

Стратегия Июль 2009

Вторая волна начнется осенью. Волна роста.



СТРАТЕГИЯ – ИЮЛЬ 2009**Основные тезисы**

- Первая волна долгосрочного восходящего тренда завершилась. Рынок вошёл в фазу консолидации, которая может продлиться от нескольких недель до нескольких месяцев. Глубокого падения рынка мы не ждём. Новая волна роста фондовых рынков, по-видимому, начнётся осенью.
- Все разговоры о возможном ужесточении кредитно-денежной политики со стороны мировых Центробанков явно преждевременны; более вероятным является увеличение дозы... но не сейчас.
- Лучшей стратегией на рынке акций на ближайший месяц является поиск отдельных идей. На сегодняшний день одной из таких идей мы видим улучшение конъюнктуры рынка стали, которое пока ещё не отыграно акциями металлургических компаний. Нам также нравятся производители калийных удобрений, чьи шансы на заключение контрактов с Индией по высоким ценам в последнее время возросли.
- Мы подтверждаем нашу оценку справедливого уровня индекса РТС на конец года в 1150 пунктов. При перемещении цен на нефть в диапазон \$ 70-80 за баррель и снижении странового риска до 200 пунктов справедливая оценка для индекса РТС повышается до 1400 пунктов.
- Наши топ-рекомендации за последний месяц не претерпели существенных изменений. В наиболее ликвидных бумагах это:
 - Газпром
 - МТС
 - Уралкалий
 - Евраз
- Наши топ-рекомендации в менее ликвидных акциях:
 - Распадская
 - Сильвинит
 - АФК Система
 - СЗТ
 - Гидро-ОГК (заменяла нашу предыдущую рекомендацию ОГК-4)
 - Х5

Содержание

СТРАТЕГИЯ – ИЮЛЬ 2009	2
Основные тезисы	
СТРАТЕГИЯ – ИЮЛЬ 2009	4
Вторая волна начнется осенью. Волна роста.	
РЫНОК АКЦИЙ	7
Коррекция	
ЭКОНОМИКА	12
Ждём улучшения	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	19
Домашние каникулы	
НЕФТЬ И ГАЗ	26
Круг фаворитов расширился	
МЕТАЛЛУРГИЯ	32
Долгожданное оживление	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	37
Сохранение темпов либерализации – хорошая новость	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	43
Связьинвест – «чемпион»?	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	46
Новый капитал поможет банкам устоять	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	50
В фокусе закон «О торговле»	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	55
Вопреки мировым тенденциям	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	59
В ожидании новых контрактов	
ТРАНСПОРТ	63
Без изменений	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	67

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – ИЮЛЬ 2009

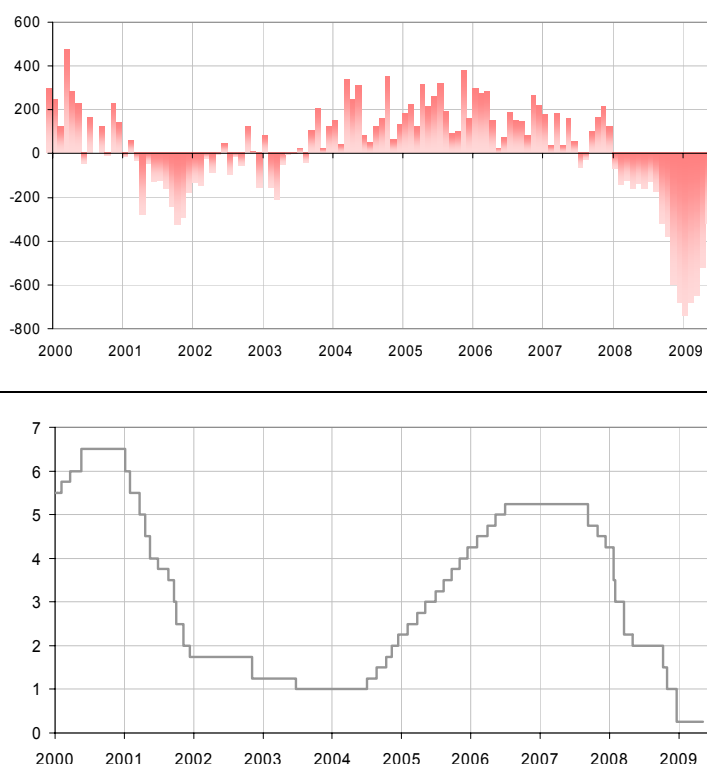
Вторая волна начнется осенью. Волна роста.

В июне на рынках всерьез заговорили о возможной корректировке денежной политики. Спекуляции начались после выхода отчетности по рынку труда США за май, которая зафиксировала заметное снижение темпов сокращения рабочих мест в экономике (вышедший вчера июньский отчет не подтвердил эту тенденцию). Буквально через неделю масла в огонь подлили министры финансов стран G8, которые в ходе состоявшегося саммита впервые с начала кризиса поставили вопрос о будущем изъятии с рынков избыточной ликвидности. В итоговом коммюнике отмечалось, что финансовая «восьмерка» обратилась к экспертам МВФ с просьбой разработать Exit Strategy – план мероприятий по отказу от стимулирующей денежной политики в момент выхода мировой экономики из кризиса, направленный на минимизацию возникающих при этом рисков. Довершающим аккордом стал пресс-релиз по итогам заседания FOMC, который окончательно поставил крест на всех разговорах относительно расширения программы выкупа UST и ипотечных облигаций (впрочем, сохранение ставок на предельно низких уровнях было подтверждено).

Как мы понимаем нынешнюю ситуацию, увеличения объема стимулирующих программ со стороны денежных властей и правительств в ближайшее время не будет. Однако, скорее всего, расширение монетарных стимулов потребуется в будущем. Как заметил недавно Уоррен Баффет, при текущем состоянии больного «скорее надо добавлять лекарств, чем снижать дозу».

Говорить же о каком-либо изъятии ликвидности с рынков, на наш взгляд, сейчас совершенно необоснованно. Ниже показана динамика новых рабочих мест в экономике США и учетная ставка. Как видно из этих графиков, во время предыдущего цикла ужесточение кредитно-денежной политики началось лишь после того, как экономика на протяжении нескольких месяцев создавала новые рабочие места с докризисными темпами. При нынешней же динамике данного показателя он может выйти в положительную область не ранее следующего года. Самым ранним сроком, когда вопрос ужесточения денежной политики может приобрести актуальность, является весна 2010 г., хотя мы полагаем, что ставки могут сохраняться на этом уровне весь следующий год.

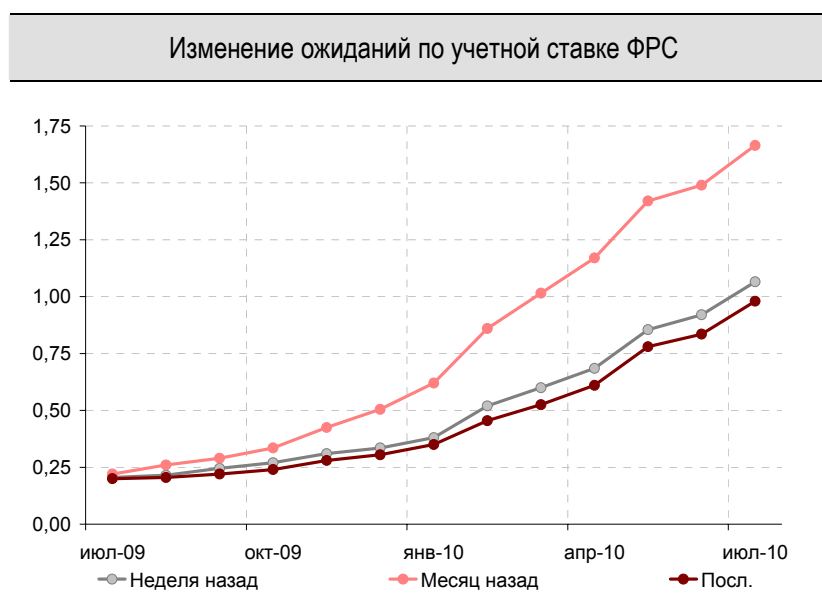
Новые рабочие места в экономике США и учетная ставка ФРС



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Другим важным ограничителем для ужесточения денежной политики является рынок жилья, где по-прежнему сохраняется отрицательная динамика цен (хотя последняя статистика свидетельствует о некотором замедлении падения). Состояние бюджета, дефицит которого в текущем финансовом году оценивается в \$ 1.8 трлн, служит еще одним важным аргументом в пользу проведения предельно мягкой монетарной политики. Наконец, сами представители ФРС не выражают пока большой обеспокоенности изменением инфляционных ожиданий, отмечая в последнем пресс-релизе FOMC, что рост цен на сырье не создает инфляционных угроз. К слову, инфляционные ожидания за последний месяц несколько уменьшились: спрэд UST-10 – TIPS-10 снизился с 200 пунктов до примерно 170 пунктов.

Надежды наиболее агрессивно настроенных инвесторов (тех, кто ждал расширения программы выкупа казначейских и ипотечных облигаций) не оправдались. Мы считаем, что это обстоятельство и стало главным фактором, охладившим конъюнктуру рынков в июне. Но и другая крайность (ужесточение денежной политики) сейчас исключена, и инвесторы уже осознают этот факт.



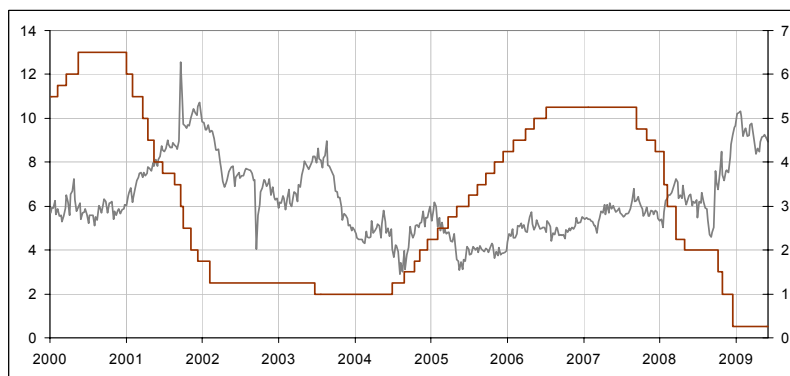
Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Разочарования действиями денежных властей, с одной стороны, и понимание того, что какое-либо ужесточение монетарной политики сейчас исключено, приведут, на наш взгляд, к тому, что на рынке на какое-то время установится баланс сил «быков» и «медведей». Рынок, по-видимому, вошел в состояние консолидации, которое может продлиться от нескольких недель до нескольких месяцев. А вот в какую сторону мы выйдем из этой консолидации, представляется сейчас наиболее интересным вопросом. Для ответа на него попробуем обратиться к истории.

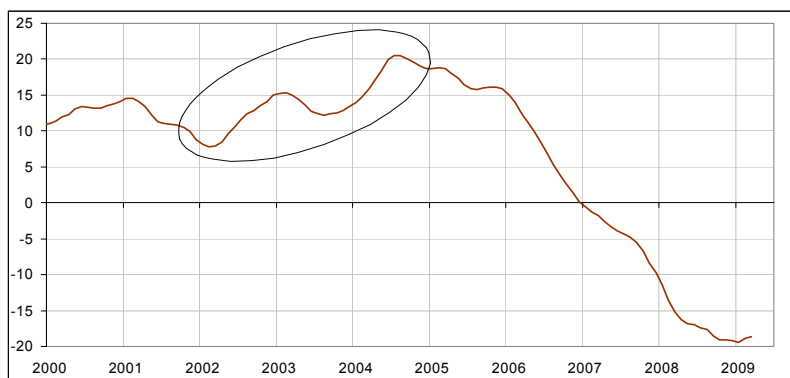
На нижеследующих графиках мы вновь проводим аналогии между предыдущим и текущим циклами. При всем различии этих циклов у них много общего. В частности, мы обращаем внимание на практически полную идентичность в динамике денежных агрегатов. Снижение учетной ставки в 2001 г. на 475 б. п. привело к повышению темпов роста денежной массы примерно до 10 % в год. Сейчас мы имеем снижение учетной ставки на 500 б. п. и всплеск денежной эмиссии примерно в тех же масштабах. Ниже приведена динамика цен на жилье в США (индекс S&P C/S). Сопоставление этих двух графиков крайне интересно – нетрудно заметить, что пузырь на рынке недвижимости начал надуваться практически сразу же, как завершилась фаза стремительного снижения ставок. Ускорение этот процесс получил после того, как была «увеличена доза» (снижение ставки до 1 % в середине 2003 г.). А сдувание пузыря началось после того, как ставки вернулись на максимум.

В нынешнем цикле фаза стремительного снижения ставок и панического накачивания рынков ликвидностью завершилась в конце 2008 – начале 2009 г. По-видимому, формирование нового грандиозного пузыря уже началось, и очевидно, что это будет не рынок жилья (снаряд в одну воронку дважды не попадает). Вы еще не заметили, где будет надуваться новый пузырь? ...

Где надуется следующий пузырь?



— Учетная ставка ФРС, шкала справа
— M2 в США, % год к году, шкала слева



— S&P Case/Shiller, % год к году

Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

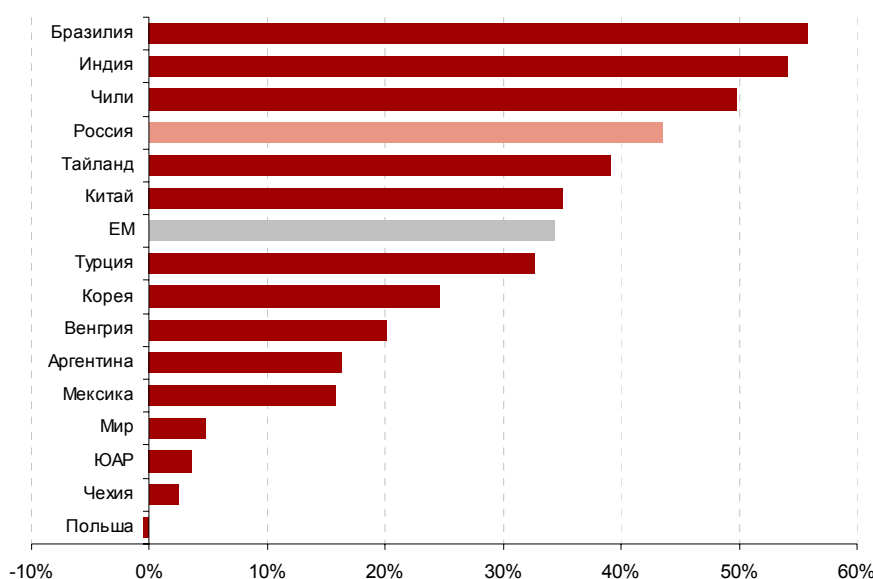
Рынок акций

Коррекция

Российский рынок акций в июне подвергся коррекции и утратил лидерство среди основных развивающихся рынков с начала года. Снижение стало возможным благодаря некоторому охлаждению настроений на глобальных фондовых и сырьевых площадках на фоне обсуждения путей изъятия избыточной ликвидности из мировой финансовой системы после улучшения ситуации в мировой экономике.

В июне российский фондовый рынок впервые за последние пять месяцев продемонстрировал отрицательную динамику: по итогам месяца индекс РТС потерял 9.2%, а индекс ММВБ – 13.5%.

Динамика emerging markets с начала года (MSCI)



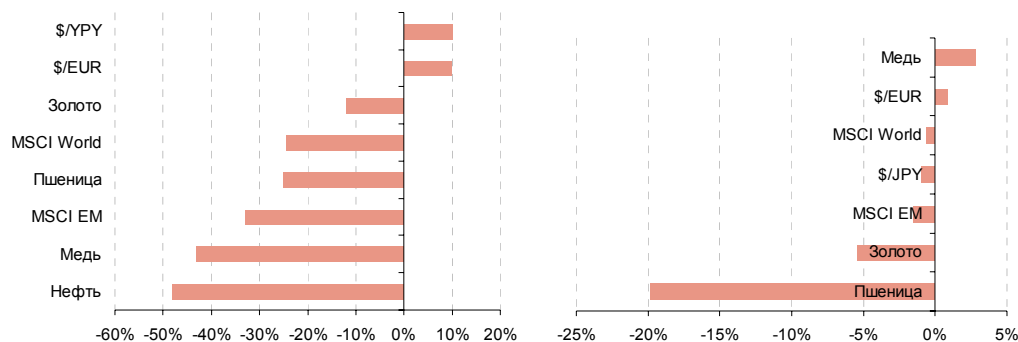
Источник: Bloomberg

Причиной коррекции на российском рынке акций стало заметное ухудшение ситуации на глобальных фондовых площадках и товарных рынках на фоне увеличивающихся волнений на тему возможного изъятия ликвидности из мировой финансовой системы после улучшения экономической ситуации в развитых странах мира. Впрочем, отметим, что в отличие, например, от осени прошлого года, когда наблюдалось бегство от более рискованных активов в менее рискованные (золото, доллар, treasuries, доходность которых за два месяца упала на 111 б.п.), сейчас бегство к качеству было куда как менее заметным – без кардинальных перемен на рынках защитных активов.

Динамика цен на основные виды активов

Октябрь-ноябрь 2008

Июнь 2009



Источник: Bloomberg

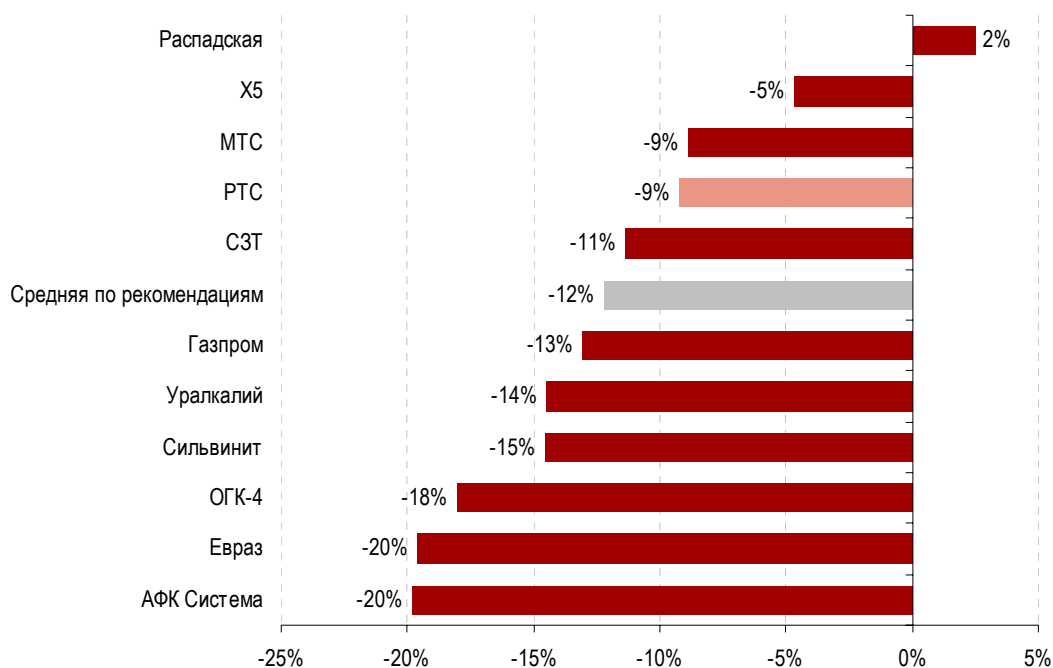
Данный факт, по нашему мнению, может свидетельствовать о том, что глобальной перемены в отношении инвесторов к риску не произошло (хотя аппетит инвесторов к риску немного снизился), а участники рынка просто предпочли зафиксировать прибыль после многомесячного ралли, чтобы впоследствии приобрести, быть может, те же активы по более привлекательным ценам. Отметим также, что слабая динамика российского рынка акций по сравнению с другими мировыми рынками в июне во многом объясняется его отраслевой структурой: компании сырьевых отраслей, доминирующие в структуре российских индексов, подверглись наиболее глубокой коррекции и на мировых площадках.

При этом факторы, которые способствовали впечатляющему ралли на фондовых и товарных рынках с начала года, похоже, остаются в силе. Изымать избыточную ликвидность с мировых рынков пока никто не собирается – напротив, финансовые власти развитых стран продолжают снабжать мировую финансовую систему дешевыми деньгами, что, в частности, продемонстрировали решения Комитета по операциям на открытом рынке ФРС, подтвердившего приверженность политике низких процентных ставок, и действия ЕЦБ, предоставившего в июне своим контрагентам рефинансирование на рекордную сумму в € 442 млрд.

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне в июньской стратегии, лучше рынка выглядели лишь 3 компании, а средняя доходность наших рекомендаций оказалась несколько хуже доходности индекса РТС.

Динамика ключевых рекомендаций за июнь



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в список наших ключевых рекомендаций 1 изменение: бумаги ОГК-4 мы заменяем на акции РусГидро, которые мы считаем лучшей идеей в электроэнергетике.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В базовом варианте (прогнозируемая цена Urals – \$ 60 за баррель до конца 2009 г. и \$ 65 за баррель в 2010 г.) неплохим потенциалом роста в нефтегазовом секторе обладают акции Газпрома. С учетом снижения котировок российских нефтегазовых компаний в июне на 10-20 % стоит выделить подешевевшие акции Сургутнефтегаз а и Газпром нефти.

Металлургия

На мировом рынке стали в настоящий момент можно наблюдать долгожданное оживление. О полномасштабном росте цен говорить пока рано, однако сама возможность существенного улучшения ситуации на рынке стали заставляет оценивать перспективы акций российских металлургических компаний с возрастающим оптимизмом.

