж была связана с закрытием позиций фондами в конце месяца и квартала.

Хлопок (декабрьский фьючерс) снизился до 99.5; запасы находятся на очень низком уровне, однако слабый мировой спрос препятствует росту; технически на графике рисуется флаг, обещающий в ближайшие недели падение ниже летних минимумов.

Кофе обвалился до 233.5, но пока не пробил минимум пятницы; обвалу не помешали сообщения о погоде - слишком сухой в Бразилии и слишком дождливой во Вьетнаме.

## FOREX

Вышедший в Нью-Йоркскую сессию отчет Merrill Lynch, отразивший вероятность «жесткой посадки» в Китае, а также европейские проблемы вызвали падение фондовых и сырьевых рынков. Но сегодня рынки полны надежд на одобрение Бундестагом программы расширения EFSF. И не смотря, на то что население Германии относится негативно к увеличению участия страны в финансировании проблемных стран Еврозоны, вероятность прохождения законопроекта очень высокая.

В Азиатскую сессию на смене настроений евро смогло подрасти от сессионного минимума 1,3519 до сессионных максимумов выше 1,3630.

Динамика йены была более консервативной и ограничилась колебаниями в пределах диапазона 76,40Y-76,64Y.

## ГМК НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ

### Компания начала выкуп по \$306 за акцию

По данным горно-металлургической компании Норильский никель, дочерняя структура, Norilsk Nickel Investments Ltd начинает приём заявок на выкуп акций. Выкуп продлится 1 месяц, с 16:00 МСК 28.09.11 до 16:00 МСК 28.10.11. Цена выкупа равна \$306 за акцию или \$30,6 за ADR, выкупаться будет до 14 705 882 локальных акций. Общая сумма сделок не должна превысить \$4,5 млрд.

С нашей точки зрения, предложенная цена, \$306, на 50% превышает рыночную цену на закрытии во вторник и это является позитивным фактором роста капитализации ГМК Норникель. У всех акционеров ГМК может приобрести до 7,7% акций. Оферта позволит продать Норникелю большую часть казначейского пакета компании Trafigura в 8% акций (4% из которого выкуплены за \$2 млрд. в 2008), но это приведёт к тому, что коэффициент выкупа по оферте не превысит 23% (считая возможное предъявление акций по максимуму - free float в 25% и казначейский пакет в 8%). Если Интеррос предъявит весь свой пакет, превышающий 30%, то коэффициент выкупа упадёт до 15%. Тем не менее, это даст миноритариям 11% доходность по ценам закрытия вторника или 10,5% по ценам, на которых торговался Норникель в среду, после объявления о начале выкупа. При полном предъявлении пакета Интерроса доходность снизится до 6% по ценам среды и 7% - по цене закрытия вторника.

## ГРУППА ЧЕРКИЗОВО

### Группа Черкизово выкупает 2% своего капитала

По данным компании Черкизово, текущая рыночная оценка компании не устраивает мажоритарных владельцев. Поэтому принято решение о выкупе 2% акций с бирж по рыночной цене. По текущей рыночной цене на выкуп может быть потрачено \$19.36 млн. С 21.09.11, когда бумаги начали расти, через биржу прошло акций на сумму около \$2 млн., поэтому сохраняется ещё существенный спекулятивный потенциал роста котировок в ближайшее время.

Справедливой оценкой менеджмента компании можно считать цену, по которой размещалась в июне 2011 года эмиссия акций для поглощения компании Моссельпром – 854,8 рубля, которая даже тогда превышала рыночные котировки. С учётом того, что к текущим котировкам есть 19%-потенциал роста до цены оценки акций во время доэмиссии, решение Группы Черкизово позволит заработать как самой компании, так и её акционерам, а также позволит поддержать котировки, что позволит использовать акции Группы в качестве защитных инструментов на рынке.

## АЭРОФЛОТ

### Отчетность за 1 полугодие 2011 г. по МСФО

Отчетность Аэрофлота показала значительный рост бизнеса, влияние на финансовые результаты оказали выросшие на 52,6% затраты на авиационное топливо и продажа долей в дочерних и зависимых компаниях (СК Москва, ТЗК Шереметьево, Дейт, Нордавиа) на \$7,0 млн. По соглашениям с авиакомпаниями (прочая выручка) Аэрофлот получил \$7,3 млн. Без учета единовременных доходов от продажи ДЗО и доходов, полученных по соглашениям с авиакомпаниями, Аэрофлот остается убыточным авиаперевозчиком, однако убыток сократился за счет незначительного превосходства темпа роста выручки над темпом операционных расходов. По EBITDA Аэрофлот - самая рентабельная авиакомпания России (общая рентабельность по EBITDA ЮТэйр 14,03%, рентабельность сегмента «Оказание пассажирских перевозок» отрицательная; рентабельность по EBITDA Трансаэро 5,2%).

