

Стратегия Октябрь 2009

Дешевых бумаг почти не осталось



СТРАТЕГИЯ – ОКТЯБРЬ 2009**Основные тезисы**

- В сентябре российский фондовый рынок обновил свои максимальные значения с начала года в условиях стабильной, а в некоторых случаях ухудшающейся ситуации на товарных рынках, ралли на которых, похоже, постепенно, сходит на нет.
- У нас нет уверенности, что рост цен на товарных рынках в ближайшее время возобновится, а без этого продолжение подъема в российских акциях представляется затруднительным.
- Мы сохраняем нашу цель по индексу РТС на конец года в 1 200 пунктов и по-прежнему не видим на рынке откровенно недооценённых отраслей, отмечая лишь отдельные, единичные потенциально интересные бумаги в каждом секторе рынка.
- Нашими топ-рекомендациями на сегодняшний день являются: в голубых фишках - МТС, Газпром, Евраз и Уралкалий; во втором эшелоне – СЗТ, АФК Система, Х5, Распадская, Сильвинит, Полюс Золото. По сравнению с предыдущей стратегией мы изменили одну рекомендацию в нашем списке, вернув в него бумаги Распадской, интерес к которым возобновляется на фоне вновь возникшего дефицита коксующегося угля на российском рынке и хороших финансовых результатов за 1-ую половину года.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – ОКТЯБРЬ 2009	4
Дешевых бумаг почти не осталось	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	6
Назад в будущее	
РЫНОК АКЦИЙ	15
Рост продолжается	
НЕФТЬ И ГАЗ	20
Укрепление рубля	
МЕТАЛЛУРГИЯ	26
Ситуация больше не улучшается	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	30
Потенциал в сетях	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	36
Реорганизация Связьинвеста: деталей все больше и больше	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	41
Прибыль резервируется на будущее	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	46
Рост рентабельности компенсирует замедление продаж	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	52
Уже дорого	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	56
Улучшение по-прежнему лишь в прогнозах	
ТРАНСПОРТ	60
Восстановление стоимости	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	64

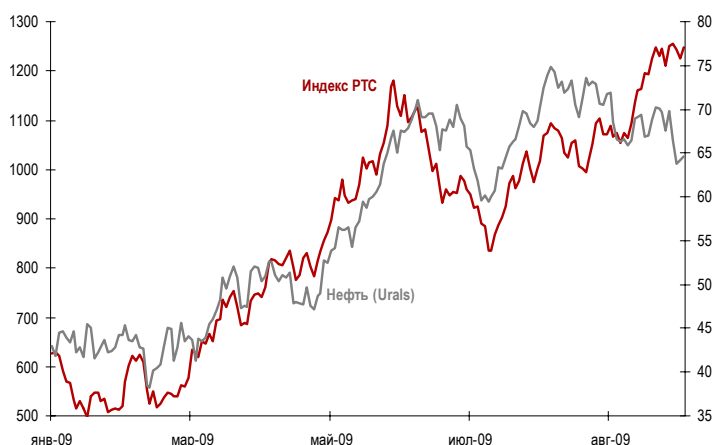
Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – ОКТЯБРЬ 2009

Дешевых бумаг почти не осталось

Российский фондовый рынок в прошедшем месяце обновил свои максимальные значения с начала года и сейчас находится на уровнях лишь незначительно ниже показателей начала сентября 2008 г., когда тучи в мировой экономике сгущались, но буря еще не разразилась. При этом весьма примечательно, что впечатляющий рост за последний месяц российские акции продемонстрировали не благодаря продолжающемуся увеличению цен на товарных рынках, как это имело место практически все время с начала года, а на фоне стабильных или даже снижающихся цен на главный российский сырьевой товар – нефть. При этом важным фактором, способствующим росту российского рынка акций в сентябре, стала фактически произошедшая переоценка российских рисков: CDS на российский долг за месяц упал с 274 до 209 пунктов, продолжили расти котировки корпоративных еврооблигаций, о притоке капитала в страну ясно сигнализирует и ситуация на валютном рынке.

Цены на нефть и индекс РТС в 2009 г.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

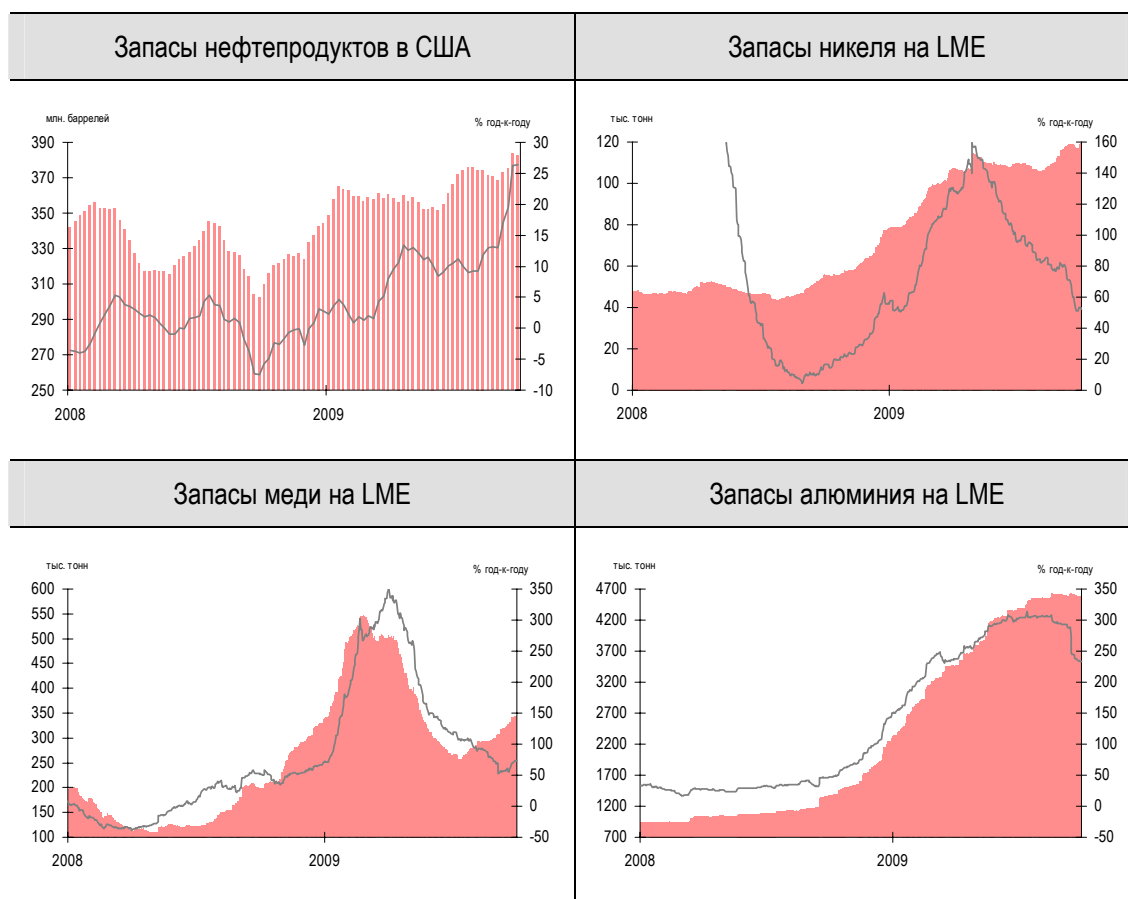
Как мы уже отмечали ранее, при ценах на нефть в размере \$ 60 за баррель Urals и страновом риске в 300 пунктов справедливый уровень индекса РТС находится вблизи 1 200 пунктов. Текущее значение индекса чуть выше этого уровня, однако и входные параметры пока немного лучше наших базовых предположений. При более оптимистическом сценарии, где цены на нефть вырастают до \$ 80 за баррель, а страновой риск снижается до 200 пунктов, оценка индекса РТС растет до 1 400 пунктов.

Несмотря на то что, как мы уже отмечали в предыдущей стратегии, ситуация в мировой и российской экономике за последнее время явно улучшилась, мы пока не склонны делать резких движений и пересматривать свои прогнозы по российским бумагам: улучшение экономической ситуации в мире уже во многом заложено в их котировки. Более того, нельзя не отметить, что за последний месяц динамика цен на товарных рынках заметно ухудшилась, чему мы находим не только технические (необходимость коррекции после бурного роста с начала года), но и вполне фундаментальные причины.

Увеличение цен на большинство сырьевых товаров в 2009 г. при оживающем, но все еще относительно слабом спросе достаточно быстро вызвало ответную реакцию со стороны предложения – вновь привлекательные цены очень быстро заставили производителей разморозить законсервированные было мощности. На рынках большинства ключевых биржевых товаров хорошо заметна своеобразная «вторая волна» роста запасов, возникающая в августе-сентябре, когда уже могло показаться, что ситуация стабилизировалась и баланс спроса и предложения будет лишь улучшаться.

На наш взгляд, существует весьма высокий риск того, что увеличение предложения и запасов будет в ближайшее время сдерживать рост цен на сырьевые товары, что, в свою очередь,

сдерживает наш оптимизм относительно российских акций.



Источник: Bloomberg

Впрочем, практика показывает, что для товарных рынков важнее фундаментальных факторов бывает ситуация с глобальной ликвидностью, которая пока не вызывает серьезных опасений. Хотя и здесь не обходится без «ложки дегтя»: несмотря на то что ставки на мировых денежных рынках являются рекордно низкими и продолжают движение вниз, в последнее время становится все более очевидно, что экстраординарные вливания более длинных денег в мировую экономику путем покупки различных долговых инструментов (программа по выкупу ипотечных ценных бумаг ФРС) или, например, путем увеличения прямого участия Правительств или денежных властей в капитале банковской системы постепенно сходят на нет, а в случае продолжения улучшения ситуации на финансовых рынках рискуют и вовсе развернуться в обратную сторону.

Не рассчитывая на продолжение резкого роста цен на товарных рынках, мы не видим существенного потенциала роста ни в одном из секторов российского рынка акций, отмечая лишь привлекательность внутри каждого сектора отдельных бумаг, которых, впрочем, также становится все меньше.

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Долговые рынки

Назад в будущее

В сентябре российский сегмент валютного долга испытал еще одну волну роста.

По большинству инструментов российский рынок публичного валютного долга кажется нам достигшим справедливого равновесного уровня, а в некоторых отраслевых сегментах (телекоммуникации, нефть и газ) даже наблюдаются признаки перегретости. Поэтому круг торговых идей все более и более сужается, но, тем не менее, они остаются.

Несмотря на то что доходности на внутреннем рынке снижаются практически безостановочно с начала текущего года, а ставки для первого эшелона достигли 11 %, мы считаем, что снижение ставок на долговом рынке не завершено, и у рынка могут появиться новые стимулы для роста. Как только маржа между стоимостью хеджирования и доходностью blue chips закрепится на привлекательном для нерезидентов уровне, спрос на рублевые облигации со стороны западных инвесторов заставит доходности инструментов опуститься еще ниже.

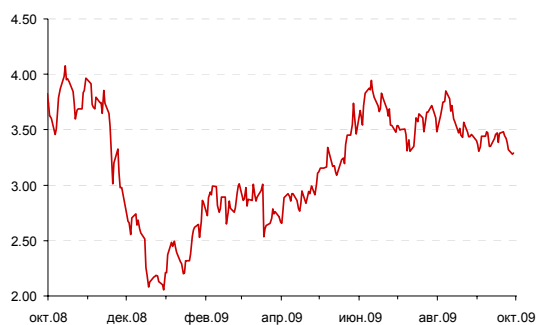
В начале сентября глава ФРС Бен Бернанке с оговоркой «вероятно» объявил об окончании рецессии в США и подчеркнул, что рост экономики в 2010 г. будет весьма умеренным. С подобными заявлениями выступил и миллиардер Уоррен Баффет, который сказал, что, хотя экономика США еще не восстановилась, худшее уже определенно позади. Важно, что уверенный позитивный сигнал пришел в прошедшем месяце и из сектора, который до последнего вызывал самые большие опасения – потребительского. Розничные продажи в США в августе росли максимальными за последние 3 года темпами – на 2.7 % по сравнению с ожидавшимися 1.9 %. Заметно была улучшена окончательная оценка по ВВП во 2-м квартале.