Электроэнергетика

В начале июля Правительство подтвердило принятые ранее темпы либерализации рынка и, таким образом, сократило риски сектора. В июле сектор может получить еще один ориентир – долгосрочный рынок мощности, который в значительной степени определит объем будущих денежных потоков генерирующих компаний. На этом фоне, в ближайшее время отрасль может получить импульс для новой переоценки.

Банки

Текущие уровни, на которых торгуются бумаги финансового сектора нам представляются справедливыми. Мы не видим значительного потенциала роста в бумагах Сбербанка или ВТБ.

Телекоммуникации

Мы еще видим потенциал роста стоимости в акциях МТС, тогда как ВымпелКом свой потенциал уже исчерпал. Также интерес представляют акции ряда МРК, впрочем, им присущи и немалые риски, связанные с возможной реструктуризацией Связьинвеста.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2009г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	Евраз	19.40	35.18	81%	покупать
2	МТС	5.16	9.76	89%	покупать
3	Уралкалий	3.31	5.02	51%	покупать
4	Газпром	5.15	7.44	45%	покупать
5	Полюс Золото	38.50	53.1	38%	покупать
6	Газпромнефть	3.14	4.08	30%	покупать
7	Сургутнефтегаз	0.71	0.91	29%	покупать
8	Лукойл	44.92	54.0	20%	держать
9	Вымпелком	11.57	12.5	8%	держать
10	Сбербанк	1.24	1.32	7%	держать
11	Роснефть	5.50	5.76	5%	держать
12	Норильский никель	94.05	95.6	2%	держать
13	ВТБ	0.0012	0.0009	-25%	продавать
13	Татнефть	3.98	2.97	-25%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	Дикси	3.89	11.66	200%	покупать
2	СЗТ	0.28	0.71	152%	покупать
3	Система	0.38	0.80	111%	покупать
4	М. Видео	2.26	4.55	102%	покупать
5	КАМАЗ	0.96	1.63	70%	покупать
6	Волгателеком	1.13	1.86	64%	покупать
7	ММК	0.49	0.78	58%	покупать
8	Магнит	38.56	59.4	54%	покупать
9	Верофарм	20.46	31.1	52%	покупать
10	Северсталь	5.44	8.27	52%	покупать
11	ОГК-4	0.033	0.049	48%	покупать
12	Распадская	2.45	3.63	48%	покупать
13	ОГК-5	0.038	0.054	42%	покупать
14	РусГидро	0.042	0.059	41%	покупать
15	Аэрофлот	1.08	1.43	33%	покупать
16	Сибирьтелеком	0.020	0.025	20%	держать
17	Новатэк	4.27	5.05	18%	держать
18	Мечел	8.00	8.93	12%	держать
19	Автоваз	0.42	0.45	8%	держать
20	НЛМК	2.15	2.22	3%	держать
21	Акрон	23.13	20.8	-10%	продавать
22	ОГК-2	0.022	0.02	-11%	продавать
23	Полиметалл	8.50	7.41	-13%	продавать
24	ОГК-1	0.020	0.015	-23%	продавать
25	ТМК	2.45	1.85	-25%	продавать
26	ОГК-3	0.05	0.039	-25%	продавать
27	УРСИ	0.0137	0.0097	-29%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Газпром	GAZP	нефть и газ	5.15	7.44	44%	В конце июня, появились первые признаки восстановления спроса на газ: Газпром показал рост добычи в последние дни месяца, и у компании, на наш взгляд, остается значительный потенциал роста.
МТС	MBT	мобильная связь	5.16	48.80	29%	Падение доходов даже при самом пессимистичном сценарии незначительно сократит стоимость бизнеса МТС, так как инвестиционные потребности минимальны; невысокая долговая нагрузка выгодно отличает компанию от ВымпелКома.
Уралкалий	URKA	минудобрения	3.31	5.02	51%	Несмотря на существенное снижение спроса на калийные удобрения, позиции продавцов в этой уникальной отрасли по-прежнему выглядят очень сильно, а акции Уралкалия смотрятся недооцененными как по отношению к своей справедливой стоимости, так и по отношению к крупнейшим зарубежным аналогам.
Евраз	EVR.L	металлургия	19.4	35.18	81%	Евраз обладает достаточно высоким уровнем левереджа. В случае если цены на сырьевые товары пойдут вверх, акции компании будут расти быстрее, чем бумаги ее конкурентов. В то же время глобальное присутствие и высокая рентабельность снижают риски Евраз в случае, если дела пойдут не столь гладко.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Распадская	RASP	угледобыча	2.45	3.63	48%	Рост уровня загрузки металлургических мощностей в РФ неизбежно приведет и к увеличению спроса на коксующийся уголь. Кроме того, огромным плюсом Распадской в условиях низких цен на сырье является то, что компания имеет один из самых низких уровней издержек в мировой угольной отрасли.
РусГидро	HYDR	электроэнергетика	0.042	0.059	41%	Сильной стороной компании является ее независимость от уровня стоимости топлива, что в условиях финансового кризиса дает явные преимущества станциям РусГидро. Кроме того, российская гидрогенерирующая компания является основным бенефициаром либерализации рынка электроэнергии. В этой связи мы полагаем, что в текущем году даже несмотря на падение потребления электроэнергии, РусГидро в отличие от других генерирующих компаний сумеет нарастить объемы выработки и еще более улучшить свои финансовые результаты.
СЗТ	SPTL	телекоммуникации	0.28	0.71	154%	Северо-Западный Телеком находится в благоприятном положении по сравнению с большинством МРК по уровню долговой нагрузки. В условиях нестабильности рынков капитала компания придерживается стратегии независимости финансирования инвестиционной программы от внешних источников.
X5	FIVE	ритейл	15.05	25.85	72%	Около 70 % продаж компании приходится на форматы "дискаунтер" и "гипермаркет", которые в текущей ситуации становятся более привлекательными. В 2009 г. X5 планирует снижать цены, чтобы привлечь новых покупателей и повысить продажи в магазинах. Пересмотр ставок аренды в сторону снижения должен поддержать маржу EBITDA. Мы смотрим на X5 как на консолидатора сектора розничной торговли, поэтому новости о сделках M&A (в том числе подтверждение сделки по покупке сибирского ритейлера "Холидей") могут стать драйвером роста акций компании.
Сильвинит	SILV	минудобрения	380	934	146%	Сильвинит, на наш взгляд, выглядит самой дешевой компаний в секторе калийных удобрений в мировом масштабе. При этом сам сектор, благодаря сильным переговорным позициям производителей, имеет все шансы стать одним из главных бенефициаров роста цен на продовольствие.
АФК "Система"	SSI	телекоммуникации	0.38	0.80	112%	Высокий левередж позволит акциям Системы расти быстрее рынка в случае дальнейшего снижения рисков и повышения оценки российских акций. Кроме того, обращает на себя внимание существенный дисконт локальных акций Системы к ее АДР.

Тремасов Кирилл

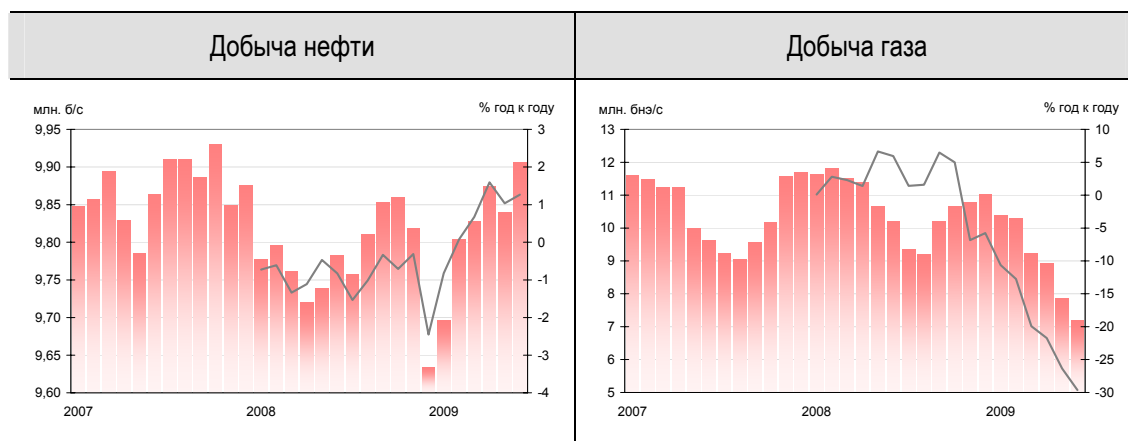
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика**Ждём улучшения**

Опросы промышленных предприятий и компаний сферы услуг (индексы PMI) показывают, что к концу второго квартала спад практически прекратился. По-видимому, уже в третьем квартале в экономике появятся первые намёки на рост. В четвёртом квартале улучшение общеэкономической конъюнктуры должно стать более очевидным. Тем не менее, сокращение ВВП по году может превысить 8 %.

Текущая макростатистика по-прежнему вызывает сплошные разочарования. В майской статистике мы не увидели даже намёка на какое-либо улучшение общей экономической ситуации. Приходится констатировать дальнейшее ослабление потребительского спроса, к которому неожиданно добавилось достаточно резкое падение спроса инвестиционного. Остаётся надеяться лишь на внешний спрос, который пока вселяет умеренный оптимизм, и фактически уже обеспечил стабилизацию промышленного производства.

Промышленный спад, действительно, практически прекратился; объёмы промышленного производства стабилизировались на уровнях 2005 года. Причём есть все основания полагать, что в ближайшие месяцы мы несколько поднимемся с этих уровней. Этот прогноз обусловлен анализом ситуации в отдельных отраслях. Так в последние недели зафиксировано явное оживление на мировом рынке стали, цены на российскую продукцию поднялись, и это, по-видимому, позволит металлургам увеличить загрузку мощностей. Близки к подписанию контрактов с Индией производители калийных удобрений – это событие резко увеличит загрузку их мощностей, которая сейчас составляет лишь около 40 %. В нефтегазовой промышленности на протяжении уже нескольких месяцев наблюдается рост добычи нефти. Добыча газа в июне продолжала сокращаться, но в конце месяца наметился некоторый рост. Известно, что в 3-м квартале стоимость российского газа для европейских потребителей существенно снижается, поэтому ожидается рост спроса на голубое топливо из России. К сожалению, по-прежнему, крайне мрачной видится ситуация в автопроме; правительственные меры по стимулированию продаж новых автомобилей оказались неэффективными, рынок на сегодняшний день ещё не достиг своего дна.



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Мы хотели бы обратить внимание на последние опросы промышленных предприятий и компаний сферы услуг, на основании которых рассчитываются крайне популярные сейчас индексы PMI. В июне динамика этих индексов продолжала улучшаться. Российский PMI по промышленному сектору вырос с 45.3 до 47.3, при этом значение индекса без поправки на сезонный фактор составило 51.1, таким образом, впервые с начала кризиса оказавшись в зоне роста (выше 50 пунктов). В отчёте PMI по промышленности также отмечалось, что сокращение объёма новых заказов практически прекратилось, а ценовое давление существенно ослабло. Это хорошие индикаторы того, что промышленный сектор находится на пороге роста.

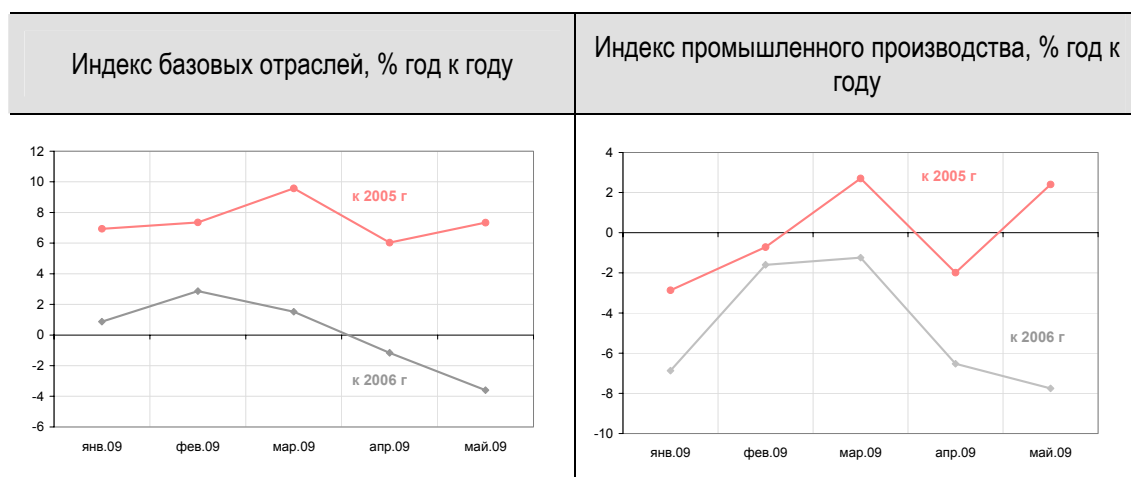
В сфере услуг, судя по динамике индекса PMI (в июне он вырос до 49.7), спад практически

прекратился. Позитивным моментом для компаний, оказывающих услуги населению, являются минимальные за всю историю наблюдений (с осени 2001) темпы роста себестоимости услуг.



Источники: Markit Economics, Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Наши базовые ожидания по российской экономике остаются без изменений. Мы считаем, что промышленный сектор прошёл своё дно во втором квартале, и уже в третьем квартале мы увидим разворот промышленного цикла вверх. Потребительский спрос должен нащупать своё дно в ближайшие месяцы; оживление потребительской активности мы рассчитываем увидеть ближе к концу года. Сокращение ВВП по итогам года мы ожидаем на уровне 7.6 %, хотя майская статистика наводит на мысль о более существенном снижении экономики. В следующем году мы прогнозируем рост ВВП на уровне более 7 %. Уточнить наши макропрогнозы мы планируем после публикации данных по ВВП за второй квартал.



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-июнь 2009	2009 П	2010 П	2011 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	69.4	93.8	50.6	55.0	65.0	72.5
на конец года	37.4	54.4	55.1	91.6	34.8	68.0	60.0	70.0	75.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	410	445	605	698	872	917	950	1 000	1 000
на конец года	438	517	637	839	882	927	975	1 025	975
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	35 838	21 253	11 897	13 650	16 000	17 000
на конец года	14 877	13 372	34 025	27 200	11 700	15 375	15 500	16 500	17 500
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	7 009	6 879	4 103	4 550	5 200	5 400
на конец года	3 264	4 542	6 308	6 755	3 070	4 967	5 100	5 300	5 500
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 729	1 906	2 595	2 661	2 620	1 469	1 450	1 600	1 700
на конец года	1 958	2 277	2 803	2 410	1 540	1 630	1 550	1 650	1 725
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 068	1 400	3 250	3 234	1 902	1 360	1 500	1 600	1 700
на конец года	1 246	1 909	4 230	2 430	1 208	1 549	1 600	1 650	1 750
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	50	75	56	73	171	49	55	70	75
на конец года	80	50	64	90	68	49	60	75	80
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой	-	-	-	-	-	327	325	400	450
на конец года	-	-	-	-	380	385	375	425	475
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.37	1.47	1.33	1.36	1.42	1.47
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.40	1.41	1.45	1.50
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	25.55	24.87	33.27	31.80	28.60	26.60
на конец года	27.75	28.78	26.33	24.55	29.38	31.29	29.55	27.45	25.70
Евро/рубль									
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	35.03	36.45	44.24	43.30	40.60	39.10
на конец года	37.81	34.19	34.70	35.93	41.44	43.82	41.70	39.80	38.55
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.82	30.08	38.20	36.98	34.00	32.23
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.67	34.81	36.93	35.02	33.01	31.48
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	2.25	4.25	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50	0.50
UST 10									
среднегодовой, % годовых	4.26	4.28	4.79	4.63	3.65	3.02	3.50	4.00	4.50
на конец года, % годовых	4.22	4.39	4.70	4.03	2.22	3.54	4.00	4.25	5.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	7.30	5.96	5.93	5.80	6.78	8.53	8.50	6.75	6.50
на конец года, % годовых	6.59	5.55	5.66	5.53	9.98	7.81	7.00	6.50	6.50
спред к UST-10, б. п.	236	115	95	150	775	427	300	225	150
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.59	7.47	10.40	10.00	8.50	7.75
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.53	9.11	10.33	9.00	8.00	7.50
Ставка рефинансирования, % годовых	13.0	12.0	11.0	10.0	13.0	11.5	11.0	10.0	9.5
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых	-	-	-	-	9.0	8.5	8.0	7.0	6.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	2 291	632	987	1 150	-	-
Изменение за год, %	8.3	83.4	70.7	19.2	-72.4	56.2	82.0	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-июнь 2009	2009 П	2010 П	2011 П
ВВП									
реальный, % год к году	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6	-10.2	-7.6	7.4	5.8
номинальный, млрд руб.	17 048	21 625	26 904	33 111	41 668	14 489	40 376	48 815	58 578
% год к году	28.7	26.8	24.4	23.1	25.8	-6.4	-3.1	20.9	20.0
номинальный, \$ млрд	592	764	991	1 296	1 675	430	1 270	1 707	2 202
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	7.0	9.1	11.8	3.0	9.0	12.1	15.6
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	8.0	5.1	6.3	6.3	2.1	-15.4	-10.2	6.2	5.0
обрабатывающая промышленность	-	5.7	8.3	9.5	3.2	-22.4	-14.7	8.5	6.7
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.5	1.9	0.2	-3.4	-3.4	2.2	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.9	-0.2	1.4	-5.3	-3.2	3.3	3.0
Добыча нефти									
% год к году	8.9	2.5	2.2	2.3	-0.7	-0.2	-1.0	0.4	1.0
млн т	459	470	480	491	488	202	483	485	490
млн баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.87	9.78	9.81	9.70	9.74	9.84
Добыча газа									
% год к году	2.3	1.1	2.4	-0.5	1.8	-19.2	-7.2	4.5	4.3
млрд куб. м	634	641	656	653	665	238	617	645	673
млн б. н. э. в сутки	10.19	10.33	10.58	10.53	10.69	9.26	9.95	10.40	10.85
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	13.7	10.9	16.7	22.7	9.8	-17.7	-18.0	16.0	15.0
млрд руб.	2 865	3 611	4 730	6 716	8 765	2 377	6 924	8 922	11 645
% год к году	31.0	26.0	31.0	42.0	30.5	-8.9	-21.0	28.9	30.5
% к ВВП	16.8	16.7	17.6	20.3	21.0	16.4	17.1	18.3	19.9
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	13.3	12.8	14.1	16.1	13.5	-2.2	-5.5	8.0	12.0
млрд руб.	5 642	7 042	8 712	10 869	13 915	5 622	14 944	17 821	21 653
% год к году	24.6	24.8	23.7	24.8	28.0	9.4	7.4	19.3	21.5
% к ВВП	33.1	32.6	32.4	32.8	33.4	38.8	37.0	36.5	37.0
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	10.1	13.2	18.1	18.2	12.8	-19.2	-20.0	14.0	15.0
млрд руб.	1 314	1 754	2 351	3 293	4 528	1 211	3 487	4 423	5 773
% год к году в ном. выражении		33.6	34.0	40.1	37.5	-11.5	-23.0	26.9	30.5
% к ВВП	7.7	8.1	8.7	9.9	10.9	8.4	8.6	9.1	9.9
жилищное строительство									
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	714	766	178	725	680	635
млн кв. м жилой площади	41.0	43.6	50.6	61.0	63.8	16.7	62.0	58.0	55.0
% год к году	12.6	6.1	16.1	20.6	4.5	4.1	-2.8	-6.5	-5.2
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	2.3	3.6	3.4	10.8	1.2	4.0	3.0	3.0

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-май 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	6 410	8 112	10 183	12 601	15 129	14 932	16 339	18 708	22 075
% год к году	29.0	26.5	25.5	23.6	20.2	12.4	8.0	14.5	18.0
Реальные расп. денежные доходы населения									
% год к году	10.4	12.4	13.5	12.1	2.9	-0.4	-4.9	3.3	8.5
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц				12 106	15 104	15 342	16 584	19 006	22 465
% год к году					24.8	14.6	9.8	14.6	18.2
Норма сбережений				3.9	0.2	-2.7	-1.5	-1.6	-1.8
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 634	13 593	17 226	17 705	17 571	20 066	23 838
% год к году	22.6	26.9	24.3	27.8	26.7	11.0	2.0	14.2	18.8
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	392	532	693	526	553	702	896
% год к году	30.5	29.2	29.7	35.8	30.2	-20.6	-20.2	27.0	27.7
Реальная заработная плата									
% год к году	10.6	12.6	13.3	17.2	10.3	-2.0	-10.9	3.0	9.3
Рынок труда									
числ. постоянного населения, млн чел.	143.5	142.8	142.2	142.0	141.9	141.9	141.7	141.5	141.4
изменение за год, тыс. человек	-694	-721	-533	-212	-105	-50.4	-200	-200	-150
числ. эк. активного населения, млн чел.	72.9	73.8	74.2	75.0	75.8	75.5	75.5	75.0	74.5
числ. безработных на конец года, млн чел.	6.11	5.66	5.13	4.60	5.80	7.50	7.50	7.10	6.50
безработица на конец года, %	8.4	7.7	6.9	6.1	7.7	9.9	9.9	9.5	8.7
числ. официально зарегистрированных безработных на конец года, млн чел.	1.92	1.83	1.74	1.55	1.52	2.21	2.80	2.75	2.50
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0	2.9	3.7	3.7	3.4

