

Стратегия Май 2009

Второй волны не будет



СТРАТЕГИЯ – МАЙ 2009**Основные тезисы****Мировая экономика**

- Появились первые признаки улучшения ситуации в мировой экономике.
- Первые признаки стабилизации отмечаются на американском рынке жилья. С падения цен на жилье все началось – стабилизация цен является важнейшим сигналом к началу выздоровления.

Мировые финансовые рынки

- Потрясений, подобных тем, что случились осенью 2008 г., не будет.
- Все более явные признаки улучшения экономической ситуации должны привести к дальнейшей переоценке рисков, что станет основным драйвером для рынков акций.
- Сценарий слабого доллара и дорогих активов (в первую очередь промышленного сырья и продовольствия) становится все более реальным, хотя сложно сказать, когда он начнет реализовываться.

Российская экономика

- Российская экономика достигнет дна в течение следующих трех месяцев. Уже осенью улучшение общеэкономической ситуации станет очевидным.
- В этом году мы ожидаем спада ВВП на 7.8 %, в следующем – роста на 7.4 %. В среднесрочной перспективе рост экономики составит 5-6 % по сравнению с более чем 7%-ным ростом в завершившемся цикле.

Российские финансовые рынки

- В ближайшие месяцы рубль продолжит укрепляться; если нефть будет колебаться в диапазоне \$ 50-60 за баррель, то к концу года стоимость бивалютной корзины может опуститься до 35; при \$ 45-50 адекватный уровень для бивалютной корзины – 36.5.
- В следующие 2-3 месяца Банк России осуществит еще одно снижение ставки рефинансирования; к концу года ставка вернется на предкризисный уровень 11 %; снижение ставок будет способствовать дальнейшему подъему внутреннего долгового рынка.

Мы ждем продолжения роста рынка акций в мае. При \$ 45 за баррель Urals и спреде Россия-30 – UST-10 на уровне 400 б. п. (наш базовый сценарий), справедливая оценка для индекса РТС составляет 900 пунктов. При \$ 60 и спреде 300 б.п. справедливая оценка поднимается к 1 100 пунктам. В этом диапазоне мы и рассчитываем провести лето.

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – МАЙ 2009

Второй волны не будет

Одной из самых обсуждаемых тем минувшего месяца была «вторая волна кризиса». Прежде чем отвечать на вопрос, стоит ли готовиться к этой волне или, напротив, настроиться на продолжительный рост, мы хотели бы определиться с терминологией.

Если речь идет об экономике, то рассуждать о второй волне явно преждевременно, так как еще не закончилась первая. Экономика большинства развитых стран продолжают движение вниз, и пока можно говорить лишь о замедлении спада. То же самое относится и к российской экономике, которая только приближается к нижней точке и достигнет дна, по нашим оценкам, в следующие 3 месяца.

Под второй волной кризиса мы будем иметь в виду новые масштабные потрясения на финансовых рынках, подобные тем, что случились осенью 2008 г. Именно финансовые бури, парализовавшие кредитные рынки после банкротства LB, стали основной причиной экономического коллапса. Повторение подобных событий неизбежно приведет к углублению экономического спада и существенно отсрочит восстановление мировой экономики.

Возможен ли сейчас рецидив финансового кризиса? Мы уверены, что в таком масштабе, как мы видели его осенью 2008 г., нет. В нынешнем цикле худшее однозначно осталось позади. До следующего финансового кризиса у нас в запасе есть как минимум несколько лет.

1. Лучший рецепт выздоровления экономики – дальнейшее улучшение конъюнктуры финансовых рынков. Судя по последней риторике, финансовые власти США видят четкие признаки улучшения ситуации в экономике и считают своей главной задачей недопущение новых финансовых потрясений. Мы не сомневаемся, что у американских банков остается много «скелетов в шкафу», но вряд ли кто-то будет доставать их прямо сейчас.

2. Кризис – это всегда неожиданно. Банкротство LB было абсолютным шоком и для инвесторов, и для руководства банка, которое до последнего было уверено, что получит поддержку со стороны государства. Именно неготовность к подобному развитию событий и предопределила жесткость последовавшей реакции. Сейчас мы видим, что финансовые власти США заранее готовят рынки к любым «сюрпризам», будь то банкротства автопроизводителей или результаты стресс-тестов. Именно поэтому подобные события не способны вызвать серьезных потрясений.

Тот же тезис подходит и для российской ситуации. Главный аргумент ожидающих вторую волну заключается в том, что у банков растет просрочка, и они вот-вот начнут сыпаться один за другим. Это слишком очевидный аргумент, чтобы оказаться сколь-либо близким к истине, вдобавок он подразумевает, что все время с начала кризиса банки во главе с ЦБ сидели и смиренно ждали, когда же «плохие» долги похоронят их бизнес, не формируя при этом резервы, не увеличивая капитал, не формируя подушку ликвидности, не привлекая дополнительные ресурсы, не оптимизируя расходы, не работая с проблемными заемщиками...

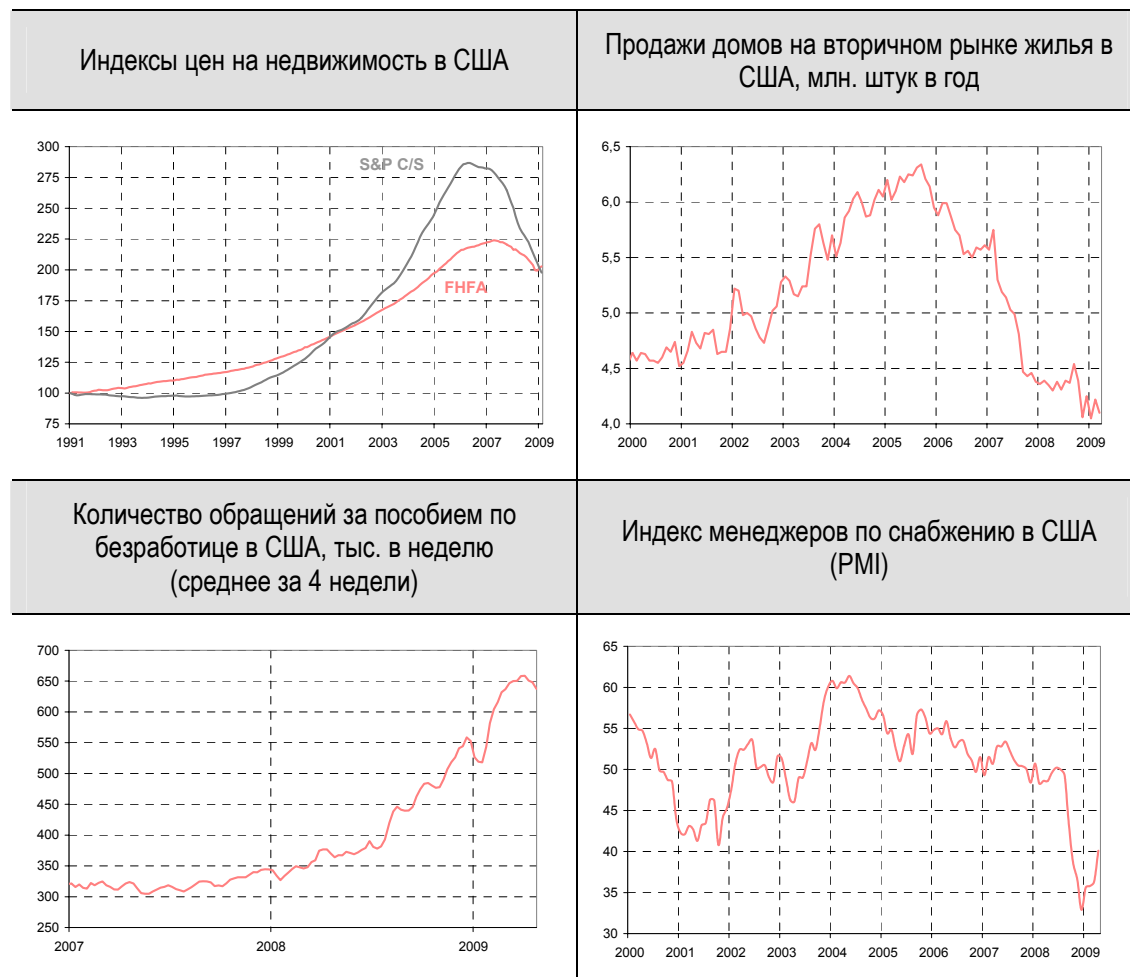
3. Рынки всегда двигаются впереди экономического цикла и уже начинают разворачивать его вверх. В апрельской стратегии мы отмечали, что если нынешнее ралли не будет подкреплено позитивными макросигналами, то нас ждет жесточайшая коррекция. Хотим сообщить, что первые сигналы появились!

В первую очередь, мы бы обратили внимание на ситуацию в промышленном секторе. Индексы PMI в апреле показали дружный рост практически по всем странам, при этом в Китае и Индии превысили отметку 50 пунктов – это означает, что промышленность этих стран перешла из состояния спада в состояние роста (более подробно см. наш daily от 5 мая).

Нельзя не обратить внимания и на рынок жилья в США. Мы считаем, что его состояние – это ключевой индикатор в нынешнем кризисе. С падения цен на жилье в США началась вся эта история, стабилизация рынка недвижимости положит начало выздоровлению экономики. Пока нельзя однозначно сказать, что цены на жилье перестали падать. Основной индикатор – индекс S&P C/S снизился в феврале на 1.9 % (индекс публикуется с двухмесячной задержкой), однако другой индикатор – FHFA monthly index, рассчитываемый федеральным агентством недвижимости и учитывающий только те сделки, которые профинансированы ипотекой от Freddie и Fannie, –

демонстрировал умеренный рост и в январе, и в феврале. Как правило, оба индекса движутся в одном направлении, но S&P C/S является более волатильным. Так что рост индекса FHFA, действительно, можно рассматривать как первый признак стабилизации цен, которые снижаются согласно индексу S&P C/S на протяжении 33 месяцев. О некоторой стабилизации рынка недвижимости позволяет судить и динамика продаж на вторичном рынке жилья (см. график).

Ранее мы неоднократно отмечали, что одним из лучших индикаторов состояния дел в американской экономике является рынок труда. В апреле первые признаки стабилизации появились и здесь. Таким признаком является снижение числа обращений за пособиями на протяжении трех недель подряд.



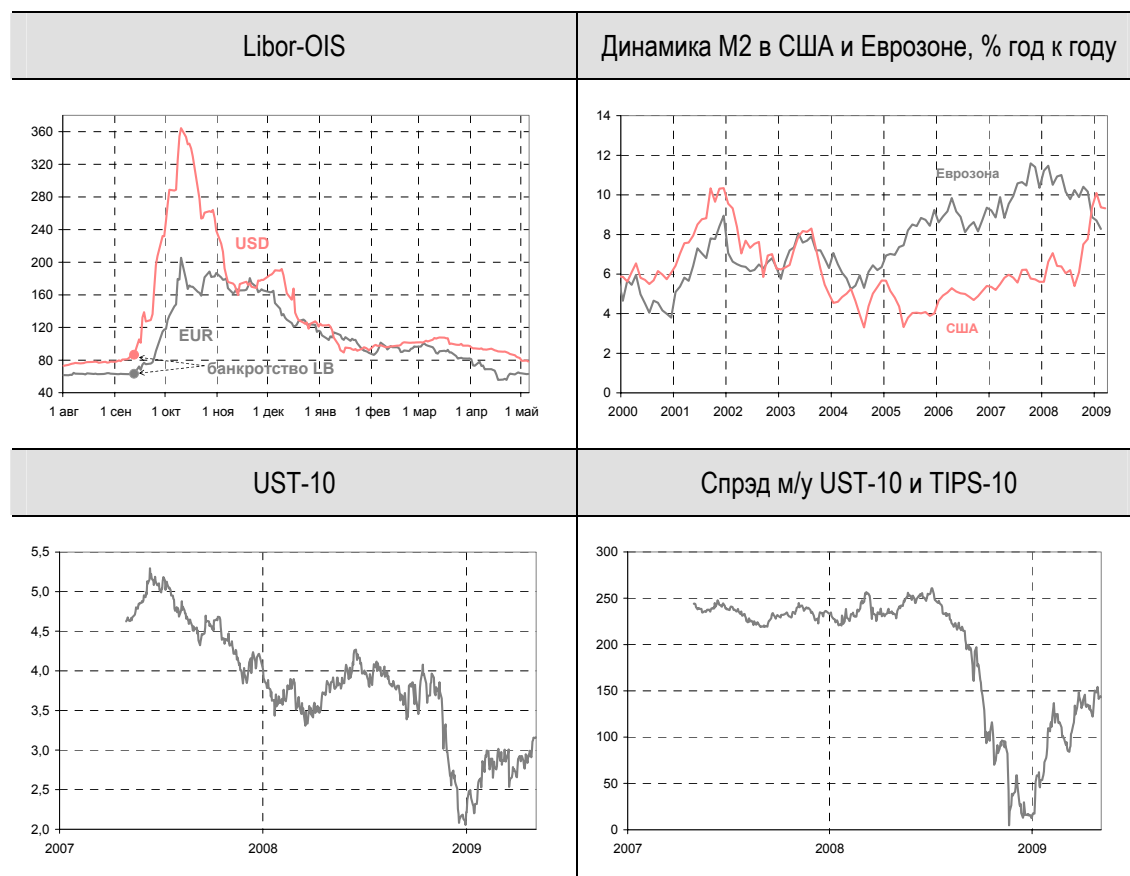
Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

4. Куда устремится ликвидность? В настоящий момент ситуация на глобальных денежных рынках выглядит даже лучше, чем на момент банкротства LB (но хуже, чем до начала кризиса Subprime). Благодарить за это мы должны крупнейшие мировые Центробанки, которые в буквальном смысле залили рынки ликвидностью и обеспечили снижение ставок Libor до исторических минимумов. Как мы понимаем, в ближайшее время мировые ЦБ будут придерживаться той же политики, более того, снижение учетных ставок в отдельных экономиках будет продолжено (Еврозона).

Особенно агрессивную монетарную политику осуществляет ФРС, которую вынуждает к этому гигантский бюджетный дефицит. Темпы роста денежной массы (M2) в США достигли 10 % в год (см. график), что последний раз наблюдалось после терактов 11 сентября. Но тогда экономика не испытала такого резкого сокращения, как сейчас. Не нужно быть большим экономистом, чтобы понимать, что, когда экономика сжимается, а денег в ней становится все больше и больше, риски инфляции резко возрастают. Об этом же свидетельствует и динамика спреда между 10-летними UST и TIPS (см. график). Скорее всего, это будет не потребительская инфляция (масштаб нынешней катастрофы заставит даже американского потребителя скорректировать свою поведенческую модель), а вновь, как и 2004-2007 гг., — инфляция активов. Но тогда ФРС пыталась активно бороться с инфляционными ожиданиями, сейчас же таких возможностей будет меньше, поскольку без прямых покупок UST со стороны ФРС рынок госдолга просто не устоит. С конца марта ФРС выкупила на рынке гособлигаций на сумму \$ 85 млрд, но это не остановило рост

доходности, которая по UST-10 поднялась уже до максимальных уровней с ноября прошлого года. Уже сейчас звучат голоса, что ФРС необходимо срочно расширять программу выкупа (сейчас она составляет \$ 300 млрд), чтобы не допустить существенного роста процентных ставок. Если ФРС пойдет на такой шаг, то это еще более подхлестнет инфляционные ожидания.

Сценарий слабого доллара, дорогого промышленного сырья и продовольствия, падающих treasuries и стагнирующей американской экономики выглядит сейчас как никогда реальным. И именно в этом случае может реализоваться, казалось бы, окончательно дискредитировавшая себя теория decoupling (отстыковки развивающихся экономик от бизнес-цикла развитых стран). Для России такой сценарий явно стал бы не самым худшим...



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Содержание

СТРАТЕГИЯ – МАЙ 2009	2
Основные тезисы	
СТРАТЕГИЯ – МАЙ 2009	3
Второй волны не будет	
ЭКОНОМИКА	7
Пессимизм достиг апогея	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	14
Рублевые облигации вновь интересны	
РЫНОК АКЦИЙ	21
Третий месяц роста	
НЕФТЬ И ГАЗ	26
Потенциал роста сектора практически исчерпан	
МЕТАЛЛУРГИЯ	31
Внимание на цены	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	35
Инвестиции в цене	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	40
В ожидании громких сделок	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	44
Стресс-тест	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	49
Спад продолжается	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	54
Хуже ожиданий	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	58
Рост спроса не за горами?	
ТРАНСПОРТ	61
Без изменений	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	64

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика

Пессимизм достиг апогея

Пессимизм в отношении российской экономики достиг своего апогея; консенсус-прогноз в отношении ВВП-2009 сместился в сторону 6-8%-ного падения. На наш взгляд, это абсолютно адекватные оценки (в данной Стратегии мы пересмотрели макропрогнозы на 2009-2011 гг.), но именно сейчас можно говорить о появлении первых признаков стабилизации экономики.

Второй квартал, по-видимому, окажется слабым (из-за ухудшающейся ситуации на потребительских рынках), однако уже в 3-м квартале оживление экономики может стать достаточно очевидным (если, конечно, к тому времени не случится рецидива финансового кризиса). Впрочем, финансовых потрясений мы не ожидаем – напротив, наши макропрогнозы базируются на предположении дальнейшего улучшения ситуации в финансовой сфере: снижения процентных ставок, укрепления рубля, роста стоимости акций.

В апреле были подведены итоги 1-го квартала, которые превзошли, пожалуй, самые пессимистичные прогнозы. Согласно предварительной оценке МЭР, падение ВВП в январе-марте составило 9.5 % к аналогичному периоду прошлого года; производство в базовых отраслях (промышленность, сельское хозяйство, торговля, транспорт, строительство) снизилось на 12.3 %.

В то же время, если мы посмотрим помесечную динамику базовых отраслей, то видно, что жесткая фаза кризиса завершилась уже в январе. Действительно, на протяжении первых четырех месяцев кризиса (октябрь-январь) ежемесячная динамика была в разы хуже среднемесячных показателей 2005-2007 гг. Особенно существенным этот отрыв был в ноябре 2008 г. – именно в этом месяце падение экономики происходило с максимальными темпами. В феврале 2009 г. месячная динамика базовых отраслей и промышленного сектора была существенно лучше среднемесячных значений для этого месяца, а в марте фактически соответствовала им. В январе индекс базовых отраслей рухнул на уровни 2005 г. (индекс промышленного производства оказался в январе 2004 г.), однако в феврале-марте базовые отрасли росли быстрее, чем в 2005 г.

Динамика промышленного производства и базовых отраслей, % месяц к месяцу

	Промышленное производство			Базовые отрасли			Розничная торговля		
	2005/07	2008	2009	2005/07	2008	2009	2005/07	2008	2009
январь	-14.8	-14.4	-19.9	-22.2	-23.9	-28.6	-24.1	-25.0	-26.3
февраль	2.1	3.0	6.4	0.8	1.9	2.8	-0.4	1.1	-4.6
март	9.5	11.7	11.1	13.9	13.9	13.3	9.3	7.4	5.6
апрель	-4.5	-4.6		-1.6	-1.4		2.2	1.1	
май	-2.1	-1.9		0.2	-0.4		1.0	2.2	
июнь	4.3	-1.4		6.2	3.4		0.9	1.2	
июль	-1.4	3.3		7.6	8.8		3.0	3.8	
август	1.2	-0.9		3.3	1.3		3.5	3.4	
сентябрь	0.4	1.4		2.8	3.3		0.8	0.4	
октябрь	4.1	2.8		-3.3	-4.6		3.6	1.6	
ноябрь	1.5	-10.8		-2.2	-9.4		0.5	-3.4	
декабрь	6.1	3.8		7.7	5.4		19.2	16.7	

	Жесткая фаза кризиса
	Начало стабилизации

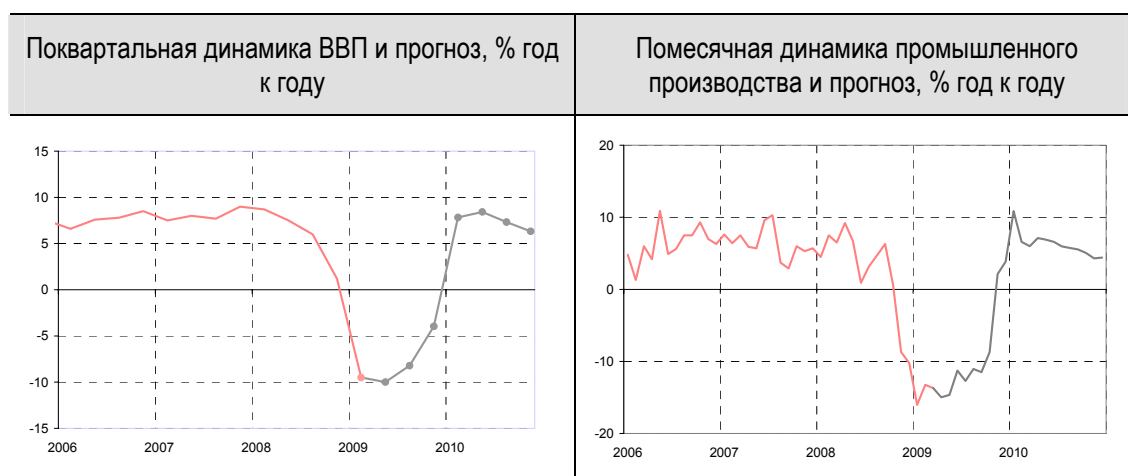
Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Таким образом, в феврале-марте действительно появились некоторые признаки стабилизации экономики. Однако этот вывод не относится к потребительскому спросу – в секторе розничной торговли ежемесячная динамика в феврале-марте оставалась существенно хуже среднемесячных значений для этих месяцев. Причины сокращающейся потребительской активности лежат на

поверхности – это в первую очередь резкий рост безработицы (до 7.5 млн человек, или 10 % от экономически активного населения в марте).