Рынки ждали переломного момента от сентябрьского заседания FOMC. Хотя исход 2-дневного заседания комитета по открытым рынкам полностью совпал с ожиданиями участников, реакция Уолл-Стрит красноречиво свидетельствовала, что рынок на самом деле ждал чего-то большего и оказался не готов и к крайне сдержанной оценке перспектив роста экономики со стороны регулятора, и к тому, что ФРС действительно объявит о начале exit strategy. Впрочем, позитивных сигналов было так много, что на рынках ЕМ негативным образом сдержанная риторика ФРС не сказалась.

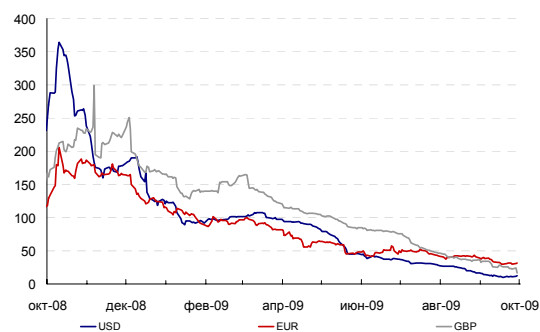
Любопытно, что на волне продолжительного роста ЕМ и уже безоговорочного окончания программы выкупа UST к концу октября 2009 г. отношение к активам safe-haven в худшую сторону не меняется. Положение UST за сентябрь значительно укрепилось – доходность 10-летних госбумаг упала до минимальных с весны уровней (ниже 3.2 %), а новые предложения от Минфина США неизменно находят огромный спрос внешних институциональных покупателей.

Американская статистика снова подкидывает неожиданные неприятные сюрпризы, но в целом позитивную картину на глобальных рынках это не портит. Ставки на глобальных денежных рынках продолжают плавное снижение, и у нас нет особых поводов усомниться, в том ситуация на денежных рынках может как-то ухудшиться. В сентябре длинными деньгами продолжал накачивать экономику ФРС. Не отставал от него и ЕЦБ, у которого у банки на безлимитном аукционе заняли €75 млрд на 1 год под 1% годовых. Это резко контрастирует с €442 млрд, которые были привлечены у регулятора в конце июня, и красноречиво говорит о резких качественных позитивных изменениях на межбанковском денежном рынке.

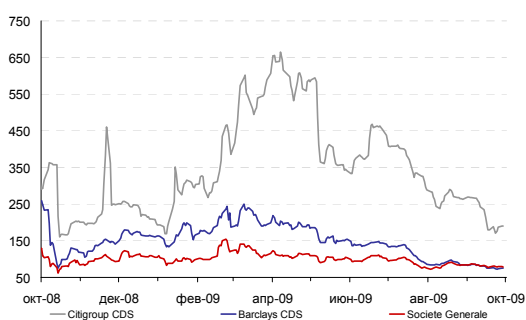
Динамика доходности UST-10



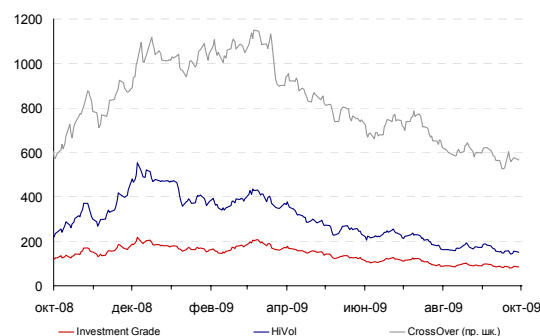
Спрэд LIBOR-OIS



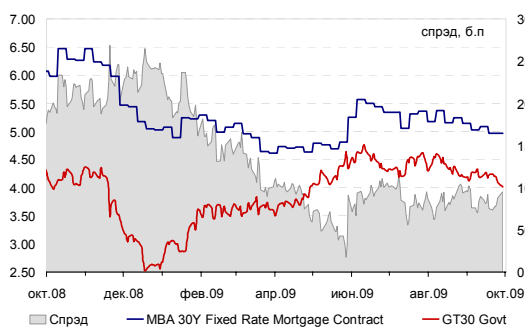
Динамика CDS глобальных банков



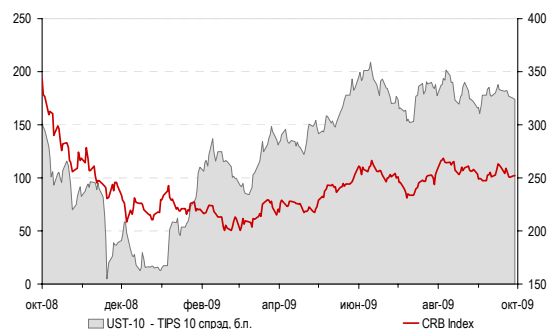
Динамика индексов iTRAXX



Долгосрочные UST и ставки по ипотеке, %



Инфляционные ожидания в США



Источник: Bloomberg

Российские еврооблигации: итоги сентября

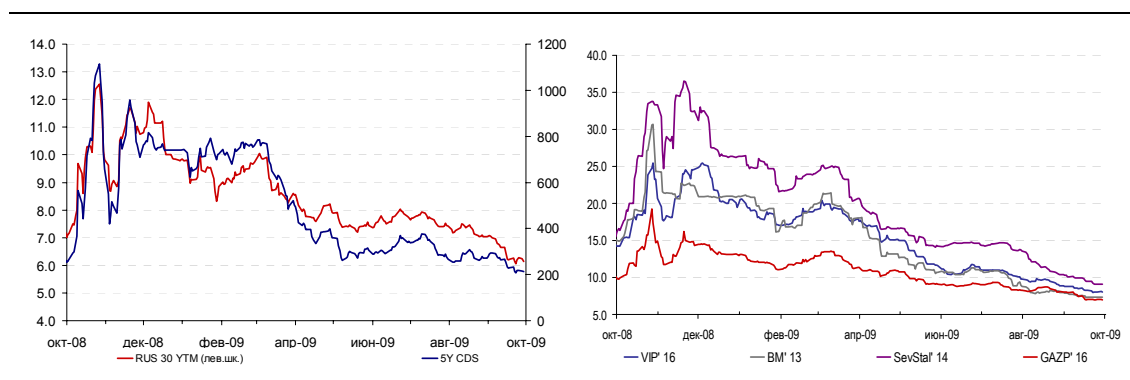
Сентябрь стал уже менее однозначным месяцем с точки зрения идеи «ралли без перерыва», к которой многие, очевидно, даже могли привыкнуть. Во второй декаде мы все чаще стали наблюдать консолидационные настроения и отскоки назад вместе с глобальными рынками. Но, несмотря на коррекции, длящиеся иногда по несколько дней, сентябрь начался с бурного роста сегментов ЕМ, бурным же ростом и закончился.

Темпы роста рынка еврооблигаций в сентябре увеличились до 3.5 п.п. (в среднем по корпоративным бумагам) после «скромных» 2.2 п.п. в августе.

Индикативный российский евробонд Russia' 30 вырос почти на 7 п.п., покорила высоту в 109 % от номинала, доходность опустилась ниже 6 % годовых. Россия' 30 пока не удается близко подобраться к UST-10 на расстояние в 250 б.п., сейчас значение спреда колеблется в районе 270 б.п. на фоне параллельного спроса на UST.

Россия: премия за суверенный риск

Россия: доходность корпоративных еврооблигаций



Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

В сентябре 2009 г. в составе рекорсменов по набору курсовой стоимости произошла смена позиций. На первые позиции в сегменте корпоративного публичного долга вышли условно-проблемные Rolf' 10 и KZOS' 11, которые мы были склонны рекомендовать инвесторам с очень высоким аппетитом к риску. А кроме того, вместе с ростом индикативного суверенного выпуска Russia' 30 примерно на столько же в среднем (6-7 п.п.) выросли и еврооблигации Газпрома. Росли и бумаги компаний металлургического сектора, но этот рост уже нельзя было назвать столь однозначно опережающим, как 2-3 месяца назад.

В сегменте банковских бондов инвесторы собрали отличные дивиденды от роста стоимости бондов RenCap' 10, которые мы рекомендовали месяцем ранее. Активная игра была и в долго- и среднесрочных инструментах Русского Стандарта, впрочем, мы по-прежнему предпочитаем более короткие выпуски этого банка. Инвесторы также отметили относительную недооценку еврооблигаций RSHB' 17, которые попали в ТОП-5 наиболее подорожавших бумаг.

Изменение цен							
Еврооблигации финансового сектора				Еврооблигации нефинансового сектора			
Лидеры роста(сентябрь 2009г.)				Лидеры роста (сентябрь 2009г.)			
	Price ch, %	Yield	M Dur		Price ch, %	Yield	M Dur
RenCap' 10	32.0	21.06 YTM	0.64	Rolf' 10	16.4	46.57 YTM	0.57
RusStand' 15	12.5	13.91 YTM	4.22	KazanOrg' 11	14.0	33.69 YTM	1.53
RusStand' 16	10.0	20.63 YTM	1.72	GAZP' 37	10.6	7.91 YTM	11.22
Bank St.Pet' 17s	6.5	18.51 YTM	2.04	GAZP' 22	9.4	7.51 YTM	8.17
RSHB' 17	5.7	7.12 YTM	5.76	GAZP' 18€	6.1	6.70 YTM	6.01
GazpromB' 15	5.6	7.67 YTM	4.81	GAZP' 17€	5.8	6.25 YTM	5.80
TRUST' 09	5.5	124.82 YTM	0.01	NKNH' 15	5.6	11.04 YTM	4.49
TransCap' 17	5.0	18.71 YTM	2.34	Evraz' 15	5.6	9.57 YTM	4.49
TatFond' 10	4.5	10.67 YTM	0.51	GAZP' 17-2€	5.6	6.51 YTM	5.97
VTB' 35	4.1	7.64 YTM	4.62	GAZP' 16	5.3	6.93 YTM	5.51
BM' 15s	3.8	11.44 YTM	1.03	VIP' 18	4.5	8.26 YTM	5.74
RusStand' 11	3.1	13.30 YTM	1.37	SevStal' 14	4.3	9.06 YTM	3.50
RenCap' 09	3.0	19.06 YTM	0.11	Evraz' 13	4.1	10.28 YTM	2.84
RSHB' 13	2.9	6.38 YTM	3.07	VIP' 13	4.1	7.01 YTM	2.96
RSHB' 14	2.9	6.57 YTM	3.74	GAZP' 34	4.0	7.79 YTM	10.33
PromSvyaz' 11	2.8	9.64 YTM	1.75	VIP' 16	3.7	8.00 YTM	4.90
VTB' 18	2.3	7.33 YTM	3.09	GAZP' 14€	3.6	5.29 YTM	3.73
MezgProm' 10	2.3	13.10 YTM	0.68	SevStal' 13	3.5	9.56 YTM	3.08
VTB' 12	2.2	6.56 YTM	2.66	GAZP' 19	3.5	7.55 YTM	6.24
Alfa' 15	2.1	15.30 YTM	1.03	TNK-BP' 18	3.4	8.22 YTM	6.02

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Российские еврооблигации: итоги 9 месяцев 2009 г.

С начала года самыми привлекательными еврооблигациями для спекулятивных операций стали инструменты Русского Стандарта в банковском секторе и, пожалуй что, бонды компаний горно-металлургического сектора (Северсталь, Евраз, ТМК, Распадская), наиболее длинные выпуски ТНК-ВР, а также облигации НМТП и ВымпелКома.