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-май 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	4 363	6 045	8 996	13 272	13 493	12 861	13 156	16 050	19 453
% год к году	35.8	38.5	48.8	47.5	1.7	-6.3	-2.5	22.0	21.2
% к ВВП	25.6	28.0	33.4	40.1	32.5	-	32.6	32.9	33.2
M0, млрд руб.	1 535	2 009	2 785	3 702	3 795	3 462	3 719	4 481	5 422
% год к году	33.8	30.9	38.6	32.9	2.5	-5.3	-2.0	20.5	21.0
доля в M2, %	35.2	33.2	31.0	27.9	28.1	26.9	28.3	27.9	27.9
% к ВВП	9.0	9.3	10.4	11.2	9.1	-	9.2	9.2	9.3
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	11.7	10.9	9.0	11.9	13.3	12.3	12.5	10.0	9.0
% среднегодовой	10.9	12.5	9.8	9.1	14.1	14.1	12.9	11.3	9.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	28.8	13.4	10.4	25.1	-7.0	-6.5	10.5	12.5	12.0
% среднегодовой	23.9	20.9	12.5	14.1	21.8	7.5	-8.0	11.5	12.3
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	48	58	122	175	-52	-23	-7	101	96
На конец года, \$ млрд	125	182	304	479	427	404	420	521	637
% к ВВП	21.0	23.9	30.6	36.9	25.6	-	33.1	30.5	28.9

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Активы, млрд руб.	7 101	9 696	13 963	20 125	28 022	28 048	28 863		
% год к году	27.3	36.6	44.0	44.1	39.2	29.1	3.0		
% к ВВП	41.7	44.8	51.9	60.8	67.3	-	71.5		
Собственный капитал, млрд руб.	947	1 242	1 693	2 671	3 811	4 194	4 169		
% год к году	16.2	31.2	36.3	57.8	42.7	44.1	9.4		
% к ВВП	5.6	5.7	6.3	8.1	9.1	-	10.3		
% к активам	13.3	12.8	12.1	13.3	13.6	15.0	14.4		
Депозиты населения, млрд руб.	1 981	2 761	3 810	5 159	5 907	6 295	6 061		
% год к году	30.4	39.4	38.0	35.4	14.5	14.9	2.6		
% к пассивам	27.9	28.5	27.3	25.6	21.1	22.4	21.0		
Кредиты населению, млрд руб.	538	1 056	1 883	2 971	4 017	3 811	3 636		
% год к году	116.4	96.2	78.3	57.8	35.2	14.0	-9.5		
% к активам	7.6	10.9	13.5	14.8	14.3	13.6	12.6		
% к депозитам населения	27.2	38.2	49.4	57.6	68.0	60.5	60.0		
Просроченная задолженность	7.2	19.9	50.6	97	149	195	364		
% к портфелю	1.3	1.9	2.7	3.2	3.7	5.1	10.0		
Депозиты юридических лиц, млрд руб.	758	1 271	2 147	3 520	4 945	5 060	4 619		
% год к году	142.5	67.7	68.9	64.0	40.5	29.3	-6.6		
% к пассивам	10.7	13.1	15.4	17.5	17.6	18.0	16.0		
Кредиты предприятиям, млрд руб.	3 348	4 397	6 148	9 316	12 510	13 175	13 636		
% год к году	38.0	31.3	39.8	51.5	34.3	24.5	9.0		
% к активам	47.1	45.3	44.0	46.3	44.6	47.0	47.2		
Просроченная задолженность	51	56	70	86	266	524	954		
% к портфелю	1.5	1.3	1.1	0.9	2.1	4.0	7.0		
Просроченная задолженность по кредитам, млрд руб.	58	76	121	183	415	720	1 318		
% к кредитному портфелю	1.5	1.4	1.5	1.5	2.5	4.2	7.6		
Резервы на возможные потери по кредитам, млрд руб.		295	403	532	899	1 220	1 582		
% к кредитному портфелю		5.4	5.0	4.3	5.4	7.2	9.2		
% к просроченной задолженности		389	333	291	217	170	120		
Прибыль, млрд руб.	178	262	372	508	409	32	-267		
% год к году	38.6	47.3	41.8	36.7	-19.4	-81.8	-		
ROAA	2.8	3.1	3.1	3.0	1.7	0.3	-0.9		
ROAE	20.2	24.0	25.3	23.3	12.6	2.4	-6.7		

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-май 2009	2009 П **	2010 П	2011 П
Доходы, млрд руб.	3 429	5 125	6 279	7 765	9 258	2 640	6 714		
% год к году	32.6	49.5	22.5	23.7	19.2	-28.6	-27.5		
% к ВВП	20.1	23.7	23.3	23.4	22.3	18.2	16.6		
в т. ч.									
нефтегазовые доходы					4 389	854	2 057		
% год к году					-	-50.3	-53.1		
% к доходам					47.4	32.3	30.6		
Расходы, млрд руб.	2 699	3 512	4 285	5 982	7 561	3 169	9 692		
% год к году	14.4	30.1	22.0	39.6	26.4	30.0	28.2		
% к ВВП	15.8	16.2	15.9	18.1	18.2	21.9	24.0		
Профицит, млрд руб.	730	1 613	1 994	1 782	1 697	-529	-2 978		
% год к году	220.7	120.9	23.6	-10.6	-4.8	-	-		
% к ВВП	4.3	7.5	7.4	5.4	4.1	-3.6	-7.4		
Резервный фонд *									
млрд руб.	522	1 237	2 347	3 849	4 028	3 128			
\$ млрд	18.8	43.0	89.1	156.8	137	101			
% к ВВП	3.1	5.7	8.7	11.7	9.7	-			
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.	-	-	-	-	2 584	2 784			
\$ млрд	-	-	-	-	88	90			
% к ВВП	-	-	-	-	6.2	-			

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

** - согласно закону об изменениях в бюджет-2009

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Счет текущих операций	60	84	94	77	102	9	60	55	30
% год к году	68	41	12	-18	33	-76	-41	-8	-45
% к ВВП	10.1	11.0	9.5	5.9	6.1	2.1	4.7	3.2	1.4
Экспорт товаров	183	244	304	354	472	57	290	345	370
% год к году	35	33	25	17	33	-48	-39	19	7
% к ВВП	31.0	31.9	30.6	27.3	28.2	13.4	22.8	20.2	16.8
т, ч, экспорт углеводородов	100	149	191	219	309	35	177	212	230
% к ВВП	16.9	19.5	19.2	16.9	18.5	8.1	13.9	12.4	10.4
% к общему объему экспорта	54.7	61.1	62.8	61.7	65.6	60.6	60.9	61.4	62.2
Импорт товаров	97	125	164	223	292	38	180	245	320
% год к году	28	29	31	36	31	-36	-38	36	31
% к ВВП	16.5	16.4	16.6	17.2	17.4	8.9	14.2	14.4	14.5
Торговое сальдо	86	118	139	131	180	19	110	100	50
% год к году	43	38	18	-6	37	-62	-39	-9	-
% к ВВП	14.5	15.5	14.0	10.1	10.7	4.4	8.7	5.9	2.3
Прямые иностранные инвестиции	15	13	30	55	70	10	42	63	86
% к ВВП	2.6	1.7	3.0	4.2	4.2	4.1	3.3	3.7	3.9
Банки	1	2	3	7	10	2	6	8	11
% к ВВП	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	1.6	0.5	0.5	0.5
% к общему объему ПИИ	4	15	8	13	14	15	14	13	13
Прочие сектора	15	11	27	48	60	8	36	55	75
% к ВВП	2.5	1.4	2.7	3.7	3.6	3.4	2.8	3.2	3.4
% к общему объему ПИИ	96	85	92	87	86	85	86	87	87
Чистый отток капитала	-9	0	41	82	-133	-39	-62	36	54
% к ВВП	-1.5	0.0	4.2	6.4	-7.9	-9.0	-4.9	2.1	2.5
Банки	4	6	28	46	-58	-6	-18	6	16
% к ВВП	0.6	0.8	2.8	3.5	-3.4	-1.3	-1.4	0.4	0.7
Прочие сектора	-12	-6	14	37	-75	-33	-44	30	38
% к ВВП	-2.1	-0.8	1.4	2.8	-4.5	-7.7	-3.5	1.8	1.7

Источники: Росстат, Банк России, Минфин, МЭР, REUTERS, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Долговые рынки

Домашние каникулы

Прежние проблемы в экономике США сохраняются: рост безработицы, снижение цен на недвижимость, рост просроченной задолженности. Инфляционные ожидания поостыли и отошли на второй план.

Снижение доходностей UST привело к очередному ралли в российских еврооблигациях. Активизация рынка в более рискованных бумагах говорит о том, что рост рынка подошел к концу.

Интересных событий на внутреннем долговом рынке будет вполне достаточно, чтобы сконцентрироваться на рублевых облигациях.

Вал размещений со стороны эмитентов первого эшелона не дает доходностям рублевых облигаций опуститься вниз. Компании не скупятся на премии, которые интересны рынку. Ответ на вопрос, компенсируют ли эти премии риск девальвации рубля, даст время. В любом случае, зафиксировать прибыль от участия в первичном размещении можно будет довольно быстро, а в случае ухудшения ситуации – получить рефинансирование в ЦБ.

ЦБ РФ сигнализирует, что может снизить ставку рефинансирования еще на 1.5 % с 11.5 % до 10.0 % без рисков для инфляции. Эти действия должны позитивно отразиться на внутреннем долговом рынке.

Глобальные рынки: угроза номер один сохраняется

Денежный рынок. Ситуация с ликвидностью на глобальных денежных рынках продолжила улучшаться. Спрэды LIBOR-OIS продолжили снижение. В настоящий момент спрэд в евро и долларах находится ниже 50 б. п. Лучше ситуация на денежных рынках была только в середине лета 2007 г. (т. е. два года назад). На встрече министров финансов G8 в июне впервые был поднят вопрос о стратегии выхода из принятых антикризисных программ. Для рынков это означает потенциальное сокращение ликвидности в будущем.

Рост доходности UST. Рост доходности казначейских облигаций приостановился в июне. Кривая американских гособлигаций снизилась на 40 б. п. со своих пиковых уровней (10 июня 2009 г.).

Политика ФРС. Нас немного разочаровала политика ФРС и ее решение сохранить объем выкупа обязательств на прежнем уровне. Впрочем, у ФРС еще есть время потянуть до осени. Именно тогда должен быть выкуплен весь объявленный объем госбумаг.

Инфляция. Инфляционные ожидания немного поостыли по сравнению с прошлым месяцем. Спрэд UST-TIPS на отрезке 10 лет так и не преодолел психологически значимую (для нас) отметку.

Банковский сектор. Ситуация с программой выкупа «токсичных» активов явно буксует. Желаящих продать «плохие» активы на аукционе явно не так много, как ожидали власти. Премии CDS глобальных банков (за исключением Citigroup) остались стабильны. Сектор остается проблемным, рост просроченной задолженности не прекратится по мере роста безработицы. Рынок ждет, что пиковые значения уровня просроченной задолженности придутся на осень.

В середине июня регуляторы наконец опубликовали целый свод предложений, посвященный реформированию финансовой системы США. Эти предложения еще ждет тщательный пересмотр: уже сейчас лобби банковского сектора предрекают снижение рентабельности банковского сектора и замедление темпов восстановления экономики в случае принятия законопроекта в первоначальном виде.

Макроэкономика. Большинство фундаментальных показателей свидетельствуют о снижении темпов негативных процессов, связанных с рецессией. Стагнация рынка труда продолжается. В мае число сокращений заметно снизилось, но в июне фактические цифры оказались ближе к самым пессимистическим ожиданиям (467 тыс.) Уровень безработицы достиг 9.5 %, но число получающих пособие по безработице не растет с середины мая. Угроза номер один – рост уровня просроченных

ВМВІ индексы доходности рублевых облигаций:

Корпоративный сектор:
18.5 %;

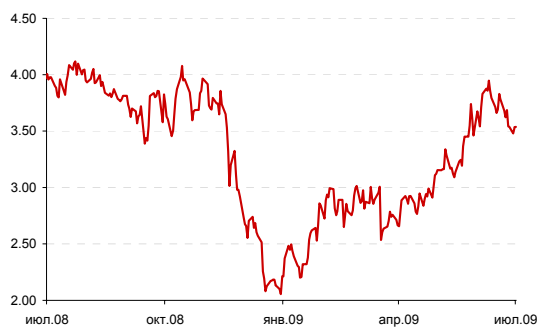
Blue chips: 13.4 %;

2-й эшелон: 19.4 %;

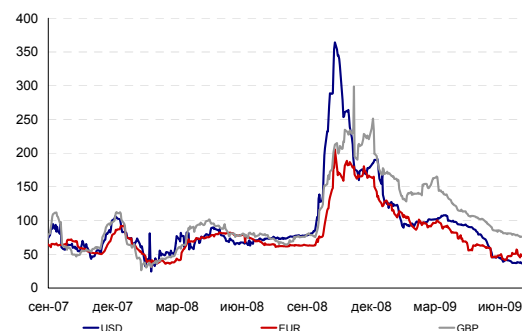
3-й эшелон: 31.6 %

долгов и ухудшение качества банковских активов – сохраняется.

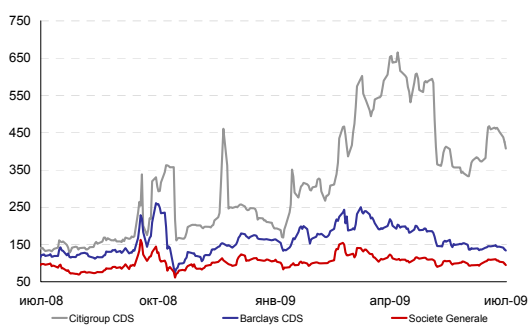
Динамика доходности UST-10



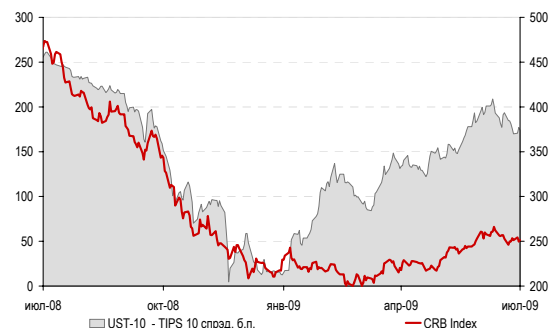
Спрэд LIBOR-OIS



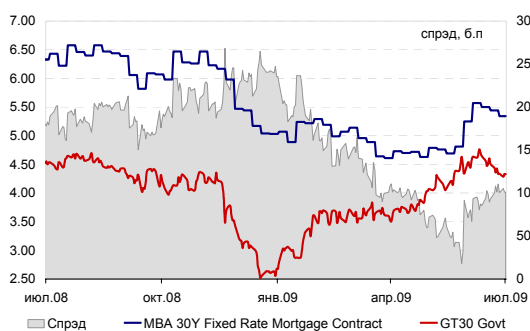
Динамика CDS глобальных банков



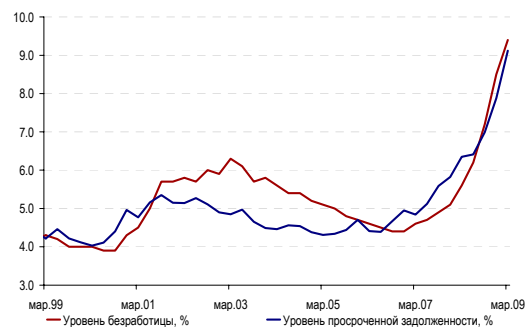
Инфляционные ожидания в США



Долгосрчные UST и ставки по ипотеке, %



Уровень просроченной задолженности и уровень безработицы, %

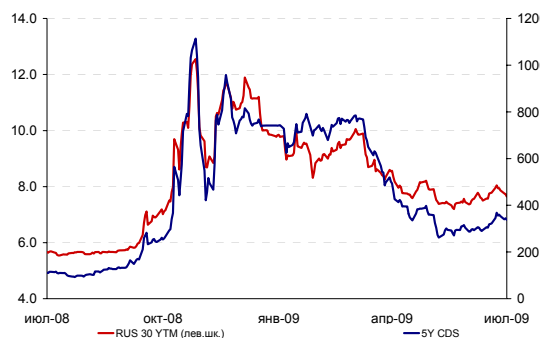


Источник: Bloomberg

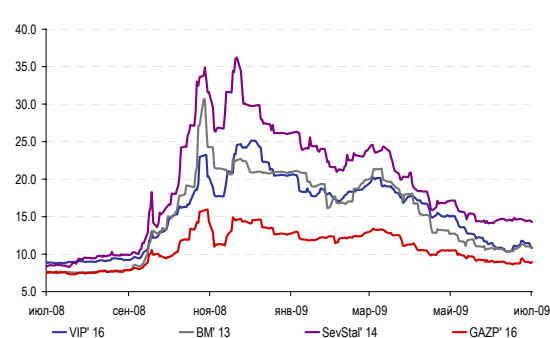
Еврооблигации, итоги 1-го полугодия 2009 г: день за два

Основное ралли в корпоративных еврооблигациях закончилось. Активизация рынка в относительно рискованных бумагах (Rolf, Gallery) сигнализирует о росте аппетита к риску, но не о снижении самого риска. Мы полагаем, что 2-е полугодие 2009 г. выйдет не таким интересным в этом сегменте. Рост в большинстве фишек в значительной степени отыгран.

Россия: премия за суверенный риск



Россия: доходность корпоративных еврооблигаций



Изменение цен*

Лидеры роста / падения (июнь 2009г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
TransCap' 17	20.0	20.30 YTM	-1073	2.20
HCFB' 10	15.0	18.95 YTM	-2301	0.67
RusStand' 11	14.4	20.56 YTM	-1152	1.53
MezgProm' 10	14.0	25.73 YTM	-2722	0.51
MezgProm' 10	14.0	25.73 YTM	-2722	0.51
RusStand' 15	11.5	17.75 YTM	-430	4.22
RusStand' 16	11.3	16.54 YTM	-393	1.87
RusStand' 10	11.0	18.69 YTM	-1092	1.09
PromSvyaz' 18s	10.3	18.09 YTM	-340	2.44
Sber' 15s	9.6	6.69 YTM	-223	0.55
Bank St.Pet' 17s	9.0	17.27 YTM	-327	1.95

Лидеры роста / падения (июнь 2009г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
TMK' 11	8.9	17.59 YTM	-66	1.66
Evraz' 15	8.0	12.44 YTM	-101	4.55
KuzbassUgol' 10	8.0	19.82 YTM	15	0.86
NKNH' 15	7.7	15.83 YTM	-300	4.43
Lukoil' 22	6.0	8.60 YTM	0	8.08
Evraz' 13	4.9	14.04 YTM	-74	2.98
Alrosa' 14	4.9	11.69 YTM	-51	4.02
NovorosPort' 12	4.6	10.02 YTM	-57	2.48
Lukoil' 17	4.3	7.64 YTM	-1	6.00
TNK-BP' 16	2.8	9.76 YTM	-17	5.03
TransNef' 12€	2.7	6.87 YTM	-12	2.64

Лидеры роста / падения в 1П2009 г.

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
TransCap' 10	59.5	18.10 YTM	-10 525	0.75
MezgProm' 10	59.0	25.73 YTM	-13 760	0.51
TatFond' 10	52.0	24.14 YTM	-9 036	0.69
Souz' 10	50.5	27.35 YTM	-9 302	0.51
RusStand' 11	50.2	20.56 YTM	-5 257	1.53
MezgProm' 10	45.0	40.71 YTM	-9 875	0.71
RusStand' 15	44.0	17.75 YTM	-2 786	4.22
RusStand' 15	44.0	17.75 YTM	-2 786	4.22
RusStand' 16	43.8	16.54 YTM	-2 711	-
PromSvyaz' 11	38.7	15.20 YTM	-2 572	-
URSA' 10-2	37.3	19.96 YTM	-5 240	-
Alfa' 12	33.4	13.54 YTM	-1 724	-
RenCap' 09	33.0	47.33 YTM	-4 752	0.31
RSHB' 17	31.8	8.60 YTM	-774	5.87
VTB' 15	29.0	8.76 YTM	-834	0.49
GazpromB' 15	28.9	9.83 YTM	-836	4.76
PromSvyaz' 18s	28.3	18.09 YTM	-1 184	2.44
TransCap' 17	28.0	20.30 YTM	-1 756	2.20
BM' 13	26.7	10.68 YTM	-1 005	3.18
VTB' 35	26.0	9.87 YTP	-755	4.74

Лидеры роста / падения в 1П2009 г.

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
KuzbassUgol' 10	48.0	19.82 YTM	-884	0.86
TNK-BP' 16	41.8	9.76 YTM	-59	5.03
EuroChem' 12	40.2	11.35 YTM	-105	2.29
TNK-BP' 18	37.0	10.36 YTM	-19	5.78
TNK-BP' 17	36.6	10.01 YTM	-46	5.55
VIP' 16	32.7	10.71 YTM	-29	4.95
Raspadskaya' 12	31.1	12.55 YTM	60	2.44
TNK-BP' 13	30.4	9.42 YTM	26	3.05
TNK-BP' 11	30.4	8.03 YTM	22	1.79
Lukoil' 17	29.5	7.64 YTM	-78	6.00
SevStal' 14	29.5	14.26 YTM	32	-
SevStal' 13	29.4	14.60 YTM	-71	-
Evraz' 15	29.1	12.44 YTM	-223	4.55
Alrosa' 14	29.0	11.69 YTM	-135	4.02
TNK-BP' 12	27.7	9.04 YTM	40	2.37
TMK' 09	26.0	12.77 YTM	-292	0.22
TransNef' 12€	24.0	6.87 YTM	-102	2.64
GAZP' 18€	22.5	10.17 YTM	54	5.81
MTS' 12	22.2	7.91 YTM	-46	2.20
GAZP' 14€	22.0	9.16 YTM	22	3.79

* в процентных пунктах

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний долговой рынок

Доходность владения (HPR) рублевыми облигациями в 1-м полугодии 2009 г. составила почти 30 % годовых (рост котировок и купоны дали инвесторам возможность заработать почти 15 % на вложенные средства). Это в 2 раза выше по сравнению с девальвацией рубля за тот же период (рубль подешевел к доллару чуть больше 7 %). Данная маржа могла стать хорошей платой за грамотный подход к оценке кредитных рисков на фоне волны дефолтов в третьем и частично втором эшелонах.