Мы считаем, что ухудшение ситуации на потребительских рынках во 2-м квартале будет продолжаться. При том что безработица подскочила до уровней 1999-2000 гг., а промышленность упала до уровней 2004 г., реальное потребление пока превышает даже уровни 2007 г., хотя и снизилось по сравнению с 2008 г. Именно ухудшающийся потребительский спрос приведет к тому, что во 2-м квартале мы не увидим явных признаков подъема экономики. Эти признаки, на наш взгляд, станут явными лишь в 3-м квартале, если, конечно, к тому времени не случится рецидива кризиса на финансовых рынках (мы не ждем финансовых потрясений, а, напротив, прогнозируем дальнейшее улучшение финансовой ситуации – снижение процентных ставок, укрепление рубля, рост стоимости акций).

В данной Стратегии мы пересмотрели наши макропрогнозы на 2009-2011 гг. Мы существенно понизили прогнозы на 2009 год, что связано с удручающими итогами 1-го квартала, а также с возросшим пессимизмом в отношении потребительского спроса. Мы предполагаем, что во 2-м квартале динамика ВВП будет несколько хуже в сравнении со среднеквартальной динамикой экономики в 2005-2007 гг., а во 2-м полугодии – чуть лучше. Эти предположения дают нам оценку падения ВВП в 2009 г. на уровне 7.8 %. На 2010 год мы закладываем динамику ВВП слабее в сравнении со средними показателями 2005-2007 гг., но даже в этом случае рост ВВП из-за эффекта низкой базы окажется существенным – по нашим оценкам, на уровне 7.4 %. В среднесрочной перспективе мы видим рост ВВП на уровне 5-6 % в год по сравнению с более чем 7%-ным средним ростом в завершившемся цикле. В 2011 г. реальный объем ВВП, по нашим оценкам, должен превысить показатели 2008 г.



Источники: Росстат, МЭР, Аналитический департамент Банка Москвы

Эволюция наших макропрогнозов на 2009 год

	Май 2009	Март 2009	Декабрь 2008
ВВП, %	-7.8	- 1.0	2.5
Промышленность, %	-10.2	- 5.0	-3.0
Инвестиции, %	-22.0	- 7.5	2.5
Инфляция, %	15.0	15.0	10.0
Реальные доходы населения, %	-7.1	- 2.1	1.5
Розничная торговля, %	-5.0	- 1.5	2.4
Экспорт, \$ млрд	275	280	330
Импорт, \$ млрд	205	220	270
Торговый баланс, \$ млрд	70	60	60
Доллар/рубль (среднегодовой)	34.5	34.5	30.0
Евро/доллар	1.30	1.30	1.30
Urals, \$/баррель	45.0	45.0	60.0

Источники: Аналитический департамент Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П	2010 П	2011 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	69.4	93.8	44.6	45.0	55.0	63.5
на конец года	37.4	54.4	55.1	91.6	34.8	48.9	50.0	60.0	63.5
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	410	445	605	698	872	907	900	900	900
на конец года	438	517	637	839	882	888	900	900	900
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	35 838	21 253	10 867	11 500	12 500	14 000
на конец года	14 877	13 372	34 025	27 200	11 700	11 680	12 000	13 500	14 500
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	7 009	6 879	3 735	4 000	4 500	4550
на конец года	3 264	4 542	6 308	6 755	3 070	4 431	4 500	4 500	4600
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 729	1 906	2 595	2 661	2 620	1 423	1 450	1 600	1700
на конец года	1 958	2 277	2 803	2 410	1 540	1 494	1 550	1 650	1725
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 068	1 400	3 250	3 234	1 902	1 261	1 350	1 450	1 550
на конец года	1 246	1 909	4 230	2 430	1 208	1 425	1 450	1 550	1 650
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	50	75	56	73	171	49	55	70	75
на конец года	80	50	64	90	68	46	60	75	80
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой	-	-	-	-	-	316	325	400	450
на конец года	-	-	-	-	380	318	375	425	475
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.37	1.47	1.31	1.30	1.33	1.37
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.32	1.30	1.35	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	25.55	24.87	34.16	34.50	33.65	32.25
на конец года	27.75	28.78	26.33	24.55	29.38	33.25	34.30	33.00	31.50
Евро/рубль									
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	35.03	36.45	44.58	45.00	44.63	44.25
на конец года	37.81	34.19	34.70	35.93	41.44	43.84	44.75	44.50	44.00
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.82	30.08	38.85	39.23	38.59	37.65
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.67	34.81	38.01	39.00	38.18	37.13
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	2.77	3.00	4.00	4.50
на конец года, % годовых	4.22	4.39	4.70	4.03	2.22	3.12	3.50	4.25	5.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	7.30	5.96	5.93	5.80	6.78	8.99	8.50	6.75	6.50
на конец года, % годовых	6.59	5.55	5.66	5.53	9.98	7.94	7.00	6.50	6.50
спред к UST-10, б. п.	236	115	95	150	775	482	350	225	150
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.59	7.47	10.49	10.00	8.50	7.75
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.53	9.11	9.80	9.00	8.00	7.50
Ставка рефинансирования, % годовых	13.0	12.0	11.0	10.0	13.0	12.5	11.0	10.0	9.5
Мин, ставка прямого РЕПО, % годовых	-	-	-	-	9.0	9.5	8.0	7.0	6.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	2 291	632	833	900	-	-
Изменение за год, %	8.3	83.4	70.7	19.2	-72.4	31.8	42.4	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
ВВП									
реальный, % год к году	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6	-9.5	-7.8	7.4	5.6
номинальный, млрд руб.	17 048	21 625	26 904	33 111	41 668	8 229	39 460	47 115	56 443
% год к году	28.7	26.8	24.4	23.1	25.8	-7.4	-5.3	19.4	19.8
номинальный, \$ млрд	592	764	991	1 296	1 675	239	1 144	1 400	1 750
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	7.0	9.1	11.8	1.7	8.1	9.9	12.4
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	8.0	5.1	6.3	6.3	2.1	-14.3	-10.2	6.2	5.0
обрабатывающая промышленность	-	5.7	8.3	9.5	3.2	-20.8	-14.7	8.5	6.7
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.5	1.9	0.2	-3.8	-3.4	2.2	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.9	-0.2	1.4	-5.1	-3.2	3.3	3.0
Добыча нефти									
% год к году	8.9	2.5	2.2	2.3	-0.7	-1.1	-1.0	0.4	1.0
млн т	459	470	480	491	488	120.0	483	485	490
млн баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.87	9.78	9.78	9.70	9.74	9.84
Добыча газа									
% год к году	2.3	1.1	2.4	-0.5	1.8	-14.8	-7.2	4.5	4.3
млрд куб. м	634	641	656	653	665	153	617	645	673
млн б. н. э. в сутки	10.19	10.33	10.58	10.53	10.69	10.03	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	-15.0	-22.0	16.0	15.0
млрд руб.	2 865	3 611	4 730	6 716	8 765	1 297	6 508	8 363	10 903
% год к году	31.0	26.0	31.0	42.0	30.5	-4.3	-25.8	28.5	30.4
% к ВВП	16.8	16.7	17.6	20.3	21.0	15.8	16.5	17.7	19.3
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	13.3	12.8	14.1	16.1	13.5	-1.1	-5.0	8.0	12.0
млрд руб.	5 642	7 042	8 712	10 869	13 915	3 272	15 181	18 445	22 733
% год к году	24.6	24.8	23.7	24.8	28.0	10.9	9.1	21.5	23.3
% к ВВП	33.1	32.6	32.4	32.8	33.4	39.8	38.5	39.1	40.3
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	10.1	13.2	18.1	18.2	12.8	-19.3	-24.5	14.0	15.0
млрд руб.	1 314	1 754	2 351	3 293	4 528	640	3 249	4 110	5 358
% год к году в ном. выражении		33.6	34.0	40.1	37.5	-9.2	-28.3	26.5	30.4
% к ВВП	7.7	8.1	8.7	9.9	10.9	7.8	8.2	8.7	9.5
жилищное строительство									
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	714.1	765.6	114	690	650	635
млн кв. м жилой площади	41.0	43.6	50.6	61.0	63.8	10.4	60.0	55.0	55.0
% год к году	12.6	6.1	16.1	20.6	4.5	2.4	-5.9	-8.3	0.0
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	2.3	3.6	3.4	10.8	2.1	4.0	3.0	3.0

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 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	13 762	16 188	18 454	21 776
% год к году	29.0	26.5	25.5	23.6	20.2	11.2	7.0	14.0	18.0
Реальные расп, денежные доходы населения									
% год к году	10.4	12.4	13.5	12.1	2.7	-2.3	-7.1	0.5	6.8
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц				12 106	15 104	14 695	16 237	18 510	22 212
% год к году					24.8	14.4	7.5	14.0	20.0
Норма сбережений				3.9	0.2	-6.8	-0.3	-0.3	-2.0
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 634	13 593	17 226	17 202	17 312	19 736	23 387
% год к году	22.6	26.9	24.3	27.8	26.7	11.1	0.5	14.0	18.5
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	392	532	693	529	502	587	725
% год к году	30.5	29.2	29.7	35.8	30.2	-21.1	-27.5	16.9	23.6
Реальная заработная плата									
% год к году	10.6	12.6	13.3	17.2	10.3	-2.3	-13.6	0.5	7.3
Рынок труда									
числ, постоянного населения, млн чел.	143.5	142.8	142.2	142.0	141.9	-	141.7	141.5	141.4
изменение за год, тыс. человек	-694	-721	-533	-212	-105	-	-200	-200	-150
числ, эк, активного населения, млн чел.	72.9	73.8	74.2	75.0	75.8	74.8	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	7.20	6.50	5.50
безработицы на конец года, %	8.4	7.7	6.9	6.1	7.7	10.0	9.5	8.7	7.4
числ, официально зарегистрированных безработных на конец года, млн чел.	1.92	1.83	1.74	1.55	1.52	2.18	2.80	2.50	2.10
безработица на конец года, %	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0	2.9	3.7	3.3	2.8

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	4 363	6 045	8 996	13 272	13 493	12 112	12 886	15 592	19 100
% год к году	35.8	38.5	48.8	47.5	1.7	-9.5	-4.5	21.0	22.5
% к ВВП	25.6	28.0	33.4	40.1	32.5	-	32.7	33.1	33.8
M0, млрд руб.	1 535	2 009	2 785	3 702	3 795	3 278	3 681	4 417	5 345
% год к году	33.8	30.9	38.6	32.9	2.5	-5.7	-3.0	20.0	21.0
доля в M2, %	35.2	33.2	31.0	27.9	28.1	27.1	28.6	28.3	28.0
% к ВВП	9.0	9.3	10.4	11.2	9.1	-	9.3	9.4	9.5
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	11.7	10.9	9.0	11.9	13.3	14.0	15.0	12.0	10.5
% среднегодовой	10.9	12.5	9.8	9.1	14.1	14.4	14.1	13.5	11.3
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	28.8	13.4	10.4	25.1	-7.0	-2.8	9.5	12.5	12.0
% среднегодовой	23.9	20.9	12.5	14.1	21.8	13.4	-8.0	11.0	12.3
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	48	58	122	175	-52	-43	-52	30	52
На конец года, \$ млрд	125	182	304	479	427	384	375	405	457
% к ВВП	21.0	23.9	30.6	36.9	25.6	-	32.8	28.9	26.1

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.- март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Активы, млрд руб.	7 101	9 696	13 963	20 125	28 022	28 527	28 863		
% год к году	27.3	36.6	44.0	44.1	39.2	33.8	3.0		
% к ВВП	41.7	44.8	51.9	60.8	67.3	-	73.1		
Собственный капитал, млрд руб.	947	1 242	1 693	2 671	3 811	3 900	4 047		
% год к году	16.2	31.2	36.3	57.8	42.7	36.4	6.2		
% 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	13.7	14.0		
Депозиты населения, млрд руб.	1 981	2 761	3 810	5 159	5 907	6 197	6 356		
% год к году	30.4	39.4	38.0	35.4	14.5	16.6	7.6		
% к пассивам	27.9	28.5	27.3	25.6	21.1	21.7	22.0		
Кредиты населению, млрд руб.	538	1 056	1 883	2 971	4 017	3 872	4 037		
% год к году	116.4	96.2	78.3	57.8	35.2	21.0	0.5		
% к активам	7.6	10.9	13.5	14.8	14.3	13.6	14.0		
% к депозитам населения	27.2	38.2	49.4	57.6	68.0	62.5	63.5		
Просроченная задолженность	7.2	19.9	50.6	97	149	182	404		
% к портфелю	1.3	1.9	2.7	3.2	3.7	4.7	10.0		
Депозиты юридических лиц, млрд руб.	758	1 271	2 147	3 520	4 945	4 913	5 193		
% год к году	142.5	67.7	68.9	64.0	40.5	36.0	5.0		
% к пассивам	10.7	13.1	15.4	17.5	17.6	17.2	18.0		
Кредиты предприятиям, млрд руб.	3 348	4 397	6 148	9 316	12 510	13 116	13 510		
% год к году	38.0	31.3	39.8	51.5	34.3	27.9	8.0		
% к активам	47.1	45.3	44.0	46.3	44.6	46.0	46.8		
Просроченная задолженность	51	56	70	86	266	454	905		
% к портфелю	1.5	1.3	1.1	0.9	2.1	3.5	6.7		
Просроченная задолженность по кредитному портфелю, млрд руб.	58	76	121	183	415	636	1 309		
% к кредитному портфелю	1.5	1.4	1.5	1.5	2.5	3.7	7.5		
Резервы на возможные потери по кредитному портфелю		295	403	532	899	1 138	1 571		
% к кредитному портфелю		5.4	5.0	4.3	5.4	6.7	9.0		
% к просроченной задолженности		389	333	291	217	179	120		
Прибыль, млрд руб.	178	262	372	508	409	58	-150		
% год к году	38.6	47.3	41.8	36.7	-19.4	-56.7	-		
ROAA	2.8	3.1	3.1	3.0	1.7	0.8	-0.5		
ROAE	20.2	24.0	25.3	23.3	12.6	6.0	-3.8		

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.- март 2009	2009 П **	2010 П	2011 П
Доходы, млрд руб.	3 429	5 125	6 279	7 765	9 258	1 730	6 714		
% год к году	32.6	49.5	22.5	23.7	19.2	-10.5	-27.5		
% к ВВП	20.1	23.7	23.3	23.4	22.3	21.0	16.6		
в т.ч.									
нефтегазовые доходы					4 389	509	2 057		
% год к году					-	-49.3	-53.1		
% к доходам					47.4	29.4	30.6		
Расходы, млрд руб.	2 699	3 512	4 285	5 982	7 561	1 780	9 692		
% год к году	14.4	30.1	22.0	39.6	26.4	33.6	28.2		
% к ВВП	15.8	16.2	15.9	18.1	18.2	21.6	24.0		
Профицит, млрд руб.	730	1 613	1 994	1 782	1 697	-50	-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	-0.6	-7.4		
Резервный фонд *									
млрд руб.	522	1 237	2 347	3 849	4 028	4 118			
\$ млрд	18.8	43.0	89.1	156.8	137	121			
% к ВВП	3.1	5.7	8.7	11.7	9.7	-			
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.	-	-	-	-	2 584	2 915			
\$ млрд	-	-	-	-	88	86			
% к ВВП	-	-	-	-	6.2	-			

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

** - согласно законопроекту 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	11	33	5	2
% год к году	68	41	12	-18	33	-71	-68	-85	-60
% к ВВП	10.1	11.0	9.5	5.9	6.1	4.6	2.9	0.4	0.1
Экспорт товаров	183	244	304	354	472	60	275	320	360
% год к году	35	33	25	17	33	-45	-42	16	13
% к ВВП	31.0	31.9	30.6	27.3	28.2	25.1	24.0	22.9	20.6
т, ч, экспорт углеводородов	100	149	191	219	309	36	155	190	205
% к ВВП	16.9	19.5	19.2	16.9	18.5	15.0	13.6	13.6	11.7
% к общему объему экспорта	54.7	61.1	62.8	61.7	65.6	59.6	56.4	59.4	56.9
Импорт товаров	97	125	164	223	292	38	205	265	310
% год к году	28	29	31	36	31	-36	-30	29	17
% к ВВП	16.5	16.4	16.6	17.2	17.4	16.0	17.9	18.9	17.7
Торговое сальдо	86	118	139	131	180	22	70	55	50
% год к году	43	38	18	-6	37	-57	-61	-21	-
% к ВВП	14.5	15.5	14.0	10.1	10.7	9.1	6.1	3.9	2.9
Прямые иностранные инвестиции	15	13	30	55	70	8	42	63	86
% к ВВП	2.6	1.7	3.0	4.2	4.2	3.5	3.7	4.5	4.9
Банки	1	2	3	7	10	-	6	8	11
% к ВВП	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	-	0.5	0.6	0.6
% к общему объему ПИИ	4	15	8	13	14	-	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	3.5	3.1	3.9	4.3
% к общему объему ПИИ	96	85	92	87	86	-	86	87	87
Чистый отток капитала	-9	0	41	82	-133	-39	-75	25	50
% к ВВП	-1.5	0.0	4.2	6.4	-7.9	-16.2	-6.6	1.8	2.9
Банки	4	6	28	46	-58	-6	-30	5	15
% к ВВП	0.6	0.8	2.8	3.5	-3.4	-2.4	-2.6	0.4	0.9
Прочие сектора	-12	-6	14	37	-75	-33	-45	20	35
% к ВВП	-2.1	-0.8	1.4	2.8	-4.5	-13.7	-3.9	1.4	2.0

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

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Долговые рынки

Рублевые облигации вновь интересны

В течение месяца риторика американских финансовых властей становилась более позитивной, макроиндикаторы слали все больше и больше антикризисных сигналов, а ситуация на мировых денежных рынках вернулась к временам до банкротства Lehman Brothers. Поэтому ралли на рынках EM, начавшееся в марте, продолжилось и в первые три недели апреля, несмотря на сохраняющиеся угрозы.

Большинство российских еврооблигаций продемонстрировало впечатляющий рост котировок, чем породило огромный соблазн зафиксировать прибыль и сделало покупку валютных инструментов не столь очевидной торговой идеей, как в марте-апреле 2009 г. Мы акцентируем внимание инвесторов на меньшем числе привлекательных инструментов. Если же итоги стресс-тестов в США не прогремят как гром среди проясняющегося неба, то многие среднесрочные еврооблигации (3-5 лет) будут пользоваться большим спросом.

Как мы и ожидали в нашей апрельской стратегии, замедление темпов инфляции и стабильность валютного курса позволили ЦБ смягчить денежно-кредитную политику: 24 апреля Банк России принял решение снизить ключевые процентные ставки на 50 б. п. При сохранении благоприятной конъюнктуры на глобальных рынках и низких темпах инфляции ставка рефинансирования ЦБ к концу года будет снижена на 100-150 б. п. Мы ожидаем, что снижение процентных ставок будет способствовать дальнейшему росту рублевого публичного долга.

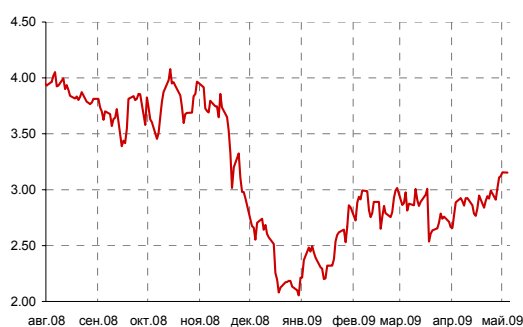
Начиная с этого выпуска стратегии, мы публикуем наши рекомендации по рублевому рынку облигаций. В центре внимания – выпуски 1-2-го эшелонов, а также облигации Москвы, по-прежнему являющиеся одним из лучших инструментов с точки зрения доходность/качество.

Глобальные рынки: позитивные сигналы

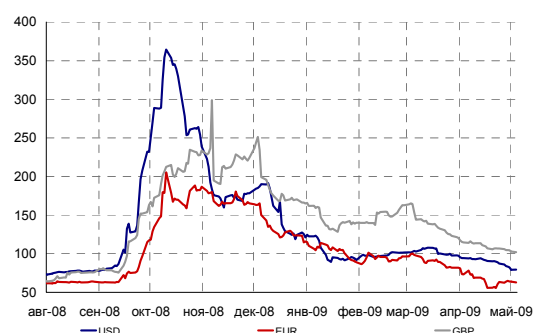
- **Ставки денежного рынка** вернулись к уровню середины сентября 2008 г., то есть того момента, когда новый виток кризиса и нестабильности еще не спровоцировал банкротство Lehman Brothers. Межбанковская ставка предложения средств в евро EURIBOR по кредитам сроком на один месяц обновила минимумы последних лет и достигла 0.95 % годовых. Ставка LIBOR упала ниже до 1 % годовых – минимального уровня с июня 2003 г. Спрэд LIBOR-OIS упал ниже до 80 б. п.
- **Возобновление роста в промышленности Китая**, на что указало повышение индекса PMI в апреле сразу на 6 пунктов до 50.1. Индекс PMI выше 50 пунктов свидетельствует о росте деловой активности, этот психологически важный рубеж в апреле преодолели только Китай и Индия.
- **Оптимистичные выводы в FOMC Minutes**, которыми ФРС 29 апреля 2009 г. благословила рынки на новую волну роста, заявив, что пока не будет ужесточать денежно-кредитную политику. В пресс-релизе было сказано, что «экономика продолжает сокращаться, хотя темпы сокращения снижаются».
- **Новые «зеленые ростки» в американских макропоказателях**, подтверждающие тезис, что на фоне заметно падающей экономики все чаще и чаще проявляются симптомы торможения негативных процессов (сокращение дефицита торгового баланса США, сокращение числа заявок за пособием по безработице, заказы на товары длительного пользования в марте упали меньше, чем ожидалось, рынок недвижимости показывает первые признаки восстановления, рост индекса активности в производственной сфере переместился в зону «40 и выше»).
- Заметное **сужение спреда** индекса дефолтных свопов iTRAXX Crossover и CDS стран EM и глобальных банков (см. графики), что говорит и о снижении риска, и о увеличении аппетита к его российскому сегменту.

- **Отмена правила mark-to-market для банков.** Если точнее, то Совет по стандартам финансовой отчетности США (Financial Accounting Standards Board, FASB) принял решение предоставить банкам большую свободу в определении цен активов/пассивов на основе текущих рыночных цен (mark-to-market).
- Набирающая все большие обороты **позитивная риторика финансовых регуляторов в США и Японии.** Так, Япония в апреле приняла решение ограничиться ранее принятыми стимулами, а глава ФРС указывает, что в ближайшие месяцы ключевые показатели экономической активности достигнут своего дна, и отмечает позитивные тенденции на рынке недвижимости США.
- **Отчетность многих американских и европейских банков** (Wells Fargo, Goldman Sachs, JPMorgan, Credit Suisse и Citigroup) оказалась лучше прогнозов.