Лидеры роста (с начала 2009 г.)				Лидеры роста (с начала 2009 г.)			
	Price ch, %	Yield	M Dur		Price ch, %	Yield	M Dur
TransCap' 10	66.5	10.87 YTM	0.55	SevStal' 14	48.0	9.06 YTM	3.50
MezgProm' 10	66.3	13.10 YTM	0.68	TNK-BP' 16	47.3	8.05 YTM	5.13
TatFond' 10	64.0	10.67 YTM	0.51	VIP' 16	46.7	8.00 YTM	4.90
RusStand' 15	57.5	13.91 YTM	4.22	EuroChem' 12	45.6	9.21 YTM	2.18
RusStand' 15	57.5	13.91 YTM	4.22	TNK-BP' 18	45.4	8.22 YTM	6.02
RusStand' 16	55.5	20.63 YTM	-	SevStal' 13	45.0	9.56 YTM	3.08
RusStand' 10	52.8	12.39 YTM	-	TMK' 11	44.3	10.35 YTM	1.60
RusStand' 11	51.4	13.30 YTM	-	NovorosPort' 12	42.6	8.02 YTM	2.28
PromSvyaz' 18s	48.1	14.58 YTM	-	Evraz' 15	42.6	9.57 YTM	4.49
RenCap' 09	48.0	19.06 YTM	-	Raspadskaya' 12	42.4	8.47 YTM	2.27
RSHB' 17	40.7	7.12 YTM	-	TNK-BP' 17	42.3	8.12 YTM	-
GazpromB' 15	39.1	7.67 YTM	-	Evraz' 13	41.4	10.28 YTM	-
BM' 13	37.6	7.38 YTM	3.03	GAZP' 17€	38.5	6.25 YTM	5.80
VTB' 35	37.0	7.64 YTM	4.62	VIP' 13	38.4	7.01 YTM	2.96
VTB' 15	37.0	12.48 YTM	0.32	GAZP' 18€	38.2	6.70 YTM	6.01
VTB' 18	32.4	7.33 YTM	3.09	TNK-BP' 13	37.9	7.16 YTM	2.98
VTB' 12	30.1	6.56 YTM	2.66	Lukoil' 17	35.7	6.81 YTM	5.84
RSHB' 13	28.0	6.38 YTM	3.07	Alrosa' 14	35.3	9.50 YTM	3.88
Sber' 13	27.6	5.69 YTM	3.12	Lukoil' 22	33.2	7.41 YTM	8.12
GazpromB' 10-2	19.9	3.89 YTM	0.25	GAZP' 37	33.2	7.91 YTM	11.22

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Рекомендации

По большинству инструментов российский рынок публичного валютного долга кажется нам достигшим справедливого равновесного уровня, а в некоторых отраслевых сегментах (телекоммуникации, нефть и газ) даже наблюдаются признаки перегретости. Поэтому круг торговых идей все более и более сужается, но, тем не менее, они остаются:

- Имеющий более высокие по сравнению с ВымпелКомом и МТС рейтинги НМТП по сравнению с этими компаниями заметно недооценен на рынке. Так, выпуск **Novoport' 12** (около 7.5 % годовых) торгуется с премией 150-170 б.п. над кривой сотовых телекомов. Согласно нашему пониманию рыночной ситуации и кредитных рисков этих компаний, премия очень избыточна. Выпуск Novoport' 12 привлекателен для покупок.
- Мы придерживаемся точки зрения, что Северстали и Евразу удастся договориться со

своими держателями, и поэтому рекомендуем инвесторам покупать бумаги компании как с точки зрения получения премии за нарушение ковенантов, так и с точки зрения *relative value*. Кроме того, еврооблигации Евраз и Северстали с доходностями немногим ниже 10 % остаются, пожалуй, самыми дешевыми российскими евробондами. Нашими фаворитами в сегменте являются **Evrast' 13** (9.32 %) и **Severstal' 13** (9.32 %).

- На наш взгляд, стоит покупать еврооблигации **Rolf' 10** вплоть до 90 % от номинала и до 9 октября 2009 г. принять условия реструктуризации еврооблигационного долга, что соответствует YTM более 20 % годовых по новому бонду. Доводы тут очень простые: либо проявить несговорчивость и иметь дело с компанией, чье финансовое положение безрадостно, либо избрать конструктивный подход и получить уже нового заемщика – со стратегическим японским инвестором, снятыми рисками краткосрочного рефинансирования, без угрозы нарушения ковенантов и, наконец, с новым фондированием от Сбербанка.
- Наконец, мы рекомендуем покупать короткие (с дюрацией до 1.5 года) еврооблигации **RusStandard' 10**, **RussStandard' 10-2**, **RussStandard' 11** (YTM 12-13 %) как самые дешевые несубординированные банковские еврооблигации. Фантастический рост еврооблигаций **RenCap' 10** в сентябре на 32 п.п. до 92.50 % от номинала в общем-то сохраняет рекомендацию прошлого месяца в силе. Мы думаем, что вплоть до доходности 15 % (по сравнению с 22 % сейчас) покупать эти бумаги стоит. Торговая идея состоит в явном нежелании Группы «Ренессанс Капитал» допускать крайне негативные для нее репутационные риски, неизбежно связанные с реструктуризацией, на фоне публично освещаемого улучшения положения головной инвестбанковской структуры.

Внутренний долговой рынок

В сентябре доходность рублевых облигаций снизилась сильнее, чем в августе. Совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации в сентябре составил 2.4 % годовых, доходность за период владения – 29.9 % годовых. В конце сентября капитализация рынка корпоративных облигаций преодолела отметку в 1.0 трлн руб.

Средневзвешенная доходность корпоративного сегмента снизилась на 178 б. п. с 15.78 % до 14.0 % годовых. Средняя доходность «голубых фишек» за сентябрь упала на 86 б. п. – с 11.86 % до 11.0 % (дюрация индекса 1.3 года). Немного замедлился рост 3-го эшелона, доходность которого по итогам сентября снизилась на 176 б. п., что довольно много, но скромнее результатов, показанных 2-м эшелонам (-292 б. п.).

Несмотря на приличный объем размещенных в сентябре госбумаг (почти на 100 млрд руб.), в прошлом месяце вновь выросли котировки ОФЗ. Доходность сегмента снизилась на 34 б.п., достигнув 10.7 %.

Итоги 3-го квартала выглядят также весьма воодушевляющими – в корпоративном секторе снижение доходности в июле-сентябре составило 421 б. п., флагманами роста выступили бумаги 1-го и 2-го эшелонов, однако разумеется, что рост цен был наибольшим в сегменте *blue chips*, дюрация которого является наибольшей. А вот по индексу полной доходности по итогам 3-го квартала вырвался вперед 2-й эшелон. Однако самым выгодным вложением по итогам прошедшего квартала стала покупка облигаций Москвы, которые могли принести инвесторам доходность за период владения в размере 43.6 % годовых.

ВМВІ: динамика основных индексов в сентябре 2009 г.*

Сегмент	30.09.2009					Динамика ВМВІ в сентябре 2009 г.				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд. руб.	УТМ, %	M.dur	Спрэд, б.п.	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдч., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	1 085.8	1 074.8	14.0	1.0	500	1.4	2.4	29.9	-94	-178
Blue chips	547.2	546.8	11.0	1.3	172	1.3	2.2	28.1	9	-86
2-й эшелон	411.5	405.6	15.3	0.8	646	1.3	2.3	28.6	-226	-292
3-й эшелон	127.0	122.3	23.4	0.5	1 489	1.9	3.0	38.1	-101	-176
Муниципальные облигации	314.5	301.4	14.0	1.6	436	1.1	1.8	22.4	72	-25
Москва	215.6	209.1	11.8	2.6	148	3.1	4.0	49.8	-29	-105
Облигации др. регионов	98.7	92.1	14.5	1.4	511	0.8	1.5	18.3	101	-3
Государственные облигации										
ОФЗ	896.4	786.8	10.7	3.0	0	0.4	1.1	13.9	0	-34

ВМВІ: динамика основных индексов в 3-м квартале 2009 г.*

Сегмент	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдч., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	3.3	6.3	25.7	-379.0	-421.0
Blue chips	3.3	6.2	25.1	-154.0	-213.9
2-й эшелон	3.5	6.6	26.7	-377.0	-400.0
3-й эшелон	2.5	6.1	24.6	-701.0	-733.6
Муниципальные облигации	3.8	6.4	25.8	-24	-124
Москва	7.9	10.8	43.6	-166	-252
Облигации др. регионов	3.0	5.5	22.1	21	-84
Государственные облигации					
ОФЗ	1.0	3.3	13.2	0	-21

Источники: ММВБ, Банк Москвы

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

ЦБ продолжает мотивировать долговой рынок

Главными событиями сентября на внутреннем долговом рынке стали сразу два этапа снижения процентных ставок ЦБ. В первый раз регулятор понизил ставки на 25 б. п., несколько разочаровав инвесторов, ожидавших более решительных мер после публикации данных по инфляции. Зато во второй раз Банк России «исправился», снизив ключевые ставки на 25-75 б. п.

Столь явное дифференцированное снижение ставок ЦБ проводит впервые – ставка рефинансирования снижена на 50 б. п., тогда как ставка однодневного РЕПО была понижена всего на 25 б. п. Более радикально были снижены ставки по коротким РЕПО (7 дней) – теперь такие кредиты стоят столько же, сколько и однодневное кредитование; также на 75 б. п. доступнее стали ломбардные кредиты на две недели. Все прочие ставки были синхронно снижены на 50 б. п.

В перспективе до конца 2009 г. мы ждем, что ЦБ сможет снизить базовые ставки еще как минимум на 75 б. п.

Динамика ставок ЦБ, %

	с 24.04.2009	с 14.05.2009	с 05.06.2009	с 13.07.2009	с 10.08.2009	с 15.09.2009	с 15.30.2009	изм-е, б.п.
Ставка рефинансирования	12.50	12.00	11.50	11.00	10.75	10.50	10.00	50
Кредит overnight	12.50	12.00	11.50	11.00	10.75	10.50	10.00	50
Валютный своп (1 день)	12.50	12.00	11.50	11.00	10.75	10.50	10.00	50
Депозиты								
Tom-next, spot-next, call Deposit	7.25	6.75	6.25	5.75	5.50	5.25	4.75	50
одна неделя, spot-неделя	7.75	7.25	6.75	6.25	6.00	5.75	5.25	50
Минимальные ставки по операциям предоставления ликвидности, проводимым на аукционной основе								
Прямое РЕПО на открытых рынках								
1 день	9.50	9.00	8.50	8.00	7.75	7.50	7.25	25
7 дней	10.00	9.50	9.00	8.50	8.25	8.00	7.25	75
90 дней	11.00	10.75	10.25	9.75	9.50	9.25	8.75	50
6 мес.	11.75	11.25	10.75	10.25	10.00	9.75	9.25	50
12 мес.	12.25	11.75	11.25	10.75	10.50	10.25	9.75	50
Ломбардный кредит на открытых рынках								
14 дней (две недели)	10.00	9.50	9.00	8.50	8.25	8.00	7.25	75
90 дней	11.00	10.75	10.25	9.75	9.50	9.25	8.75	50
6 мес.	11.75	11.75	10.75	10.25	10.00	9.75	9.25	50
12 мес.	12.25	11.75	11.25	10.75	10.50	10.25	9.75	50
Прямое РЕПО (по фиксированной ставке)								
1 день	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
7 дней	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
1 год			11.25	10.75	10.50	10.25	9.75	50
Ломбардный кредит (фиксированные ставки)								
					10.08.09	15.09.09	30.09.09	
1 день	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
7 дней	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
30 дней	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
Кредиты, обеспеченные активами								
					10.08.09	15.09.09	30.09.09	
30 дней	-	-	-	-	-	-	-	-
до 90 дней	11.50	11.00	10.50	10.00	9.75	9.50	9.00	50
до 180 дней	12.00	11.50	11.00	10.50	10.25	10.00	9.50	50
до 365 дней	12.50	12.00	11.50	11.00	10.75	10.50	10.00	50

Источники: ЦБ РФ

Первичный рынок: Минфин и Москва воспользовались заминкой

В августе темп роста рыночного предложения на первичном рынке замедлился, чем не преминули воспользоваться Минфин и Москва. Объем размещения ОФЗ в сентябре составил 96 млрд руб., Правительству Москвы удалось привлечь на рынке 23 млрд руб. Успехи корпоративного сектора более скромные: из объема в 102 млрд руб. более 65 млрд руб. пришлось на размещение по закрытой подписке выпуска облигаций Транснефть-3 объемом 65 млрд руб. Объем же размещений в корпоративном секторе, где рыночный характер аукциона не вызывает сомнений, составил всего 25.5 млрд руб., в субфедеральном и муниципальном секторе помимо Москвы на рынок вышла лишь Волгоградская область, разместившая 8-й выпуск на сумму 1 млрд руб.