Позитивная конъюнктура на глобальных рынках, восстановление цен на нефть, ожидаемое снижение процентных ставок ЦБ стали благоприятными предпосылками для роста котировок рублевых облигаций. В мае-июне этот рост наткнулся на непреодолимую стену в виде огромного предложения риска первого эшелона по отличной цене.

ВМБІ: динамика основных индексов во 2 кв 2009 г и 1П2009 г.*

Сегмент	30.06.2009					Динамика ВМБІ в 2 кв.2009 г.				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд. руб.	УТМ, %	M.dur	Спрэд, б.п.	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдч., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	958.4	908.3	18.5	1.0	913	4.5	6.6	26.6	-519	-530
Blue chips	436.5	417.7	13.4	1.3	359	1.7	4.4	17.5	-5	-14
2-й эшелон	373.2	354.5	19.4	0.7	1 043	5.9	7.2	28.7	-842	-871
3-й эшелон	148.7	136.1	31.6	0.6	2 285	9.2	12.4	49.6	-486	-511
Муниципальные облигации	249.9	225.4	14.9	1.6	446	1.9	4.4	17.7	-189	-196
Москва	150.6	134.6	14.4	2.3	329	3.3	5.8	23.2	-47	8
Облигации др. регионов	97.3	89.1	15.0	1.5	468	1.5	4.0	16.2	-232	-253
Государственные облигации										
ОФЗ	795.8	687.2	10.7	3.1	-	3.9	6.0	24.2	-	-4

ВМБІ: динамика основных индексов в 1П 2009 г.*

Сегмент	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдч., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	9.7	14.8	29.7	-1138	-1076
Blue chips	4.7	10.0	20.0	-178	-151
2-й эшелон	11.7	16.0	32.1	-1443	-1383
3-й эшелон	18.4	25.4	50.9	-1849	-1774
Муниципальные облигации	3.1	8.3	16.5	-11	-9
Москва	-3.0	1.6	3.2	264	339
Облигации др. регионов	4.0	9.3	18.7	-104	-117
Государственные облигации					
ОФЗ	-8.7	-4.7	-9.4	-	161

Источники: ММББ, Банк Москвы

* - Мы отмечаем, что индексы ВМБІ очищены от влияния динамики distressed debt. При объявлении технического дефолта / предложения о реструктуризации мы исключаем как дефолтный выпуск, так и все выпуски, связанные с данным эмитентом. Реструктуризация, объявленная до дефолта, также является поводом для исключения бумаг эмитента из индексов. Индексы ВМБІ отражают динамику портфеля облигаций, обязательства которого исполняются в полном объеме.

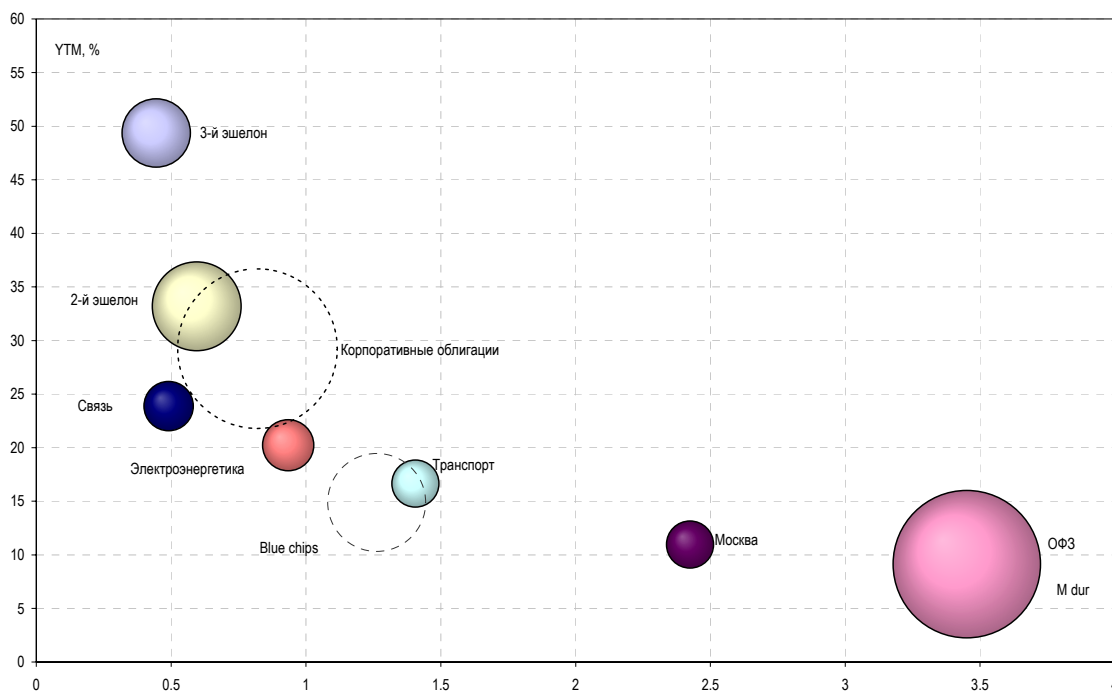
Индекс ВМБІ: сектор рублевых корпоративных облигаций



Источники: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

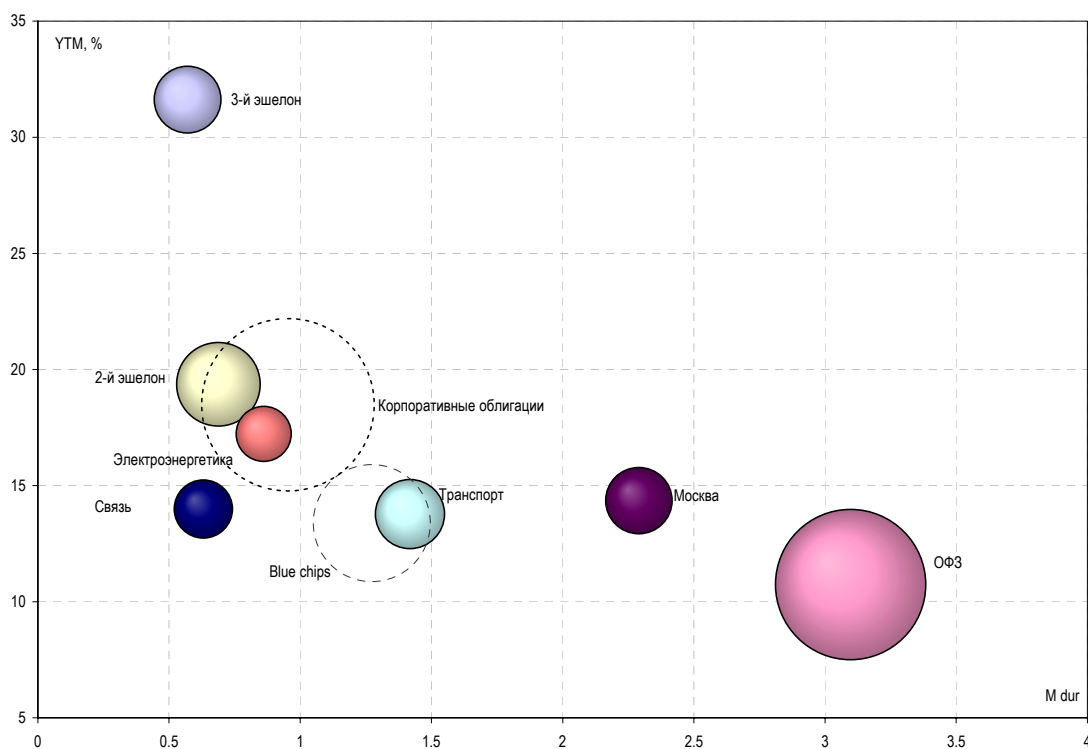
Подробнее с индексами ВМБІ Банка Москвы можно ознакомиться здесь: <http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip>

Основные индексы доходности семейства BMBI по состоянию на 30.12.2008



Источники: расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Основные индексы доходности семейства BMBI по состоянию на 30.06.2009



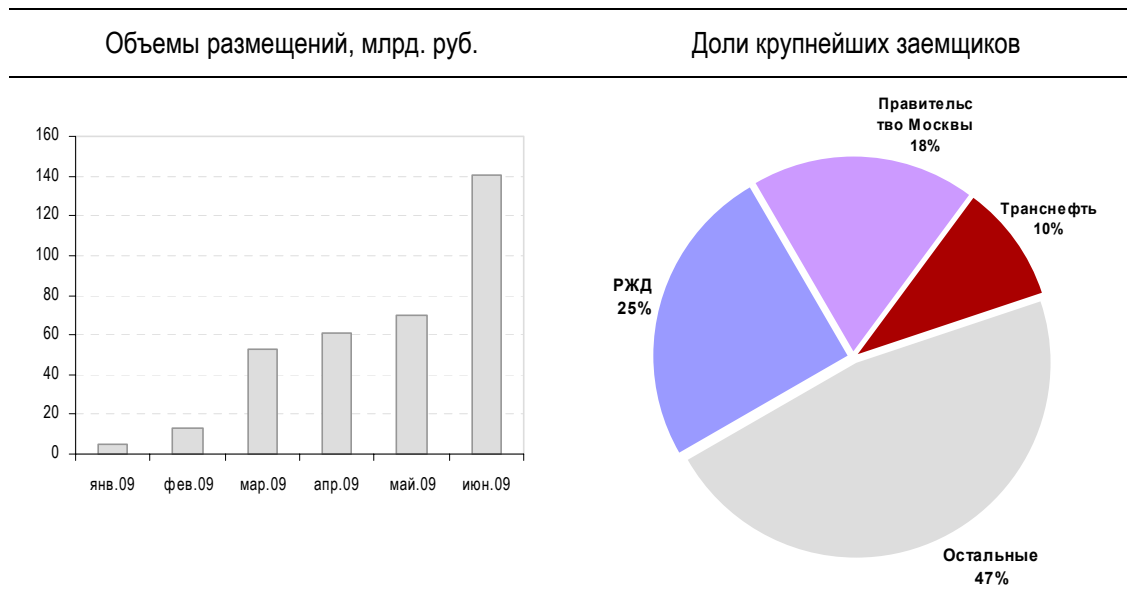
Источники: расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Первичный рынок «расцвел» в июне

Российский долговой рынок, демонстрировавший в июне небывалый подъем за счет резкого увеличения количества эмиссий крупных российских компаний и банков, ждет еще не одно крупное размещение.

По нашим расчетам, совокупный объем первичных размещений (технические плюс рыночные) составил в 1-м полугодии 2009 г. 356.9 млрд руб., в т. ч. более 140 млрд руб. пришлось на июнь 2009 г.

Эти цифры формировали в основном самые крупные российские эмитенты, представители как реального (Газпром, ЛУКОЙЛ, МТС, РЖД, Транснефть, Газпром нефть), так и банковского секторов (ВТБ и его дочерние компании, ЕБРР, МБРР, Московский кредитный банк, ХКФ Банк).



Источники: ММВБ, эмиссионные документы, Аналитический департамент Банка Москвы

Крупнейшие заемщики в 1П2009 г.

	Совок. объем, млрд. руб.	Доля, %	средняя доходность, %	Дюрация, лет
РЖД	90.0	25%	14.79	2.09
Правительство Москвы	66.2	19%	16.49	2.09
Транснефть	35.0	10%	13.75	5.19
МТС	15.0	4%	16.75	1.59
ЛУКОЙЛ	15.0	4%	13.50	0.88
Газпром	15.0	4%	13.89	1.22
Ипотечный агент ВТБ	12.0	3%	11.02	8.27
Газпром Нефть	10.0	3%	17.40	1.51
ВТБ-Лизинг Финанс	10.0	3%	14.75	0.83
ВТБ 24	8.0	2%	12.20	1.26
ИКС 5 ФИНАНС	8.0	2%	19.31	1.47
Лизинговая компания УРАЛСИБ	6.5	2%	18.28	0.94

Источники: ММВБ, эмиссионные документы, Аналитический департамент Банка Москвы

Стоит отметить, что доля рыночных займов в июне выросла практически до 100 %. Во многом это стало возможным благодаря высоким премиям, предлагавшимся инвесторам при размещении. Большая часть сделок прошла по системе book-building, что практически гарантировало инвесторам получение бумаги по заранее объявленным ориентирам. По нашим оценкам, размер премии в доходности к вторичному рынку доходит до 400-500 б. п. для второго эшелона и не менее 100-200 б. п. для первого.

Третий эшелон: в основном реструктуризации

Третий эшелон пока только предлагает держателям облигаций варианты реструктуризации просроченной задолженности. Но и здесь прогресс налицо: пополнение списков дефолтеров происходит все более и более замедляющимися темпами. Если раньше были недели с 1-2 дефолтами в день, то сейчас 1-2 дефолта в неделю уже далеко не редкость.

Вместе с тем, последние планы по реструктуризации долгов государственных холдингов (НПО

«Сатурн» и МиГ) произвели на рынок эффект холодного душа.

Реструктуризация МиГа: негативный фактор

К сожалению, этот месяц начинается с осознания того факта, что на 100 % государственная компания «МиГ» в достаточно длинной истории своих дефолтов по 1-му и 2-му выпуску облигаций решила перевести свои трудности в плоскость, так не любимую кредиторами – реструктуризацию. В середине месяца стало известно о том, что предложение о реструктуризации обязательств по облигациям будет доведено до сведения держателей дополнительно. Насколько мы поняли, это касается 1-го выпуска, в отношении которого 3 июня был допущен дефолт по погашению. Но очевидно, участь держателей 2-го выпуска (на 3 млрд руб. с офертой в сентябре 2009 г.) будет похожей.

Реструктуризация МиГа – пожалуй, первый случай, когда проблемы с ликвидностью действительно государственного заемщика решаются столь радикальным путем. До этого мы видели, что финансовые затруднения эмитентов подобного класса рано или поздно заканчивались денежными выплатами. Оговоримся, что мы не берем в расчет квазисубфедеральных должников. Очень вероятно, что реструктуризация облигаций МиГа может значительно осложнить размещение и вообще вторичные торги рублевых облигаций госкомпаний, которые не относятся к первому эшелону, и в частности представляют сектор машиностроения.

Вахрамеев Сергей
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Круг фаворитов расширился

В июне средняя цена на нефть Urals выросла более чем на 20 % и составила \$ 68.2 (в мае средняя цена была \$ 56.5), что, однако, не помешало снизиться котировкам всех российских нефтегазовых компаний на 10-20 % из-за негативных новостей с мировых рынков.

Доход нефтяных компаний от экспорта сырой нефти в июне, по нашим оценкам, вырос до \$ 30.7 на баррель (в мае данный показатель составлял около \$ 23.4 на баррель).

Цены на нефтепродукты в июне также существенно выросли (АИ-92 – на 18 %, АИ-95 – на 16 %, дизельное топливо – на 5 %).

С учетом снижения котировок нефтегазовых компаний в июне, круг наших фаворитов расширился – мы отдаем предпочтение бумагам Газпрома, Сургутнефтегаза и Газпром нефти.

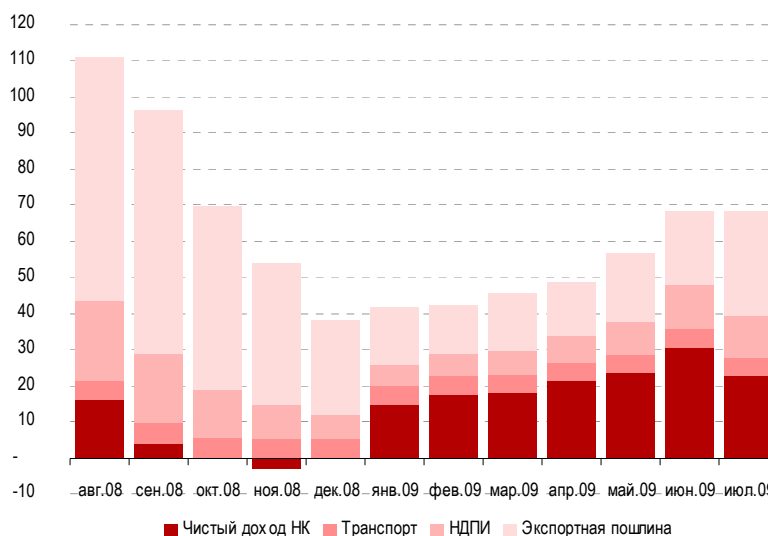
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	5.09	120 044	5.5	1.8	3.8	7.44	46%	покупать
Лукойл	LKOH	44.50	37 676	4.9	0.6	3.2	54.00	21%	покупать
Роснефть	ROSN	5.40	51 829	8.9	1.6	5.3	5.76	7%	держать
ТНК-ВР	tnbp	1.07	16 047	4.5	0.6	2.6	0.90	-16%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.71	25 365	5.7	0.4	1.4	0.91	28%	покупать
Газпром нефть	SIBN	3.06	14 508	3.8	0.8	2.8	4.08	33%	покупать
Татнефть	TATN	3.90	8 107	6.8	0.8	4.0	2.97	-24%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	4.31	13 064	17.9	4.8	11.0	5.05	17%	держать
С.А.Т. oil	O2C	6.01	294	37.2	1.1	7.1	6.00	0%	держать
Интегра	INTEq.L	2.04	292	neg	0.8	6.5	1.95	-4%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	11.02	1 497	21.6	1.0	7.6	12.36	12%	держать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

С 1 июля 2009 г. экспортная пошлина на нефть была утверждена в размере \$ 212 за тонну. Напомним, что с 1 июля также Транснефть увеличит тарифы на прокачку нефти на 4.4 %. При условии сохранения в июле средних цен на нефть на уровне июня мы ожидаем снижения чистого дохода нефтяных компаний до \$ 22.4 за баррель (примерно уровень мая 2009 г.), что немного ухудшит их финансовые результаты в 3-м квартале.

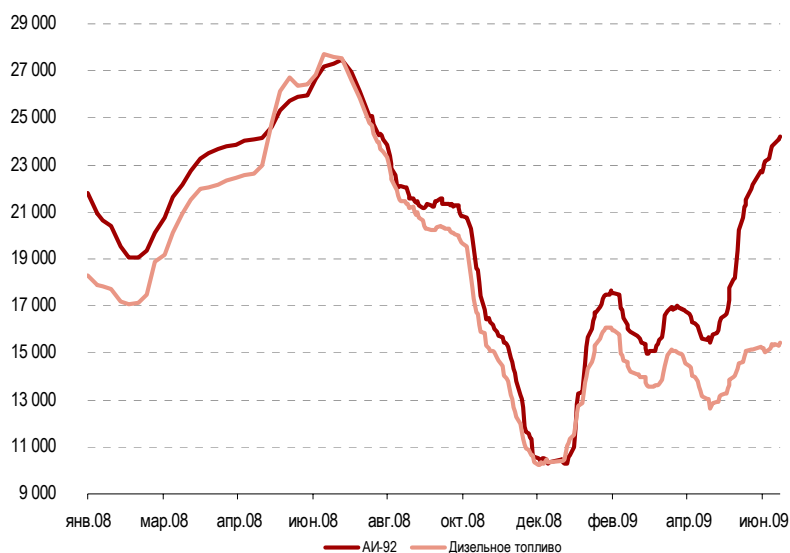
Экономика экспорта нефти российскими НК, \$/бар.



Источники: Минфин, REUTERS, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оптовые цены на нефтепродукты в июне заметно выросли вследствие роста цен на нефть. Цены на дизельное топливо выросли на 5 %, АИ-92 – на 18 %, АИ-95 – на 16 %. Интересно отметить значительное превышение цен бензина АИ-92 над дизельным топливом в настоящий момент уже на 57 %, однако, как видно на графике, присутствует сезонность. Мы ожидаем в дальнейшем сближения цен на АИ-92 и ДТ.

Динамика оптовых цен на нефтепродукты в РФ, руб./т

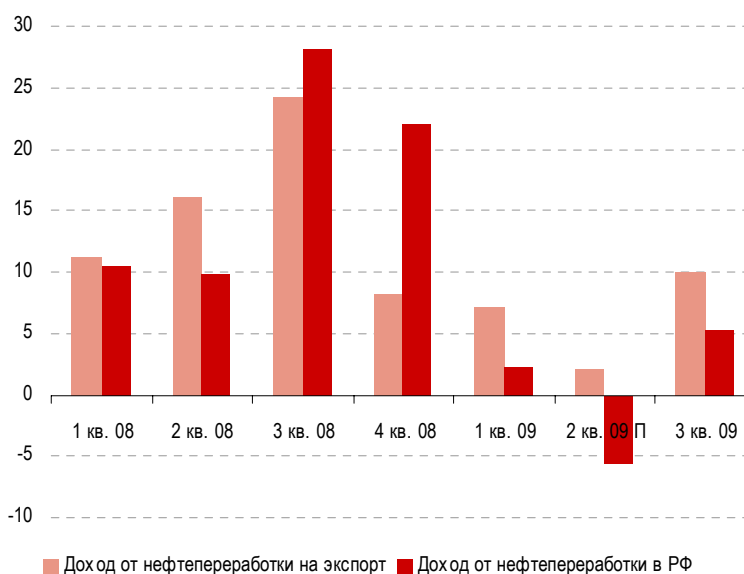


Источники: NGE, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Средняя маржа переработки во 2-м квартале, по нашим расчетам, была отрицательной (\$ -1.7 на баррель), что ставило в невыгодную ситуацию компании, которые владеют НПЗ. Такая ситуация бывает довольно редко и связана с исключительно неблагоприятной конъюнктурой рынка нефтепродуктов в начале 2-го квартала, а затем – с опережающими темпами роста цен на нефть над нефтепродуктами.