Финансовые показатели Аэрофлота, млн. \$			
	1 П 2010 г.	1 П 2011 г.	Изменение, %
Выручка всего	1 854	2 343	26,4%
Выручка от перевозок	1 590	1 928	21,3%
Прочая выручка	264	416	57,2%
Операционные расходы	(1 695)	(2 139)	26,2%
Расходы на авиационное топливо	(430)	(617)	43,4%
ЕБИТДА	250	312	24,4%
Финансовые доходы	4	303	в 70,4 раза
Чистая прибыль	18	377	в 21,5 раза
Скорректированная чистая прибыль (не включает доходы от продажи ДЗО)	17	176	в 10,2 раза
Скорректированная чистая прибыль (не включает доходы от продажи ДЗО и доходы по соглашениям с авиакомпаниями)	(169)	(32)	отриц.
Рентабельность по ЕБИТДА	13,5%	13,3%	-1,5%
Рентабельность по скорректированной чистой прибыли	0,9%	7,5%	707,0%
Чистый долг	1 389	1 280	-7,8%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,3	1,7	

По объемам пассажирских перевозок и пассажирообороту компания остается российским лидером отрасли со значительным отрывом от ближайшего конкурента, Трансаэро. Аэрофлот демонстрирует темпы роста операционных показателей значительно выше среднеотраслевых.

Операционные показатели Аэрофлота			
	1 П 2010 г.	1 П 2011 г.	Изменение, %
Перевозка пассажиров, тыс. чел.	5 101,7	6 239,9	22,3%
Выполненный пассажирооборот, млн. пкм	15 629,9	18 852,5	20,6%
Процент занятости пассажирских кресел, %	75,00%	75,50%	+ 0,5 п.п.
Перевозка пассажиров в целом по ГА, тыс. чел.	24 574 825	27 266 638	11,0%

Консолидация шести авиакомпаний, передаваемых Ростехнологиями, позволит существенно увеличить долю рынка. Угрозу представляет собой более низкий рост объемов перевозок пассажиров «шестерки» в сравнении со среднеотраслевым значением, соответственно 4,3% против 11,0%. Консолидация авиаактивов Ростехнологий отразится в отчете за 2011 г. по МСФО, в связи с чем мы ожидаем снижения рентабельности.

Объем пассажирских перевозок авиакомпаний Ростехнологий, приобретенных Аэрофлотом, тыс. чел.

	1 П 2010 г.	1 П 2011 г.	Изменение, %
Авиакомпания			
Россия	1 367,3	1 485,0	8,6%
Оренбургские авиалинии	1 014,7	1 018,0	0,3%
Владивостокавиа	546,1	531,9	-2,6%
Кавминводьявиа	237,9	241,7	1,6%
Саратовские авиалинии	142,5	166,7	16,9%
Сахалинские авиатрассы	119,5	132,3	10,7%
Всего	3 428,0	3 575,5	4,3%

Несмотря на трудности, вызванные новыми приобретениями, Аэрофлот входит в тройку наиболее динамично развивающихся авиакомпаний мира (премия SkyTrax), что объясняется новыми открывшимися возможностями по расширению бизнеса.

По рыночным мультипликаторам компания - самая привлекательная в отрасли. Мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Аэрофлота, справедливая цена по EV/EBITDA составляет \$2,94 (95,3 руб.) за акцию, потенциал роста 94,9%.

---

**Сравнительный анализ публичных российских авиакомпаний**


---

Компания	P/E	EV/EBITDA	P/S
Аэрофлот*	4,1	4,0	0,3
Трансаэро**	43,5	13,9	0,4
Ютэйр***	17,0	5,3	0,2
Среднее	21,5	7,7	0,3
Потенциал роста капитализации для Аэрофлота	430%	94,9%	-17%
Текщая цена ао руб.	48,92	48,92	48,92
Текщая цена ао \$	1,51	1,51	1,51
Целевая цена ао, исходя из среднерыночного мультипликатора	259,17	95,32	40,67
Целевая ао, исходя из среднерыночного мультипликатора, \$	7,98	2,94	1,25

---

Источник: данные компаний, расчеты ИК ЛМС

**Контакты****Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
Председатель Совета директоров	Казаков Кирилл Викторович	8 812 329 19 99

**Департамент активных операций**

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
Аналитический отдел	Кумановский Дмитрий Владимирович Мушка Ирина Васильевна Марков Дмитрий Сергеевич Кириченко Арсений Борисович	8 812 329 19 99
Отдел торговых операций	Носков Александр Александрович Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 19 85 8 812 329 10 41

**Отдел клиентского сервиса**

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание	Судакова Александра Андреевна	8 812 329 19 98

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.