Размещения сентября

Выпуск	Дата	Объем, млн руб.	Дох-ть	Оферта/ Погашение	Прочие детали
МРСК Юга2	01.09.2009	6 000	18.27	2	ковенанты, bookbuilding
ВолгогрО68	08.09.2009	1 000	14.92	2	амортизация
СеверстальБО1	22.09.2009	15 000	14.49	2	биржевые облигации, bookbuilding
Акрон2	24.09.2009	3 500	14.54	2	обычный аукцион
НОКЗ	01.09.2009	1 000	17.72	1	реструктуризация, индексация купона к курсу рубля
ВостСФБО1	01.09.2009	1 000	20.4	1.5	реструктуризация
СББанк3	07.09.2009	1 500	17.72	1	возможно, реструктуризация
ЭлемЛиз2	10.09.2009	2 300	22.71	5	реструктуризация
АгрГрупп2	16.09.2009	1 000	18.12	2	реструктуризация
ПЭБЛизинг3	18.09.2009	500	14.49	2	реструктуризация
Транснефть3	30.09.2009	65 000	н.д.	10	закрытая подписка, ставка привязана к РЕПО ЦБ 1 год
ДВТГ-3	03.09.2009	1 500	17.72	4	реструктуризация
ИА МБРР 1А	18.09.2009	1 907	8.16	29	закрытая подписка, ипотечное покрытие
ИА МБРР 2Б	18.09.2009	310	н.д.	29	закрытая подписка, ипотечное покрытие
Тройка-Инвест-2	24.09.2009	500	н.д.	2	привязка к индексу РТС и курсу доллара
Итого:		102 017			

* курсивом выделены бумаги, рыночный характер размещений которых не однозначен

Источники: информация организаторов, Cbonds, Reuters, Интерфакс

Обзор рекомендаций

Как видно из таблицы ниже, все наши рекомендации сработали в августе – более других выстрелил выпуск **Мечел-4**, наименьший рост показали облигации **Дикси**, тем не менее, бумага выросла в цене на 300 б.п. и, на наш взгляд, сохраняет хороший потенциал роста. Мы рекомендуем сохранять все эти облигации у себя в портфеле, поскольку при прочих равных ожидаем дальнейшего роста котировок рублевых облигаций (см. ниже).

Обзор прошлых торговых идей

Выпуск	Объем выпуска	Оферта/Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
						Цена, б.п.	YTM, б.п.
Мечел-4	5 000	25.04.2011	108.5	16.12	2.0	750	-428
Держать, бумага сохраняет небольшой потенциал роста на вторичном рынке							
Дикси	3 000	17.03.2011	83.1	24.99	1.2	311	-241
Крупный публичный ритейлер 2-го эшелона, поддержка акционеров							
Москва-61	15 000	03.06.2013	110.3	12.03	2.8	460	-168
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации							
Москва-63	20 000	08.06.2014	111.0	12.01	2.9	375	-139
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации							
Москва-62	15 000	10.12.2013	108.7	12.15	3.1	451	-144
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации							

Тем временем недооцененных бумаг на вторичном рынке остается все меньше и меньше. Как правило, апсайд сохраняют размещенные в последние месяцы облигации, например **Система-2**, спрэд за высокую дюрацию которых к кривой мобильных операторов и первому выпуску компании выглядит неадекватно широким. Этот выпуск нам кажется наиболее подходящим для спекулятивной покупки.

ММК может увеличить долю в Белоне

В нашей прошлой стратегии мы писали про дефолт компании «Белон» по облигациям 2-й серии, а также о довольно скупом предложении по реструктуризации. В наших ежедневных комментариях мы отмечали, что поведение акционеров Белона наводит на мысли о возможной скорой продаже акций стратегическому инвестору, например ММК.

Наши догадки могут вскоре подтвердиться – по информации газеты «Ведомости», ММК подал заявку в ФАС на увеличение своей доли в Белоне с 41 % до примерно 80 %. В свете этой новости представляется, что ММК решил получить необходимые согласования от регулирующих органов в отношении Белона, чтобы в случае дальнейшего роста цен на коксующийся уголь реализовать имеющийся опцион на увеличение доли в компании. Покупка Белона ММК, на наш взгляд, была бы весьма позитивной новостью для кредитоспособности Белона. В то же время до тех пор пока сделка не закрыта, преждевременно рассчитывать на снижение доходности реструктурированного выпуска Белон-2 (20.45 %). Тем не менее, инвесторам, склонным к риску, мы рекомендуем подумать о возможной спекулятивной игре, держателям бумаги мы по-прежнему советуем сохранять облигации у себя в портфеле, поскольку считаем вероятность успешной реструктуризации довольно высокой.

Новые идеи

Выпуск	Объем	Оферта/Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur
Белон-2	2 000	24.02.2011	97.0	20.45	1.3
Весьма вероятное увеличение доли ММК в компании превратит бумагу в 2-летний квази-риск ММК					
АФК Система-2	20 000	14.08.2012	104.5	13.22	2.1
Покупать, премия над кривой мобильных операторов, а также к выпуску Система-1 слишком велика					

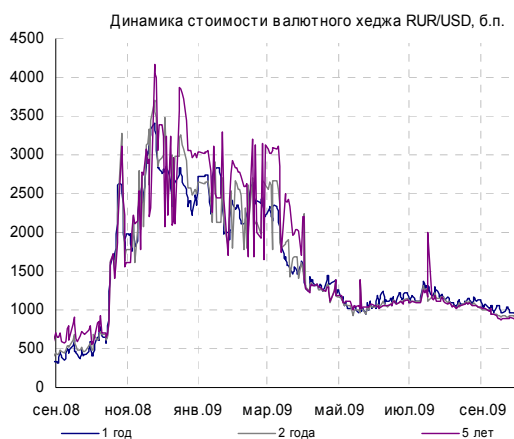
Потенциал для роста исчерпан? – Пока нет

Несмотря на то что доходности на внутреннем рынке снижаются практически безостановочно с начала текущего года, а ставки для первого эшелона достигли 11 %, мы считаем, что снижение ставок на долгом рынке не завершено, и у рынка могут появиться новые стимулы для роста. Дело в том, что стоимость хеджирования валютного риска продолжает постепенно снижаться и на текущий момент составляет уже менее 10 п.п. на год.

Как только маржа между стоимостью хеджирования и доходностью blue chips закрепится на привлекательном для нерезидентов уровне, спрос на рублевые облигации со стороны западных инвесторов заставит доходности инструментов опуститься еще ниже, а значит, blue chips, которые и сейчас выглядят достаточно дорого, вновь станут недоступны для многих участников внутреннего долгового рынка.

В связи с вышеизложенным, наши основные рекомендации инвесторам остаются прежними: покупать длинный качественный риск российских эмитентов, в том числе на аукционах, а также искать бумаги эмитентов, которые предложат наиболее выгодные условия, пытаясь оставить облигации в рынке в ходе ofert. В октябре такую нетривиальную задачу предстоит решить многим банкам – ХКФ Банку, Ренессанс Капиталу, Русскому Стандарту, Россельхозбанку. Мы также по-прежнему с нетерпением ждем появления на сцене первичного рынка первых представителей крепкого 3-го эшелона, компаний формата Синергия и Виктория.

Стоимость хеджирования рублевого риска, 1 год, %



Источник: Bloomberg

Доходность корпоративных облигаций blue chips, % (BMBI)



Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

Рост продолжается

Сентябрь стал еще одним успешным месяцем для российского рынка акций в 2009 г., по итогам которого индекс РТС прибавил почти 17 %. При этом, в отличие от большинства предыдущих месяцев роста, в сентябре российский рынок черпал поддержку не от улучшающихся фундаментальных показателей (читай – цен на товарных рынках), а от улучшения конъюнктуры на мировых фондовых площадках.

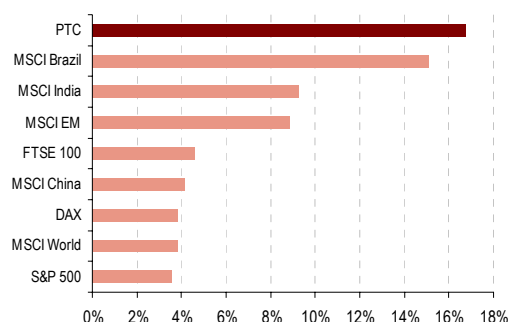
В сентябре мы не проводили пересмотра наших целевых цен и рекомендаций в ключевых секторах, ограничившись лишь пересмотром целей по компаниям угольного сектора в рамках данной стратегии на фоне более существенного, чем ожидалось, роста цен на коксующийся уголь на внутреннем рынке в 4-м квартале с. г. и хорошей корпоративной отчетности.

Пересмотр рекомендаций в сентябре

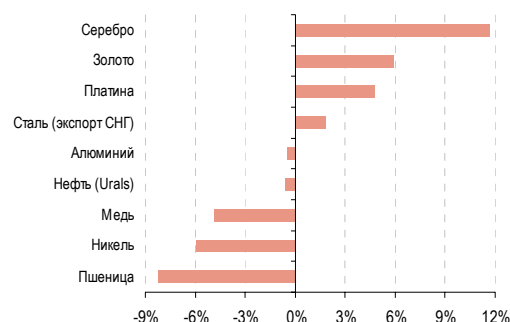
Компания	Старый таргет, \$	Новый таргет, \$	Рекомендация	Причина пересмотра
Мечел	8.9	16.7	продавать	Рост цен
Распадская	3.63	5.90	покупать	Рост цен, отчетность
Белон	0.45	без таргета	отозвана	Задержка в публикации отчетности

Сентябрь стал одним из самых успешных месяцев для российского рынка акций в этом году, по итогам которого индекс РТС прибавил почти 17 %, опередив в своей динамике ведущие мировые фондовые индексы, большинство из которых в начале осени чувствовали себя также весьма неплохо. При этом в отличие от первой половины года, когда российский рынок черпал силы к росту от улучшения ситуации на товарных рынках, сентябрьское ралли произошло в условиях стабильных или даже падающих цен на сырьевые товары за исключением, пожалуй, лишь драгоценных металлов. В таких условиях главными причинами роста котировок в РФ стоит считать продолжающееся улучшение ситуации на глобальных фондовых площадках, улучшение ситуации с ликвидностью внутри РФ и притоком капитала (о чем наглядно свидетельствует динамика ставок на денежном рынке и курса российской валюты), снижение суверенных рисков (за последний месяц CDS на российский риск снизился с 274 до 208 пунктов, обновив годовой минимум).

Динамика ключевых фондовых индексов в сентябре



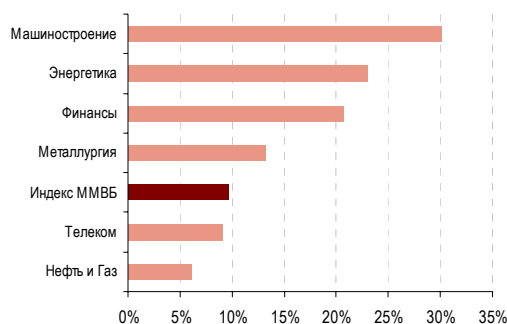
Динамика цен на ключевые товары в сентябре



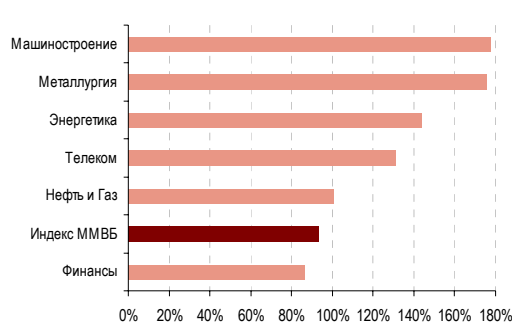
Источники: Bloomberg, Steel Business Briefing

На российском рынке прошедший месяц также с уверенностью можно назвать месяцем второго эшелона. Так, резкий рост на фоне положительных корпоративных новостей продемонстрировали акции автопроизводителей, электросетевых компаний, бумаги ПИКа и некоторых других девелоперов – изменение цен в этих сегментах рынка составило 40-120 %. При этом важным локомотивом роста для рынка в целом оставались бумаги банковского сектора. Акции сырьевых компаний росли меньшими темпами, хотя и не остались в стороне от общего ралли.