Однако в дальнейшем цены на нефтепродукты должны вырасти, и в 3-м квартале мы прогнозируем среднюю маржу в нефтепереработке на уровне \$ 7.6 на баррель.

Динамика среднего чистого дохода от нефтепереработки в РФ, \$/бар.



Источники: REUTERS, NGE, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В то же время, как мы и предсказывали в предыдущей стратегии, начался заметный рост розничных цен на нефтепродукты: цены на АИ-92 и АИ-95 выросли в июне на 1 руб. за литр. И это только начало, так как маржа АЗС, по нашим расчетам, до сих пор находится на нулевом уровне! Мы считаем, что рост цен на бензин продолжится до возвращения маржи в рознице на уровень 15 %. В итоге в выигрыше окажутся компании с большим удельным весом розницы: ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР и Роснефть.

Ключевые рекомендации

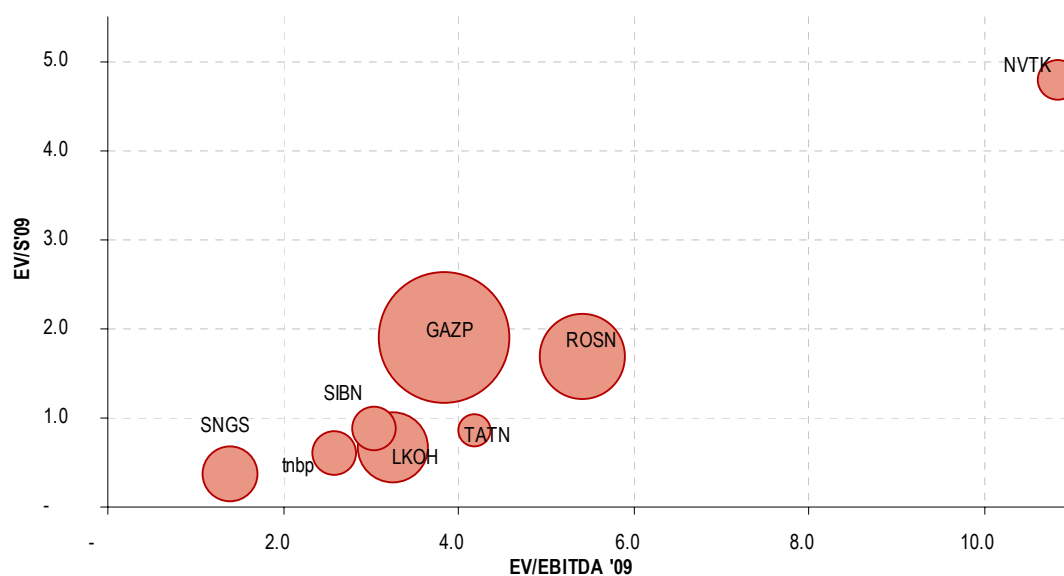
С учетом снижения котировок большинства НК в июне, потенциал роста их стоимости увеличился. Круг наших фаворитов расширился – мы отдаем предпочтение бумагам **Газпрома, Сургутнефтегаза и Газпром нефти**.

Динамика котировок **Газпрома** с начала года была хуже динамики акций большинства нефтяных компаний и НОВАТЭКа. В конце июня появились первые признаки восстановления спроса на газ: Газпром даже показал рост добычи в последние дни месяца, и у компании, на наш взгляд, остается значительный потенциал роста.

«Денежный мешок» **Сургутнефтегаза** в настоящий момент составляет \$ 16.4 млрд, тогда как компания стоит всего \$ 26 млрд и оценивается по самым низким мультипликаторам среди российских НК.

Газпром нефть имеет самые высокие показатели рентабельности среди российских НК, а также наибольший удельный вес нефтепереработки в отрасли; ожидается также передача на баланс компании нефтяных лицензий Газпрома.

Оценка компаний сектора



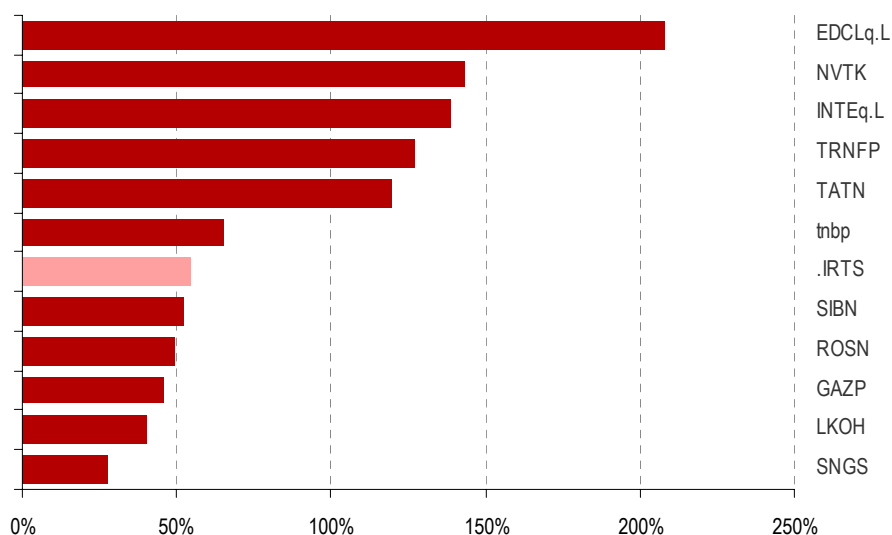
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Газпром	141 472	83 481	107 986	62 486	40 823	45 217	29 868	21 980	24 442
Лукойл	107 680	68 901	82 008	16 667	13 913	14 130	9 144	7 712	7 726
Роснефть	68 991	44 316	55 256	16 988	13 718	15 518	11 120	5 840	7 353
ТНК-ВР	45 128	29 194	35 432	9 791	6 634	6 931	5 926	3 591	3 747
Сургутнефтегаз	39 850	24 641	30 136	7 492	6 473	6 704	5 129	4 446	2 128
Газпром нефть	33 075	20 518	24 432	7 558	5 873	5 885	4 658	3 797	3 584
Татнефть	17 863	11 280	13 375	1 783	2 281	2 596	338	1 186	1 378
НОВАТЭК	3 177	2 801	4 236	1 471	1 235	1 703	921	730	1 185
С.А.Т. oil	406	286	316	69	46	56	4	8	17
Интегра	1 446	866	992	111	103	125	- 263	- 111	- 26
БК Евразия	2 102	1 389	1 935	449	189	345	221	69	196

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Газпром



НОВАТЭК



Роснефть



ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



ТНК-ВР



Газпром нефть



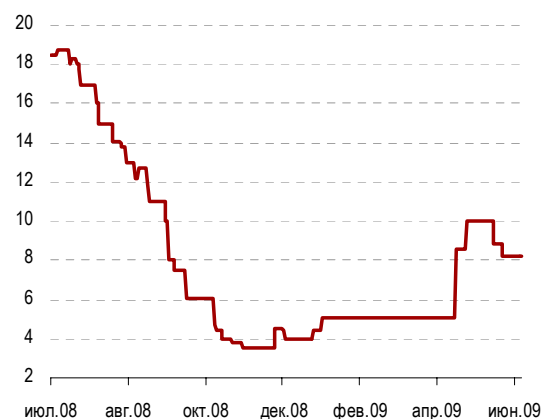
Татнефть



CAT OIL AG



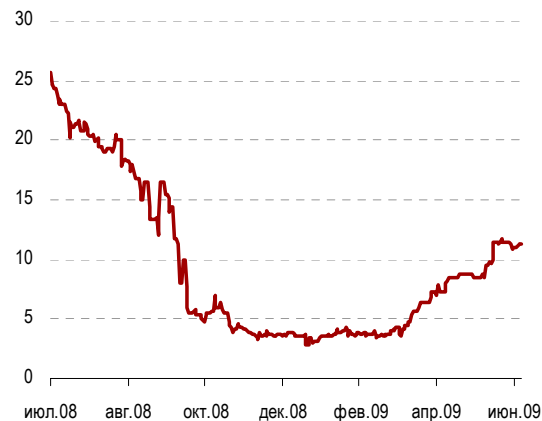
Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru
Кучеров Андрей
Kuchеров_AA@mmbank.ru

Металлургия

Долгожданное оживление

В июне на мировом рынке стали появились долгожданные признаки оживления, которые, вероятно, уже в ближайшее время отразятся на производственных показателях отрасли. Говорить о начале новой тенденции на рынке стали пока рано, однако отбрасывать вариант дальнейшего роста цен на сталь также не стоит. В этих условиях мы предлагаем ориентироваться на взвешенные оценки справедливой стоимости компаний сектора с учетом возможности реализации различных сценариев на рынке металлопродукции.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	19.50	7 167	- 21.8	1.9	11.0	35.18	80%	продавать
НЛМК	NLMK	2.31	13 814	27.3	2.7	11.0	2.22	-4%	держать
Северсталь	CHMF	5.55	5 593	- 5.5	1.1	20.6	8.27	49%	покупать
Мечел	MTL.N	8.25	3 434	- 13.8	2.0	12.0	8.93	8%	держать
ММК	MAGN	0.52	5 811	- 53.2	1.4	7.0	0.78	50%	покупать
ТМК	TRMKq.L	9.96	2 174	24.6	1.1	9.8	7.28	-27%	продавать
Распадская	RASP	2.50	1 952	- 159.0	5.7	15.3	3.63	45%	покупать
Белон	BLNG	0.35	403	- 15.1	1.7	10.2	0.45	29%	держать
Норильский Никель	GMKN	92.0	17 538	15.3	2.6	5.1	95.60	4%	держать
Полюс Золото	PLZL	40.0	7 125	16.3	5.0	8.9	53.10	33%	покупать
Полиметалл	PMTLq.L	8.30	2 615	19.0	5.4	10.7	7.41	-11%	продавать
ВСМПО	VSMO	66.5	767	10.2	1.8	8.1	-		
ЧЦЗ	CHZN	1.53	83	- 5.4	0.4	6.3	-		

Основные тенденции

В последние месяцы цены на сталь на мировом рынке как минимум прекратили снижение и стабилизировались, а в отдельных регионах в июне стали заметны и некоторые признаки роста. Ожидания относительно снижения уровня цен после заключения новых глобальных контрактов на поставку металлургического сырья не оправдались – напротив, мы наблюдаем, как новые контракты, как и в предыдущие годы, способствуют росту цен на сталь на мировых рынках.

Мы ожидаем, что рынок стали уже прошел свое дно и в дальнейшем ситуация будет лишь улучшаться, что позволит российским металлургическим компаниям уже к осени увеличить загрузку своих мощностей с нынешних 70-80 % до 90-100 %. При этом одной из основных угроз для отрасли в настоящий момент является возобновившееся укрепление рубля на фоне существенного роста цен на нефть и другие биржевые товары. Рынок стали реагирует на рост цен на биржевые товары с некоторым лагом, и ситуация, когда рубль уже укрепился, а металлопродукция еще не подорожала, крайне неприятна для российских металлургов. Сценарий слабого рубля и низких цен на сталь представляется даже более благоприятным для российской металлургии, чем наш базовый сценарий, предусматривающий рост среднегодового курса рубля до 28 рублей за доллар и 13%-ный рост цен на сталь в 2010 г.

Ключевые рекомендации

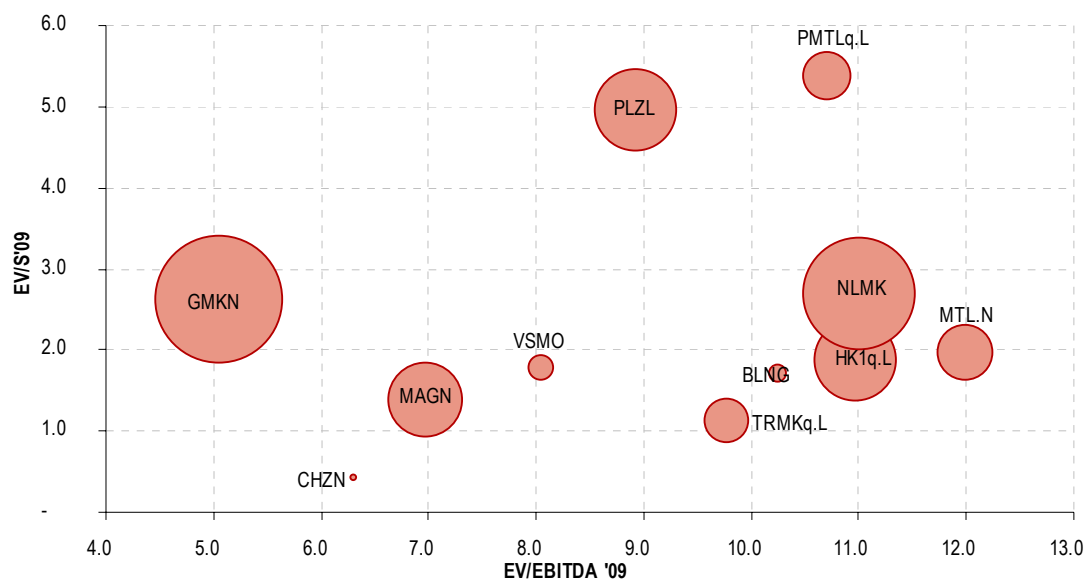
Представленные на рынке российские металлургические компании существенно отличаются друг от друга по уровню левереджа – у Евраза и Северстали он значительно выше, чем у НЛМК и ММК. Высокий уровень левереджа будет способствовать более существенному росту акций Евраза и Северстали в случае дальнейшего улучшения ситуации на рынке стали.

В условиях высокой волатильности цен на товарных рынках мы считаем необходимым при расчете целевой стоимости акций российских компаний сектора учитывать три возможных сценария: консервативный (низкие цены на металл и слабый рубль), базовый (укрепление рубля и умеренный рост цен на металл) и оптимистический (быстрый рост цен на товарных рынках и существенное укрепление рубля).

Компания	Тиккер	Текущая цена, \$	Консервативный вес 30%	Целевая цена, \$		Взвешенная целевая цена, \$	Потенциал роста	Рекомендация
				Базовый вес 40%	Оптимистический вес 30%			
НЛМК	NLMK	1.83	2.22	1.96	2.57	2.22	21%	держать
ММК	MAGN	0.44	0.85	0.64	0.88	0.78	75%	покупать
Евраз	EVR	19.0	30.54	29.2	47.79	35.18	85%	покупать
Северсталь	CHMF	5.1	5.98	5.46	14.31	8.27	62%	покупать

В результате нашими ключевыми рекомендациями в секторе являются бумаги **Евраз** и **Северстали**, значительно выигрывающие от реализации оптимистичного сценария развития событий на товарных рынках, а также бумаги **ММК**, выглядящие привлекательно практически в любом случае. Чуть хуже мы относимся к бумагам НЛМК, которые уже не представляются нам дешевыми даже с учетом возможного улучшения ситуации на рынке стали.

Оценка компаний сектора



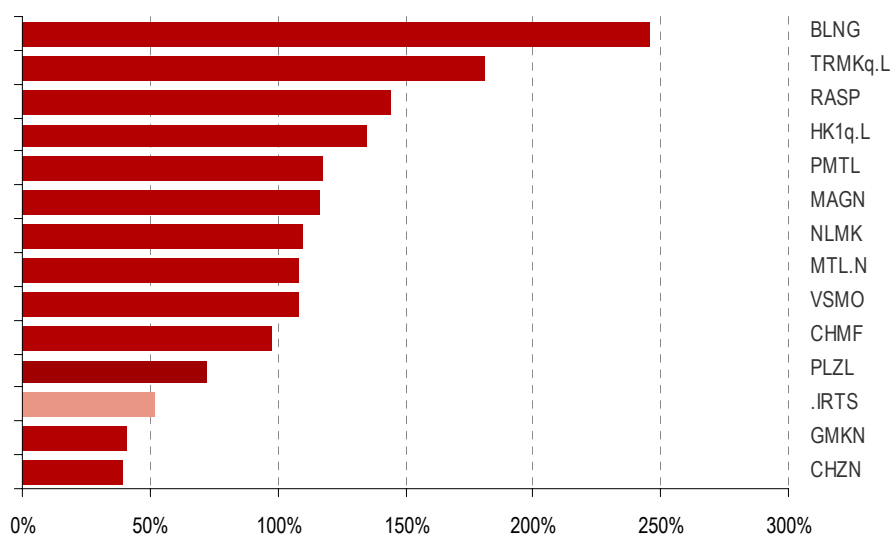
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$				
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П		
Евраз Групп	20 380	8 431	11 659	6 323	1 435	2 636	1 868	-	329	513	
НЛМК	11 699	5 448	7 221	4 688	1 333	2 454	2 278	-	507	1 365	
Северсталь	22 393	9 137	11 660	5 280	505	1 045	2 034	-	1 020	578	
Мечел	9 951	4 399	6 268	3 020	718	1 134	1 141	-	249	120	
ММК	10 550	4 289	6 826	2 119	850	1 345	1 075	-	109	306	
ТМК	5 690	4 636	5 848	1 006	536	896	199	-	89	364	
Распадская	1 200	370	623	869	138	330	531	-	12	140	
Белон	978	512	598	205	86	157	79	-	27	30	
Норильский Никель	13 980	7 877	8 844	5 796	4 077	4 277	-	449	1 147	1 158	
Полюс Золото	1 087	1 299	1 767	449	721	1 106	52	-	438	700	
Полиметалл	503	544	669	122	273	304	-	16	138	156	
ВСМПО	1 163	750	1 050	311	166	210	107	-	75	90	
ЧЦЗ	401	310	351	-	21	32	-	142	-	15	9

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Норильский никель



Полюс Золото



Полиметалл



ТМК



НЛМК



Евраз Групп



ММК



Северсталь



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Сохранение темпов либерализации – хорошая новость

После майского провала в июне на рынке электроэнергии наметилось небольшое оживление. Впрочем, отметим, что сокращение отрыва от уровня прошлого года в июне в большей степени было связано с нерепрезентативностью майских показателей. В целом спрос на рынке электроэнергии относительно аналогичного периода прошлого года по-прежнему остается слабым.

С началом июля рынок электроэнергии вышел на новый уровень, подтвердив принятые ранее Правительством темпы либерализации. Таким образом, риски остановки или замедления темпов либерализации, о чем ранее не раз высказывались отдельные чиновники, снизились. В июле сектор может получить еще один ориентир – долгосрочный рынок мощности, который в значительной степени определит объем будущих денежных потоков генерирующих компаний.

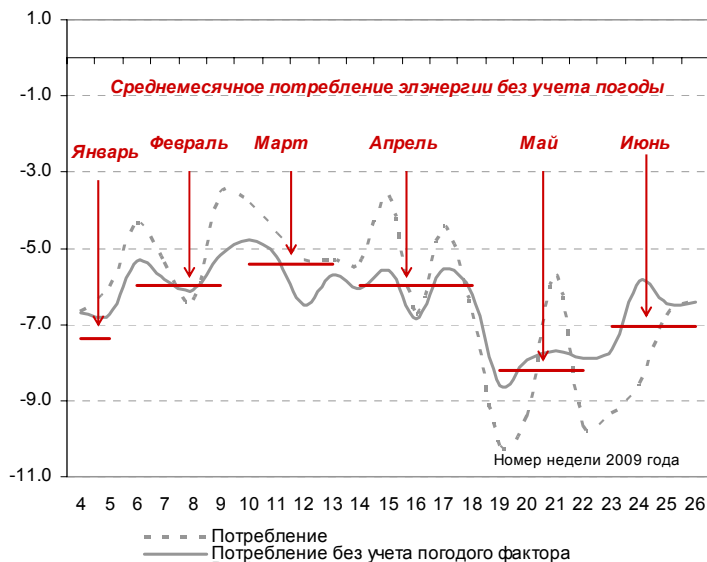
Нашими фаворитами в секторе являются акции РусГидро и ОГК-4, которые благодаря своей эффективности будут заметно отличаться от других генерирующих компаний в условиях кризиса.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
ГидроОГК	HYDR	0.040	10 201	12.6	3.1	6.7	0.059	48%	покупать
Мосэнерго	MSNG	0.046	1 828	20.3	0.6	5.1	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.285	1 359	11.9	1.1	4.9	-		
ФСК	FEES	0.009	4 049	21.3	1.8	3.4	-		
ОГК-1	OGKA	0.019	857	- 24.2	0.7	5.0	0.015	-22%	продавать
ОГК-2	OGKB	0.028	917	- 24.0	0.9	31.1	0.020	-29%	продавать
ОГК-3	OGKC	0.051	2 398	12.5	0.7	5.1	0.039	-23%	продавать
ОГК-4	OGK4	0.037	2 349	46.3	1.4	19.6	0.049	32%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.038	1 334	- 83.9	1.3	13.1	0.054	43%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.019	597	- 45.6	0.5	4.2	0.019	3%	держать

Основные тенденции

После майского провала в июне на рынке электроэнергии наметилось небольшое оживление. Всего в двух ценовых зонах по итогам июня потребление электроэнергии относительно аналогичного периода прошлого года снизилось на 7 % по сравнению со снижением на 8.2 % в мае. Впрочем, отметим, что сокращение отрыва от уровня прошлого года в июне в большей степени было связано с нерепрезентативностью майских показателей, так как в условиях кризисной ситуации в экономике многие предприятия в мае были вынуждены продлевать майские праздники. В целом спрос на рынке электроэнергии относительно аналогичного периода прошлого года по-прежнему остается слабым, о чем свидетельствуют данные промышленных предприятий. Тем не менее, с учетом сокращения потребления в конце прошлого года, мы полагаем, что по итогам всего 2009 г. снижение спроса не превысит 5 %.