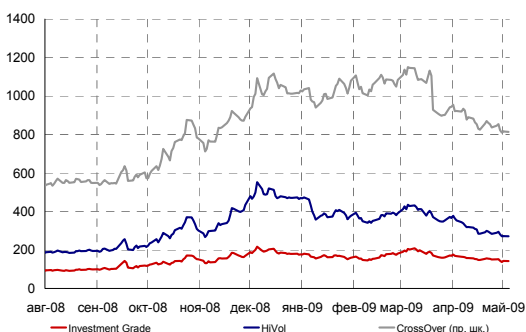
Динамика доходности UST-10



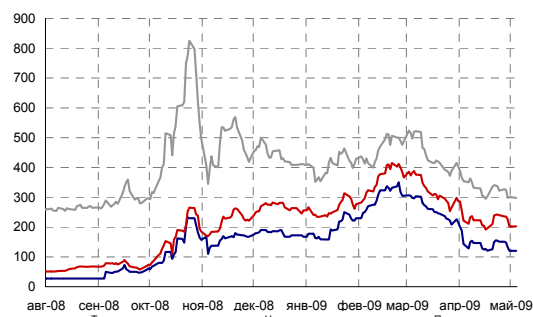
Спрэд LIBOR-OIS



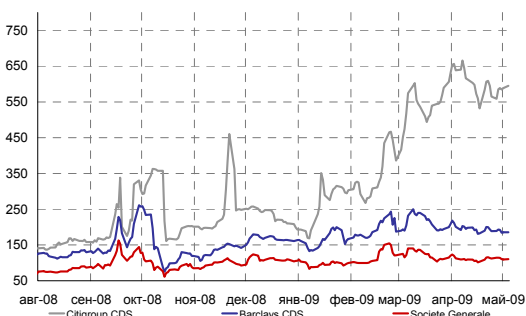
Динамика индексов iTRAXX



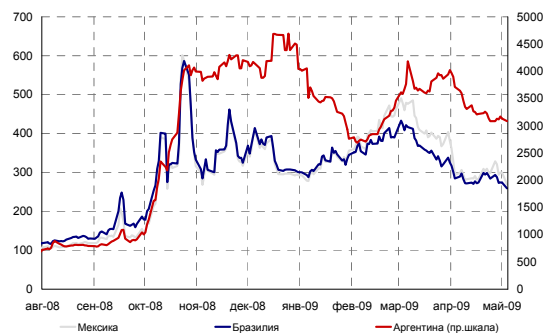
Динамика CDS стран EMEA



Динамика CDS глобальных банков



Динамика CDS стран LatAm



Глобальные рынки: угрозы

- Важным риском, который как дамоклов меч висит над глобальной финансовой системой, мы считаем **итоги стресс-теста крупнейших финансовых институтов США**. Утечки и пугающие слухи по поводу результатов только увеличивают опасения инвесторов. Циркулирующие сейчас факты говорят о том, что как минимум 10 банкам потребуются значительные финансовые вливания.
- Туманные перспективы американского автопрома**. Chrysler подал заявление о добровольном банкротстве на прошлой неделе. Хотя банкротство автопроизводителя не будет означать ликвидацию, кредиторы получат наличными лишь \$ 2 млрд. Активы GM пока тоже не могут найти стратегического покупателя.
- Достаточное количество негативной макростатистики**. В начале апреля в США вышла мрачная статистика по продажам автомобилей. Очень негативной оказалась статистика по розничным продажам и такой же негативной (в прямом смысле) была динамика промышленных цен. В конце месяца были опубликованы мрачные данные о падении американской экономики на 6.1 % в 1-м квартале 2009 г. (при прогнозах в -4.9 %).
- Мощным противовесом отчетности упомянутых выше банков стал **финансовый отчет крупнейшего финансового института Bank of America за 1-й квартал 2009 г.** Банк нарастил резервы по сомнительным долгам за квартал на 57 %, увеличив списание «плохих» кредитов более чем втрое, а чистой прибыли он обязан в основном поглощенному осенью 2008 г. Merrill Lynch. О значительных убытках отразился Morgan Stanley.
- Отчетность компаний за 1-й квартал и в Европе, и в США оказывалась в целом достаточно пессимистичной**. Согласно Bloomberg, прибыль 105 отчитавшихся за 1-й квартал 2009 г. компаний, акции которых входят в расчет индекса S&P 500, в среднем упала на 26 %, и таким образом снижение корпоративных прибылей в январе-марте 2009 г. продолжается 7-й квартал подряд. Это самый длительный спад за всю историю страны с 30-х гг. XX века.
- Отмена mark-to-market не устранила сами **«токсичные» активы**. Более того, именно в прошедшем месяце появились новые оценки масштаба проблемы. МВФ предупредил о возможном росте «токсичных» активов с \$ 2.2 трлн до \$ 4.0 трлн. В вышедшем 21 апреля отчете МВФ оценил «токсичные» активы американского происхождения в \$ 3.1 трлн, хотя «пузырь», надутый непосредственно азиатскими и европейскими финансовыми институтами, тоже впечатляет – \$ 900 млрд.

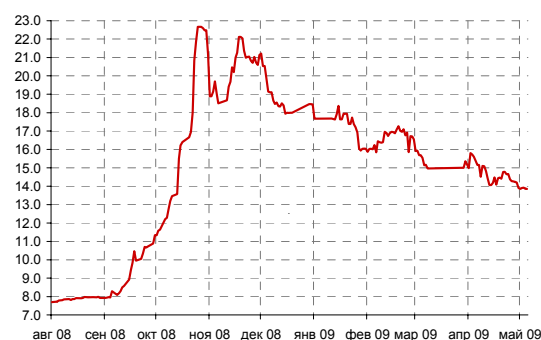
Внешний долговой рынок

Для долговых рынков ЕМ и России в частности первые три недели апреля выдались исключительно хорошими. Пожалуй, самыми хорошими с начала года. Пресловутое «окно» на внешние рынки открылось и дало возможность ряду корпоративных заемщиков после долгого периода снова выпустить еврооблигации.

Россия: премия за суверенный риск



Россия: доходность корпоративных еврооблигаций (нефинансовый сектор)



Согласно Financial Times, компании с Emerging markets привлекли \$ 7.1 млрд на рынках облигаций с начала апреля по сравнению с \$ 5.9 млрд за три предыдущие месяца. В начале апреля, согласно Bloomberg, еженедельный объем размещений облигаций ЕМ достиг 2-летнего максимума – \$ 9.5 млрд. Газпром, «распечатавший» первичный рынок еврооблигаций выпуском в швейцарских франках, закрепил успех выпуском рекордного для себя облигационного 10-летнего займа в долларах на \$ 2.25 млрд с 3-летней офертой и купоном 9.25 %. Размещение второго евробонда было немного омрачено резким падением котировок уже сразу после появления бумаги в рынке.

В апреле произошло очень важное символическое событие для российского сегмента публичного валютного долга. 17 апреля 2009 г. спрэд CDS на суверенный риск России достиг своего минимума с начала сентября 2008 г. (до банкротства Lehman Brothers) – 336 б. п. При этом совокупный объем открытых позиций на российский риск поднялся на 5-е место среди наиболее популярных инструментов CDS. Всего за апрель спрэд CDS на Россию сократился более чем на 100 б. п. до 350 б. п.

Спрэд индекса EMBI+ Россия с 1 апреля сузился на 150 б. п. до 434 б. п. при сопоставимом сужении спреда глобального EMBI+ с 634 б. п. до 498 б. п.

Итоги апреля для российских еврооблигаций и рекомендации

За прошедший месяц котировки подавляющего большинства российских еврооблигаций показали беспрецедентный рост, и в условиях наметившейся нестабильности рекомендация «покупать» уже не выглядит столь однозначной, как месяц назад. Рост цен в выпусках, рекомендованных нами ранее, таких как Raspadskaya' 12 (+20.5 п.п.), Novoport' 12 (+13 п.п.), Eurochem' 10 (+10 п.п.), Gazprom' 12€ (+3.5 п.п.), RusStandard' 10-2 (+25.5 п.п.), выглядит веской причиной зафиксировать прибыль.

Ралли, произошедшее в средне- и долгосрочных еврооблигациях ВымпелКома (+10-15 п.п.), Газпрома (+3-6 п.п.), ТНК-ВР (+3-4 п.п.), МТС (+6 п.п.), Альфа-Банка (+5-6 п.п.), и уж тем более Русского Стандарта (+30-40 п.п.), выглядит также очень соблазнительно для фиксации прибыли.

Сработавшие торговые рекомендации в апреле

Еврооблигации: госбанки и квазигосбанки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
BM' 11 CHF	CHF	250	04.03.11	90.0	11.67	1.6	2.27	-153	- / Baa1 / BBB-
RSHB' 13	USD	700	16.05.13	89.8	10.25	3.2	8.16	-218	- / Baa1 / BBB
VTB' 12	USD	1200	31.10.12	87.8	10.86	3.0	6.81	-212	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 18	USD	2000	29.05.18	82.4	12.49	3.2	4.46	-121	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 16€	EUR	500	15.02.16	89.8	11.20	1.6	1.70	-160	BBB / Baa1 / BBB

Источник: Bloomberg, данные на 5 мая 2009 г.

Еврооблигации: частные банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
RStand' 10-2	USD	400	29.06.10	68.3	47.39	0.9	24.80	-2212	B+ / Ba3 / BB-

Источник: Bloomberg, данные на 5 мая 2009 г.

Еврооблигации: компании

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	76.6	17.81	2.4	21.70	-766	B+e / B1 / B+
NovoroPort' 12	USD	300	17.05.12	84.0	13.63	2.5	14.05	-494	BB+ / Ba1 / -
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	82.1	15.88	2.4	12.52	-472	BB / - / BB
GAZP' 12€	EUR	1000	09.12.12	84.8	9.64	3.0	3.51	-103	BBB / Baa1 / BBB

Источник: Bloomberg, данные на 5 мая 2009 г.

В данной связи, а также в силу неопределенности на внешних рынках, мы оставляем в списке однозначных торговых рекомендаций следующие выпуски: ТМК' 09 (23 %) и Raspadskaya' 12 (18 %). Мы отмечаем, что относительно привлекательно с точки зрения риск/доходность выглядят еврооблигации Северстали и Евраза. Несмотря на заметный рост котировок, еврооблигации банка «Русский Стандарт» (особенно RusStandard' 10-2) мы еще находим интересными. Из сегмента

госбанков и квазигосбанков мы останавливаем свой выбор на выпуске Bank of Moscow' 13 как самом доходном с дюрацией «3 года и меньше», за исключением субординированных инструментов.

Остальные бумаги или уже достаточно перекуплены относительно уровней текущей стабильности, либо таят в себе значительные риски (последнее верно для бондов с доходностями выше 30 %). Мы рекомендуем обратить внимание на среднесрочные еврооблигации компаний и госбанков, если результаты стресс-тестов не произведут эффекта разорвавшейся бомбы.

В целом наши майские предпочтения уже не лежат столь безоговорочно на стороне еврооблигаций, так как на рынке рублевого долга происходят важные позитивные сдвиги. Можно сказать, что рублевые облигации 1-2-го эшелонов обретают поистине второе дыхание (см. ниже).

Корпоративные еврооблигации, торговые идеи

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
ТМК' 09	USD	300	29.09.09	94.8	22.90	0.4	-1.69	593	B+ / Ba3 / -
Риски рефинансирования высоки. Но доходность коротких еврооблигаций ТМК' 09, пожалуй, чрезмерно высока									
SevSta' 13	USD	1250	29.07.13	76.8	17.78	3.1	10.42	-302	BB / Ba2 / BB
SevSta' 14	USD	375	19.04.14	76.0	16.52	3.6	7.39	-189	BB / Ba2 / BB
Evrz' 13	USD	1300	24.04.13	67.5	21.48	3.0	4.90	-143	BB- / B1 / BB
Неплохое соотношение "риск/доходность". В случае продолжения ралли, прирост котировок будет значителен									
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	76.6	17.81	2.4	21.70	-766	B+e / B1 / B+
NovorosPort' 12	USD	300	17.05.12	84.0	13.63	2.5	14.05	-494	BB+ / Ba1 / -
Среди сильных по кредитному качеству Распадской и НМТП, мы по-прежнему выбираем Распадскую из-за доходности									

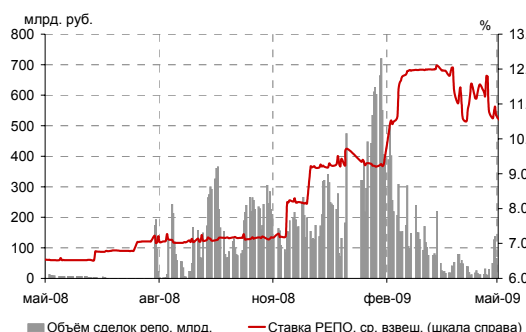
Источник: Bloomberg, данные на 5 мая 2009 г.

Внутренний долговой рынок: качественные бумаги вновь привлекательны

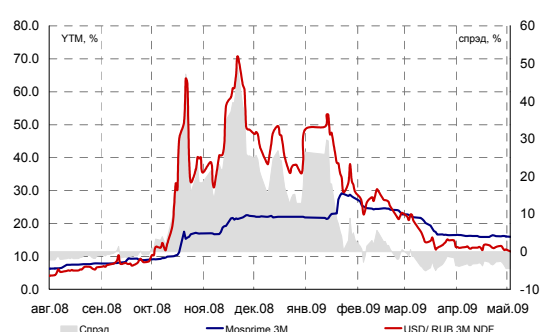
Как мы и ожидали в нашей апрельской стратегии, замедление темпов инфляции и стабильность валютного курса позволили ЦБ смягчить денежно-кредитную политику. 24 апреля Банк России принял решение снизить ключевые процентные ставки на 50 б.п. Таким образом, ставка рефинансирования и ставка РЕПО в настоящий момент составляют 12.5 %.

Ликвидности больше, рубль стабилен. Снижение ставок стало позитивным сигналом для российского финансового рынка. На денежном рынке ставки overnight упали ниже 10 % и продолжают снижаться, падают объемы привлечения ликвидности банковским сектором в ходе ежедневных операций РЕПО с ЦБ. На валютном рынке курс рубля не только сохранил стабильность, но даже вырос по отношению к бивалютной корзине, стоимость которой сейчас составляет менее 38 рублей.

Однодневное РЕПО: объем сделок и ставка



Динамика ставок Mosprime и NDF



Внутренний долговой рынок в апреле начал оживать... Снижение ставок и девальвационных ожиданий повысило активность на внутреннем долговом рынке – на протяжении апреля доходности рублевых облигаций неуклонно снижались. Средняя доходность 2-го эшелона за месяц упала почти на 3 процентных пункта до 20 %. Первый эшелон также вырос в цене, здесь доходность снизилась до 13.5 %.

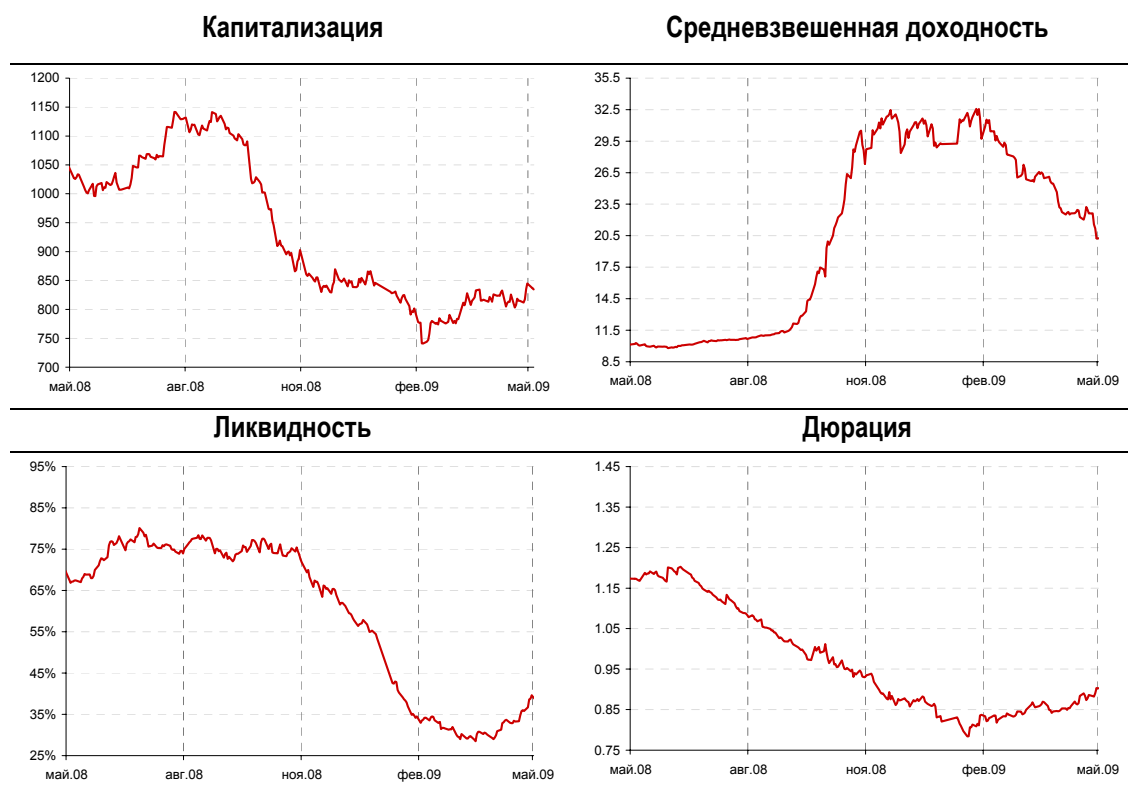
... кредитный рынок все еще заморожен. Значительно отстает кредитный рынок, доступ к которому по-прежнему есть только у наиболее качественных заемщиков. В настоящий момент российские власти пытаются различными способами оживить активность на кредитных рынках, однако пока явных улучшений не видно. Сейчас отсутствие кредитной поддержки существенно тормозит развитие рынка рублевых облигаций, однако рано или поздно обстановка на кредитном рынке начнет улучшаться, что должно оказать поддержку рынку необеспеченного долга.

ВМБИ: динамика ключевых индексов в апреле (01.04.09-05.05.09).

Сегмент	Данные по состоянию на 05.05.2009					Изменение			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд руб.	YTM, %	M.dur	Спрэд	Ценовой, %	Совокупная доходность, %	Спрэд, б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	897.3	834.5	20.39	0.90	1 135	2.55	2.86	-236	-281
Blue chips	393.9	370.5	13.52	1.21	410	1.00	1.89	4	-45
2-й эшелон	368.1	342.9	22.35	0.71	1 354	3.75	3.22	-358	-406
3-й эшелон	135.3	121.1	35.91	0.48	2 741	3.59	4.75	16	-42
Муниципальные облигации	223.0	196.3	15.52	1.60	541	1.27	2.13	-118	-162
Москва	122.8	105.3	14.30	2.05	395	1.61	2.48	27	9
Облигации др. регионов	100.3	90.9	15.82	1.49	577	1.23	2.09	-154	-204
Государственные облигации									
ОФЗ	787.0	697.8	10.94	3.36	0	0.59	1.37	0	-21

Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Индекс ВМБИ: сектор рублевых корпоративных облигаций



Источники: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Эмитенты разглядели окно. Снижение стоимости заимствования на публичном рынке и успешный пример размещений облигаций Москвы заставили «встрепенуться» эмитентов корпоративного сегмента. Недавние размещения Газпром нефти и РЖД подтвердили ожидания, что на рынке высок спрос на долг качественных заемщиков. При сохранении текущей стабильности в ближайшие месяцы мы ждем настоящего вала первичных размещений.

Прогнозы и рекомендации по рублевым облигациям

Мы ожидаем дальнейшего снижения ключевых ставок ЦБ. По нашим оценкам, при сохранении благоприятной конъюнктуры на глобальных рынках и низких темпах инфляции ставка рефинансирования ЦБ к концу года будет снижена на 100-150 б. п. Мы ожидаем, что снижение процентных ставок будет способствовать дальнейшему росту рублевого публичного долга.

Начиная с этого выпуска стратегии, мы публикуем наши рекомендации по рублевому рынку облигаций. В центре внимания – выпуски 1-2-го эшелонов, а также облигации Москвы, по-прежнему являющиеся одним из лучших инструментов с точки зрения доходность/качество. Инвесторам, стремящимся пополнить свои портфели качественными активами и при этом не привыкшим жертвовать доходностью ради уверенности в приобретенной бумаге, мы предлагаем принять участие в ближайших размещениях.

Рублевые облигации, торговые идеи: 1-2 эшелон

Выпуск	Номинальный объем	Оферта/Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur
Газпром нефть4	10 000	25.04.2011	103.7	15.0	1.5
Самый доходный корпоративный выпуск					
РЖД-13	15 000	10.09.2011	100.4	14.3	~1.7
Имеет плавающую ставку купона, которая привязана к ставке РЕПО ЦБ но будет снижаться с лагом					
Москва-50	15 000	18.12.2011	85.2	15.6	2.0
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации					
Москва-54	15 000	13.08.10	80.3	16.3	2.8
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации					
МТС-4*	15 000	2 года	100.0	17.7-18.3	~1.7
Высокая премия к обращающемуся выпуску МТС					

* планируется

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

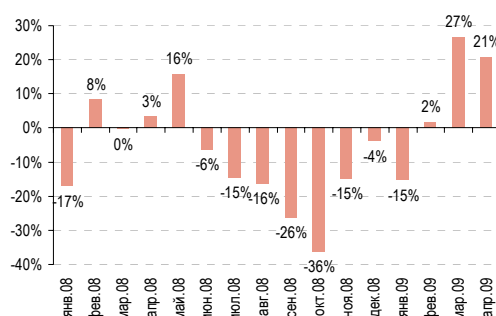
Рынок акций

Третий месяц роста

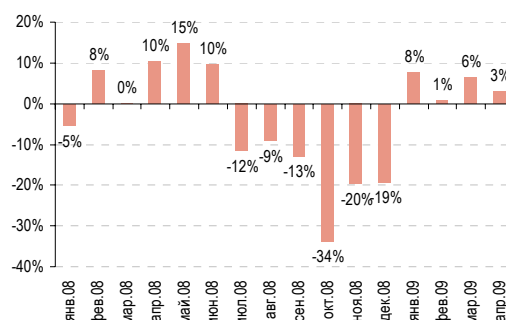
Мартовское ралли на российском рынке акций получило свое продолжение и в апреле. Российский рынок вновь стал лидером роста среди развивающихся рынков за месяц и существенно сократил свое отставание от других развивающихся рынков по основным мультипликаторам.