Отраслевые индексы ММВБ в сентябре



Отраслевые индексы ММВБ с начала года



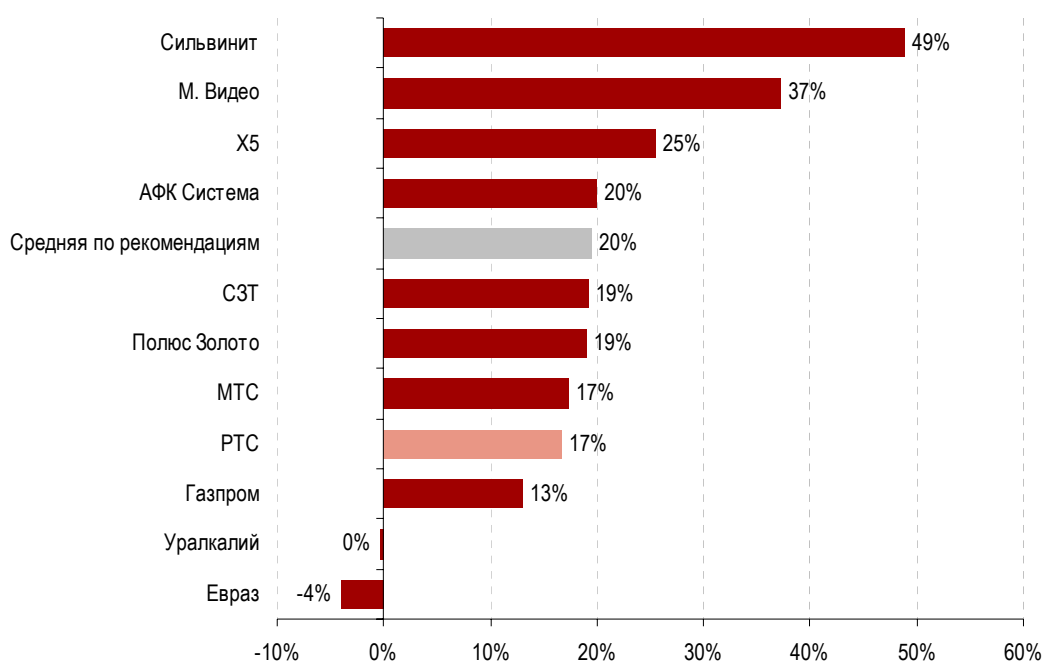
Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что даже после сентябрьского роста и обновления максимальных значений с начала года ключевыми российскими фондовыми индексами котировки большинства крупнейших российских эмитентов – нефтегазовых компаний – по-прежнему остаются немного ниже уровней начала лета.

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне в сентябрьской стратегии, 7 акций смогли обогнать индекс РТС, а средняя доходность наших рекомендаций (в долларовом выражении) почти на 3 % превысила доходность индекса.

Динамика ключевых рекомендаций за сентябрь (\$)



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вновь вносим в список наших ключевых рекомендаций лишь одно изменение, возвращая в него акции Распадской вместо бумаг М. Видео, которые, по нашим оценкам, уже во многом исчерпали потенциал роста к своей справедливой стоимости.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В целом мы считаем, что нефтяной сектор в настоящий момент переоценен и в октябре его динамика будет слабой. В нефтегазовой отрасли мы советуем обратить внимание лишь на акции Газпрома.

Металлургия

В сентябре мировые цены на сталь стабилизировались, что в совокупности с укреплением курса рубля фактически ухудшило положение российских металлургов. Кроме того, сейчас существуют немалые риски увеличения экспорта металла со стороны Китая, где цены на сталь за последний месяц рухнули на 12 %, что создает весомую угрозу для российских металлургов, акции большинства из которых, на наш взгляд, сейчас торгуются вблизи своих справедливых уровней.

Электроэнергетика

С учетом последних решений Правительства, мы полагаем, что в октябре рынок может продолжить отыгрывать дисконт в оценке стоимости акций сетевых компаний к уровню годичной давности. Потенциала роста стоимости акций генерирующих компаний в октябре мы не видим. По нашим оценкам, наиболее недооцененной бумагой сектора сейчас являются акции РусГидро. Тем не менее, после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС и в связи с потенциальной угрозой в виде новой допэмиссии акции компании пока не будут пользоваться повышенным спросом со стороны инвесторов.

Банки

В октябре глобальные банки начнут отчитываться за третий квартал, что может спровоцировать очередную мощную волну спекуляций вокруг перспектив банковского сектора. На наш взгляд, говорить, что банковская система полностью избавилась от рисков, присущих первому полугодью 2009 г. преждевременно.

Акции сектора пока продолжают следовать за рыночной конъюнктурой и ожиданиями восстановления экономики, но причин для повышения их фундаментальной стоимости пока нет.

Телекоммуникации

В сентябре продолжилась скупка акций МРК, которые подорожали еще на 10-40 % на фоне новостного потока относительно грядущей реорганизации Связьинвеста. В частности, стало известно, что основным методом оценки компаний холдинга будет метод дисконтирования денежных потоков, что, видимо, и вдохновило скупку. Однако мы бы не рекомендовали поддаваться оптимизму, учитывая, что государству не выгодно существенно занижать стоимость Ростелекома.

Потребительский сектор

По итогам сентября почти все покрываемые нами компании потребсектора опубликовали отчетность за 1-е полугодие, которая в основном преподнесла приятные сюрпризы в виде повышения рентабельности, несмотря на снижение спроса и замедление темпов роста продаж. Повышение рентабельности, в свою очередь, стало возможно благодаря работе над эффективностью и снижением расходом.

На данный момент нашим фаворитом в секторе являются акции X5 Retail Group.

Индекс РТС

В сентябре индекс РТС достиг нашей цели на конец года, которая составляет около 1 200 пунктов. Несмотря на то что ряд бумаг все еще сохраняют до конца года потенциал роста к своей справедливой стоимости, большинство наиболее «тяжеловесных» российских акций – бумаг банков и компаний нефтяного сектора, – на наш взгляд, вряд ли способны значительно вырасти с текущих уровней до конца года (без резкого изменения конъюнктуры на рынке энергоносителей), что ограничивает возможности для роста ключевых российских фондовых индексов.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2009г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	МТС-локальные	6.73	9.76	45%	покупать
2	Евраз	26.00	35.18	35%	покупать
3	РусГидро	0.035	0.047	35%	покупать
4	Уралкалий	3.88	5.02	29%	покупать
5	Газпром	5.85	7.44	27%	покупать
6	Полюс Золото	44.7	53.1	19%	покупать
7	Сургутнефтегаз	0.86	0.91	6%	держать
8	МТС-ADR	47.0	48.8	4%	держать
9	Лукойл	55.7	54.0	-3%	продавать
10	Газпромнефть	4.34	4.08	-6%	продавать
11	Норильский никель	125.8	112.4	-11%	продавать
12	Роснефть	7.59	5.76	-24%	продавать
13	Татнефть	4.26	2.97	-30%	продавать
14	Вымпелком	18.09	12.5	-31%	продавать
15	Сбербанк	1.99	1.32	-34%	продавать
16	ВТБ	3.74	2.31	-38%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	СЗТ	0.399	0.77	94%	покупать
2	Волгателеком	1.79	2.90	62%	покупать
3	Система-локальные	0.53	0.80	51%	покупать
4	Распадская	4.04	5.9	46%	покупать
5	X5	24.35	33.79	39%	покупать
6	Новатэк	4.26	5.05	18%	покупать
7	Верофарм	28.00	31.1	11%	покупать
8	Система-GDR	14.70	16.0	9%	держать
9	Северсталь	8.02	8.27	3%	держать
10	ММК	0.76	0.78	3%	держать
11	ОГК-4	0.049	0.049	1%	держать
12	ОГК-5	0.054	0.054	0%	держать
13	Мечел	17.07	16.7	-2%	продавать
14	Магнит	61.36	59.4	-3%	продавать
15	Аэрофлот	1.50	1.43	-5%	продавать
16	Автоваз	0.48	0.45	-7%	продавать
17	Сибирьтелеком	0.034	0.031	-8%	продавать
18	Полиметалл	8.17	7.41	-9%	продавать
19	Дикси	6.94	6.00	-14%	продавать
20	ОГК-6	0.022	0.019	-16%	продавать
21	ОГК-3	0.05	0.039	-16%	продавать
22	НЛМК	2.66	2.22	-16%	продавать
23	ОГК-2	0.025	0.02	-21%	продавать
24	Акрон	27.37	20.8	-24%	продавать
25	КАМАЗ	2.33	1.63	-30%	продавать
26	ОГК-1	0.023	0.015	-33%	продавать
27	УРСИ	0.0221	0.0144	-35%	продавать
28	ТМК	16.15	7.4	-54%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Газпром	GAZP	нефть и газ	5.85	7.44	27%	Динамика котировок Газпрома с начала 2009 г. была хуже динамики акций большинства нефтяных компаний и НОВАТЭКа. Однако в июле появилась тенденция восстановления спроса на газ, которая продолжились в августе и сентябре: Газпром показал значительное увеличение добычи в сентябре (8.5 %). Мы считаем, что у акций компании остается большой потенциал роста, который реализуется в ближайшее время.
МТС	MTSS	мобильная связь	6.73	9.76	45%	Локальные акции МТС акции на данный момент торгуются с дисконтом к ADR в 40 %, в то время как докризисное значение дисконта составляло 27-30 %.
Евраз	EVR.L	металлургия	26.00	35.18	35%	Евраз обладает достаточно высоким уровнем левереджа. В случае если цены на сырьевые товары пойдут вверх, акции компании будут расти быстрее, чем бумаги ее конкурентов. В то же время глобальное присутствие и высокая рентабельность снижают риски Евраза в случае, если дела пойдут не столь гладко.
Уралкалий	URKA	минудобрения	3.88	5.02	29%	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
СЗТ	SPTL	телекоммуникации	0.40	0.77	94%	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.
Сильвинит	SILV	минудобрения	577	934	62%	Сильвинит, на наш взгляд, по-прежнему выглядит самой дешевой компаний в секторе калийных удобрений в мировом масштабе. При этом сам сектор, благодаря сильным переговорным позициям производителей, имеет все шансы стать одним из главных бенефициаров роста цен на продовольствие.
АФК "Система"	SSI	телекоммуникации	0.53	0.80	51%	Высокий левередж позволит акциям Системы расти быстрее рынка в случае дальнейшего снижения рисков и повышения оценки российских акций. Кроме того, обращает на себя внимание существенный дисконт локальных акций Системы к ее ADR.
X5	FIVE	ритейл	24.35	33.79	39%	Около 70 % продаж компании приходится на форматы "дискаунтер" и "гипермаркет", которые в текущей ситуации становятся более привлекательными. Мы смотрим на X5 как на консолидатора сектора розничной торговли, поэтому новости о сделках M&A могут стать драйвером роста акций компании.
Распадская	RASP	угольная промышленность	4.04	5.90	46%	Коксующийся уголь - вновь в остром дефиците на внутреннем рынке. В этих условиях бумаги Распадской, которой к тому же за время кризиса удалось значительно сократить свои издержки, - неплохой объект для инвестиций.
Полюс Золото	PLZL	металлургия	44.7	53.10	19%	Цены на золото находятся вблизи исторически максимальных уровней, компания близка к завершению ряда ключевых инвестпроектов и не имеет проблем с долговой нагрузкой. Кроме того, акции Полюса, зачастую торгующиеся против рынка, служат хорошим инструментом диверсификации и снижения рисков.

Коваленко Константин
Kovalenko_KI@mmbank.ru
Вахрамеев Сергей
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Укрепление рубля

В сентябре средняя цена на нефть Urals снизилась на 7.1 % и составила \$ 67.1 за баррель (в августе средняя цена была \$ 72.2), что не помешало вырасти котировкам российских нефтяных компаний в среднем на 8 % с начала месяца.

Мы не видим существенно потенциала роста акций в нефтяном секторе, особенно в свете последней тенденции укрепления рубля.

Среди нефтяных компаний наиболее защищенной от укрепления рубля является ЛУКОЙЛ, а в газовом сегменте – Газпром. Таким образом, в случае сохранения тенденции укрепления рубля (при стабильной цене на нефть) финансовые показатели ЛУКОЙЛа и Газпрома пострадают не так значительно.