Потребление электроэнергии в ценовых зонах Европа+Урал и Сибирь в 2009 г., % г-к-г

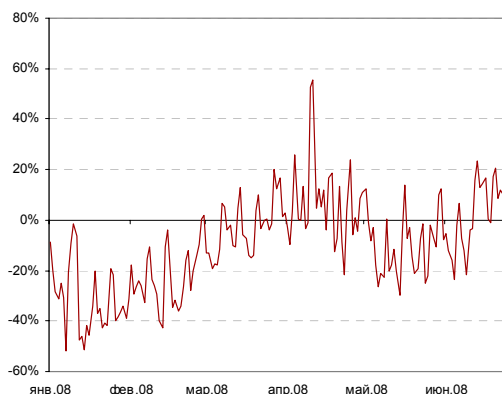


Источники: АТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

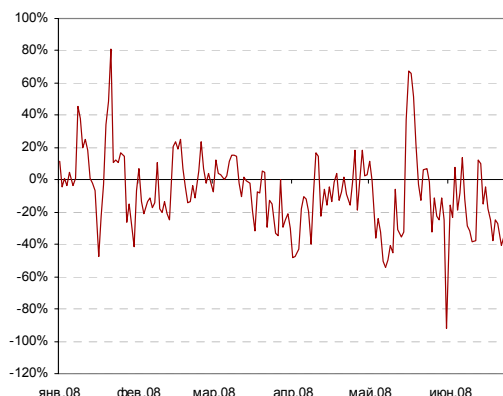
Оживление спроса в июне отразилось на уровне свободных цен лишь в Европейской части. Среднедневная цена за 1 МВт увеличилась на 1 % (-11 % в мае). Влияние на совокупный показатель оказало увеличение цен в Северо-Западном (+4 %) и Центральном (+1 %) регионах. В остальных энергозонах цены были ниже либо на уровне прошлого года.

Динамика индекса цен на РСВ, руб./МВт

Европа+Урал



Сибирь



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

С 1 июля свободный рынок электроэнергии перешел на новый уровень. В соответствии с планом реформирования рынка электроэнергии, в июле 2009 г. доля продаж электроэнергии по регулируемым тарифам должна сократиться с 70 до 50 %, соответственно, высвободившаяся часть увеличит долю свободных продаж. Таким образом, риски остановки или замедления темпов либерализации, о чем ранее не раз высказывались отдельные чиновники, снизились. Отметим, что остановка или замедление темпов либерализации рынка электроэнергии является одним из главных рисков энергокомпаний. По итогам 1-го квартала далеко не все станции ОГК, расположенные в ценовой зоне Европа+Урал, смогли безубыточно продавать электроэнергию на свободном рынке, что связано с более высоким, чем свободные цены, уровнем топливных затрат (оценки Аналитического департамента Банка Москвы). Тем не менее, уже по итогам апреля рыночные цены стабилизировались и, в соответствии с нашими оценками, не покрывали лишь топливные расходы станций ОГК-6. Однако стоит отметить, что в связи с принятием решения проводить четырехразовое повышение цен на газ уже в 3-м квартале без стабилизации спроса на рынке электроэнергии соотношение затрат и доходов для генерирующих компаний может вернуться на уровень начала года. В этом смысле увеличение доли свободного рынка было бы на руку генерирующим компаниям, которые смогли бы переложить возрастающие расходы на

конечного потребителя.

В июле сектор может получить еще один ориентир – проект долгосрочного рынка мощности, ожидаемый с весны текущего года. Напомним, что Министерство энергетики РФ намеревалось в середине июля досогласовать и внести в Правительство концепцию долгосрочного рынка мощности, от принципов и работы которого зависит объем денежных потоков, которые будут генерировать энергетические компании.

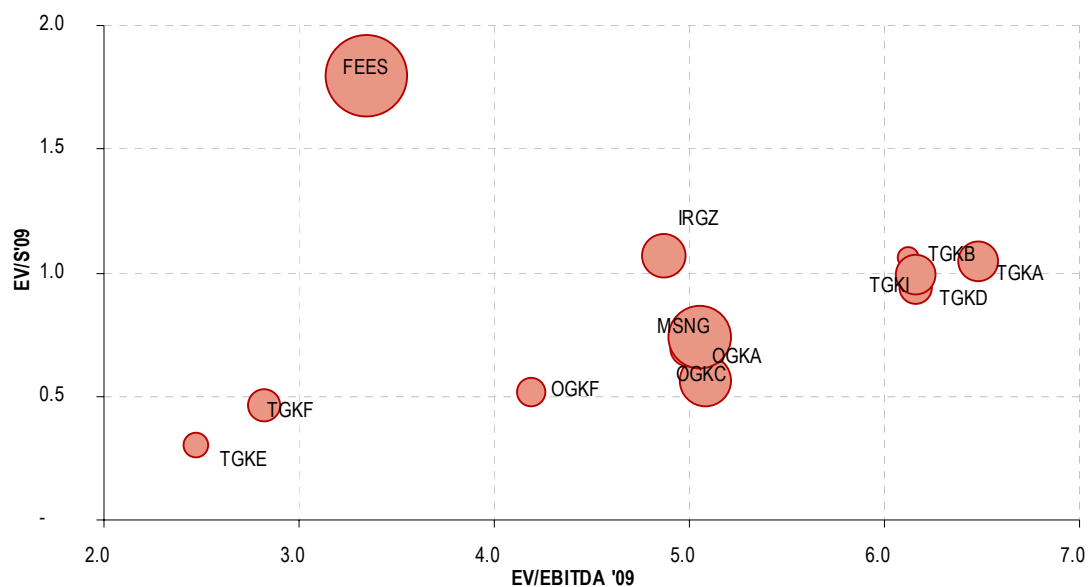
Ключевые рекомендации

В начале июля мы возобновили покрытие акций РусГидро. Сильной стороной компании является ее независимость от уровня стоимости топлива, что в условиях финансового кризиса дает явные преимущества станциям РусГидро. Кроме того, российская гидрогенерирующая компания является основным бенефициаром либерализации рынка электроэнергии. По нашим оценкам, даже при сохранении текущего уровня цен на свободном рынке средняя отпускная цена электроэнергии у РусГидро увеличится на 36 %. В этой связи мы полагаем, что в текущем году, даже несмотря на падение потребления электроэнергии, РусГидро, в отличие от других генерирующих компаний, сумеет нарастить объемы выработки и еще более улучшить свои финансовые результаты.

Также нашими фаворитами в отрасли являются акции ОГК-4, потенциал роста которых мы оцениваем в 48 %. Являясь самой эффективной компанией среди ОГК и имея запас ликвидности в балансе, ОГК-4 сможет с наименьшими потерями пережить трудности 2009 г.

В качестве спекулятивной идеи мы вновь выделяем акции ИнтерРАО. В преддверии размещения допэмиссии цена акций компании будет стремиться к номиналу (0.028 руб.), который, по сути, выступает нижним уровнем предстоящего размещения. С другой стороны, в ходе перераспределения вводов мощностей и «создания нового ландшафта в электроэнергетике» компания может стать центром консолидации не только для ОГК-1 и ТГК-11.

Оценка компаний сектора



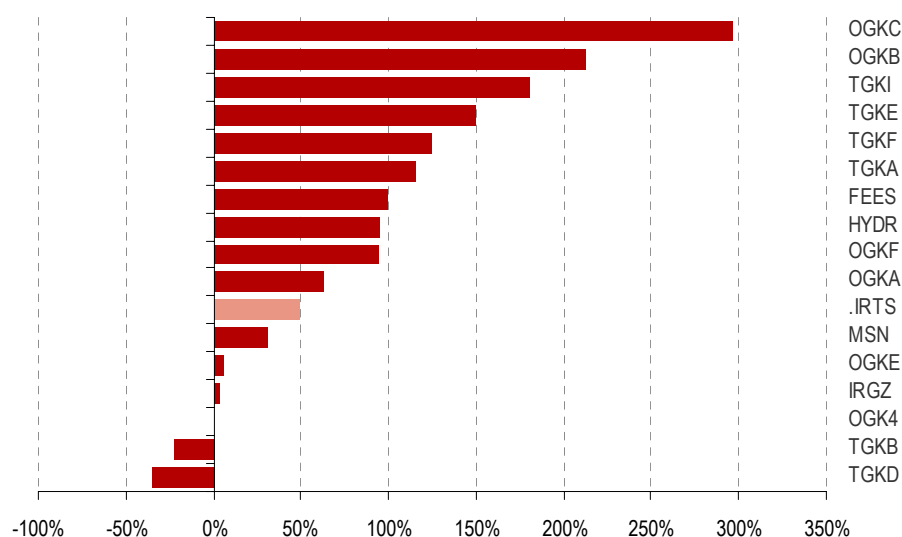
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
ГидроОГК	2 935	3 050	4 168	1 300	1 418	2 027	506	808	1 178
Мосэнерго	3 597	3 612	4 922	383	399	509	83	90	120
Иркутскэнерго	1 239	1 363	1 458	263	298	335	105	114	118
ФСК	2 585	2 611	5 070	952	1 399	3 163	251	190	216
ОГК-1	2 006	1 356	1 763	172	186	154	55	-	35
ОГК-2	1 630	1 124	1 548	24	34	96	15	-	38
ОГК-3	1 193	914	1 137	177	132	119	324	191	145
ОГК-4	1 462	1 233	1 750	131	87	201	75	51	73
ОГК-5	1 448	1 172	1 559	213	117	207	66	-	16
ОГК-6	1 499	1 261	1 574	108	155	170	1	-	13

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

ФСК ЕЭС

РусГидро



ИнтерРАО



ОГК-1



ОГК-2



ОГК-3



ОГК-4



ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



ТГК-5



Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Телекоммуникации

Связьинвест – «чемпион»?

Коррекция в телекоммуникационном секторе, наблюдавшаяся в июне, привела к тому, что ряд акций операторов опустился до уровней, интересных для покупки. Среди альтернативных операторов нашими фаворитами остаются бумаги МТС и Комстара. В связи с неопределенностью относительно дальнейшего развития конфликта акционеров ВымпелКома мы рекомендуем «держать» бумаги сотового оператора.

Активизация государства в решении вопроса дальнейшей судьбы Связьинвеста может положительно отразиться на котировках компаний, входящих в холдинг. В частности мы рекомендуем к покупке бумаги СЗТ, ВолгаТелекома и Дальсвязи.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС	MBT.N	35.51	14 157	7.3	2.3	4.5	48.80	37%	покупать
Вымпелком	VIP.N	11.57	11 866	8.8	2.5	5.1	12.50	8%	держать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	4.30	1 797	19.4	1.4	3.5	5.50	28%	покупать
Уралсвязьинформ	URSI	0.01	438	4.0	1.2	3.4	0.01	-28%	продавать
Волгателеком	NNSI	1.12	276	2.6	0.9	2.2	1.86	66%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.29	462	2.7	1.3	3.4	0.16	-46%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.02	258	2.3	1.0	2.6	0.02	14%	держать
СЗТ	SPTL	0.29	253	2.7	0.7	1.9	0.71	146%	покупать
ЮТК	KUBN	0.04	107	2.5	1.5	4.1	0.02	-58%	продавать
Дальсвязь	ESPK	1.54	147	2.5	0.7	2.0	2.83	84%	покупать
АФК Система	SSAq.L	12.00	5 790				15.95	33%	покупать

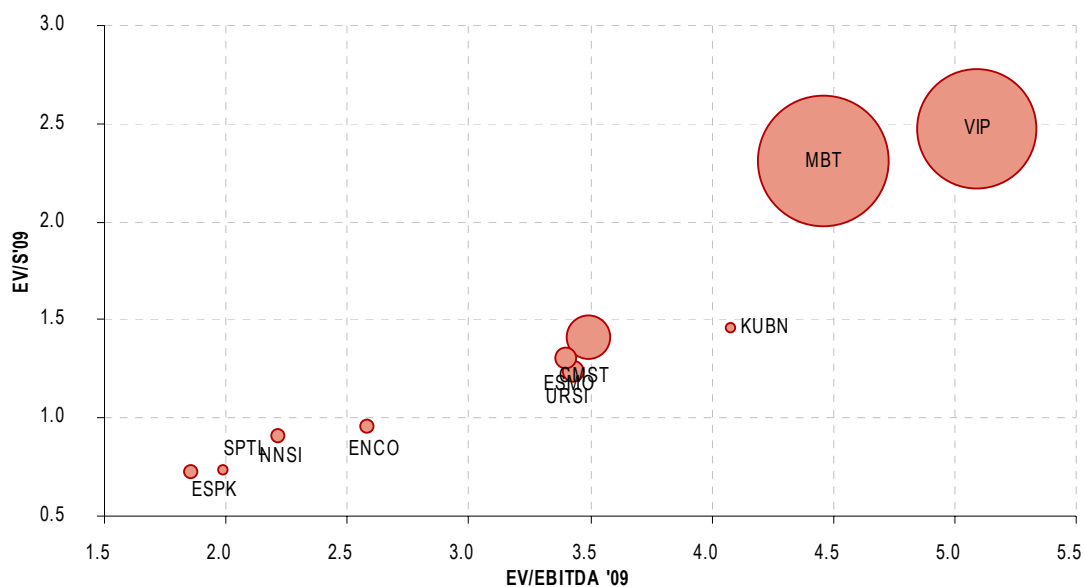
Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В июне основные новости в российской телекоммуникационной отрасли поступали из сектора фиксированной связи. В начале месяца свою отчетность по МСФО за 2008 год представили межрегиональные компании связи. Основные тенденции, в частности снижение доходов от услуг местной и внутризонавой связи и рост выручки от услуг доступа в Интернет на уровне 40-60 %, были характерны для всех отчитавшихся МРК. В целом отчетность совпала с ожиданиями рынка и не привела к серьезным движениям котировок операторов.

Наиболее интересные события были связаны с планами Правительства относительно реорганизации Связьинвеста. Еще в мае Правительственная комиссия по транспорту и связи одобрила Концепцию реформирования телекоммуникационного холдинга «Связьинвест», предполагающую объединение всех его активов на базе Ростелекома. Правительство в течение лета утвердит окончательную форму объединения. В числе прочего планируется усиление позиций госкомпании на российском рынке сотовой связи. В частности, в настоящее время разработаны несколько различных вариантов развития сотового бизнеса Связьинвеста: объединение сотовых активов холдинга с одним из операторов «большой тройки» или объединение с одной из компаний, не входящей в «большую тройку», и создание четвертого федерального оператора. Конечная задача государства в ходе реорганизации Связьинвеста – создание «чемпиона» российской телекоммуникационной отрасли. Первоначальным и промежуточным вариантом реорганизации бизнеса Связьинвеста в Москве уже в ближайшее время может стать объединение ЦентрТелекома и Центрального телеграфа.

Создание крупного государственного телекоммуникационного оператора на базе активов Связьинвеста должно позитивно отразиться на котировках компаний, входящих в холдинг. Однако все зависит от условий реорганизации. Пока существует риск, что в случае объединения МРК на базе Ростелекома первые будут оценены ниже своей справедливой стоимости, что размоет долю миноритариев региональных операторов. В данный момент в МРК мы видим ряд интересных для покупки акций, в частности СЗТ, ВолгаТелеком и Дальсвязь. Тем не менее, мы рекомендуем инвесторам сохранять осторожность до оглашения конкретных планов государства по реорганизации Связьинвеста.

Оценка компаний сектора



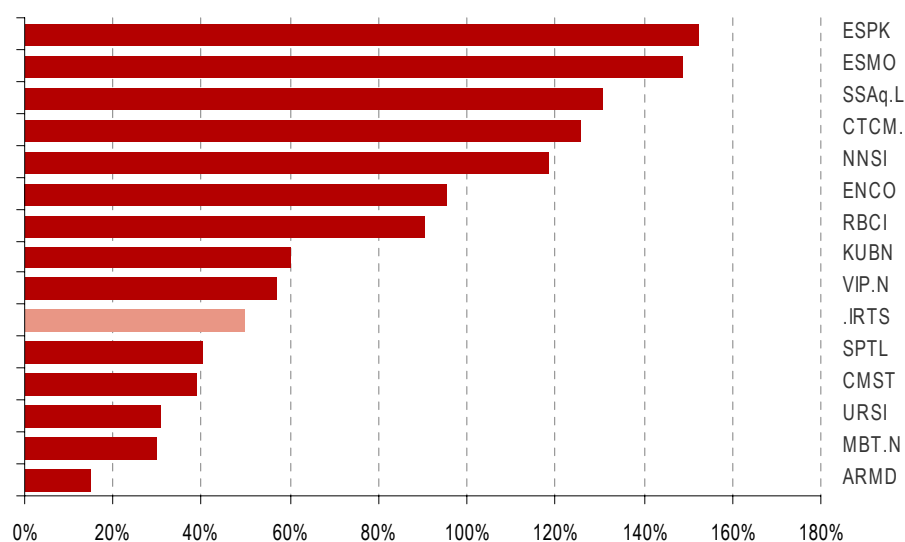
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
МТС	10 245	7 454	8 065	5 140	3 843	3 978	1 930	1 772	1 588
Вымпелком	9 953	7 754	8 415	4 831	3 759	4 131	1 350	978	1 307
Комстар-ОТС	1 685	1 482	1 629	661	599	654	93	117	164
Уралсвязьинформ	1 623	1 225	1 307	568	441	474	120	88	107
Волгателеком	1 292	987	1 068	508	405	420	116	97	100
Центртелеком	1 367	1 007	1 059	507	385	400	187	123	136
Сибирьтелеком	1 510	1 147	1 235	536	425	457	127	93	130
СЗТ	1 020	786	840	411	304	322	106	53	59
ЮТК	854	669	728	273	238	277	48	23	38
Дальсвязь	633	482	525	230	178	196	66	58	69

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

МТС



ВымпелКом



Комстар-ОТС



Уралсвязьинформ



ЦентрТелеком



СЗТ



Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Банковский сектор

Новый капитал поможет банкам устоять

В начале июня акции российского банковского сектора продемонстрировали заметный рост, установив максимумы текущего года. Однако закончился месяц на уровнях середины мая.

Мы считаем, что оптимизм, охвативший инвесторов в начале прошедшего месяца, был чрезмерным и неоправданным. Текущие уровни, на которых торгуются бумаги финансового сектора, нам представляются справедливыми.

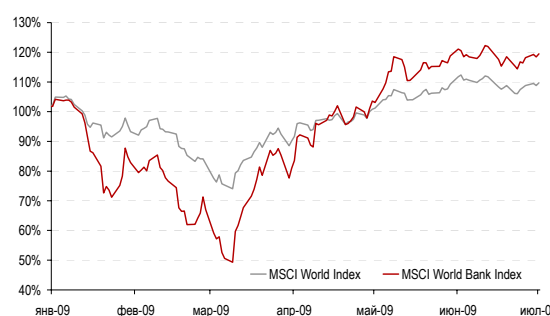
В июне Сбербанк стал бесспорным лидером российского рынка по объему торгов. Однако, учитывая высокую волатильность котировок банка, мы считаем целесообразным открытие только коротких спекулятивных позиций в бумагах Сбербанка. Долгосрочной рекомендацией по акциям Сбербанка остается «держать». Кроме того, мы подтверждаем нашу рекомендацию по акциям ВТБ «продавать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	1.19	25 581	- 73.1	-1.5%	1.2	1.32	11%	держать
ВТБ	VTBRq.L	2.24	7 531	- 4.1	-12.6%	0.5	1.74	-22%	продавать
Возрождение	VZRZ	18.75	445	9.0	8.4%	0.7	-		
Банк Санкт-Петербург	STBK	1.25	353	8.0	6.4%	0.5	-		
Уралсиб	USBN	0.01	1 021	12.7	3.3%	0.4	-		
Росбанк	ROSB	3.00	2 041	9.0	12.6%	1.1	-		

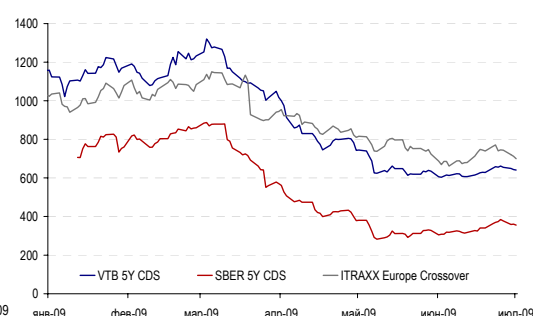
Основные тенденции

В начале июня российский финансовый сектор рос вслед за своими заокеанскими коллегами. Однако частично ралли было поддержано и внутренними новостями. Так, ЦБ России сообщил, что плановое стресс-тестирование банковской системы на предмет финансовой устойчивости показало отсутствие серьезных проблем. Кроме того, ЦБ констатировал улучшение ситуации с просрочкой в банках. Однако сообщения отдельных банков свидетельствуют о том, что основные проблемы для финансового сектора еще только впереди.

Динамика индексов MSCI с конца 2008 г.



Динамика CDS ВТБ и Сбербанка



Источник: Bloomberg

Таким образом, ВТБ уже не надеется избежать убытка в 2009 г. Объем просроченных кредитов вырос с начала года до 6 % от кредитного портфеля, и ожидается дальнейшее увеличение данного показателя. В июне ВТБ предложил акционерам одобрить сделки с «ВТБ Долговой центр» (создан для работы с проблемной задолженностью банка) на \$ 9 млрд. Данная сумма составляет почти 19 % кредитного портфеля ВТБ на 1 июня. Подобные цифры не вселяют уверенности относительно перспектив финансового сектора. Инвесторы уже смирились с неизбежностью допэмиссии ВТБ осенью, однако руководство банка не исключает еще одной допэмиссии акций в 2010 г., если ситуация в экономике ухудшится.