Апрель стал еще одним удачным месяцем для российского рынка акций, рост котировок на котором по масштабу и продолжительности уже, пожалуй, вышел за рамки технической коррекции к сложившемуся с конца прошлого лета медвежьему тренду и выглядит вполне самостоятельным и полноценным ралли.

Динамика индекса РТС по месяцам



Динамика цен на нефть (Brent) по месяцам

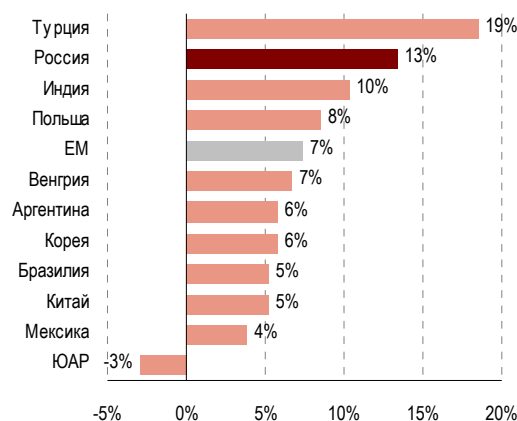


Источник: Bloomberg

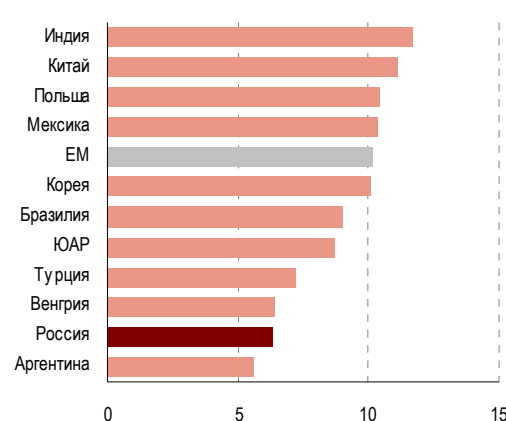
Безусловно, динамику российского рынка нельзя рассматривать в отрыве от динамики ведущих мировых фондовых площадок и товарных рынков, ситуация на которых в прошедшем месяце продолжала оставаться умеренно позитивной. Как и в марте, оптимизм инвесторов на глобальных рынках был связан прежде всего с улучшением ситуации в банковском секторе, которое стало уже заметным в данных отчетности ведущих банков за 1-й квартал, а также с общими ожиданиями прохождения мировой экономикой своего дна и последующего улучшения экономической активности, которое, впрочем, пока заметным образом не материализовалось в конкретные показатели.

При этом российский рынок, будучи преимущественно сырьевым и являясь, по сути, рынком с высоким значением бэа по отношению к динамике крупнейших мировых площадок, вновь выглядел одним из лидеров роста среди emerging markets и существенно сократил отрыв от других развивающихся рынков по мультипликатору P/E (согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, мультипликатор P/E'09 российского рынка составляет 6.3, по нашим оценкам – 9.5).

Динамика emerging markets за месяц (MSCI)



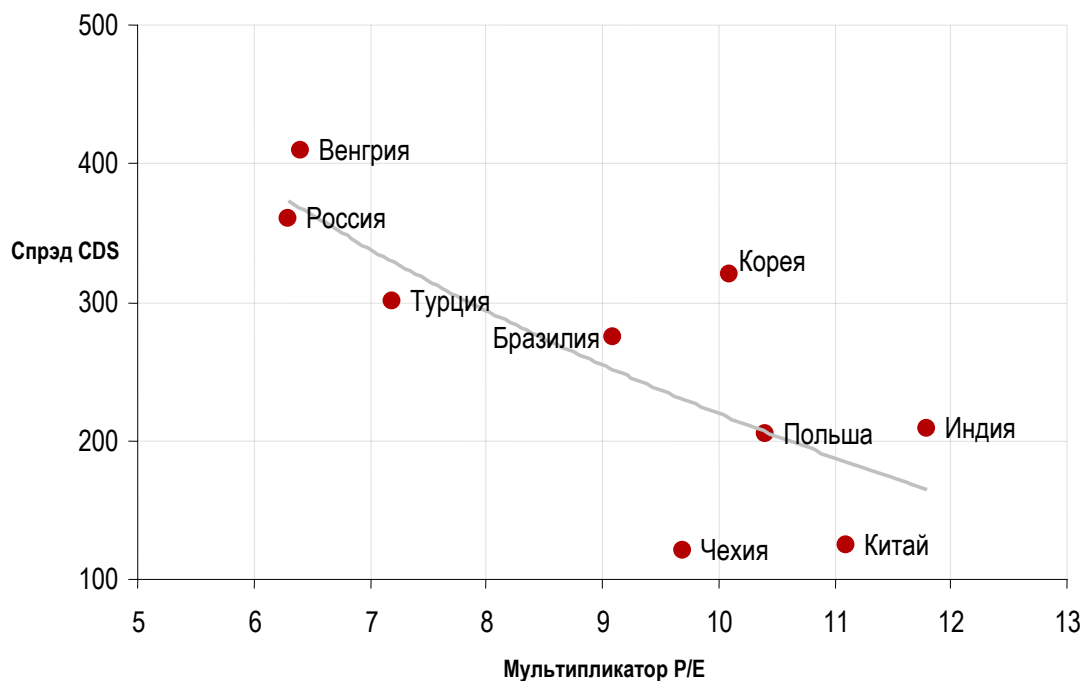
Оценка emerging markets по P/E' 09



Источник: Bloomberg

Рост российского рынка акций в апреле также вполне укладывается в предложенную нами в прошлом месяце взаимосвязь между оценкой суверенных рисков и оценкой рынков акций развивающихся стран. Более высокая по сравнению с уровнем месячной давности оценка российских акций вполне соответствует все более низким рискам, которые рынок теперь ассоциирует с российскими активами. Причем, как видно из приведенного ниже графика, российские суверенные риски все еще достаточно высоки по сравнению с другими развивающимися рынками, и процесс их переоценки вполне может получить свое продолжение и в последующие месяцы.

Оценка по мультипликатору P/E и спреды CDS по суверенным облигациям

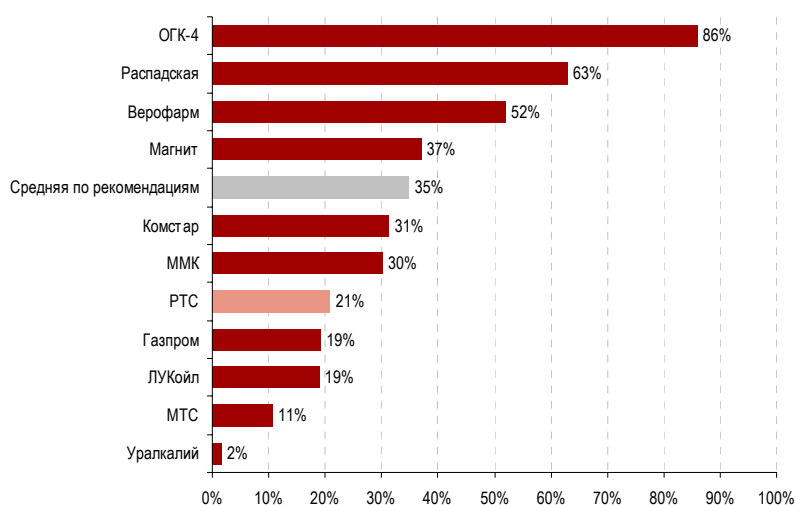


Источник: Bloomberg

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне в апрельской стратегии, 6 компаний смогли намного обогнать рынок. Средняя доходность наших рекомендаций за месяц в результате оказалась почти на 14 % выше и так неплохой доходности индекса РТС.

Динамика ключевых рекомендаций за апрель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В связи с тем, что несколько рекомендуемых нами бумаг уже в апреле значительно приблизились к рассчитываемой нами справедливой стоимости, в рамках настоящей стратегии мы внесли в наш список ключевых рекомендаций 4 изменения. Из списка были исключены акции ЛУКОЙЛа, ММК, Комстара и Магнита, которые были соответственно заменены на более перспективные, на наш взгляд, бумаги Сбербанка, Северстали, СЗТ и Х5. Отметим, что наш портфель остается достаточно диверсифицированным по отраслям, а потенциал роста, который мы видим в ряде бумаг второго эшелона, значительно превышает потенциал роста даже лучших «голубых фишек».

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В текущих макроэкономических условиях (прогнозируемая цена Urals на уровне \$ 45 за баррель в 2009 г. и \$ 55 за баррель в 2010 г. и спрэд России-30 к UST-10 в размере около 400 пунктов) мы не видим значительного потенциала роста стоимости основных российских нефтяных компаний. Продолжение полномасштабного ралли в секторе возможно лишь в случае продолжения роста цен на нефть или переоценки российских рисков.

Металлургия

После роста в апреле и начале мая, по нашим оценкам, акции большинства российских металлургических компаний уже достигли своей справедливой стоимости. В секторе остаются точечные привлекательные инвестиции (такие как акции Северстали или Распадской), а глобальная переоценка металлургических компаний может начаться лишь в случае более существенного по сравнению с нашими ожиданиями роста цен на сталь на мировом рынке.

Электроэнергетика

В секторе электроэнергетики после недавнего ралли, на наш взгляд, интерес представляют лишь акции 4-й и 5-й ОГК, в то время как акции остальных ОГК нам кажутся адекватно оцененными рынком. Наше отношение к сектору может поменяться в случае значительного пересмотра инвестиционных обязательств энергокомпаний.

Банки

На наш взгляд, крупнейший российский банк – Сбербанк – обладает достаточным запасом прочности в обозримой перспективе даже при реализации негативных макроэкономических сценариев. Акции Сбербанка являются одной из наших топовых рекомендаций на российском рынке акций.

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. Несмотря на то что акции компаний сектора упали в 2008 г. вместе с рынком, в реальности многие телекоммуникационные компании понесли куда меньшие потери от кризиса, чем, например, компании сырьевых секторов экономики.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2009г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	Уралкалий	2.51	3.62	44%	покупать
2	Сбербанк	0.88	1.2	36%	покупать
3	МТС	37.77	48.8	29%	покупать
4	Газпромнефть	2.81	3.44	23%	покупать
5	Вымпелком	10.22	12.5	22%	покупать
6	Газпром	4.91	5.74	17%	покупать
7	Лукойл	45.83	50.28	10%	держать
8	Сургутнефтегаз	0.73	0.79	8%	держать
9	Роснефть	5.42	5.17	-5%	продавать
10	Евраз	15.71	14.89	-5%	продавать
11	Норильский никель	88.5	80.5	-9%	продавать
12	Татнефть	3.19	2.21	-31%	продавать
13	Полюс Золото	43.2	28.1	-35%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	СЗТ	0.24	0.71	196%	покупать
2	Волгателеком	0.89	1.86	109%	покупать
3	Распадская	1.74	3.46	99%	покупать
4	ОГК-4	0.026	0.042	62%	покупать
5	КАМАЗ	1.03	1.6	58%	покупать
6	Северсталь	4.36	6.69	54%	покупать
7	Сибирьтелеком	0.02	0.0245	53%	покупать
8	Аэрофлот	1.07	1.6	50%	покупать
9	Верофарм	19.69	29.49	50%	покупать
10	ОГК-5	0.031	0.041	34%	покупать
11	Магнит	32.30	42.22	31%	покупать
12	ММК	0.34	0.4	16%	держать
13	Мечел	7	8.06	15%	держать
14	ОГК-1	0.013	0.014	10%	держать
15	ОГК-3	0.031	0.032	4%	держать
16	ОГК-2	0.015	0.015	3%	держать
17	НЛМК	1.61	1.54	-4%	продавать
18	Новатэк	3.50	3.16	-10%	продавать
19	ТМК	8.10	7.28	-10%	продавать
20	Автоваз	0.35	0.29	-12%	продавать
21	УРСИ	0.01	0.0097	-15%	продавать
22	Акрон	19.96	14.94	-25%	продавать
23	Полиметалл	6.61	4.82	-27%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Сбербанк	SBER	банки	0.88	1.20	36%	Судя по результатам за 2008 год и прогнозу руководства на текущий год, Сбербанк в данный момент обладает достаточным запасом прочности. Полученного в 2008 г. субординированного кредита на 500 млрд руб. должно хватить на 2009 год. Необходимость докапитализации может возникнуть в конце 2009 г. – в 2010 г. только в случае существенного ухудшения макроэкономической ситуации в стране.
Газпром	GAZP	нефть и газ	4.91	5.74	17%	Динамика котировок Газпрома с начала года была хуже динамики акций нефтяных компаний и НОВАТЭКа. Несмотря на снижение нашего прогноза по добыче, продажам и ценам на 2009 год, у компании, по нашим оценкам, остается неплохой потенциал роста.
МТС	MBT.N	мобильная связь	37.77	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	2.51	3.62	44%	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.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Северсталь	CHMF	металлургия	4.36	6.69	53%	Бумаги Северстали, бывшие одним из лидеров роста на российском рынке акций в начале года, в последние недели, напротив, отстали от рынка и других компаний сектора. На наш взгляд, данное отставание - временно, а новым катализатором роста акций Северстали в ближайшее время могут стать спекуляции на тему возможной продажи американских активов компании.
Распадская	RASP	угледобыча	1.74	3.46	99%	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.
ОГК-4	OGKD	электроэнергетика	0.026	0.042	62%	В сравнении с другими генерирующими компаниями привлекательность бумаг ОГК-4 объясняется двумя причинами: низкая стоимость производства и наличие собственных средств, которые могут покрыть потребности компании в финансировании инвестпрограммы в 2009 г.
СЗТ	SPTL	телекоммуникации	0.24	0.71	196%	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.
Верофарм	VRPH	фармацевтика	19.690	29.49	50%	Лекарства являются одними из товаров первой необходимости. Основная часть выручки Верифарма приходится на рецептурные препараты, которые, как правило, закупаются больницами и тем самым отчасти застрахованы от снижения спроса в коммерческом сегменте фармрынка. В феврале Правительство РФ приняло закон, который позволит давать преференции отечественным фармпроизводителям на проводимых аукционах. Триггером для роста акций может послужить ожидаемая продажа Аптечной сетью 36.6 контрольного пакета акций Верифарма.
X5	FIVE	ритейл	13.6	25.85	90%	Около 70 % продаж компании приходится на форматы "дискаунтер" и "гипермаркет", которые в текущей ситуации становятся более привлекательными. В 2009 году 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.

Вахрамеев Сергей
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Потенциал роста сектора практически исчерпан

Как мы и ожидали, в апреле инвесторы продолжили проявлять интерес к акциям нефтяных компаний, чему способствовал рост средних цен на нефть Urals (с \$ 45.4 в марте до \$ 48.7 в апреле). Доходы нефтяных компаний от экспорта сырой нефти в апреле немного превысили наши оценки (\$ 21.3 вместо ожидавшихся \$ 20 за баррель), однако в мае, при условии сохранения текущих цен на нефть, намечилась тенденция снижения данного показателя до \$ 17.5 на баррель из-за увеличения экспортных пошлин.

С учетом повышения котировок большинства бумаг сектора в апреле, потенциал роста их стоимости заметно снизился, и нашим фаворитом остается только одна компания – Газпром. Стоит отметить, что акции Газпрома в апреле также значительно выросли (на 19 %), однако у них остается еще достаточно высокий потенциал роста.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	4.53	106 942	5.2	1.7	3.8	5.74	27%	покупать
Лукойл	LKOH	45.10	38 184	6.3	0.8	3.8	50.28	11%	держать
Роснефть	ROSN	5.37	51 541	11.3	1.9	5.8	5.17	-4%	продавать
ТНК-BP	tnbp	0.95	15 054	6.3	0.7	3.2	0.67	-30%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.72	25 723	7.0	0.4	1.5	0.79	10%	держать
Газпром нефть	SIBN	2.80	13 276	4.7	0.8	3.1	3.44	23%	держать
Татнефть	TATN	2.98	6 493	7.3	0.8	4.1	2.21	-26%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	3.50	10 627	14.4	4.2	9.0	3.16	-10%	продавать
С.А.Т. oil	O2C	2.80	137	17.4	0.5	3.0	5.32	90%	покупать
Интегра	INTEq.L	1.70	243	neg	0.7	6.0	0.79	-54%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	7.35	998	14.4	0.7	5.0	10.45	42%	покупать

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Чистый доход нефтяных компаний стабилизировался в апреле в районе \$ 21.3 за баррель, однако в мае ожидается снижение показателя до \$ 17.5 за баррель, так как значительно вырастет экспортная пошлина на нефть (на 25 % по сравнению с апрелем). В дальнейшем, при сохранении цен на нефть, данный показатель ожидается на стабильном уровне.

Экономика экспорта нефти российских НК, \$/бар.

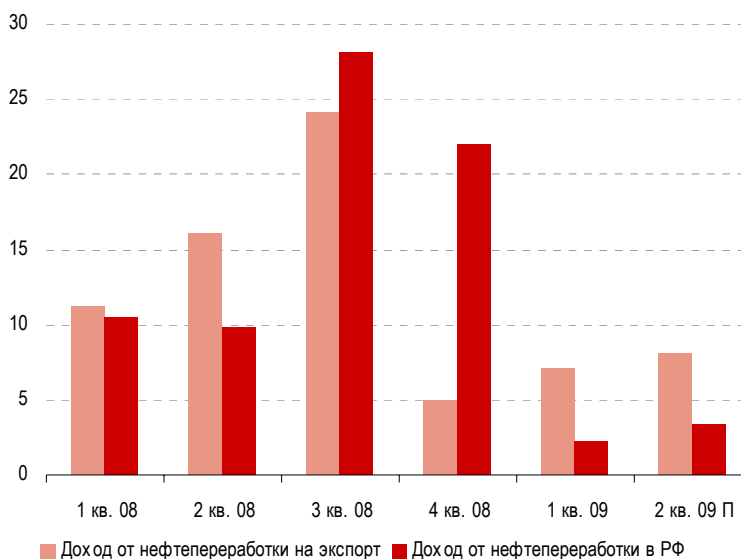


Источники: Минфин, REUTERS, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, несмотря на стабилизацию доходов от экспорта нефти, негативное влияние на сектор в настоящий момент оказывает существенное снижение маржи нефтепереработки в 1-м квартале и весьма незначительный ее рост во 2-м квартале. Если данная тенденция

сохранится, то заметно пострадают акции компаний с относительно высоким уровнем нефтепереработки (ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Роснефть), так как в настоящее время выгоднее экспортировать сырую нефть (чистый доход НК от экспорта выше чистого дохода от нефтепереработки). Скорее всего, к концу года маржа нефтепереработки повысится, однако на финансовые результаты НК в 1-м полугодии текущее ее сокращение окажет негативное влияние.

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



Источники: REUTERS, NGE, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основными факторами, определяющими динамику котировок **Газпрома** и **НОВАТЭКа**, в мае, по нашему мнению, останутся спрос на газ и уровень его добычи. Ежесуточный уровень добычи Газпрома и НОВАТЭКа в апреле **вырос**, несмотря на сезонность к предыдущему месяцу (однако данный факт объясняется взрывом на туркменском газопроводе).

Положительным моментом также является тот факт, что темпы снижения потребления газа в РФ замедлились, и, возможно, в ближайшее время произойдет смена тенденции.

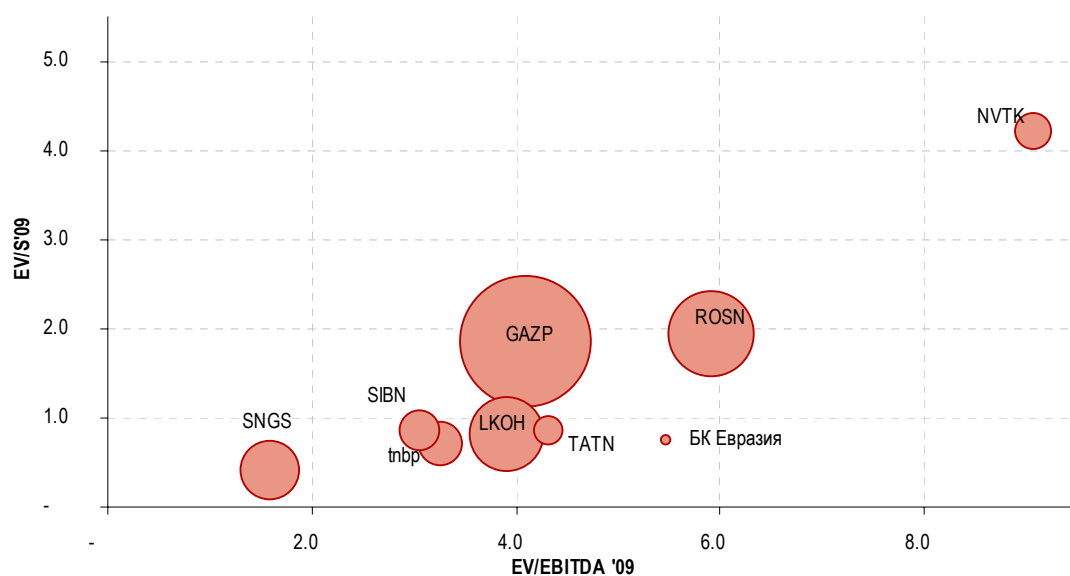
Негативным моментом для Газпрома может стать отмена принципа газовых договоров «бери или плати», так как снизится предсказуемость производственных показателей компании. Еще один ограничивающий фактор роста газовых компаний – это вероятность принятия Правительством предложения МЭР по снижению темпов роста тарифов на газ (на 2010 год предполагается всего 5%-ный рост цен для промышленности против прежних 27.7 % при частичной компенсации тарифов за счет их роста для населения).