В качестве фаворита мы выделяем Газпром, объем добычи которого в сентябре, по нашим оценкам, вырос на 8.5 %.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	5.85	138 102	6.3	2.1	4.2	7.44	27%	покупать
Лукойл	LKOH	55.68	47 141	6.1	0.8	4.0	54.00	-3%	продавать
Роснефть	ROSN	7.59	72 858	12.5	2.1	6.7	5.76	-24%	продавать
ТНК-ВР	tnbp	1.75	26 245	7.2	0.9	4.2	0.90	-49%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.86	30 785	6.9	0.6	2.2	0.91	6%	держать
Газпром нефть	SIBN	4.34	20 586	5.4	1.2	4.1	4.08	-6%	продавать
Татнефть	TATN	4.26	8 849	7.5	0.9	4.3	2.97	-30%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	4.26	12 920	17.7	4.8	10.9	5.05	18%	держать
Транснефть п.	TRNFP	816	5 414	1.4	1.1	1.7	589.00	-28%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	13.88	1 885	27.1	1.3	9.7	12.36	-11%	продавать
С.А.Т. oil	O2C	9.23	451	57.2	1.7	10.5	6.00	-35%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.25	465	neg	1.0	8.2	1.95	-40%	продавать

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Укрепление рубля

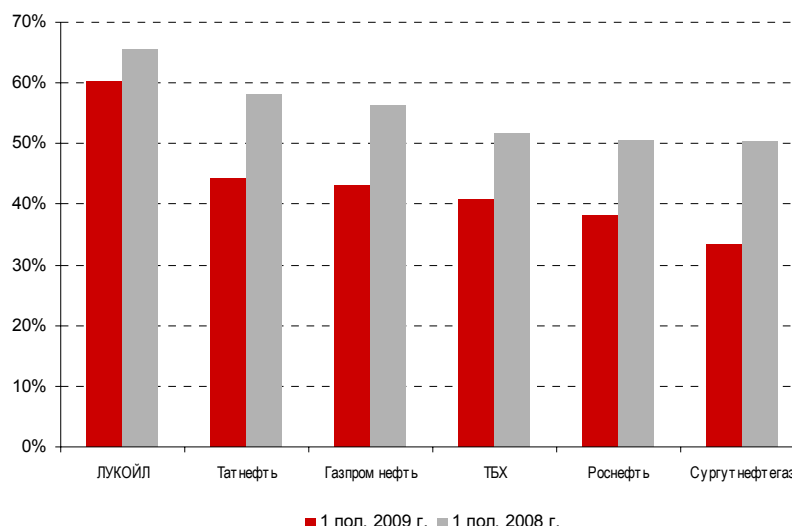
Курс американской валюты впервые за 9 месяцев опустился до уровня 30 рублей за доллар. Только за прошлый месяц курс рубля укрепился на 5.15 %, а по сравнению с максимумами января-февраля 2009 г. укрепление составило уже около 17 %. С другой стороны, в сентябре средняя цена на нефть Urals снизилась почти на 7 % и составила на конец месяца \$ 65.5 за баррель. Укрепление рубля и падение цен на нефть являются нетипичными фактами для российской экономики, традиционно показывающей обратную зависимость между курсом рубля и ценой на нефть. Если тенденция укрепления рубля продолжится в ближайшие месяцы и цена на нефть останется на относительно стабильном уровне, это естественно приведет к снижению финансовых результатов нефтяных компаний.

В общем, очевидно негативное влияние укрепления рубля на нефтяные компании, выручка которых фактически на 100 % зависит от валютного курса (мы считаем, что в целом ценообразование на нефть и нефтепродукты на внутреннем рынке осуществляется через паритет с экспортными ценами), однако доли валютной и рублевой составляющих в структуре затрат компаний различаются.

В нашем февральском отчете мы уже проводили анализ влияния ослабления рубля на выручку и операционные расходы нефтяных компаний. Учитывая возрастающую актуальность темы укрепления рубля, мы провели обратный расчет: влияния данного события на финансовые результаты нефтяных компаний, основываясь на данных 1-го полугодия 2009 г. (исключениями выступают Газпром и Татнефть, у которых в наличии имеется отчетность только за 1-й квартал 2009 г.).

Мы определили степень влияния укрепления рубля по составляющим операционных и капитальных затрат каждой из нефтяных компаний. Расчет влияния укрепления (в текущем отчете) и ослабления рубля (в февральском отчете) на итоги нефтяных компаний не приведет к одному и тому же результату по причине изменения структуры валютной составляющей в операционных и капитальных затратах нефтяных компаний. За последние 6 месяцев нефтяные компании изменили структуру своих капитальных и операционных трат, что и спровоцирует определенную разницу в расчетах влияния курса.

Доля валютной составляющей в операционных и капитальных затратах компаний в выручке, %



Источники: отчетность компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Из вышеприведенного графика видно, что в наименее проигрышной позиции находится ЛУКОЙЛ (за счет значительной доли валютной составляющей в капитальных затратах). Больше всех может пострадать Сургутнефтегаз, у которого существенная доля и операционных, и капитальных затрат выражена в рублях. К тому же, значительная часть чистой денежной позиции Сургутнефтегаза выражена в долларах, и укрепление рубля приведет к убыткам от курсовых разниц, что, в свою очередь, негативно скажется на показателе чистой прибыли по РСБУ, на основе которой рассчитываются дивиденды.

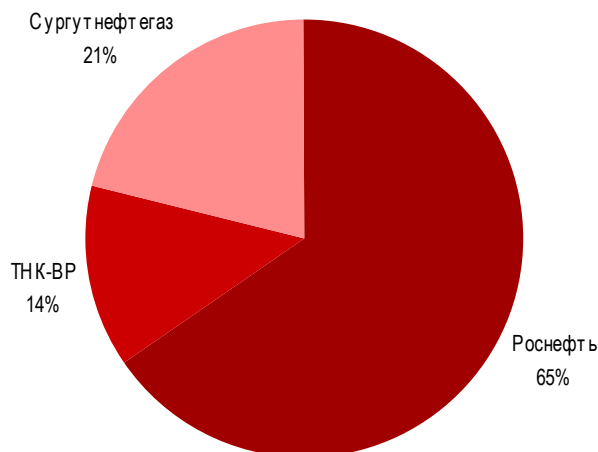
Кроме того, мы сопоставили изменения долларовой составляющей в операционных и капитальных затратах нефтяных компаний за первые 6 месяцев 2009 г. по сравнению с 6 месяцами 2008 г. В анализируемом периоде доля валютной составляющей операционных и капитальных затрат в выручке сократилась по всему спектру нефтяных компаний приблизительно на 15 %. Данный факт говорит о том, что компании будут меньше выигрывать от укрепления рубля в текущих условиях, нежели, например, год назад. Это объясняется снижением доли НДС и экспортных пошлин в структуре расходов НК.

Учитывая, что в капитальных затратах доминирует рублевая составляющая, планы НК по капитальным затратам не должны пострадать, даже с учетом негативного влияния курса рубля на операционные затраты.

Что касается газовых компаний, то их выигрыш от укрепления рубля не столь очевиден. Несмотря на то что рублевая составляющая в выручке Газпрома и НОВАТЭКа заметно выше, чем у нефтяных компаний, ее доля в расходах газовых компаний представляет собой еще большую величину. Как и нефтяные компании, Газпром и НОВАТЭК будут немного проигрывать в случае укрепления рубля. По нашим расчетам, Газпром более защищен, так как доля валютной составляющей в его расходах значительно выше, чем у НОВАТЭКа.

Обнуление экспортной пошлины на нефть, добываемую в Восточной Сибири

Постановлением Правительства РФ от 20 июля 2009 г. принято решение об обнулении экспортной пошлины на нефть, добываемую в Восточной Сибири, на основании определенной процедуры подтверждения объемов добычи и качества нефти. Срок действия данного постановления не определен, но мы предполагаем, что его действие будет ограничено либо объемами накопленной добычи на месторождении, либо долей суммарных извлекаемых запасов, подпадающих под льготу, либо определенным сроком предоставления льготы. Вне зависимости от способа ограничения по льготе в 2010 г. ей смогут воспользоваться все три компании, работающие в регионе Восточная Сибирь. По нашим расчетам, экономия по льготе, которую может получить в 2010 г. Роснефть, составит \$ 2 100 млн, Сургутнефтегаз – \$ 682 млн, ТНК-ВР – \$ 440 млн.

Доля компаний в общем объеме льгот по экспортной пошлине на восточносибирских месторождениях в 2010 г.

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

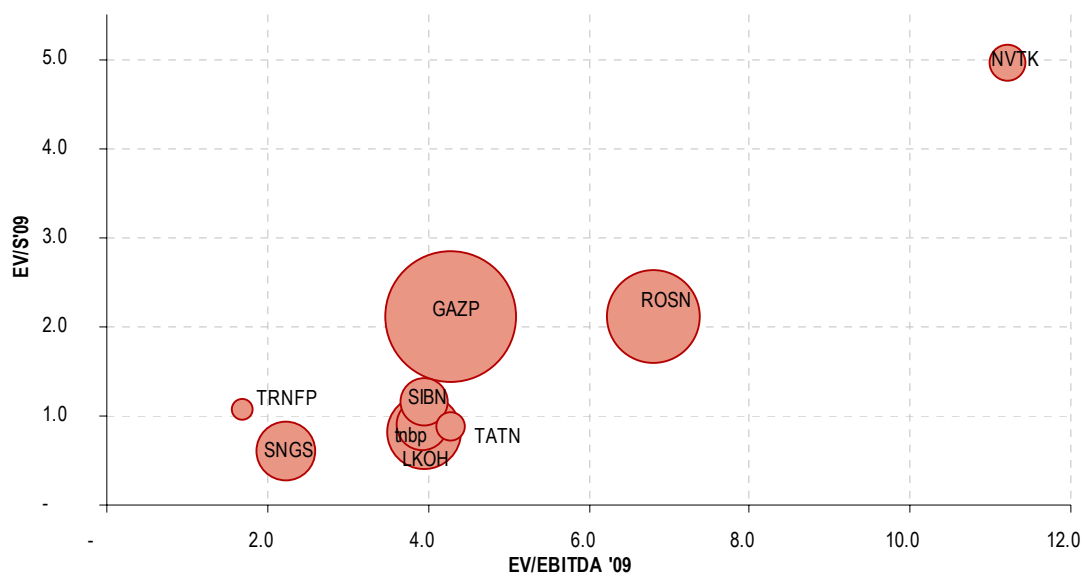
Необходимо отметить, что существенная экономия по экспортной пошлине может быть частично компенсирована значительными транспортными издержками, которые, по нашим расчетам, превысят среднероссийский уровень. Напомним, что в настоящее время тариф на транспортировку нефти по первой очереди ВСТО не утвержден. По нашим оценкам, экономически обоснованный тариф на перекачку нефти по ВСТО будет более чем в 2 раза выше, чем средний экспортный тариф Транснефти.

Ключевые рекомендации

Нашим фаворитом в настоящий момент является Газпром.

Динамика котировок **Газпрома** с начала 2009 г. была хуже динамики акций большинства нефтяных компаний и **НОВАТЭКа**. Однако в июле появилась тенденция восстановления спроса на газ, которая продолжилась в августе и сентябре: Газпром показал значительное увеличение добычи в сентябре (8.5 %). Мы считаем, что у акций компании остается большой потенциал роста, который реализуется в ближайшее время.

Оценка компаний сектора



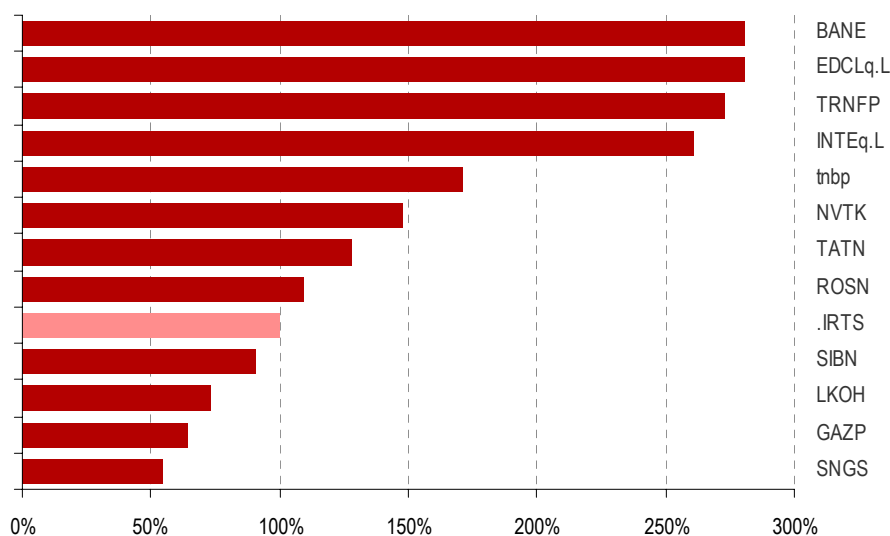
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П
Газпром	141 472	83 481	107 986	62 486	40 823	45 217	29 868	21 980	24 442
Лукойл	107 680	68 901	82 008	16 667	13 913	14 130	9 144	7 712	7 726
Роснефть	68 991	44 316	55 256	16 988	13 718	15 518	11 120	5 840	7 353
ТНК-ВР	45 128	29 098	35 500	9 513	6 552	7 019	6 384	3 668	4 000
Сургутнефтегаз	39 850	24 641	30 136	7 492	6 473	6 704	5 129	4 446	2 128
Газпром нефть	33 075	20 518	24 432	7 558	5 873	5 885	4 658	3 797	3 584
Татнефть	17 863	11 280	13 375	1 783	2 281	2 596	338	1 186	1 378
НОВАТЭК	3 177	2 801	4 236	1 471	1 235	1 703	921	730	1 185
Транснефть п.	11 055	10 860	13 081	6 465	6 764	8 138	2 835	3 816	4 496
БК Евразия	2 102	1 389	1 935	449	189	345	221	69	196
С.А.Т. oil	406	286	316	69	46	56	4	8	17
Интегра	1 446	866	992	111	103	125	- 263	- 111	- 26