Несколько лучше ситуация обстоит в Сбербанке. В июне руководства банка заявило, что хочет в этом году докапитализироваться за счет прибыли, что совпадает с ожиданиями рынка. Кроме того, Сбербанк надеется вернуть резервы за 3-4 года (резервы банка на 15 июня – 7 % при просрочке в 3 %).

В целом ситуация в российском банковском секторе остается тревожной. Неутешительные макроэкономические данные приводят к росту опасений по поводу динамики просроченных кредитов банков. ЦБР прогнозирует рост просрочки с текущих 3.9 % до 10-12 % на конец года и допускает, что затяжной спад кредитования может угрожать стабильности банковской системы. Рейтинговое агентство Fitch более пессимистично в своих прогнозах – Fitch прогнозирует рост просроченной задолженности за год до 15-40 %, а уровень потребности банков в капитале – \$ 20-80 млрд.

Истина где-то рядом, и реальный уровень просроченной задолженности где-то посередине между официальными цифрами и пессимистичными прогнозами в 30-40 %. Достаточно взглянуть на разницу просроченной задолженностью по ипотечным кредитам банков и портфелю АИЖК, чтобы понять, насколько занижен общий показатель просроченной задолженности у банков. Существенная разница складывается за счет методик учета просроченной задолженности. Российский учет позволяет банкам показывать только объем неисполненных обязательств, в то время как АИЖК считает «плохим» весь кредит в случае задержки платежей.

Уровень просроченной задолженности по ипотеке, %



Источники: АИЖК, Центральный Банк

Ситуация с просроченными кредитами может улучшиться в случае пробития «кредитного тромба» (цитата по А. Кудрину). Буквально в конце июня был доработан механизм госгарантий, «буксовавший» в первой половине 2009 г. Исполнение директивы главы Правительства выдать 400-500 млрд руб. к октябрю чисто технически может снизить долю проблемных кредитов.

В перспективе поддержку отрасли может оказать процесс докапитализации банков через субординированные кредиты (по схеме «1 к 3»), а также обмен привилегированных акций на ОФЗ (предварительный план – около 210 млрд руб.). Законопроект «Об использовании государственных ценных бумаг РФ для повышения капитализации кредитных организаций» уже внесен в Госдуму.

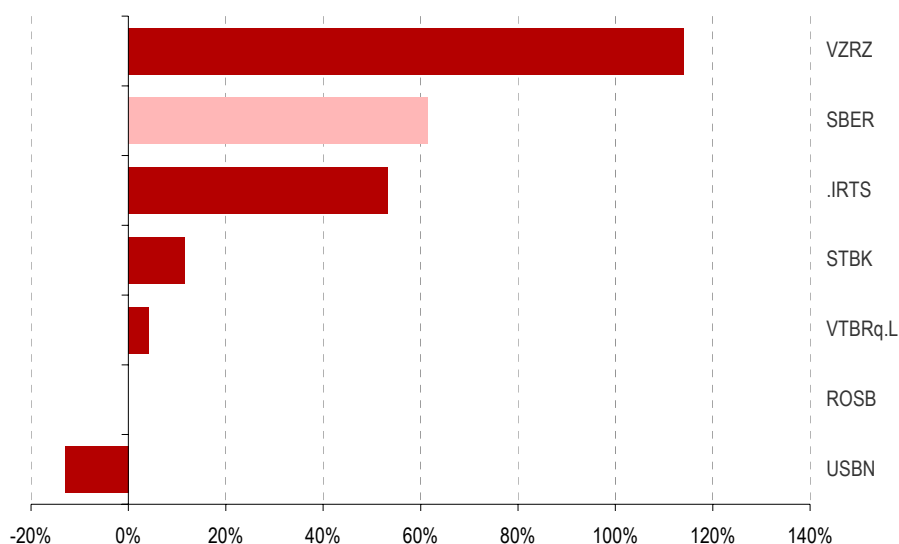
Очередная волна докапитализации банков уже началась. В конце июня ЦБ РФ официально подтвердил факт включения субординированного кредита акционеров Альфа-Банка на сумму \$ 320 млн.

Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. \$			Капитал млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Сбербанк	229 285	214 075	251 434	25 533	21 179	25 387	3 492	- 350	3 202
ВТБ	125 848	111 032	132 717	13 347	16 092	18 799	212	- 1 854	- 546
Возрождение	5 356	5 547	6 229	563	609	684	82	49	81
Банк Санкт-Петербург	6 165	6 758	7 838	667	709	754	59	44	49
Уралсиб	19 079	20 987	24 135	2 330	2 563	2 947	107	81	93
Росбанк	17 721	19 493	22 417	1 705	1 876	2 157	302	226	260

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



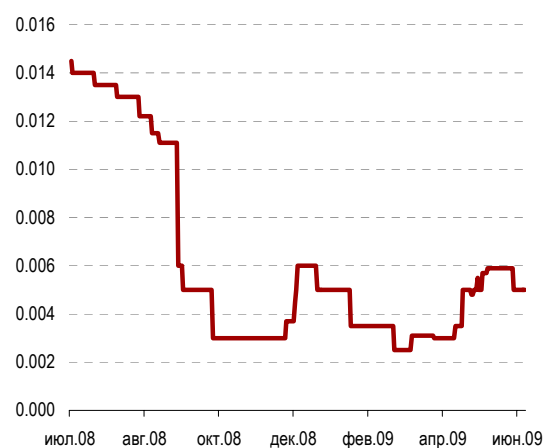
ВТБ



Возрождение



Уралсиб



Росбанк



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

В фокусе закон «О торговле»

В июне акции потребительского сектора выглядели чуть лучше рынка.

Заметно лучше сектора и рынка смотрелись акции Разгуляя (+30 %) на фоне новостей о получении кредита ВЭБа, что позволяет сделать вывод о незаинтересованности государства в банкротстве Группы. Интерес также наблюдался в бумагах Черкизово, что обусловлено успешно пройденной офертой в начале месяца, значительно снизившей кредитные риски компании.

Из значимых корпоративных событий прошедшего месяца стоит отметить публикацию финансовых результатов Дикси и ВБД за 1-й квартал 2009 г., которые нельзя назвать впечатляющими.

В целом ситуация с потребительским спросом в России продолжает ухудшаться. В мае, по данным Росстата, сокращение оборота розничной торговли достигло 5.6 % против 4.5 % в апреле. Кроме того, над игроками розничной торговли нависла туча в виде депутатского варианта законопроекта «О торговле».

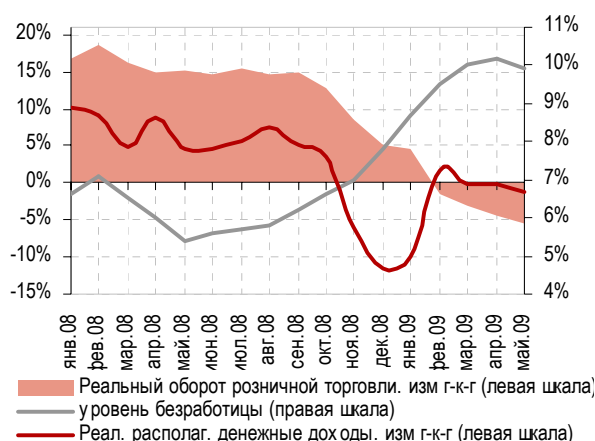
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	15.45	4 196	14.8	0.7	8.1	33.79	119%	покупать
Магнит	MGNT	37.88	3 153	13.6	0.6	7.4	59.35	57%	покупать
Седьмой Континент	SCON	8.00	600	17.9	0.7	7.1	10.51	31%	покупать
Дикси	DIXY	3.85	331	33.5	0.3	5.8	11.66	203%	покупать
Росинтер	ROST	7.50	90	- 9.0	0.5	5.7	12.25	63%	покупать
М-Видео	MVID	2.31	415	14.8	0.2	5.0	4.55	97%	покупать
Балтика	PKBA	22.00	3 338	5.6	1.2	3.8	44.83	104%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	56.44	2 483	22.9	1.2	9.4	37.74	-33%	продавать
Калина	KLNA	11.50	112	4.9	0.5	4.6	20.95	82%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	15.25	2 305	14.8	4.4	10.2	17.57	15%	держать
Верофарм	VRPH	20.80	208	7.3	1.5	5.3	31.11	50%	покупать
Аптеки 36.6	APTK	10.20	97	2.3	0.3	9.6	3.22	-68%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.69	267	5.0	1.0	6.7	1.53	-10%	продавать

Основные тенденции

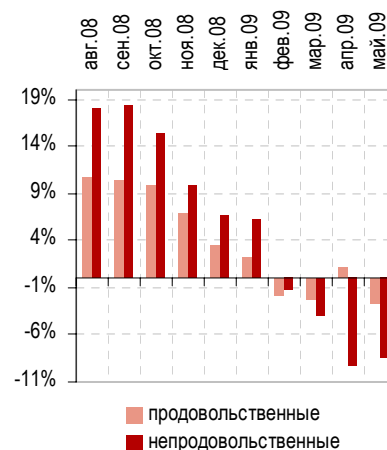
Спад продолжается, но появляются признаки улучшения

Согласно последней оперативной статистике Росстата, в мае оборот розничной торговли продолжил снижение – в реальном выражении сокращение достигло 5.6 % против 4.5 % в апреле. На этом фоне нельзя не отметить сезонное улучшение на рынке труда (уровень безработицы снизился с 10.2 до 9.9 %), а также стабилизацию в динамике реальных располагаемых доходов, что в дальнейшем может привести к замедлению спада потребительского спроса.

Оборот розничной торговли, уровень безработицы и реальные денежные доходы



Розничная торговля в разбивке по видам товаров (в реальном выражении)



Источник: Росстат

Все внимание на закон «О торговле»

В начале месяца к уже имеющемуся законопроекту Минпромторга, довольно либерально настроенному по отношению к ритейлерам, добавился альтернативный вариант закона, предложенный депутатами Госдумы и отстаивающий интересы производителей.

В законопроекте Минпромторга предполагается, что отношения между ритейлерами и производителями (в том числе торговая наценка, бонусы и т.д.) должны регулироваться добровольными соглашениями между соответствующими отраслевыми ассоциациями. Единственная оговорка касается периода отсрочки платежа по поставкам продовольственных товаров, который не должен превышать 30 дней (в случае социально значимых товаров – 14 дней). Также сеть не может быть признана доминирующей, если ее доля на товарном рынке менее 35 % и если не нарушается ряд условий. В депутатском законопроекте предлагается снизить порог доминирования сетей до 25 %, а также предоставить Правительству право устанавливать предельный размер торговой наценки на продовольственные и медтовары. Последнее, в свою очередь, негативно повлияет на бизнес торговых сетей.

В конце июня состоялось совещание Правительства на тему торговли с участием премьер-министра В. Путина, которое завершилось предложением В. Путина доработать законопроект в десятидневный срок.

Важно понимать, что торговая наценка – это функция от многих переменных, в том числе ставок аренды, заработной платы, цен на электричество, стоимости кредитных ресурсов. Более того, следует отметить, что по мере усиления конкуренции между торговыми сетями и роста уровня консолидации в отраслях производителей торговая наценка будет снижаться естественным путем. В свою очередь, чтобы стимулировать дальнейшее развитие торговых сетей и консолидацию отраслей производителей, достаточно снизить стоимость кредитных ресурсов. Мы надеемся, что понимание этих принципов у Правительства имеется, и новый закон «О торговле» не будет противоречить рыночным принципам экономики.

Непредсказуемые исходы оферт

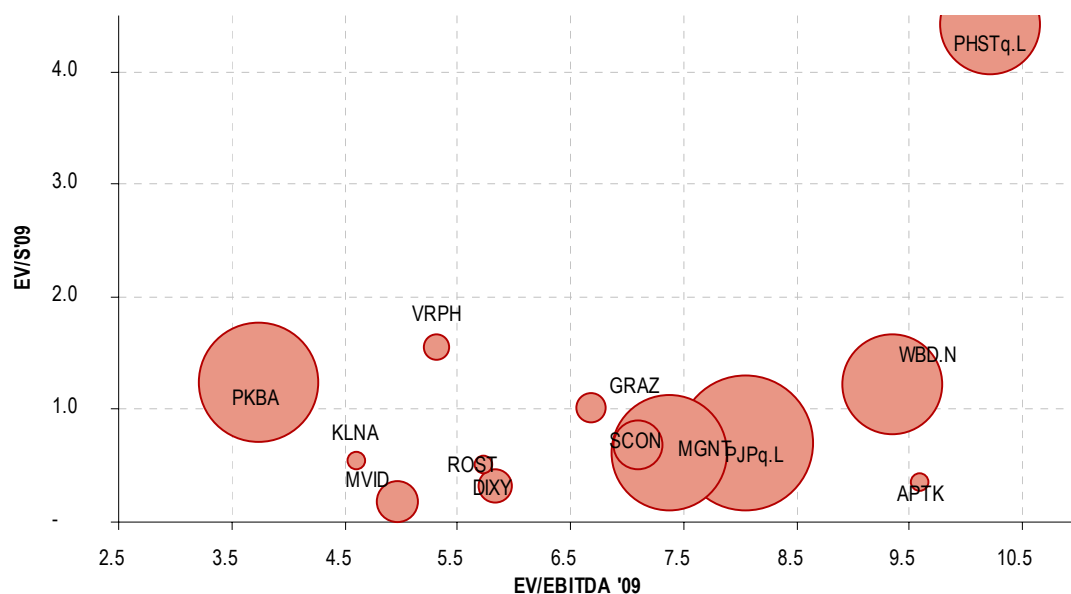
Приятной новостью для нас стало успешное прохождение оферты Группой «Черкизово» и ресторанной сетью «Росинтер». Вполне очевидно, что не обошлось без помощи банков: так, Росинтеру был предоставлен кредит Сбербанк на 3 года. Факт успешной оферты значительно снижает кредитные риски данных компаний и может стать триггером роста котировок их акций.

Не самым лучшим образом обстоят дела у Седьмого Континента, на реструктуризацию облигационного займа которого не согласились 27 % держателей, в связи с чем 23 июня компания допустила техдефолт по выкупу облигаций на 7 млрд руб. Факт подачи исков в Арбитражный суд рядом банков усугубляет новостной фон вокруг компании. В свою очередь, неурегулированная задолженность откладывает сделку с Carrefour.

Ключевые рекомендации

Мы рекомендуем присмотреться к акциям **X5, Магнита и Дикси**. Благодаря структуре форматов этих сетей мы не ожидаем существенного снижения продаж в магазинах в 2009 г. Более того, компании не испытывают особых проблем с финансированием заявленных инвестпрограмм. Пересмотр договоров аренды и улучшение операционной эффективности могут привести к росту рентабельности в 2009 г. Мы ожидаем, что проблемы с логистикой у Дикси будут решены до конца 1-го полугодия текущего года, а кампания по снижению цен поможет восстановить трафик в магазинах.

Оценка компаний сектора



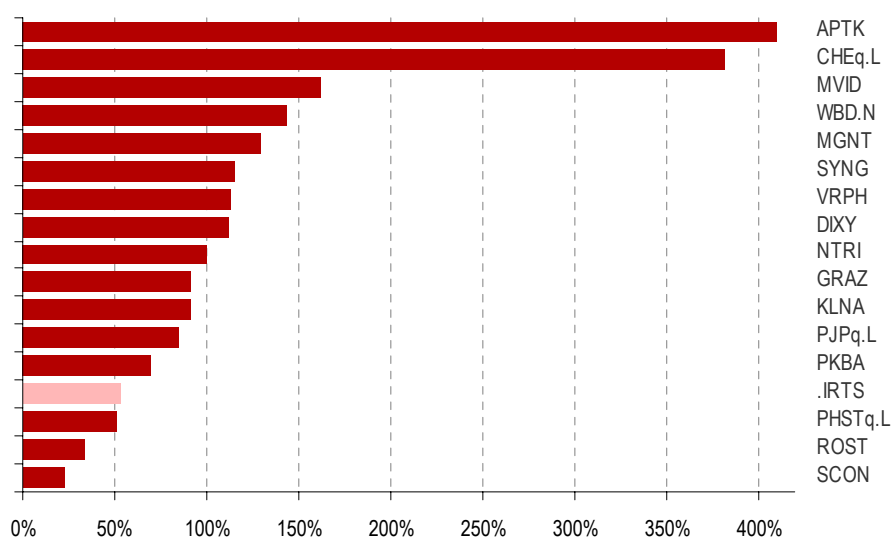
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
X5	8 353	8 685	12 288	768	742	1 042	119	283	391
Магнит	5 348	5 580	8 445	402	458	700	188	231	391
Седьмой Континент	1 588	1 358	1 809	155	129	161	57	34	49
Дикси	1 943	1 873	2 736	109	98	172	-	13	10
Росинтер	341	352	470	19	31	42	15	10	2
М-Видео	2 875	2 653	3 670	145	90	155	51	28	69
Балтика	3 718	2 891	3 443	1 088	945	1 120	624	595	729
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 342	2 938	361	305	387	305	109	176
Калина	484	431	531	53	50	62	9	23	33
Фармстандарт	576	539	690	243	233	298	141	156	203
Верофарм	173	150	197	52	44	59	37	29	40
Аптеки 36.6	1 051	650	724	33	23	18	-	56	42
Разгуляй	1 289	1 179	1 457	80	178	260	-	53	82

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5



Седьмой Континент



Магнит



Дикси



Аптечная сеть 36.6



Росинтер



М.Видео**Синергия****Балтика****Вимм-Билль-Данн****Калина****Разгуляй****Верофарм****Фармстандарт**

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Вопреки мировым тенденциям

На российском рынке автомобилей продолжает царить пессимизм, связанный с падением продаж и неутешительными прогнозами автопроизводителей. Мы полагаем, что июль покажет слабый результат, а первые признаки стабилизации наметятся не ранее августа.

Появление новых претендентов на покупку немецкого автопроизводителя Opel снижают шансы на победу Magna и Сбербанк, ранее считавшихся основными претендентами. С точки зрения крупнейшего российского автопроизводителя – АвтоВАЗа – отказ Сбербанка от покупки Opel скорее позитивная новость, так как в данном случае повысится вероятность реализации обещанной ранее государственной поддержки российского автопредприятия. Данное событие может позитивно отразиться на динамике акций АвтоВАЗа уже в июле.

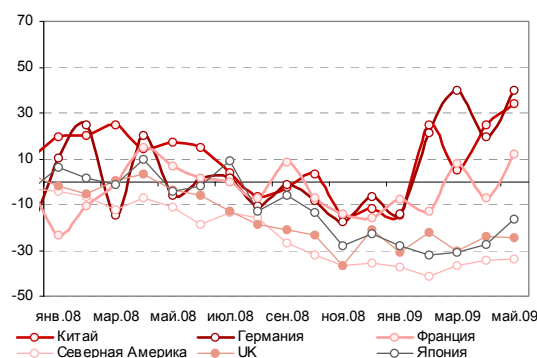
		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.53	736	- 9.2	0.3	19.3	0.45	-15%	держать
ГАЗ	GAZA	18.00	333	- 0.7	0.6	36.5	-		
Sollers	SVAV	6.75	231	9.4	0.4	4.2	17.0	152%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	1.10	778	8.8	0.4	4.6	1.6	48%	покупать
Силовые машины	SILM	0.08	712	3.2	0.3	1.4	0.11	35%	покупать

Основные тенденции

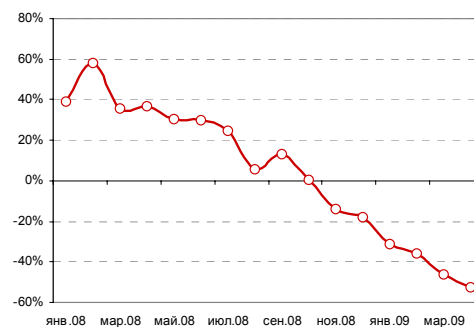
Майские итоги продаж новых легковых автомобилей на крупнейших мировых рынках отразили позитивные результаты. Так, продажи новых автомобилей в Китае и Германии четвертый месяц подряд демонстрируют существенный прирост. В положительную плоскость вышла динамика продаж автомобилей во Франции, сократилось отставание от уровня 2008 г. рынка Японии. Таким образом, в мае подтвердились тенденции, заложенные в марте-апреле текущего года, и все более четко виден разворот тренда на мировом рынке новых автомобилей. Впрочем, отметим, что во многом позитивные тенденции на крупнейших рынках определяются искусственным стимулированием спроса со стороны правительств крупнейших стран и повышением уровня ликвидности в финансовой системе.

Вопреки мировым тенденциям, динамика российского рынка легковых автомобилей остается негативной. Объем продаж новых автомобилей в мае сократился на 57 %. За первые 5 месяцев продажи автомобилей относительно аналогичного периода прошлого года упали на 46 %. Здесь стоит отметить, что именно с мая 2008 г. на российском автомобильном рынке началось замедление темпов роста. Несмотря на это, динамика продаж в мае 2008 г. продолжила ухудшаться. Пока мы сохраняем наш прогноз сокращения российского рынка новых автомобилей на уровне 50 % в 2009 г., полагая, что первые признаки стабилизации будут заметны в августе.