Ключевые рекомендации

В мае мы ожидаем продолжения роста котировок Газпрома. Стоит обратить внимание, что коэффициент EV/Запасы Газпрома по недавно опубликованным данным по запасам ABC1 за 2008 год составляет всего \$ 0.5 (по PRMS за 2007 год – \$ 1), что намного ниже, чем у иностранных аналогов. Динамика котировок **Газпрома** с начала года была заметно хуже динамики акций нефтяных компаний и НОВАТЭКа, и у компании остается значительный потенциал роста.

С учетом роста котировок акций нефтяных компаний в апреле (в пределах 30 %), потенциал роста их стоимости заметно снизился, и круг наших фаворитов сократился всего до одной компании. Из фаворитов вышли ЛУКОЙЛ и НОВАТЭК (у которых целевой уровень акций не изменился). Потенциал роста акций Газпром нефти стал ниже 30 %, и, поскольку у данной бумаги ликвидность на порядок ниже, чем у «голубых фишек», мы даем по ней рекомендацию «держать».

Оценка компаний сектора



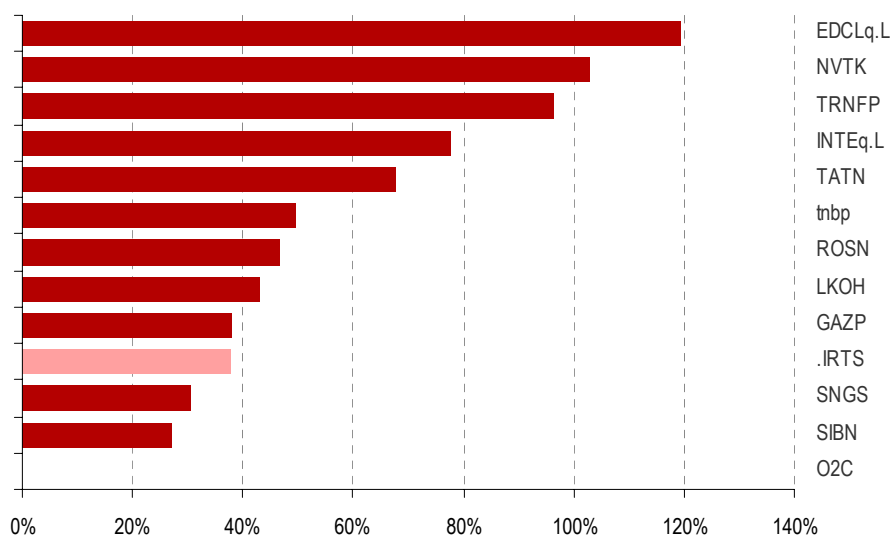
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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
Газпром	141 761	81 184	92 644	62 785	36 610	38 273	30 803	20 674	21 381
Лукойл	107 680	57 637	70 548	16 667	11 859	13 551	9 144	6 082	7 285
Роснефть	68 991	36 864	47 753	16 988	12 089	15 151	11 120	4 581	7 015
ТНК-ВР	46 784	24 265	30 430	8 935	5 126	6 001	5 300	2 374	3 002
Сургутнефтегаз	40 957	21 168	25 943	8 116	5 267	5 797	5 604	3 655	2 941
Газпром нефть	33 075	17 176	21 226	7 558	4 767	5 246	4 658	2 803	3 102
Татнефть	18 175	9 289	11 483	1 896	1 808	2 145	464	885	1 089
НОВАТЭК	3 208	2 681	3 824	1 494	1 245	1 684	940	737	1 172
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 Аналитического департамента 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



Транснефть п.



CAT OIL



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

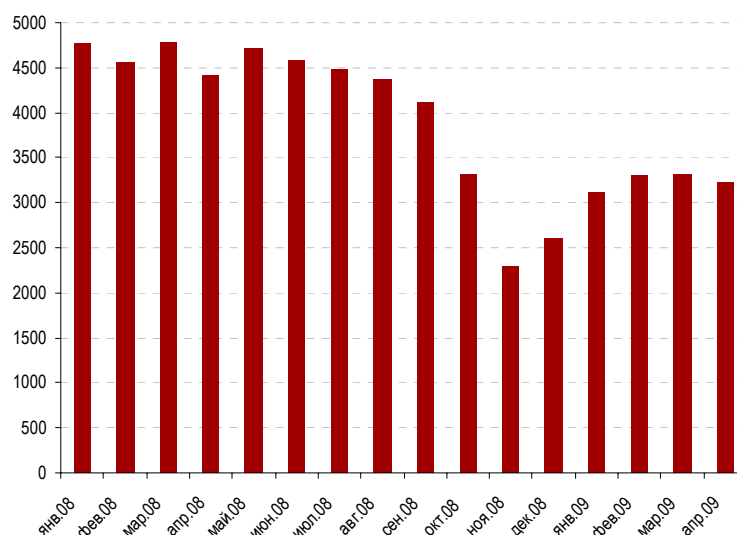
Внимание на цены

Производственные показатели российских металлургических компаний в последнее время относительно стабилизировались, а уровень издержек предприятий из стран СНГ на используемых в настоящий момент мощностях является базисом для формирования не только российской, но и мировой цены на многие виды металлопродукции. В случае малейшего роста спроса на мировых рынках металлургам из СНГ придется загружать уже новые, менее эффективные мощности, что должно неминуемо отразиться на ценах и может стать новым катализатором роста интереса к сектору в ближайшие недели или месяцы.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	15.10	5 549	13.0	1.4	4.6	14.89	-1%	продавать
НЛМК	NLMK	1.58	9 469	14.0	1.7	5.8	1.54	-3%	продавать
Северсталь	CHMF	4.48	4 509	- 10.2	0.8	9.0	6.69	49%	покупать
Мечел	MTL.N	7.00	2 914	3.9	1.1	4.5	8.06	15%	держать
ММК	MAGN	0.35	3 911	63.8	0.9	5.4	0.40	14%	держать
ТМК	TRMKq.L	7.75	1 691	19.1	1.0	8.9	7.28	-6%	продавать
Распадская	RASP	1.77	1 378	70.7	3.4	7.3	3.46	96%	покупать
Белон	BLNG	0.35	403	- 5.2	1.9	53.2	0.45	29%	держать
Норильский Никель	GMKN	89.0	16 966	13.2	2.9	5.9	80.50	-10%	продавать
Полус Золото	PLZL	42.5	7 570	16.5	5.3	9.4	28.10	-34%	продавать
Полиметалл	PMTLq.L	6.60	2 079	13.9	4.4	7.7	4.82	-27%	продавать
ВСМПО	VSMO	39.3	453	1.6	0.7	2.3	-	-	-
ЧЦЗ	CHZN	1.80	98	- 6.4	0.5	7.0	-	-	-

В последние три месяца производственные показатели крупнейших российских компаний стабилизировались после резкого роста в самом начале года: компании уже дозагрузили свои наиболее эффективные с точки зрения себестоимости и/или наличия рынка сбыта мощности, оставив законсервированными менее эффективные агрегаты, а также увеличили, насколько это возможно, экспортные поставки.

Производство стального проката: 9 крупнейших заводов РФ



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

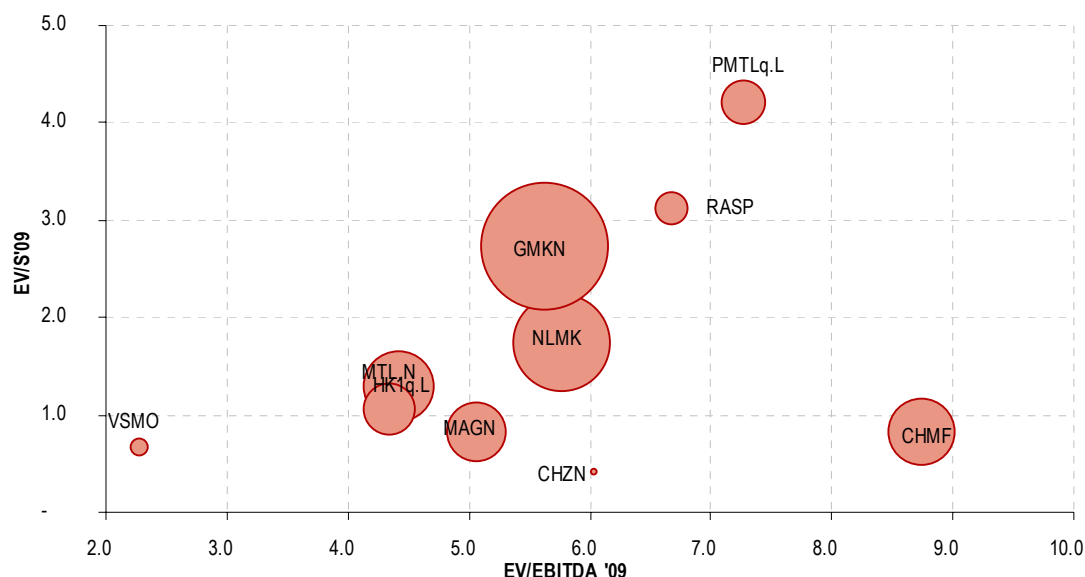
При этом лимитирующим фактором для дальнейшего роста производства является цена мирового рынка, которая для ввода в строй наименее эффективных российских мощностей должна быть как минимум на \$ 40-60 за тонну выше текущего уровня. Как мы уже отмечали ранее, мы не разделяем точку зрения, что пересмотр годовых соглашений на поставку коксующегося угля и железной руды, заключаемых между крупнейшими потребителями и производителями сырья, приведет к дальнейшему снижению цен на металлопродукцию на мировом рынке: на наш взгляд, закупки сырья по новым ценам позволят производителям стали из стран АТР лишь сократить собственные убытки и не оставят возможности для понижения цен на конечную продукцию. Мы ожидаем, что фактически формировать мировую цену стали

продолжит экспорт из СНГ, для увеличения физических объемов которого необходимо либо дальнейшее снижение потребления на внутреннем рынке России и Украины (чего мы не ожидаем), либо рост производственных показателей российских и украинских заводов, который возможен лишь при наличии достаточных ценовых стимулов. Соответственно, резонно ожидать, что на малейшее увеличение спроса на внутреннем или внешнем рынке в ближайшее время цены на сталь будут реагировать весьма позитивно, что может благоприятно сказаться на котировках акций как отечественных металлургических компаний, так и производителей сырья.

Ключевые рекомендации

Несмотря на резкий рост в апреле нам продолжают нравиться бумаги **Распадской** как одной из наиболее эффективных компаний угольного сектора в мировом масштабе, а также акции **Северстали**, катализатором роста стоимости которых может стать возможная сделка по продаже убыточных североамериканских активов компании.

Оценка компаний сектора



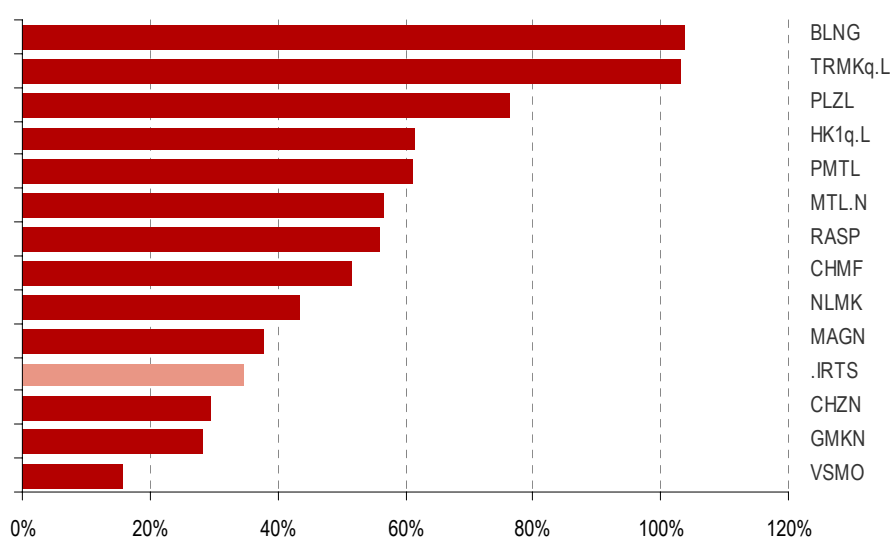
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	10 380	13 340	6 323	3 021	3 434	1 868	427	825
НЛМК	11 699	5 927	7 951	4 538	1 786	2 251	2 279	678	1 020
Северсталь	22 393	10 968	13 823	5 366	1 036	1 865	2 034	-	440
Мечел	11 207	7 471	8 644	4 079	1 817	2 193	2 276	756	1 014
ММК	10 024	4 105	5 547	2 800	660	1 097	1 936	61	391
ТМК	4 699	2 589	3 699	753	168	510	343	-	114
Распадская	1 152	453	900	847	212	626	509	19	334
Белон	1 168	520	680	178	19	220	58	-	77
Норильский Никель	14 014	6 988	7 915	7 337	3 384	3 708	4 150	1 286	1 592
Полюс Золото	1 087	1 292	1 586	434	733	947	52	459	601
Полиметалл	502	540	620	183	312	342	81	150	162
ВСМПО	1 414	1 530	1 530	420	451	451	262	285	285
ЧЦЗ	401	310	351	-	21	32	-	142	-

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
Зенкова Елена
Zenkova_EA@mmbank.ru

Электроэнергетика

Инвестиции в цене

Несмотря на отсутствие стабилизации на рынке электроэнергии, акции генерирующих компаний в апреле продолжили дорожать. Мы полагаем, что сейчас больший вес в оценке стоимости ОГК имеют ожидания рынка относительно упрощения инвестиционных обязательств.

В начале мая мы выпустили обзор «ОГК: Будет спрос – будут и инвестиции», в котором провели пересмотр стоимости акций ОГК. В своих моделях мы учли возможные корректировки в программах ввода новых мощностей, которые, по нашему мнению, коснутся лишь сроков ввода, а не объемов. Тем не менее, даже с учетом переноса сроков большинство компаний сектора сейчас торгуются возле своих справедливых уровней, и их дальнейший рост возможен лишь в случае кардинального пересмотра инвестиционных обязательств

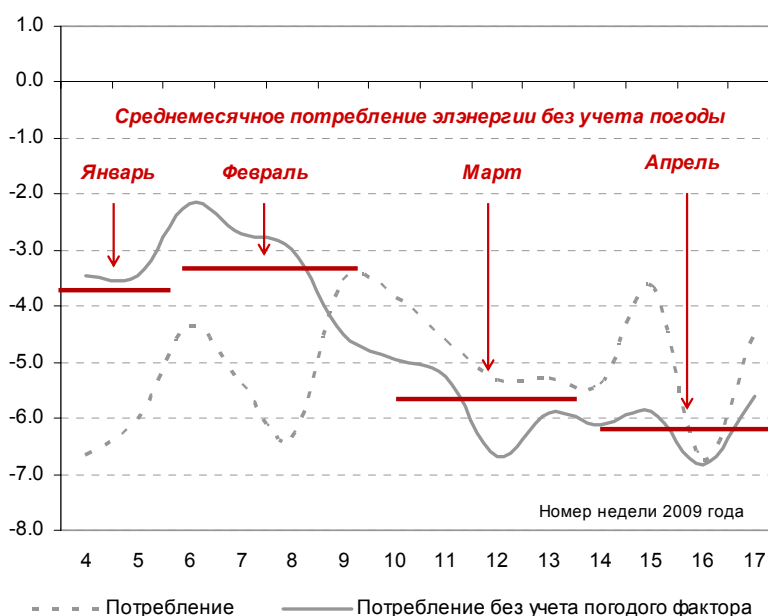
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
ГидроОГК	HYDR	0.029	7 408	9.3	2.9	5.4	-		
Мосэнерго	MSNG	0.051	2 007	10.9	0.6	3.4	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.215	1 025	9.0	0.8	3.8	-		
ФСК	FEES	0.007	3 168	16.6	1.5	2.7	-		
ОГК-1	OGKA	0.012	536	13.1	1.0	7.2	0.014	17%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.015	491	13.3	0.6	21.7	0.015		покупать
ОГК-3	OGKC	0.038	1 805	10.3	0.1	0.6	0.032	-16%	покупать
ОГК-4	OGKD	0.032	1 986	44.6	1.2	17.4	0.042	33%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.032	1 132	79.0	1.2	12.4	0.041	28%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.013	404	29.5	0.4	3.2	0.013	4%	покупать
ТГК-1	TGKA	0.0002	675	10.1	0.7	4.6	-		

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

В конце апреля Росстат подвел итоги промышленности за 1-й квартал, которые оказались гораздо хуже наших ожиданий. Следом за сокращением производства снижалось и потребление электроэнергии. Всего в двух ценовых зонах по итогам 1-го квартала спрос на электроэнергию упал на 5.4 %. При этом стоит отметить, что, несмотря на то что имело место некоторое оживление потребителей в конце марта – начале апреля, данное оживление скорее было вызвано более холодной погодой, чем восстановлением активности в промышленности. Более того, с поправками на погодные условия среднемесячный уровень потребления в апреле продолжил сокращаться, что также не свидетельствует о стабилизации спроса.

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



Источники: АТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

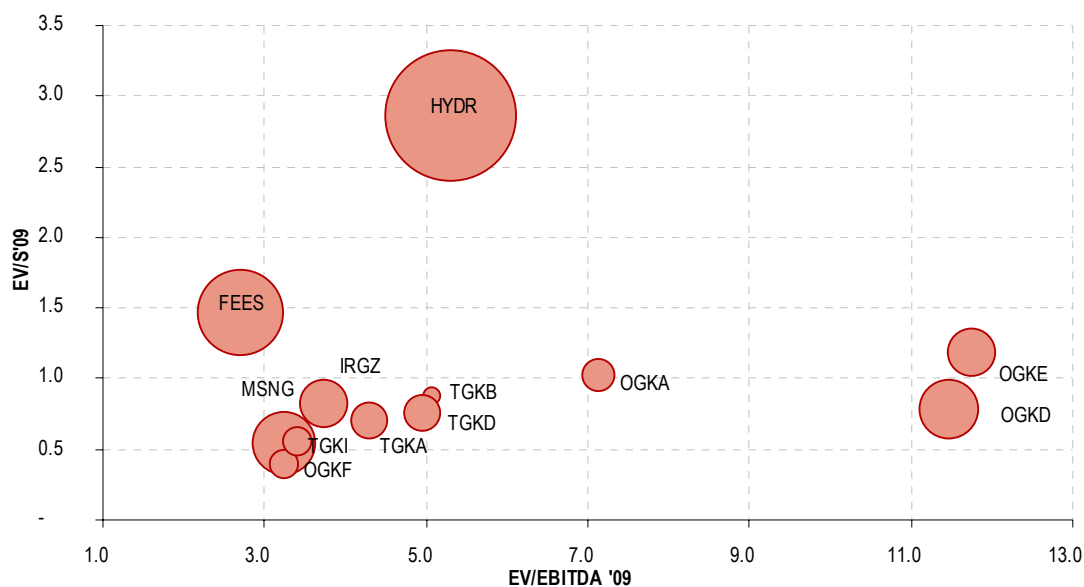
В апреле мы скорректировали прогноз по падению промышленного производства в 2009 г. с 5 до 10.2 %, что стало поводом для пересмотра уровня потребления электроэнергии в 2009 г. В соответствии с нашими ожиданиями, снижение потребления в текущем году будет составлять 5.0 %, что в большей степени соответствует уровню сценария, ранее рассматриваемого нами в качестве альтернативного. Таким образом, с учетом сокращения потребления в 2009 г. и наших прогнозов по восстановлению российской экономики, на уровне потребления 2008 г. Россия выйдет не ранее 2012-2013 гг.

Несмотря на отсутствие стабилизации на рынке электроэнергии, акции генерирующих компаний в апреле продолжили дорожать. Мы полагаем, сейчас больший вес в оценке стоимости ОГК имеют ожидания рынка относительно упрощения инвестиционных обязательств. Хотя в апреле на совещании по электроэнергетике вопросы частных генерирующих компаний до конца решены не были, по итогам совещания стало понятно, что российское правительство готово пойти на уступки генерирующим компаниям, упростив инвестиционные обязательства по вводу новых мощностей.

В своих моделях мы учли возможные корректировки в программах ввода новых мощностей, которые, по нашему мнению, коснутся лишь сроков ввода, а не объемов. Тем не менее, даже с учетом переноса сроков большинство компаний сектора сейчас торгуются возле своих справедливых уровней, и их дальнейший рост возможен лишь в случае кардинального пересмотра инвестиционных обязательств (более подробно читайте в нашем обзоре от 05 мая «ОГК: Будет спрос – будут и инвестиции»).