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источники: РТС

Динамика акций сектора за год

Газпром



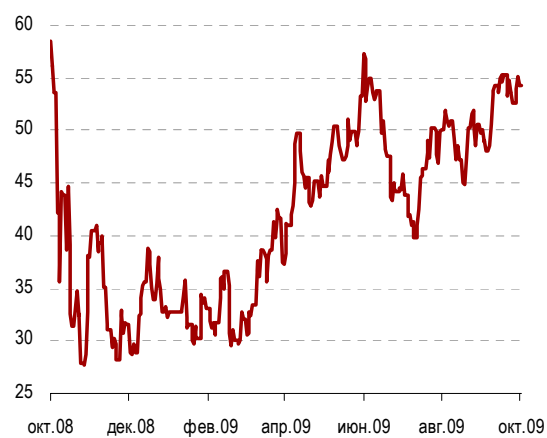
НОВАТЭК



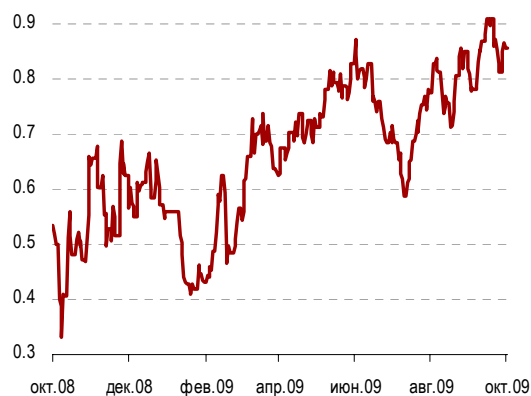
Роснефть



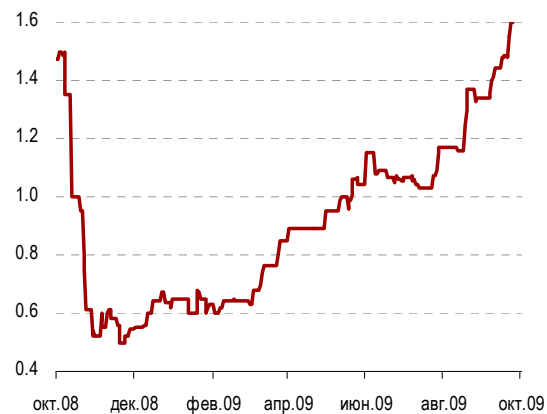
ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



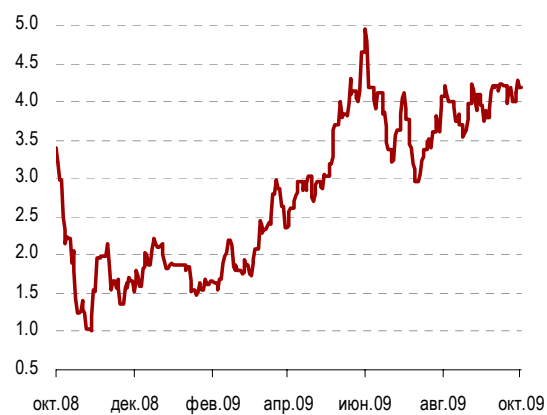
ТНК-ВР



Газпром нефть



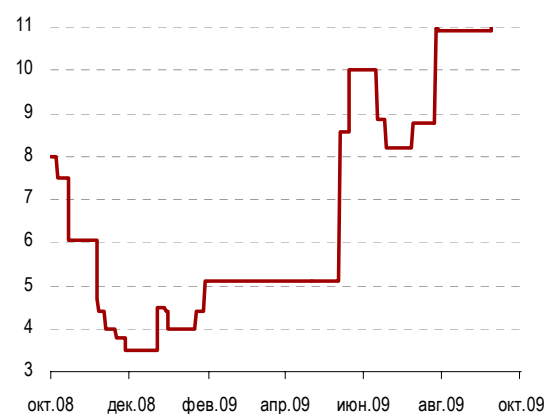
Татнефть



CAT OIL AG



Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

Ситуация больше не улучшается

Как мы и предполагали, цены на сталь на мировом рынке в сентябре не претерпели существенных изменений, что для российских металлургов фактически означает ухудшение условий продаж, ведь курс российской валюты продолжил укрепляться. Ситуация на китайском рынке стали, на которую мы также обращали внимание в предыдущем обзоре, вызывает у нас все большее беспокойство: этот фактор пока не «докатился» до рынка, однако может стать определяющим для динамики котировок компаний сектора в любой момент.

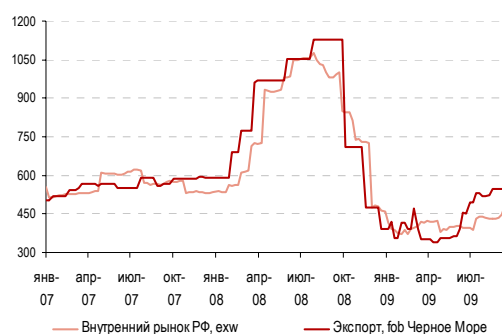
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	26.00	10 789	- 32.8	2.3	13.5	35.18	35%	покупать
НЛМК	NLMK	2.66	15 919	31.4	3.1	12.6	2.22	-16%	продавать
Северсталь	CHMF	8.02	8 083	- 7.9	1.4	25.5	8.27	3%	держать
Мечел	MTL.N	17.07	7 106	- 25.5	2.7	18.8	16.70	-2%	продавать
ММК	MAGN	0.76	8 482	- 77.6	2.0	10.1	0.78	3%	держать
ТМК	TRMKq.L	16.15	3 525	39.8	1.4	12.3	7.28	-55%	продавать
Распадская	RASP	4.04	3 158	34.6	7.3	13.6	5.90	46%	покупать
Белон	BLNG	0.8	874	- 104.9	2.5	12.3	-		держать
Норильский Никель	GMKN	125.78	23 976	15.8	3.0	8.2	112.40	-11%	держать
Полус Золото	PLZL	44.67	7 956	18.2	5.6	10.1	53.10	19%	покупать
Полиметалл	PMTLq.L	8.17	2 574	18.7	5.3	10.6	7.41	-9%	продавать
ВСМПО	VSMO	72.28	833	14.3	1.6	6.5	109.10	51%	покупать
ЧЦЗ	CHZNq.L	2.60	141	- 9.3	0.6	9.1			

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

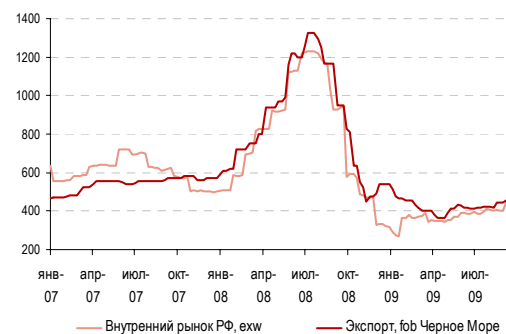
Основные тенденции

В сентябре цены на металлопродукцию на мировых рынках не претерпели существенных изменений, в то время как стоимость металла на внутреннем рынке РФ продолжила подтягиваться к экспортному паритету. Фактически, не считая вполне ожидаемого после летнего увеличения экспортных цен роста внутреннего рынка, для отечественных металлургов ситуация за месяц лишь ухудшилась, поскольку относительная стабильность долларовых котировок металла на внешних рынках наложилась на более чем 5%-ное снижение курса американской валюты по отношению к российскому рублю, в котором номинирована значительная часть издержек металлургических компаний.

Цены на г/к лист, \$/т



Цены на арматуру, \$/т

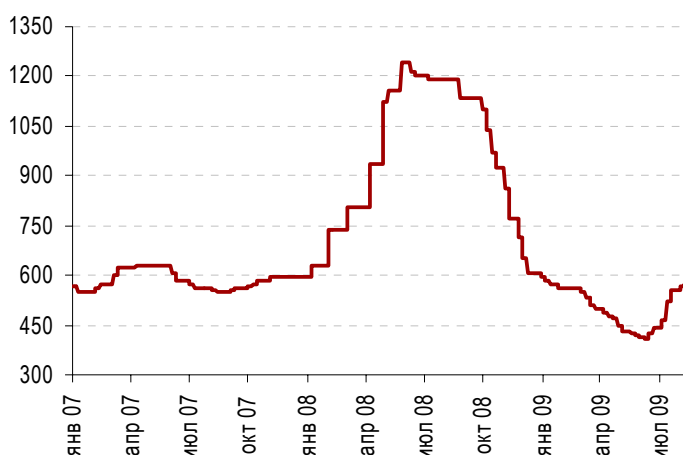


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

На наш взгляд, сейчас с высокой долей вероятности можно говорить о том, что рост цен на рынке стали, двигавший летом вверх котировки акций металлургических компаний, сошел на нет. Мировая металлургическая промышленность достаточно быстро отреагировала на летнее улучшение конъюнктуры на рынке стали увеличением предложения, и дефицита на мировом рынке металла уже не ощущается (хотя, безусловно, в случае дальнейшего роста спроса рынку понадобятся все новые мощности с все возрастающим уровнем издержек). Другим фактором, вызывающим у нас серьезное беспокойство, является ситуация в Китае, где цены на сталь за последние недели не только перестали расти, но и вернулись к весенним минимумам. Превращение Китая из крупного экспортера в нетто-импортера стали оказало весомую поддержку рынку в первые месяцы 2009 г., однако сейчас экспортировать металл из

Китай вновь становится выгоднее, что может оказать разрушительное влияние на мировой рынок стали, и в первую очередь на уровень цен отечественных металлургов, для которых китайские экспортеры являются опасными конкурентами.

Цены на г/к лист в Китае, юань/т



Источники: Antaika, Bloomberg

С учетом вышесказанного, а также летнего ралли мы не видим существенного потенциала роста в большинстве акций компаний сектора.

Угольный сектор: пересмотр рекомендаций

В сентябре одна из ключевых компаний угольного сектора РФ – Распадская – опубликовала свою отчетность по МСФО за 1-ю половину года, приятно удивив нас резким снижением удельных издержек, произошедшим даже несмотря на падение производственных показателей. В этом же месяце, на наш взгляд, окончательно утвердились новые, более высокие цены на коксующийся уголь на внутреннем рынке (повышение по большинству марок составило 40 % по сравнению с уровнями августа), которые, вероятно, продержатся до конца года, а компании сектора продолжили наращивать свои производственные показатели. Принимая во внимание все эти факты, мы пересмотрели свою оценку справедливой стоимости акций Мечела и Распадской в сторону существенного повышения. Кроме того, мы приняли решение отозвать нашу оценку целевой стоимости бумаг и рекомендацию по другой угледобывающей компании – Белону. В условиях, когда компания еще не опубликовала отчетности по международным стандартам за прошлый год, все оценки ее будущих финансовых показателей и стоимости бизнеса, на наш взгляд, будут иметь слишком большую погрешность.