Динамика крупнейших автомобильных рынков,
% г-к-г



Динамика российского автомобильного
рынка, % г-к-г



Источники: Bloomberg, AEB, Аналитический департамент Банка Москвы

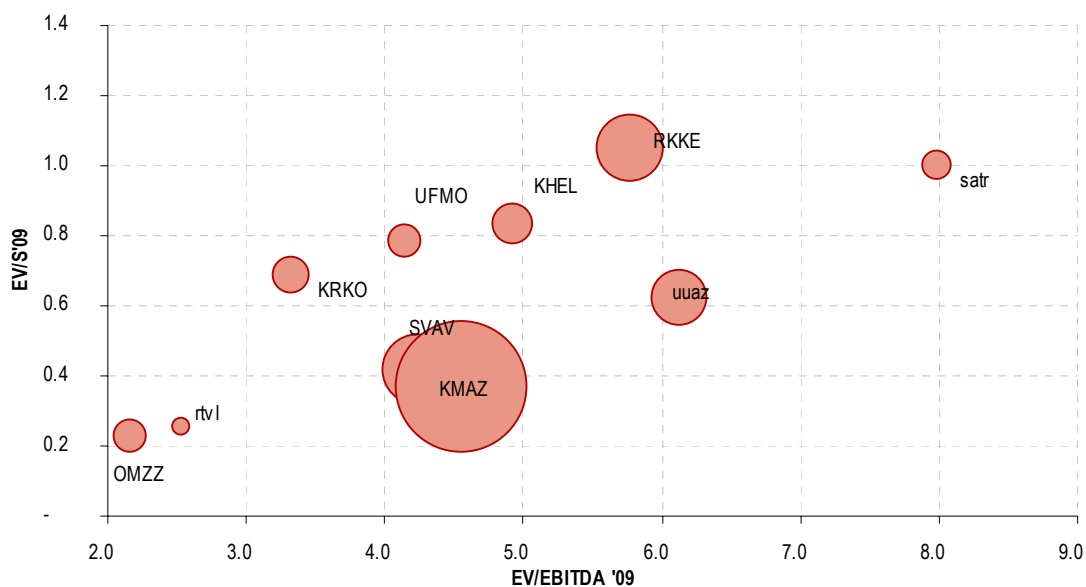
Позиции Сбербанка и Magna как потенциальных приобретателей немецкого автопроизводителя Opel оказались не слишком устойчивыми. В июне на немецкого автопроизводителя появились новые претенденты, с которыми также может быть заключено предварительное соглашение. Данное событие уменьшает шансы на победу первоначальных избранников. Кроме того, отметим, что после ужесточения

требований к кандидатам у российской стороны появились сомнения в целесообразности сделки. В целом данная новость скорее позитивна для крупнейшего российского автопроизводителя АвтоВАЗа, который в результате крупной сделки российского госбанка, вероятно, остался бы без обещанной ранее господдержки инвестиционной программы. Отметим, что, как и раньше, основным риском АвтоВАЗа мы видим задержку сроков ввода нового модельного ряда, без которого с восстановлением российского автомобильного рынка российскому автопроизводителю будет нечего представлять.

Ключевые рекомендации сектора

Среди компаний сектора можно выделить лишь акции Sollers, которые наиболее недооценены рынком. По нашим оценкам, потенциал роста акций Sollers составляет более 140 %, и во многом недооценка стоимости компании объясняется риском сборочного производства в условиях сокращения спроса и девальвацией рубля. Однако отметим, что в случае отказа Сбербанка от покупки Opel определенный интерес в июле может появиться в акциях АвтоВАЗа, ранее ставших единственным бенефициаром программы господдержки.

Оценка компаний сектора



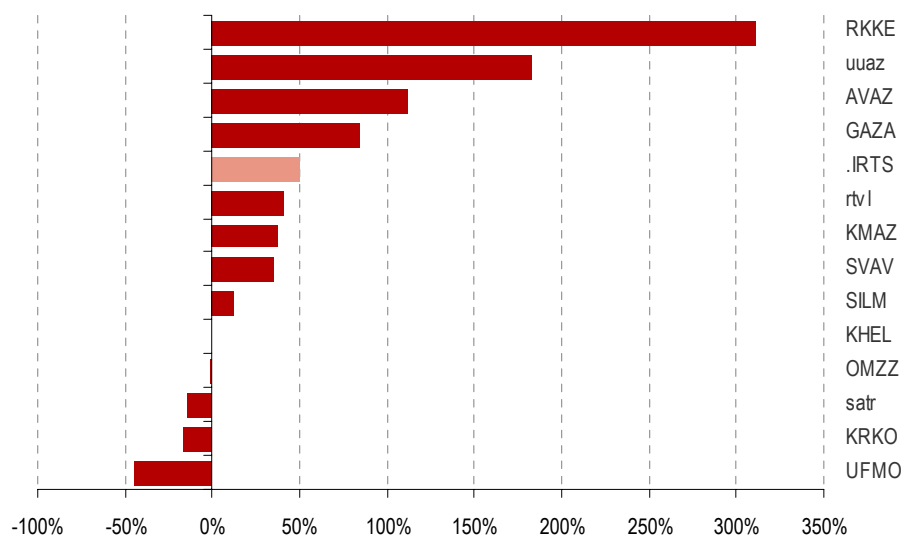
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$				EBITDA млн. \$				Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П		2008 П	2009 П	2010 П		2008 П	2009 П	2010 П
АвтоВАЗ	7 517	5 717	5 846	-	605	100	444	-	991	-	121
ГАЗ	6 471	2 457	3 797	-	314	40	160	-	180	-	449
Sollers	2 626	1 677	2 109	-	314	164	203	-	123	25	53
КАМАЗ	3 279	3 831	4 430	-	263	310	382	-	36	88	134
Силовые машины	1 312	1 760	1 599	-	88	381	299	-	86	221	148

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



ГАЗ



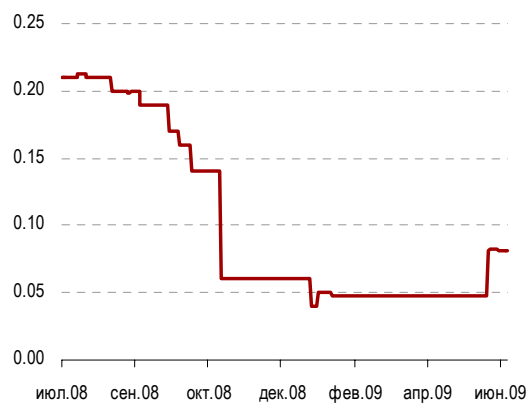
Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

В ожидании новых контрактов

Акции сектора минеральных удобрений, как и представители других сырьевых отраслей, в июне оказались под давлением продаж на фоне падающих цен на сельскохозяйственные товары. Негатива добавило и то, что так и не был подписан годовой контракт на поставку калийных удобрений с Индией или с Китаем. Впрочем, мы сохраняем свое позитивное отношение к сектору: время в данном случае находится на стороне производителей – они могут прекрасно существовать и в условиях низкой загрузки мощностей, в то время как потребители долго откладывать закупки не могут.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	3.37	7 149	14.4	5.6	9.1	5.02	49%	покупать
Сильвинит	SILV	368	2 876	5.3	3.8	5.6	934	154%	покупать
Акрон	AKRN	23.0	1 097	14.4	1.6	6.6	20.85	-9%	продавать
Апатит	APAT	190	1 185	4.8	1.6	3.3	487	156%	покупать
Аммофос	AMMO	53.3	480	26.3	0.1	0.6	83	56%	покупать

Основные тенденции

Цены на сельскохозяйственные товары в июне подверглись масштабной коррекции, которая во многом свела на нет попытку роста, наблюдавшиеся на этих рынках месяцем ранее.

Цены на основные виды сельхозпродукции, \$/бушель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Несмотря на то что цены на сами минеральные удобрения при этом оставались относительно стабильными, падение цен на продукцию конечного потребителя создало не самый благоприятный фон как для акций компаний сектора, так и для переговоров, которые в настоящее время ведут производители калийных удобрений с крупнейшими контрактными потребителями – Китаем и Индией. Первым, вероятно, будет заключен индийский контракт: запасы калия в этой стране значительно ниже, чем в Китае, а значит, ее переговорная позиция слабее. По информации отраслевых источников, текущих индийских запасов хлористого калия хватит до конца июля – вероятно, за этот срок сторонам все-таки удастся прийти к компромиссу относительно условий нового годового соглашения, после чего могут «ожить» и другие рынки.

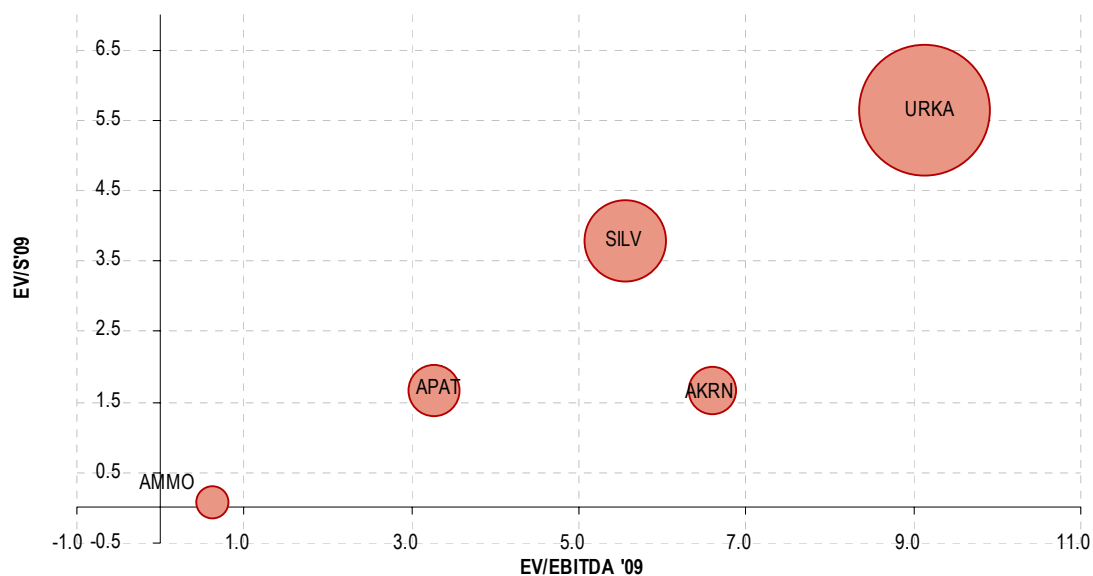
В последнее время значительно активизировались спекуляции относительно возможных условий нового контракта. При этом продление прошлогоднего уровня цен (\$ 625 за тонну CFR) или его небольшое снижение (весьма логичное с учетом кратного падения стоимости фрахта) будет восприниматься как победа производителей, в то время как снижение цен до \$ 400-450 за тонну – как успех потребителей. На наш взгляд, в первом случае, акции компаний сектора могут

отреагировать на информацию о новом соглашении резким ростом котировок, во втором – оказаться под краткосрочным давлением, сохраняя при этом свой долгосрочный потенциал роста, ведь в следующем году, когда позиции потребителей будут еще слабее из-за необходимости компенсировать почве не внесенные в конце 2008-2009 гг. удобрения, ничто не помешает «калийному картелю» вернуть цены на прежний уровень.

Рекомендации

Нашими ключевыми рекомендациями в секторе остаются бумаги **Уралкалия** и **Сильвинита**, катализатором увеличения котировок которых может стать долгожданное подписание нового годового контракта с кем-либо из ключевых потребителей, которое может иметь место уже в самое ближайшее время.

Оценка компаний сектора



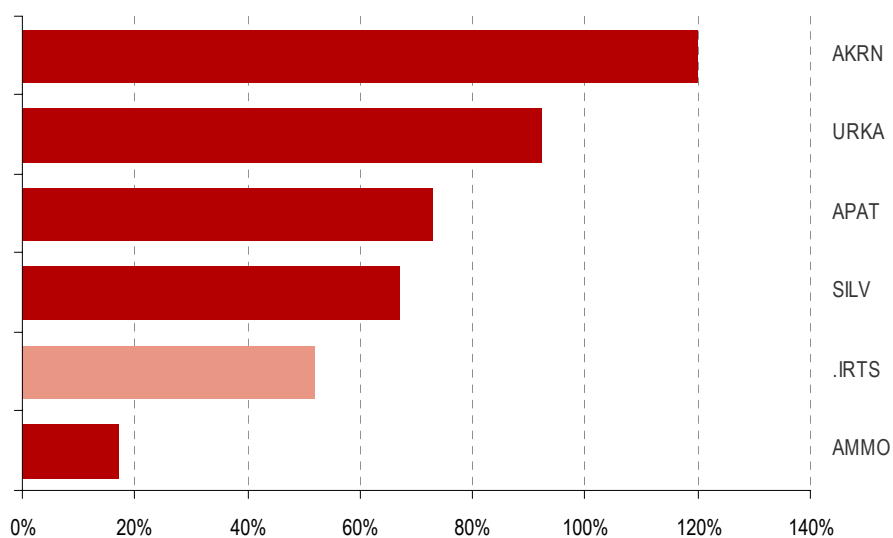
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П
Уралкалий	2 509	1 262	2 136	1 649	776	1 412	858	495	977
Сильвинит	2 121	1 122	1 731	1 574	762	1 311	1 158	545	973
Акрон	1 724	1 192	1 468	698	297	402	373	76	163
Апатит	1 099	778	1 019	520	392	546	345	248	365
Аммофос	1 705	536	704	858	48	116	634	18	72

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



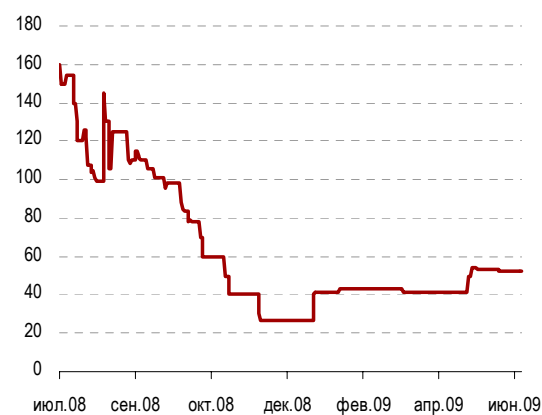
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Без изменений

В июле НМТП подвел первые финансовые итоги 2009 г., которые отразили довольно устойчивое положение компании, даже несмотря на кризисное состояние мирового транспортного сектора. Мы полагаем, что и по итогам всего 2009 г. влияние кризиса на НМТП на фоне других компаний будет минимальным. Тем не менее, отметим, что после роста стоимости бумаг компании на рынке в последние два месяца сейчас стоимость компании уже включает все позитивные факторы.

В бумагах Аэрофлота, на наш взгляд, еще сохраняется потенциал. Негативным моментом для компании в июне стало новое предложение по перераспределению роялти, которое образует значительную часть доходов компании. Тем не менее, по нашему мнению, данный риск не приведет к переоценке стоимости компании, так как и ранее предполагался отказ от взимания роялти.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.16	1 288	21.5	0.5	4.8	1.4	23%	покупать
Сибирь	avsi	300.00	31	5.4	0.4	19.5	-		
Ютэйр	TMAT	0.21	120	50.4	0.5	19.9	-		
НМТП	NCSP	10.10	2 594	18.6	4.5	9.9	10.1		держать
ДВМП	FESH	0.35	1 018	9.1	1.6	5.7	-		

Основные тенденции

НМТП. В июле НМТП подвел первые финансовые итоги 2009 г., которые отразили довольно устойчивое положение компании, даже несмотря на кризисное состояние мирового транспортного сектора. Опубликованные цифры финансового отчета за 1-й квартал 2009 г. оказались позитивными. При несущественном росте выручки, что во многом определялось ростом перевалки нефтепродуктов и зерна, компании удалось добиться значительного сокращения операционных расходов. В соответствии с опубликованным отчетом, операционные расходы в 1-м квартале сократились на 40 %. Столь значительной экономии НМТП смог достичь вследствие оптимизации бункеровочного бизнеса (сокращение операций по купле-продаже топлива и рост доли его перевалки). В результате в 1-м квартале расходы на топливо снизились на \$ 21.3 млн, или более чем в 3 раза. Впрочем, стоит отметить сокращение компаний и других статей расходов: оплата труда (-30 %), аренда (-17 %), материалы (-22 %), ремонт (-110 %).

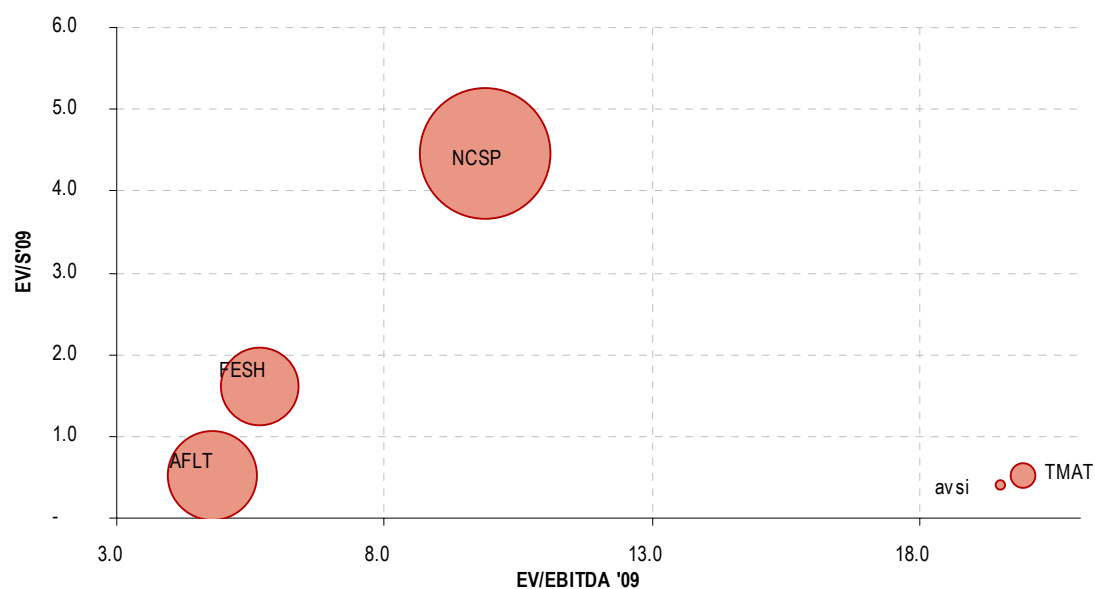
Итоги 1-го квартала подтвердили наши ожидания относительно устойчивости портового сектора перед падением оборота транспорта, и мы полагаем, что и по результатам всего 2009 г. влияние кризиса на НМТП на фоне других компаний будет минимальным. Тем не менее, отметим, что после роста стоимости бумаг компании на рынке в последние два месяца сейчас стоимость компании уже включает все позитивные факторы.

Аэрофлот. Акции компании сохраняют потенциал роста. Негативным фактором для оценки стоимости в июне стало появление новой версия распределения оплачиваемых иностранными авиакомпаниями компенсационных выплат (роялти) за пролет по Транссибу. ФАС предлагает распределять платежи в пользу крупнейших российских авиакомпаний, работающих на международных направлениях. Напомним, что в настоящее время основным получателем роялти является Аэрофлот. По нашим оценкам, ежегодно Аэрофлот получает около \$ 250-300 млн, которые обеспечивают значительную часть прибыли компании. Обсуждение темы перераспределения или даже отмены платежей ведется уже давно. Последние же инициативы ФАС появились на фоне проверки обоснованности данных платежей, проводимой по просьбе акционеров вновь созданной авиакомпании «Росавиа». Росавиа объединяет ряд авиаперевозчиков, деятельность многих из которых убыточна, и, соответственно, для развития объединенной компании дополнительная поддержка в виде роялти стала бы не лишней.

Отметим, что в своих моделях ранее мы учли риски отмены роялти. Мы предположили, что с 2011 г. будет иметь место постоянное сокращение размера роялти, остающегося в распоряжении Аэрофлота, а в 2013 г. произойдет полная отмена платежей. Учитывая, что

полноценная деятельность Росавиа начнется не ранее 2011 г., можно полагать, что новая авиакомпания именно с этого периода рассчитывает на получение части роялти. Негативное влияние изъятия роялти у Аэрофлота уже учтено в наших моделях.

Оценка компаний сектора



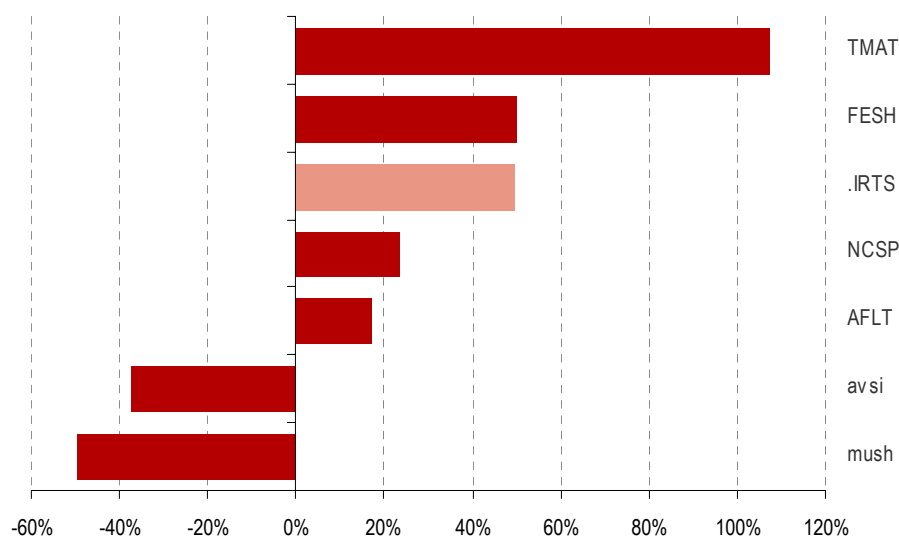
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Аэрофлот	4 915	4 496	4 940	332	482	495	71	60	120
Сибирь	1 486	1 070	1 230	30	21	49	2	6	17
Ютэйр	990	792	911	35	20	46	3	2	9
НМТП	654	667	774	376	300	374	96	140	200

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: PTC

Динамика акций сектора за год

Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП





Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Телекоммуникации, Банки

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.