	Текущая цена	Стоимость акций при базовом варианте		Стоимость акций при сохранение инвестпрограммы	Стоимость акций при полном отказе от инвестиций
ОГК-1	0.013	Перенос сроков ввода блоков Верхнетягильской ГРЭС на 2014 гг Перенос сроков ввода блоков Пермской ГРЭС на 2014 гг	0.014	0.008	0.034
ОГК-2	0.015	Перенос сроков ввода блоков Троицкой ГРЭС на 2013-2014 гг Перенос сроков ввода блоков Ставропольской ГРЭС на 2013г	0.015	0.001	0.018
ОГК-3	0.031	Перенос сроков ввода блоков Южноуральской ГРЭС на 2013г	0.032	0.029	0.037
ОГК-4	0.026	Перенос сроков ввода блоков Березовской ГРЭС на 2012г	0.042	0.042	0.044
ОГК-5	0.031	Без изменения	0.041	0.041	0.027
ОГК-6	0.013	Без изменения	0.013	0.013	0.004

Оценка компаний сектора



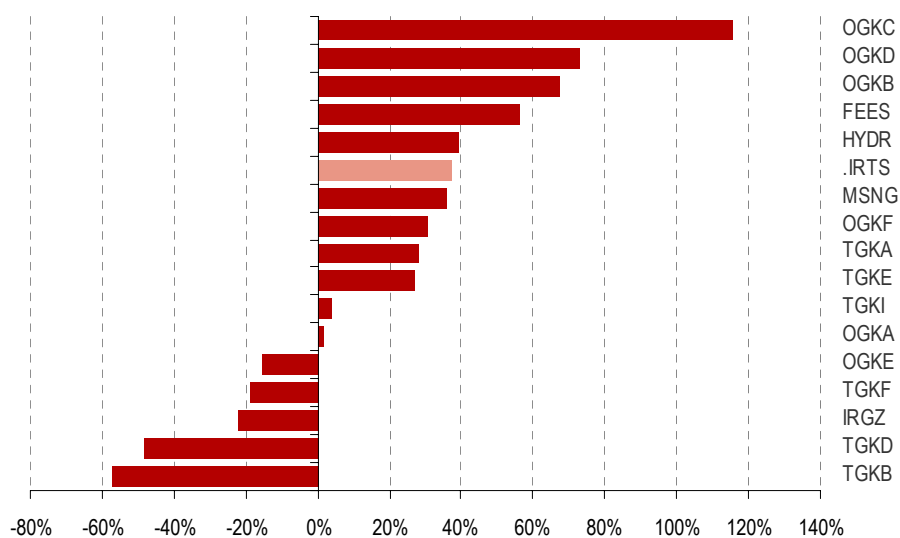
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	2 785	2 727	3 745	1 317	1 464	2 099	665	799	1 111
Мосэнерго	4 385	3 612	4 922	470	595	1 016	98	183	343
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	1 606	1 255	1 532	205	179	138	73	41	48
ОГК-2	1 394	1 037	1 322	261	30	80	221	37	48
ОГК-3	1 193	843	974	177	120	101	324	174	123
ОГК-4	1 462	1 136	1 494	131	77	166	75	44	58
ОГК-5	1 477	1 082	1 337	242	108	180	94	14	14
ОГК-6	1 499	1 163	1 349	108	141	146	1	14	62
ТГК-1	1 483	1 209	1 328	150	195	295	54	67	86
ТГК-2	1 073	754	1 052	139	130	128	19	39	22
ТГК-4	1 277	942	1 313	164	143	156	29	59	90
ТГК-5	710	576	717	60	70	73	27	29	8
ТГК-6	971	760	960	102	124	146	83	63	77
ТГК-9	1 247	1 503	1 726	220	241	282	158	152	146

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



Муслиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Телекоммуникации

В ожидании громких сделок

В апреле на фоне относительно нейтрального новостного фона телекоммуникационный сектор двигался в русле остального рынка. Как и индекс РТС, котировки ВымпелКома поднялись на 20.5 %, МРК в среднем прибавили 20 %. Лидером в секторе связи по итогам апреля стал Комстар-ОТС, подорожавший на 31 %, а в роли аутсайдера были акции МТС, подешевевшие за месяц на 2 %.

Ожидаемые новости относительно перспектив покупки МТС Комстара могут стать катализатором роста акций МТС, Комстара и АФК «Система».

В то же время, мы понижаем нашу рекомендацию по акциям ВымпелКома до «держать» в связи с ростом котировок и высокой неопределенностью судьбы пакета Telenor в ВымпелКоме.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС	MBT.N	38.18	15 221	8.1	2.4	4.6	48.80	28%	покупать
Вымпелком	VIP.N	10.76	11 035	8.2	2.4	4.9	12.50	16%	держать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	4.80	2 006	21.6	1.7	4.9	5.50	15%	держать
Уралсвязьинформ	URSI	0.01	391	3.6	1.2	3.3	0.01	-20%	продавать
Волгателеком	NNSI	0.91	223	2.1	0.9	2.1	1.86	105%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.17	272	1.6	1.1	2.9	0.16	-8%	покупать
Сибирьтелеком	ENCO	0.02	189	1.7	0.9	2.4	0.02	56%	покупать
СЗТ	SPTL	0.24	211	2.2	0.7	1.7	0.71	194%	покупать
ЮТК	KUBN	0.02	68	1.6	1.4	3.9	0.02	-34%	продавать
Дальсвязь	ESPK	0.83	79	1.3	0.6	1.6	2.83	243%	покупать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основным событием, которое связывает лидеров апрельского роста и падения, стали слухи о скорой покупке МТС оператора фиксированной связи «Комстар-ОТС». В апреле МТС активизировала свои усилия в направлении генерации денежных средств. Оператор сотовой связи начал размещение 5-летних облигаций на 15 млрд руб. (ориентир ставки купона составляет 17.0-17.5 % годовых). Кроме того, МТС договорилась с банками о пролонгации синдицированного кредита еще почти на 3 года. В мае этого года оператор должен был погасить 3-летний транш на \$ 630 млн в рамках привлеченного летом 2006 г. по ставке LIBOR плюс 80 б. п. кредита. Ставка пролонгированного кредита составит 650 б. п. к LIBOR.

Судя по всему, главным камнем преткновения в вопросе покупки МТС другой «дочки» Системы является оценка стоимости Комстара. Согласно нашей оценке, справедливая стоимость Комстара составляет \$ 2.3 млрд. Сообщалось, что МТС оценивает данный актив существенно дешевле. Таким образом, после привлечения 15 млрд руб. (\$ 450 млн) и достижения договоренности об отсрочке выплаты \$ 630 млн МТС сможет приобрести долю Системы в Комстаре (53 %). Комментируя вопрос о возможной покупке МТС, глава Системы Леонид Меламед заявил: «До конца 2-го квартала внесем ясность и определенность».

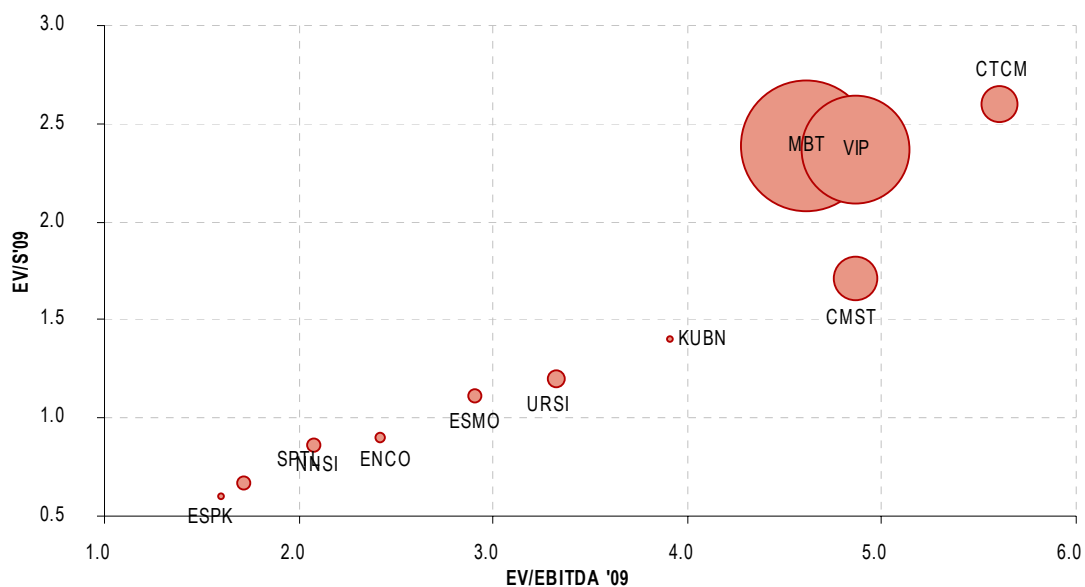
После покупки в прошлом году ВымпелКомом оператора фиксированной связи «Голден Телеком» объединение МТС и Комстара выглядит логичным. Мы высоко оцениваем шансы подобной сделки в ближайшем будущем. Однако, учитывая отсутствие явного синергетического эффекта у ВымпелКома, инвесторы могут прохладно отнестись к покупке МТС Комстара. Влияние возможной сделки на котировки МТС и Комстара будет определяться суммой, в которую будет оценен Комстар. Чем выше эта оценка, тем более позитивно данная новость отразится на акциях Комстара. Если же оператор фиксированной связи будет куплен ниже текущей рыночной цены (что маловероятно), то в плюсе окажется МТС. И при любом раскладе выигрывает АФК «Система» – не теряя контроля, холдинг получит столь необходимые денежные средства. Мы подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» по бумагам МТС и АФК «Система» и снижаем рекомендацию по Комстар-ОТС до «держать» в связи с ростом котировок оператора.

По итогам апреля мы также понижаем нашу рекомендацию по акциям ВымпелКома до «держать». Апрельский рост котировок и продолжающаяся неопределенность дальнейшей судьбы пакета Telenor в ВымпелКоме не оставляют, на наш взгляд, существенного потенциала для роста бумаг оператора.

В начале текущего года компания Farimex, владеющая 0.002 % ВымпелКома, подала иск к Telenor об истребовании с норвежцев в пользу ВымпелКома \$ 1.73 млрд убытка из-за позднего выхода на Украину. В марте приставы арестовали принадлежащие Telenor 26.6 % ВымпелКома и готовятся к их продаже.

Пока Telenor не добилась каких-либо видимых успехов в борьбе за свой пакет в российском операторе. С одной стороны, продажа крупного пакета ВымпелКома и негативная реакция иностранных инвесторов на потерю Telenor своей доли может привести к заметному падению котировок сотового оператора. С другой стороны, получение \$ 1.7 млрд в сложной финансовой ситуации и перспектива возможного слияния с украинским Киевстаром (так же как и ВымпелКом, принадлежит Альфа-Групп и Telenor) может привести к росту бумаг ВымпелКома. Учитывая высокую степень неопределенности, мы рекомендуем воздержаться от инвестиций в акции мобильного оператора.

Оценка компаний сектора



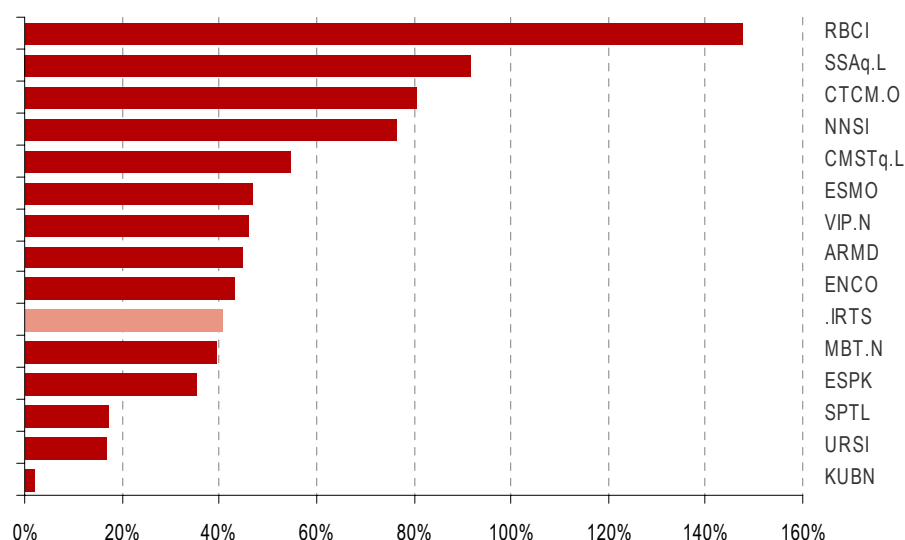
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	9 967	7 454	8 065	5 102	3 843	3 978	1 875	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	1 350	1 420	661	472	582	93	38	70
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



Муслиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Банковский сектор

Стресс-тест

Для мирового финансового сектора апрель стал вторым подряд месяцем коррекции вверх. Осторожные оптимистичные прогнозы банков заставили инвесторов частично пересмотреть свой взгляд на сильно перепроданный сектор.

В то же время, риски ухудшения ситуации остаются высокими. Наиболее ожидаемой информацией в ближайшей перспективе являются результаты стресс-тестов крупнейших американских банков. Опубликованные цифры, скорее всего, определят динамику движения банковского сектора в апреле.

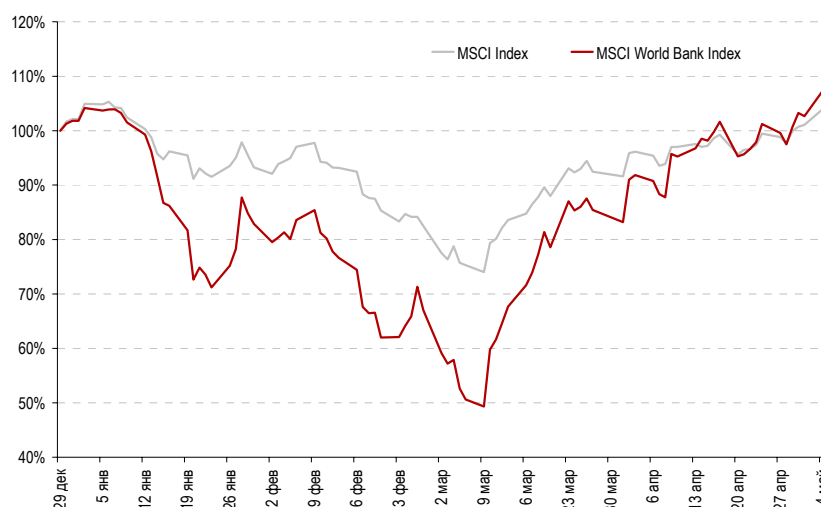
Статистика ЦБ по российскому банковскому сектору за 1-й квартал 2009 г. свидетельствует о продолжающемся ухудшении показателей банков. Тем не менее, крупнейший российский банк Сбербанк, на наш взгляд, в текущей ситуации обладает еще достаточным запасом прочности. Мы рекомендуем акции Сбербанка к покупке.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	0.89	19 158	- 54.7	-1.5%	0.9	1.21	36%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	2.05	6 892	- 7.3	-5.4%	0.389	-		

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В апреле продолжилась коррекция вверх акций мирового банковского сектора. По итогам месяца индекс MSCI World Bank прибавил 24 %. Основным событием в мировом финансовом секторе должна была стать публикация результатов стресс-теста Правительства США, которые должны были пролить свет на текущее состояние крупнейших американских банков и их потребность в дополнительной капитализации.

Динамика индексов MSCI с конца 2008 г.



Источник: Bloomberg

Противоречивые сведения относительно возможных результатов стресс-теста заметно повысили волатильность котировок финансового сектора. В последнее время наблюдался рост оптимизма инвесторов, ожидающих, что банки смогут увеличить капитал, необходимость чего была выявлена стресс-тестом, однако сомнения в жизнеспособности сектора сохраняются. Заявления Citigroup и Bank of America о желании увеличить капитал без поддержки со стороны государства вселяют некоторый оптимизм. Однако точку в подобных размышлениях поставят результаты проверки, которые должны быть известны 7 мая. Ожидается, что 19 крупнейшим банкам США потребуется докапитализация на \$ 150 млрд, что может привести к падению котировок банков.

Результаты 2008 г. по МСФО

Основным событием российского банковского сектора в апреле стала публикация отчетности по МСФО за 2008 год двух крупнейших банков – Сбербанка и ВТБ. Серьезных сюрпризов вышедшие цифры не принесли, однако впечатление результаты банков произвели разное.

Первым отчетность предоставил ВТБ. Несмотря на падение прибыли в 7 раз по сравнению с аналогичным показателем 2007 г., ВТБ удалось превзойти ожидания участников рынка, которые прогнозировали, что банк закончит 2008 год с убытком. Основной причиной ожидаемых убытков было формирование резервов под обесценение кредитов. Проявить прибыль по итогам года банку помогли выкуп собственных облигаций и переклассификация портфеля ценных бумаг. На выкупе ВТБ заработал в 4-м квартале \$ 349 млн. Переклассификация портфеля с применением новой редакции МСФО 39 позволила банку заработать на ценных бумагах в провальном 4-м квартале и по итогам года показать прибыль по операциям с ценными бумагами в \$ 41 млн.

Чистая процентная маржа (NIM) до создания резервов возросла в 2008 г. до 4.8 % с 4.4 % в 2007 г. Однако в 4-м квартале данный показатель, несмотря на выдачу кредитов в размере \$ 27 млрд и рост стоимости заемных средств на рынке, снизился до 4.6 % с 4.9 % кварталом ранее. В текущем году ВТБ ожидает снижения NIM. Неспособность банка выиграть от роста стоимости заемных средств, похоже, связана с позицией государства (против высоких ставок по кредитам), от которого ВТБ ждет дальнейшей поддержки.

Доля просроченных и реструктурированных кредитов в кредитном портфеле банка до вычета резервов увеличилась до 2.4 % к концу 2008 г. по сравнению с 1.4 % на конец 2007 г. По итогам года ВТБ ждет роста данного показателя до 8 %. Глава банка Андрей Костин считает, что объем реструктурированных кредитов в портфеле ВТБ будет расти (с нынешних 15 % от портфеля).

Уровень достаточности капитала банка на конец 2008 г. составил 17 %. Однако достаточность капитала первого уровня сократилась до 10 % с 15 % в 2007 г. Падение доходов и девальвация рубля в 1-м квартале текущего года способствовали дальнейшему сокращению капитала банка, в связи с чем ВТБ планирует провести во второй половине года допэмиссию и привлечь 180 млрд руб. Росимущество РФ завершит оценку ВТБ в ближайшее время, после чего будет возможна допэмиссия акций. ВТБ рассчитывает получить в капитал средства от размещения дополнительной эмиссии акций к октябрю 2009 г.

Отчетность Сбербанка произвела более благоприятное впечатление. Показатели основного бизнеса Сбербанка в 2008 г. улучшились. Чистая процентная маржа составила 7.1 %, и руководство банка намерено сохранить данный показатель на этом же уровне и в 2009 г. Операционные расходы банка выросли на 13.2 %, соотношение Cost/Income в 2008 г. снизилось до 49.3 % с 55.4 % в 2007 г. Усиление контроля над расходами и дальнейшее сокращение персонала позволит Сбербанку, по мнению руководства, сократить расходы в 2009 г. по РСБУ на 7-10 %.

Чистая прибыль была ожидаемо принесена в жертву резервам под обесценение кредитов. Чистая прибыль Сбербанка РФ за 4-й квартал 2008 г. составила 7.5 млрд руб., а за весь 2008 год снизилась на 8.3 % к аналогичному периоду 2007 г. – до 97.7 млрд руб.

От дальнейших темпов роста резервов зависит степень влияния кризиса на положение Сбербанка. Ранее руководство Сбербанка ожидало увеличения резервов под обесценивание кредитов по итогам 2009 г. до 5-7.5 %. Однако позже банк увеличил свой прогноз по данному показателю до 7.5-9 % и готов изменить его в случае ухудшения макроэкономической ситуации в России. Мы ожидаем данный показатель в 2009 г. на уровне 8.8 % от кредитного портфеля и 10.1 % в 2010 г.

Согласно ожиданиям менеджмента, в случае роста резервов до 10-11 % от кредитного портфеля Сбербанку может потребоваться дополнительный капитал. На наш взгляд, данный прогноз носит довольно консервативный характер. Согласно нашей модели, запас прочности Сбербанка несколько выше. Лишь при увеличении резервов до 12-13 % от портфеля банк столкнется с необходимостью докапитализации.

Судя по результатам за 2008 год и прогнозу руководства на текущий год, Сбербанк в данный момент обладает достаточным запасом прочности. Полученного в 2008 г. субординированного кредита на 500 млрд руб. должно хватить на 2009 год. Необходимость докапитализации может возникнуть в конце 2009 г. – в 2010 г. только в случае существенного ухудшения макроэкономической ситуации в стране.

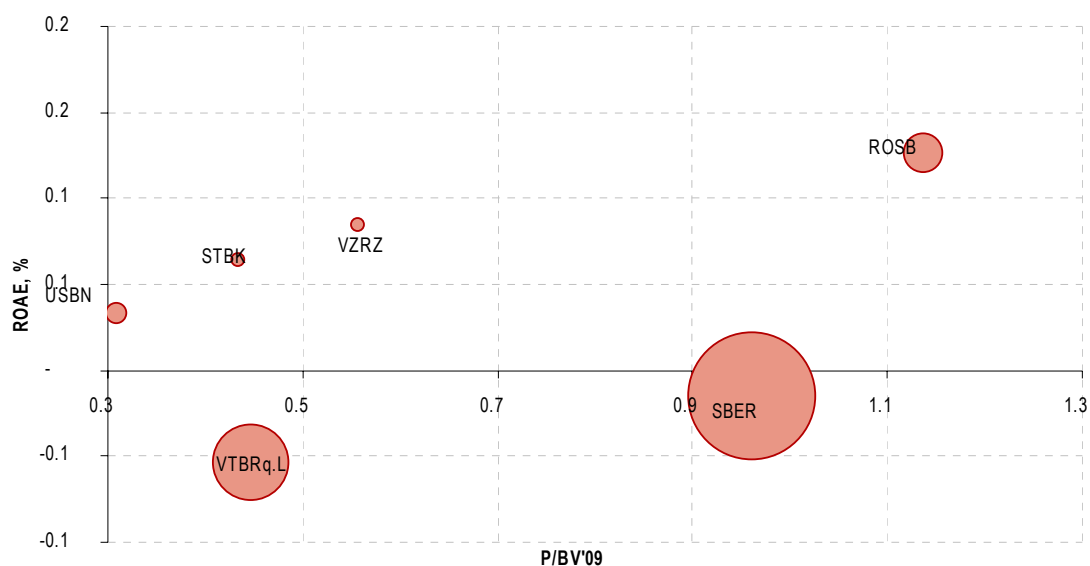
Согласно нашей оценке, справедливая стоимость обыкновенных акций Сбербанка составляет \$ 1.2. Несмотря на ралли бумаг Сбербанка в последние месяцы и остающиеся высокие риски инвестиций в банковский сектор, мы рекомендуем «покупать» акции банка.

Дивиденды выплатят, но их размер снизится

В данный момент перед ВТБ стоит дилемма. С одной стороны, в условиях необходимости проведения допэмиссии для увеличения капитала решение направить часть чистой прибыли на дивиденды выглядит нелогично. С другой стороны, лавры первого народного IPO создают дополнительные обязательства перед тысячами акционеров, недовольных падением котировок банка. Учитывая, что по итогам 2008 г. банк увеличил размер чистой прибыли по РСБУ на 44 % до 26.3 млрд руб., можно ожидать, что на дивиденды будет направлено не менее 10 % чистой прибыли. В то же время, ждать повторения прошлогодней щедрости, когда ВТБ заплатил в виде дивидендов 50 % прибыли, едва ли стоит.

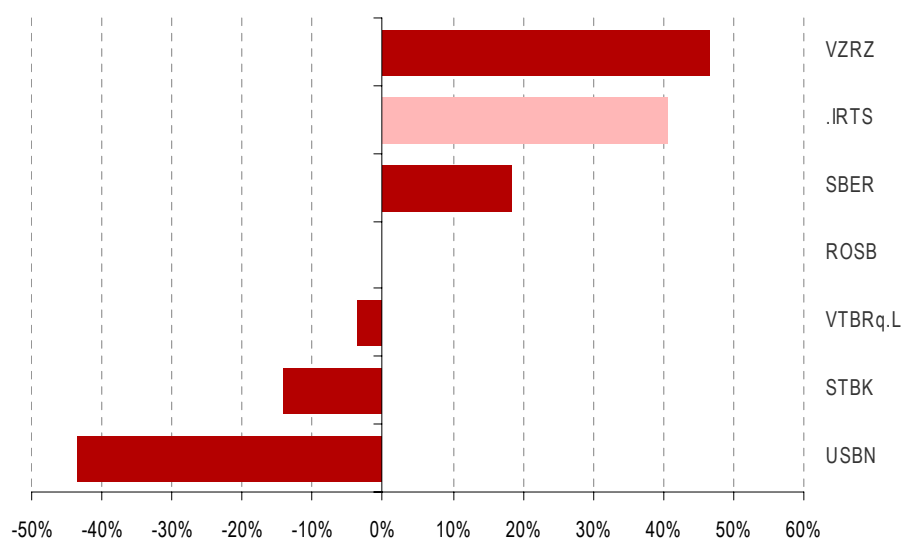
Сбербанк пока не намерен вносить изменения в собственную дивидендную политику и, как ожидается, направит на дивиденды те же 10 % чистой прибыли, что и в 2007 г.

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



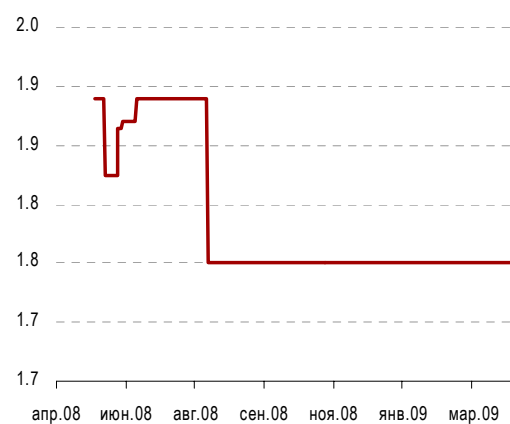
ВТБ



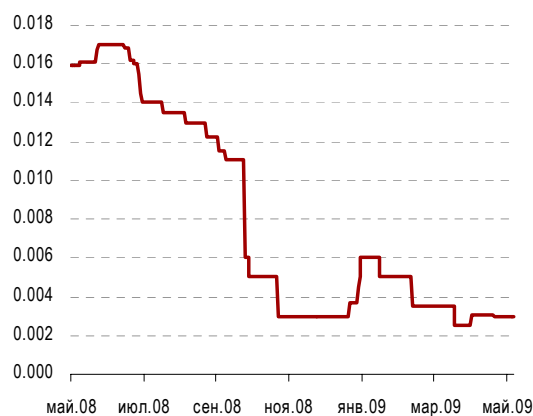
Возрождение



Банк Санкт-Петербург



Уралсиб



Росбанк



Мухамеджанова Сабина
Muamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

Спад продолжается

В апреле акции потребительского сектора в целом двигались наравне с рынком.

Заметно лучше рынка смотрелись акции Аптечной сети 36.6 (+250 %) на неутрачивающих спекуляциях на тему продажи Верофарма и акций допэмиссии фондам прямых инвестиций. Интерес также наблюдался в бумагах Группы «Черкизово» на фоне ожидаемого импортозамещения и акциях розничной сети «Дикси», которая является самой недооцененной публичной продовольственной сетью в России.

Из значимых корпоративных событий прошедшего месяца стоит отметить публикацию операционных результатов розничных сетей за 1-й квартал, продемонстрировавших замедление темпов роста продаж на фоне снижения потребительского спроса.

В последующие месяцы наше внимание будет приковано к операционным результатам компаний сектора, а также к прохождению ими офферт и погашению долга.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	14.10	3 829	- 120.3	0.7	7.6	25.85	83%	покупать
Магнит	MGNT	32.48	2 703	20.8	0.5	6.8	42.22	30%	покупать
Седьмой Континент	SCON	11.73	879	- 16.9	1.1	14.7	6.06	-48%	продавать
Дикси	DIXY	4.22	362	- 13.8	0.3	5.8	7.89	87%	покупать
Росинтер	ROST	5.13	62	- 8.0	0.5	5.3	4.11	-20%	продавать
М-Видео	MVID	2.07	371	12.5	0.2	4.5	3.80	84%	покупать
Балтика	PKBA	20.00	3 034	5.7	1.2	3.8	31.57	58%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	46.57	2 049	28.5	1.1	8.1	29.98	-36%	продавать
Калина	KLNA	10.85	106	7.2	0.5	4.9	17.46	61%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	11.80	1 784	11.8	3.4	8.0	12.99	10%	держать
Верофарм	VRPH	20.50	205	6.7	1.4	4.8	29.49	44%	покупать
Аптеки 36.6	APTK	10.50	100	- 6.0	0.3	6.5	2.98	-72%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.63	257	7.1	1.1	7.0	0.30	-82%	продавать

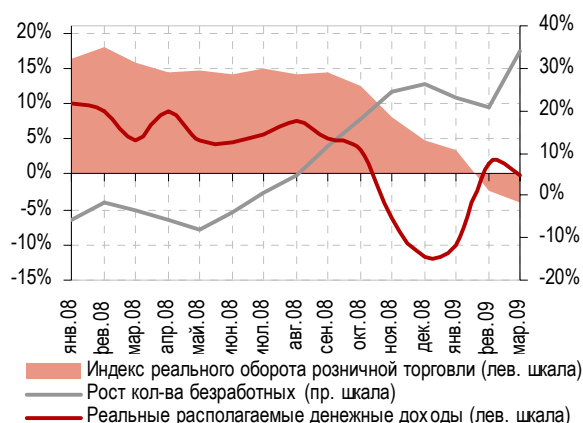
Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

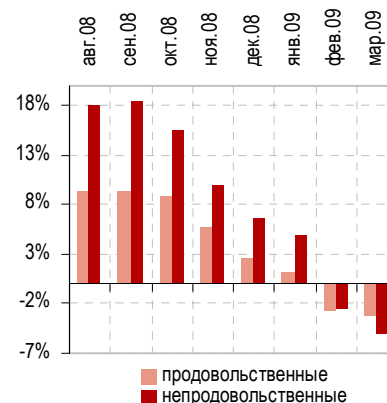
Розничный оборот продолжает снижаться

В марте оборот розничной торговли продолжил снижение – в реальном выражении сокращение достигло 4 % против 2 % в феврале. Снижение продаж в секторе в марте сопровождалось увеличением уровня безработицы (до 10 % по сравнению с 6.2 % в сентябре прошлого года) и задолженности по заработной плате на фоне стабилизации ситуации с реальными доходами населения.

Оборот розничной торговли, уровень безработицы и реальные денежные доходы



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



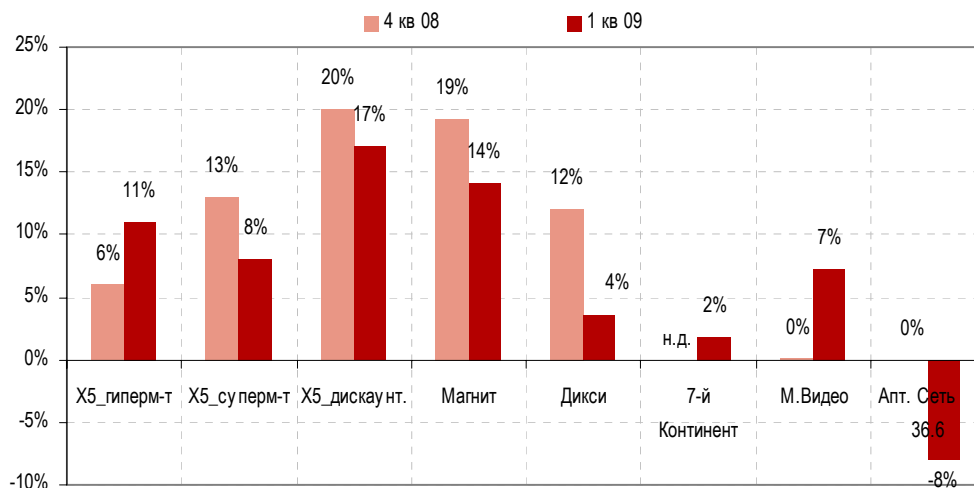
Источник: Росстат

Мы считаем, что снижение потребительского спроса может продолжиться по крайней мере до середины этого года. На наш взгляд, основной удар по непродовольственным товарам

придется на 2-й квартал, так как в 1-м квартале спрос был искусственно завышен из-за того, что население торопилось купить товары по старым ценам, не отражающим эффекта девальвации.

В апреле все розничные сети представили операционные результаты за 1-й квартал, которые также продемонстрировали замедление темпов роста продаж по сравнению с 4-м кварталом и подтвердили неутешительные макроэкономические данные. Основными причинами замедления роста выручки стало снижение количества покупателей, а также смещение спроса в сторону более дешевой продукции (именно поэтому рост среднего чека был ниже продовольственной инфляции). Наибольший рост продаж в 1-м квартале наблюдался в магазинах эконом-класса «Магнит» и «Пятерочка».

Рост сопоставимых (LFL) продаж розничных сетей в 1-м квартале



Источник: данные компаний

Реструктуризация не так уж и пугает

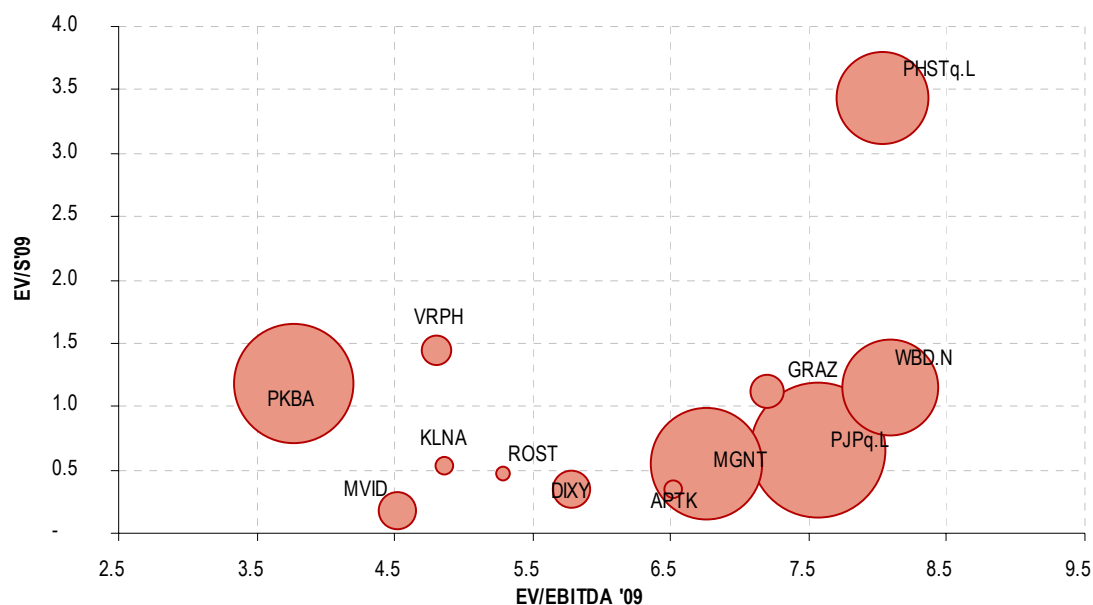
Одной из последних тенденций всего рынка можно назвать более терпимое отношение держателей облигаций к предлагаемой эмитентами реструктуризации, ввиду чего шанс на успех процесса может существенно повыситься. Ключевыми критериями успешности реструктуризации с точки зрения акционеров являются согласие большого числа держателей (не менее 70 %), а также отсутствие поданного заявления о банкротстве/несостоятельности, то есть эмитент фактически продолжает осуществлять операционную деятельность. На данный момент вполне успешным можно считать процесс реструктуризации двух выпусков Разгуляя.

Еще одна публичная компания в потребсекторе – Седьмой Континент – решила пойти по пути реструктуризации своего выпуска облигаций на 7 млрд руб., по которому в июне предстоит оферта. Схема реструктуризации предполагает выплату 20 % займа в день оферты и конвертацию оставшейся суммы в новый 2-летний выпуск с поквартальной выплатой купонов и ежеквартальной амортизацией по 20 %, начиная с 4-го купонного периода. Доходность к погашению нового выпуска составляет 17 %. Мы оцениваем вероятность согласия облигационеров на предложенные условия как высокую.

Вполне возможно, что Росинтер (оферта на 1 млрд руб. в мае), Аптечная сеть 36.6 (погашение на 3 млрд руб. в июне) и Черкизово (оферта на 2 млрд руб. в июне) могут последовать примеру Разгуляя и Седьмого Континента.

Факт успешно завершившейся реструктуризации и начатых своевременных выплат по новой схеме в перспективе могут заставить нас пересмотреть WACC в сторону снижения для тех компаний, для которых мы ранее повысили этот показатель из-за высоких рисков рефинансирования и банкротства.

Оценка компаний сектора



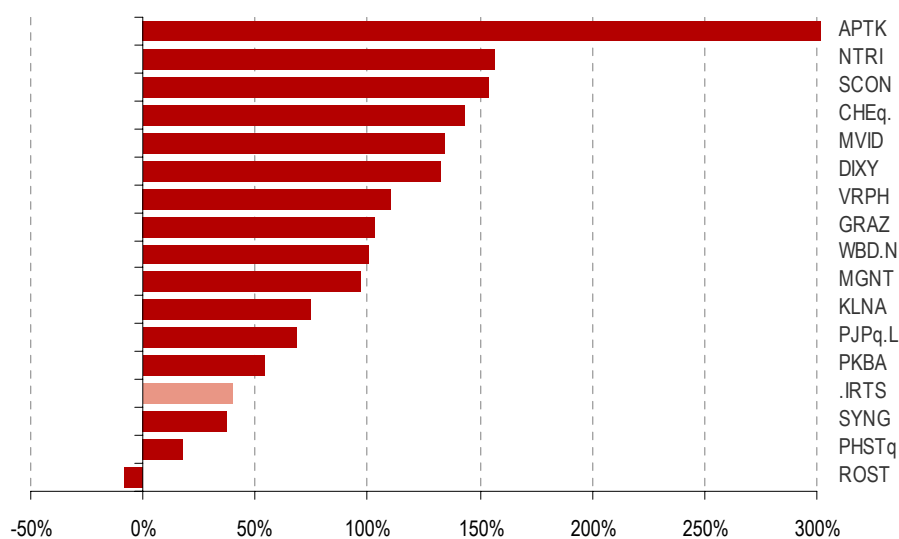
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	8 892	8 557	10 913	803	741	1 012	112	-	32	265	
Магнит	5 348	5 423	7 133	402	434	571	188		130	248	
Седьмой Континент	1 592	1 226	1 571	154	95	129	59	-	52	0	
Дикси	1 943	1 962	2 674	108	114	168	1	-	26	53	
Росинтер	343	332	417	21	29	37	-	7	-	8	0
М-Видео	2 917	2 445	3 209	144	90	143		52	30	66	
Балтика	3 718	2 756	3 083	1 088	858	977	624		529	652	
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 127	2 447	361	299	333	102		72	141	
Калина	484	417	475	53	45	55	9		15	26	
Фармстандарт	576	545	651	243	233	277	141		152	191	
Верофарм	172	155	183	53	46	58	36		31	40	
Аптеки 36.6	1 059	739	745	34	38	39	-	11	-	17	12
Разгуляй	1 289	1 112	1 294	81	172	230	-	22		36	58

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5



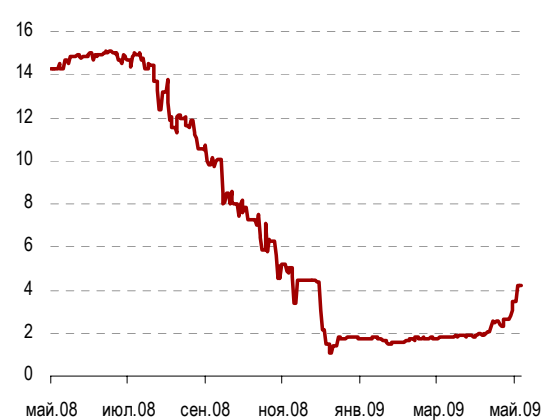
Седьмой Континент



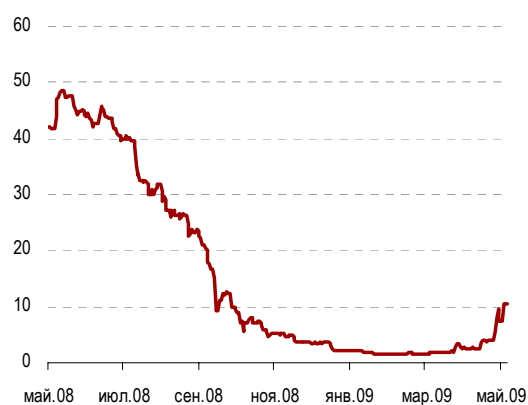
Магнит



Дикси



Аптечная сеть 36.6



Росинтер



Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Хуже ожиданий

В апреле мы провели пересмотр наших прогнозов продаж новых автомобилей на российском рынке, что стало следствием публикации слабых данных по рынку в 1-м квартале и косвенных свидетельств отсутствия улучшений в апреле. Одновременно со снижением прогнозов мы пересмотрели наши рекомендации и целевые уровни по акциям компаний сектора.

После мартовского ралли, в апреле акции автомобилестроительных компаний выглядели хуже рынка в целом. Между тем, отметим, что на фоне стабильности рынка в целом в отдельных бумагах сектора может появиться спрос. В частности, стоит обратить внимание на акции Sollers, которые, по нашему мнению, в настоящее время наиболее недооценены.

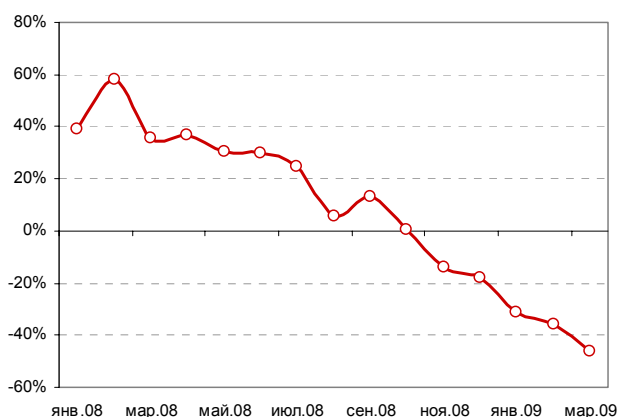
		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
АвтоВАЗ	AVAZ	0.35	479	-	6.8	0.3	6.6	0.33	-4%	продавать
ГАЗ	GAZA	12.75	236	-	0.5	0.6	34.0	-		
Sollers	SVAV	7.56	259	9.2	0.4	4.6	13.3	76%		покупать
КАМАЗ	KMAZ	1.13	796	79.6	0.3	8.6	1.6	42%		покупать
Силовые машины	SILM	0.09	762	6.6	0.7	4.9	0.08	-9%		продавать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

В апреле мы провели пересмотр наших прогнозов продаж новых автомобилей на российском рынке. Поводом для пересмотра стали опубликованные в прошлом месяце итоги мартовских продаж. Отметим, что март стал первым показательным месяцем, отразившим степень влияния финансового кризиса на автомобильный рынок (в первые два месяца искусственную поддержку объемам продаж оказывали традиционные распродажи автомобилей 2008 г. выпуска). В итоге март является и наиболее показательным месяцем в проекции на год, что означает, что в 2009 г. падение продаж действительно может приблизиться к верхней планке пессимистических прогнозов – 60-65 %.

Динамика российского рынка автомобилей, г-к-г



Источники: АЕВ, Аналитический департамент Банка Москвы

Ранее мы ожидали плавного восстановления рынка в конце 1-го – начале 2-го квартала 2009 г. и в данной связи полагали, что по итогам всего года снижение продаж не превысит 30 %. Однако, судя по подведенным итогам и предварительным оценкам предприятий отрасли, улучшения ситуации не происходит. Напротив, начало апреля ознаменовалось новыми сокращениями рабочих недель или остановкой конвейеров на крупнейших сборочных предприятиях страны, а крупнейшие автопроизводители начали принимать дополнительные меры по стимулированию спроса потребителей. Так, АвтоВАЗ начал самостоятельно субсидировать процентные ставки покупателям автомобилей Lada. В этой связи мы понижаем наш прогноз по продажам новых автомобилей в 2009 г. с 2.2 до 1.8 млрд.

Не лучшим образом обстоят дела и на рынке коммерческой техники, продажи которой в текущем году, по нашим оценкам, сократятся на 50 %. Отметим, что в апреле свои прогнозы по продажам новых автомобилей скорректировал Минпромторг, который ожидает 60%-ного сокращения рынка легковых и 50%-ного сокращения рынка коммерческих автомобилей, причем

на последнем более существенного падения позволит избежать госзаказа.

С учетом сокращения объема рынка мы пересмотрели финансовые модели компаний сектора, понизив целевые уровни. В наименьшей степени от пересмотра пострадали акции АвтоВАЗа, что обусловлено двумя основными причинами: во-первых, мы изначально весьма консервативно оценивали перспективы компании в 2009 г.; во-вторых, после получения господдержки у компании снизились риски рефинансирования задолженности и новых остановок конвейера из-за проблем с поставщиками.

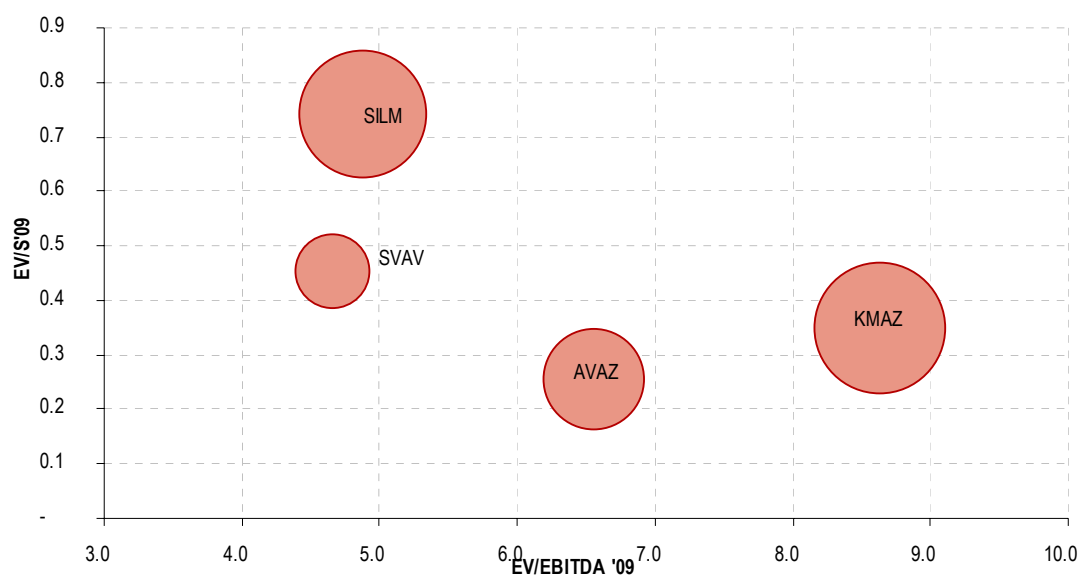
Целевые уровни и рекомендации по акциям автомобилестроительных компаний

		цена, \$	Целевые уровни, \$		Рекомендация	потенциал
			Новый	Предыдущий		
АвтоВАЗ	AVAZ	0.34	0.33	0.34	продавать	-3%
Sollers	SVAV	7.56	13.3	19.5	покупать	76%
КАМАЗ	KMAZ	1.13	1.6	1.9	покупать	42%

Ключевые рекомендации сектора

После мартовского ралли, в апреле акции автомобилестроительных компаний выглядели хуже рынка в целом. Между тем, отметим, что на фоне стабильности рынка в целом в отдельных бумагах сектора может появиться спрос. В частности, стоит выделить акции Sollers, которые, по нашему мнению, в настоящее время наиболее недооценены.

Оценка компаний сектора



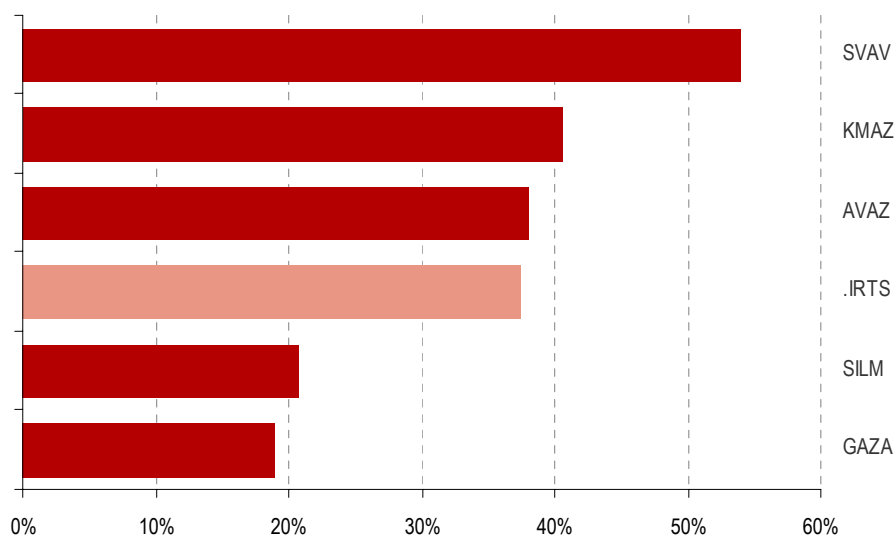
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

Финансовые показатели компаний сектора											
	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$				
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П		
АвтоВАЗ	7 633	5 539	5 345	235	215	309	-	115	-	70	11
ГАЗ	6 471	2 457	3 797	314	40	160	-	180	-	449	14
Sollers	2 626	1 614	1 903	314	157	195	129	28			57
КАМАЗ	4 814	3 130	3 958	289	126	203	96	10			30
Силовые машины	1 155	1 572	1 423	100	238	162	70	115			56

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



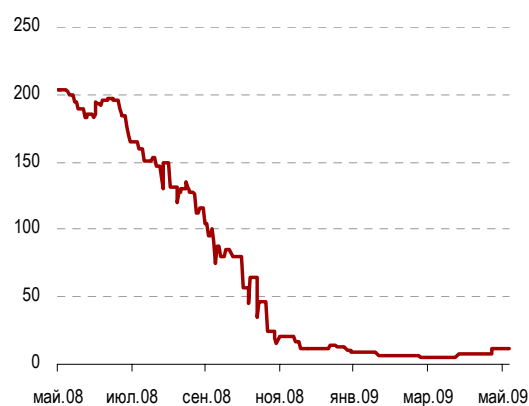
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

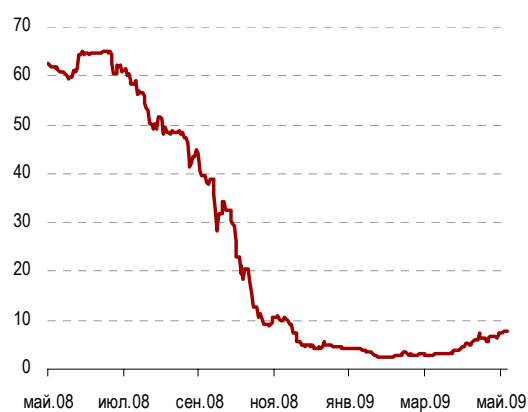
АвтоВАЗ



ГАЗ



Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Рост спроса не за горами?

В апреле бумаги производителей минеральных удобрений были не самыми доходными вложениями на российском рынке акций, существенно отстав от динамики остального рынка. Сдерживающими факторами для роста в азотном сегменте являются по-прежнему относительно низкие цены на минеральные удобрения на мировых рынках, а в калийной отрасли – невысокий спрос со стороны спотовых потребителей, продолжающих использовать накопленные ранее запасы.

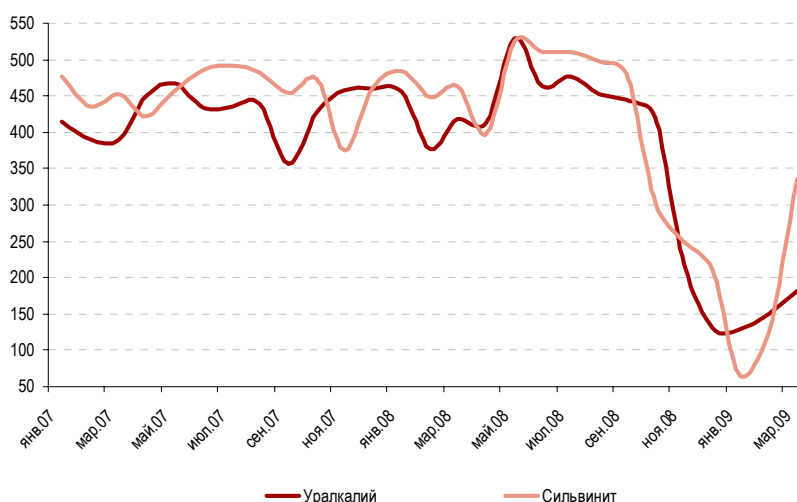
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	2.52	5 353	13.9	4.9	8.5	3.62	44%	покупать
Сильвинит	SILV	404	3 162	4.3	3.1	3.7	768	90%	покупать
Акрон	AKRN	20.2	963	11.9	1.5	6.1	14.94	-26%	продавать
Апатит	APAT	190	1 185	10.2	1.9	5.9	239	26%	покупать
Аммофос	AMMO	55.0	496	4.2	0.1	0.3	96	75%	покупать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

После почти двукратного роста в марте, в апреле бумаги производителей калийных удобрений выглядели хуже рынка: начавшегося было оживления на мировом рынке калийных удобрений после 25%-ного снижения цен для Бразилии оказалось слишком мало, чтобы обеспечить производителям достойные уровни загрузки мощностей, особенно после истечения в конце 1-го квартала годовых соглашений с индийскими потребителями.

Производство хлористого калия в РФ, тыс. т



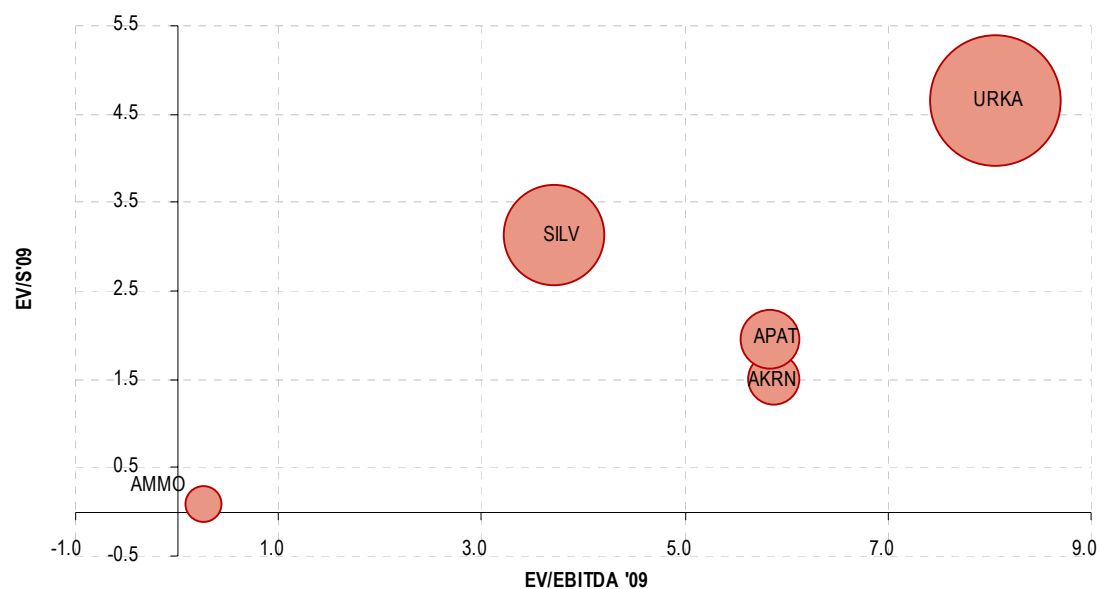
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Впрочем, ситуация отнюдь не выглядит безнадежной – весьма ограниченное количество продавцов в отрасли при отсутствии близких товаров-заменителей дает производителям все козыри и делает заключение новых годовых контрактов и активизацию продаж на спотовых рынках лишь делом времени. Для начала важным подспорьем для производителей и потенциальным катализатором нового витка роста стоимости акций компаний сектора стало бы заключение годового соглашения с одним из крупнейших потребителей – Китаем или Индией. И если в случае Китая, имеющего значимое внутреннее производство и неплохие запасы калийных удобрений, переговоры вполне могут затянуться до конца лета – начала осени, то до заключения соглашения с Индией, по-прежнему сохранившей высокий аппетит к закупкам удобрений и имеющей лишь месячные запасы, вероятно, останутся лишь считанные недели.

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



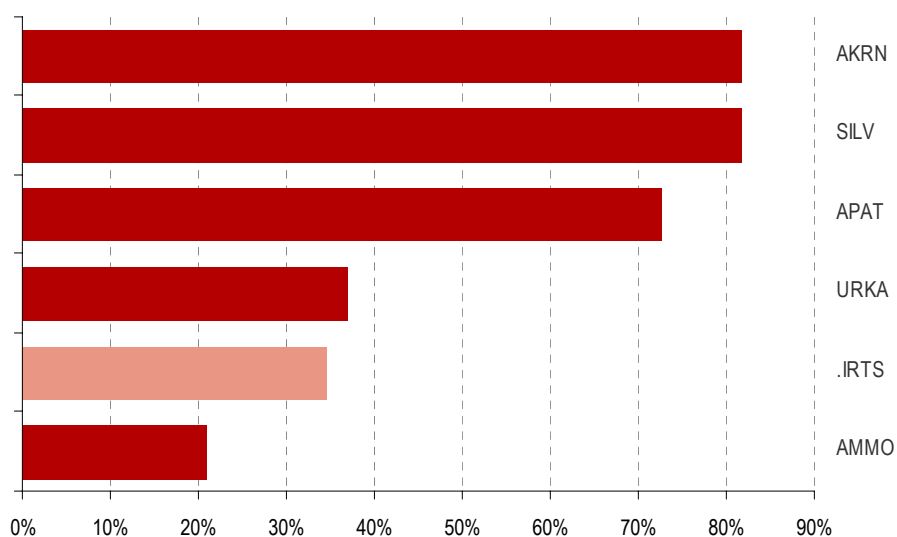
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	200
Уралкалий	2 509	1 086	1 848	1 649	627	1 190	
Сильвинит	2 301	1 248	1 648	1 709	1 049	1 338	1
Акрон	1 724	1 181	1 379	698	301	363	
Апатит	1 100	662	852	511	219	383	
Аммофос	1 704	619	694	850	171	202	

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



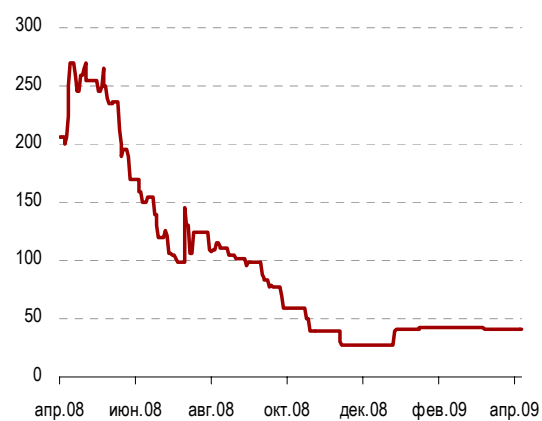
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Без изменений

В целом ситуация в секторе авиаперевозок в апреле не претерпела существенных изменений, на фоне чего были стабильны и акции компаний сектора. В секторе морских грузовых перевозок в апреле преобладал умеренно позитивный фон, связанный с подведением первых финансовых итогов 2008 г. Опубликованная отчетность НМТП за 2008 год не только подтвердила позитивные операционные итоги компании, но и снизила кредитные риски.

Несмотря на сохранение потенциала в акциях транспортных компаний в мае, мы не ожидаем роста спроса. В этой связи интерес к бумагам сектора сейчас может быть проявлен лишь долгосрочными инвесторами.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.05	1 166	13.6	0.7	6.8	1.6	52%	покупать
Сибирь	avsi	225.00	23	4.1	0.4	19.1	-		
Ютэйр	TMAT	0.15	87	36.4	0.5	18.3	-		
НМТП	NCSPq.L	7.50	1 926	16.2	3.8	8.3	10.0	33%	покупать
ДВМП	FESH	0.21	620	5.5	1.2	4.4	-		

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

В целом ситуация в секторе авиаперевозок в апреле не претерпела существенных изменений, на фоне чего были стабильны и акции компаний сектора. Основным событием апреля, которое могло оказать долгосрочное влияние на акции транспортных компаний, стало появление новой угрозы отрасли в виде свиного гриппа. Традиционно на фоне развития новой эпидемии сокращаются туристические потоки, что негативно отражается на показателях авиакомпаний. Впрочем, судя по всему, рынок пока не закладывает вероятности появления новой эпидемии, в связи с чем реакция на новость акций авиакомпаний в апреле весьма сдержанная.

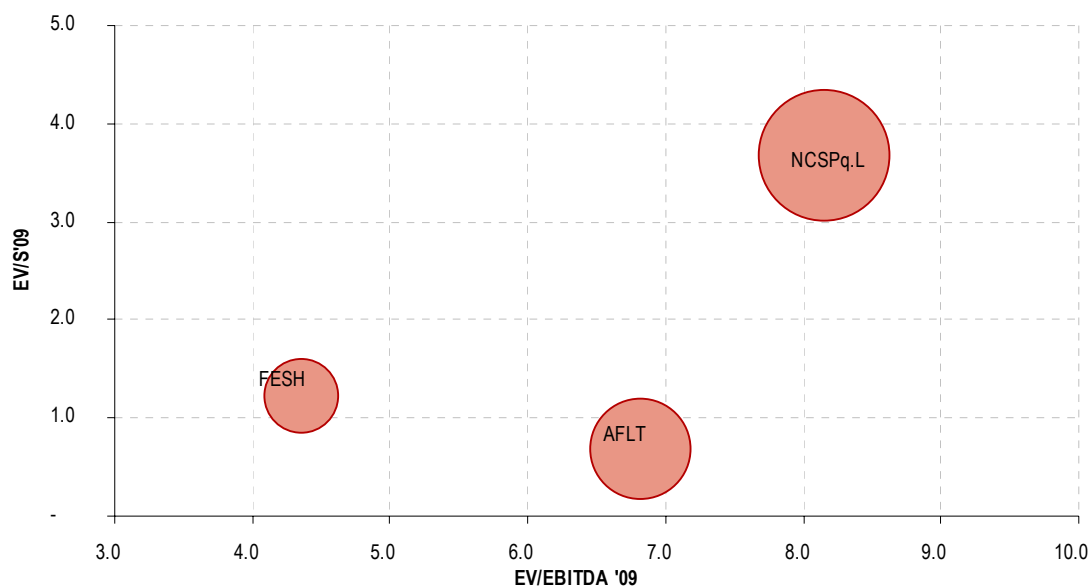
Кроме того, стоит отметить, что в апреле в результате проверки претендентов на покупку чешского национального авиаперевозчика CSA российский Аэрофлот вызвал наибольшее количество вопросов у чешских властей. Фактически результаты проверки закрывают Аэрофлоту возможность участия в приватизации, что, по нашему мнению, негативно для российской компании, так как может сорваться еще одна попытка выйти на европейский рынок, экспансия на который являлась одной из составляющих долгосрочной модели роста Аэрофлота. Принимая во внимание тот факт, что и планы развития авиаперевозчика на внутреннем рынке с учетом кризиса и создания нового крупного авиаперевозчика – Росавиа – также перетерпели изменения, сокращение шансов выхода Аэрофлота на европейский рынок негативно с точки зрения оценок долгосрочных перспектив компании. Тем не менее, ранее мы не учитывали в наших моделях возможность приобретения CSA, на фоне чего оставляем неизменной рекомендацию по компании. Напротив, победа Аэрофлота на конкурсе могла бы стать хорошим драйвером для роста стоимости его бумаг.

В секторе морских грузовых перевозок в апреле преобладал умеренно позитивный фон. Опубликованная отчетность НМТП за 2008 год не только подтвердила позитивные операционные итоги компании, но и снизила кредитные риски. Напомним, что, в соответствии с представленными оперативными данными, на 1 апреля чистый долг НМТП снизился до \$ 278.4 млн по сравнению с \$ 378.7 млн на начало года. В основном долговые обязательства компании номинированы в иностранной валюте, что в условиях девальвации весьма опасно и уже стало причиной возникновения проблем рефинансирования у части российских компаний. Тем не менее, в случае с НМТП данные риски являются умеренными, так как пик платежей приходится на 2010-2011 гг. (\$ 160 млн) и на 2012-2014 гг. (\$ 297 млн). В текущем году компании предстоит погасить \$ 35.4 млн.

Ключевые рекомендации сектора

Мы полагаем, что на фоне снижения экономической активности и ограниченного доступа к кредитным ресурсам как минимум в 1-й половине 2009 г. инвестиционная привлекательность транспортных предприятий будет невысокой. В этой связи интерес к бумагам сектора сейчас может быть проявлен лишь долгосрочными инвесторами.

Оценка компаний сектора



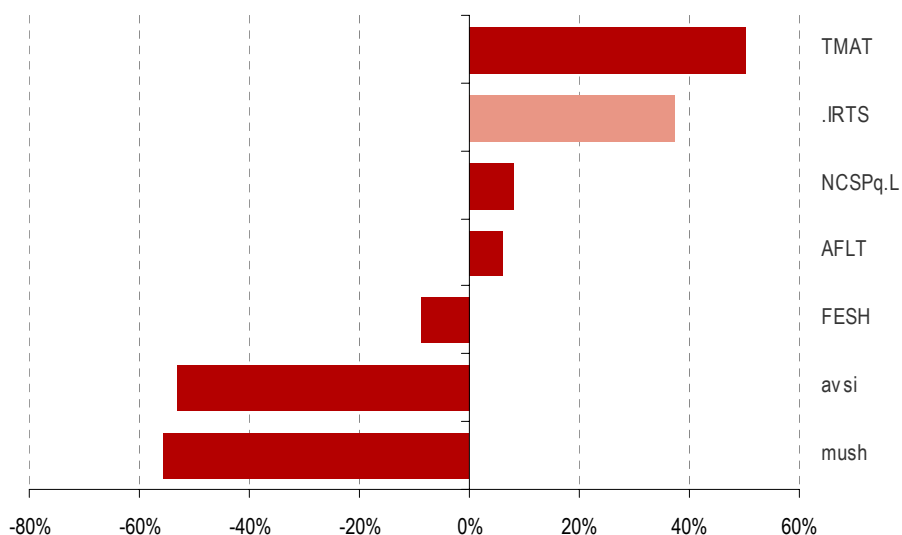
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	3 269	3 516	332	320	360	71	86	117
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	614	724	376	276	349	96	119	176
ДВМП	977	1 075	1 161	285	300	360	105	112	142

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

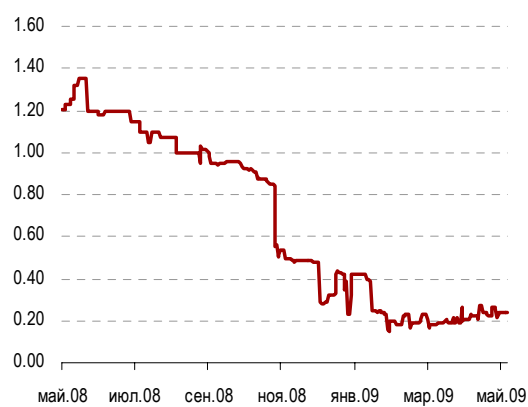
Аэрофлот



ЮТэйр



ДВМП



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

Телекоммуникации, Банки

Мусяненко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@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

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 абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки, мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Возмещение убытков 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 индивидуальными 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.