Пересмотр рекомендаций по компаниям угольного сектора

Компания	Старый таргет, \$	Новый таргет, \$	Старая рекомендация	Новая рекомендация
Мечел	8.9	16.7	продавать	продавать
Распадская	3.63	5.90	покупать	покупать
Белон	0.45		продавать	

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Изменение прогнозов цен на коксующийся уголь, рынок РФ \$/т

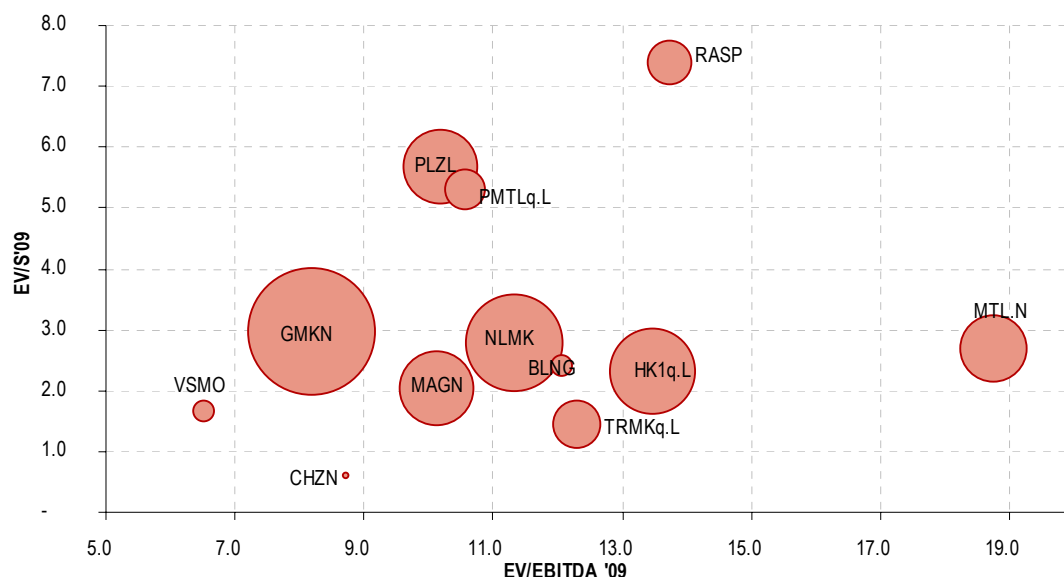
\$/тонна	2007	2008	2009о	2010п	2011п	2012п	2013п	2014п
Старый прогноз	79.8	165	55	70	75	90	100	110
Новый прогноз	79.8	165	60	80	90	95	105	115

Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

На наш взгляд, большинство акций компаний сектора уже достигли своих справедливых уровней или близки к ним. Позитивное отношение среди бумаг сектора мы сохраняем лишь к акциям **Евраз**, **Распадской** и бумагам крупнейшего производителя титана в мире – **ВСМПО-Ависма**.

Оценка компаний сектора



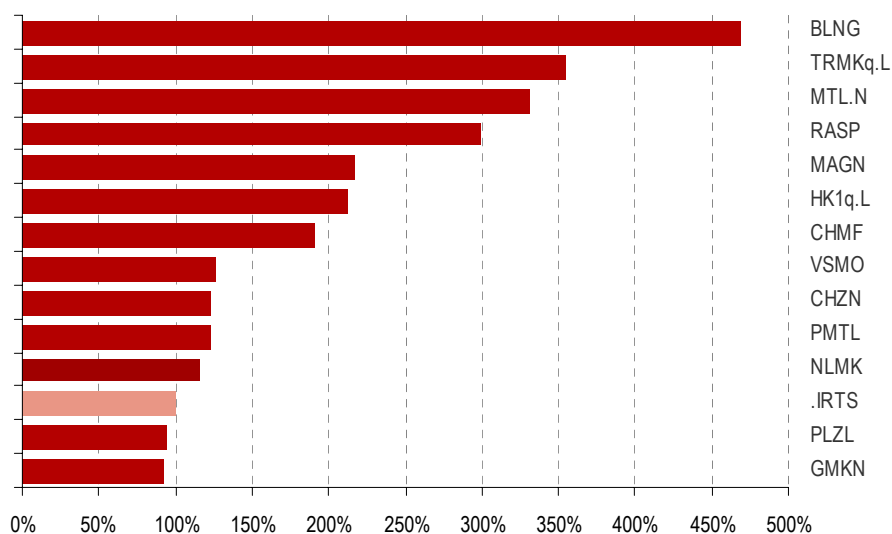
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$				
	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П		
Евраз Групп	20 380	8 431	11 659	6 323	1 435	2 636	1 868	-	329	513	
НЛМК	11 699	5 448	7 221	4 688	1 333	2 454	2 278	-	507	1 365	
Северсталь	22 393	9 137	11 660	5 280	505	1 045	2 034	-	1 020	578	
Мечел	9 951	4 592	6 948	3 020	655	1 605	1 141	-	279	537	
ММК	10 550	4 289	6 826	2 119	850	1 345	1 075	-	109	306	
ТМК	5 690	4 636	5 848	1 006	536	896	199	-	89	364	
Распадская	1 200	455	996	869	244	744	531	-	91	472	
Белон	978	550	708	205	110	258	79	-	8	107	
Норильский Никель	13 980	9 096	11 335	5 796	3 295	4 074	-	449	1 521	2 022	
Полюс Золото	1 087	1 299	1 767	449	721	1 106	52	-	438	700	
Полиметалл	503	544	669	122	273	304	-	16	138	156	
ВСМПО	1 262	829	1 026	345	209	250	154	-	58	86	
ЧЦЗ	401	310	351	-	21	32	-	142	-	15	9

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Полюс Золото

Норильский никель



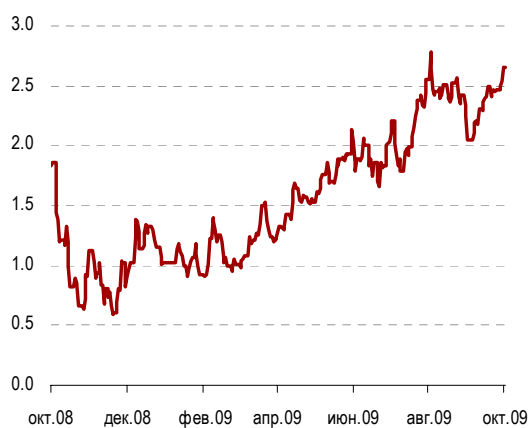
Полиметалл



ТМК



НЛМК



Евраз Групп



ММК



Северсталь



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru
Рубинов Иван
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Потенциал в сетях

В сентябре в первой ценовой зоне произошло усиление негативной динамики, где снижение темпов потребления наблюдается третий месяц. В целом по стране снижение спроса на электроэнергию нарастающим итогом с начала года составило 6.8 % (в прошлом месяце лишь 6.6 %).

К ключевым событиям сентября мы относим заседания Правительства, на которых определены основные направления развития отрасли в 2010 г. В частности, было принято принципиальное решение о переводе ФСК ЕЭС на новое регулирование на основе методики RAB. Таким образом, рост тарифов ФСК ЕЭС в следующем году может превысить 50 %. Кроме того, Минэнерго рекомендовало перевод в течение 2010 г. на новую систему тарифного регулирования RAB и распределительных сетевых компаний.

В свете позитивных решений Правительства с конца сентября динамика котировок сетевых компаний опережала рынок. Тем не менее, несмотря на бурный рост, в настоящее время акции сетевых компаний по-прежнему торгуются с существенным дисконтом относительно уровня лета прошлого года.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.035	8 878	14.6	2.8	6.9	0.05	35%	покупать
Мосэнерго	MSNG	0.092	3 655	40.6	1.1	9.7	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.454	2 163	18.9	1.7	7.6	-		
ФСК	FEES	0.012	13 565	71.3	5.4	10.2	-		
ОГК-1	OGKA	0.023	1 004	- 28.3	0.8	5.8	0.015	-33%	продавать
ОГК-2	OGKB	0.025	828	- 21.6	0.9	28.5	0.020	-21%	продавать
ОГК-3	OGKC	0.046	2 204	11.5	0.5	3.6	0.039	-16%	продавать
ОГК-4	OGK4	0.049	3 062	60.4	2.0	27.8	0.049	1%	держать
ОГК-5	OGKE	0.054	1 915	- 120.5	1.8	18.1	0.054	0%	продавать
ОГК-6	OGKF	0.022	726	- 55.5	0.6	5.0	0.019	-16%	продавать

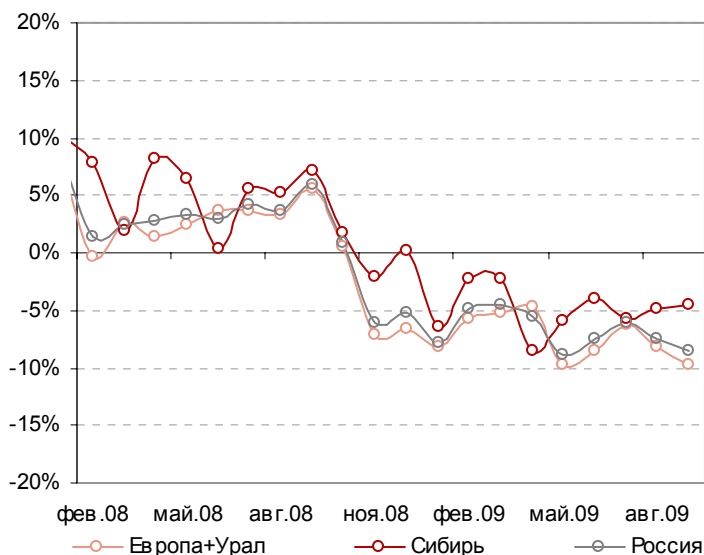
Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Свободный сегмент рынка электроэнергии

По итогам сентября потребление электроэнергии сократилось на 9.7 % в первой ценовой зоне Европа + Урал и на 4.5 % в Сибири год к году. Таким образом, в первой ценовой зоне произошло усиление негативной динамики, где снижение темпов потребления наблюдается третий месяц. В целом по стране снижение спроса на электроэнергию нарастающим итогом с начала года составило 6.8 % (в прошлом месяце лишь 6.6 %).

Потребление электроэнергии в стране



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Существенного изменения динамики цен на свободном рынке в сентябре не произошло. В зоне «Европа + Урал» по-прежнему сохраняется положительный тренд: электроэнергия торгуется на максимальных за последние 11 месяцев уровнях. Впрочем, из-за более высоких темпов роста цен в 2008 г. текущие цены, как и в начале года, оказались ниже своих прошлых годовых уровней.

Стратегия развития отрасли в 2010 г.

К ключевым событиям сентября мы относим заседания Правительства, на которых определены основные направления развития отрасли в 2010 г. В частности, было принято принципиальное решение о переводе ФСК ЕЭС на новое регулирование на основе методики RAB. По сведениям Интерфакса, регуляторная база капитала компании составит 819 млрд руб., доходность на капитал в первый год – 2.5 %, во второй – 4.5 %, в третий – 8 %. Таким образом, рост тарифов ФСК ЕЭС в следующем году может превысить 50 %. Кроме того, Минэнерго рекомендовало перевод в течение 2010 г. на новую систему тарифного регулирования RAB и распределительных сетевых компаний.

Мы полагаем, что позитивным моментом данного события является принципиальное решение Правительства сохранить заложенные ранее принципы развития сетевого хозяйства. Это позволяет предполагать, что ожидаемое ранее «замораживание» в связи с кризисом перехода на RAB – основного источника роста стоимости МРСК – не будет продолжительным.

В свете позитивных решений Правительства с конца сентября динамика котировок сетевых компаний опережала рынок. Тем не менее, несмотря на бурный рост, в настоящее время акции сетевых компаний по-прежнему торгуются с существенным дисконтом относительно уровня лета прошлого года. Отдельно отметим, что в своих оценках мы использовали значение первоначальной базы капитала (iRAB), опубликованное ФСК в конце 2008 г. В настоящее время сетевые компании ожидают более существенного роста iRAB. На этом фоне мы полагаем, что наличие 35%-ного дисконта не совсем оправданно, так как условия перехода на RAB весьма близки к анонсированным ранее, а база капитала может превысить ранее озвученные цифры.

Сравнение стоимости сетевых компаний

	Тикер	EV/RAB		Отклонение, %
		текущее	авг.08	
ФСК ЕЭС	FEES	0.427	0.459	7%
МРСК Северного Кавказа	MRKK	0.213	0.299	40%
Ленэнерго	LSNG	0.354	0.536	51%
МРСК Урала	MRKU	0.417	0.597	48%
МОЭСК	MSRS	0.424	0.708	67%
МРСК Волги	MRKV	0.48	0.477	4%
МРСК Сибири	MRKS	0.496	0.755	50%
МРСК Юга (без Кубаньэнерго)	MRKY	0.536	0.667	24%
МРСК Сев-Запада	MRKZ	0.559	0.729	31%
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0.545	0.816	49%
МРСК Центра	MRKC	0.653	0.765	17%
В среднем		0.442		35%

Источники: ФСК ЕЭС, Аналитический департамент Банка Москвы

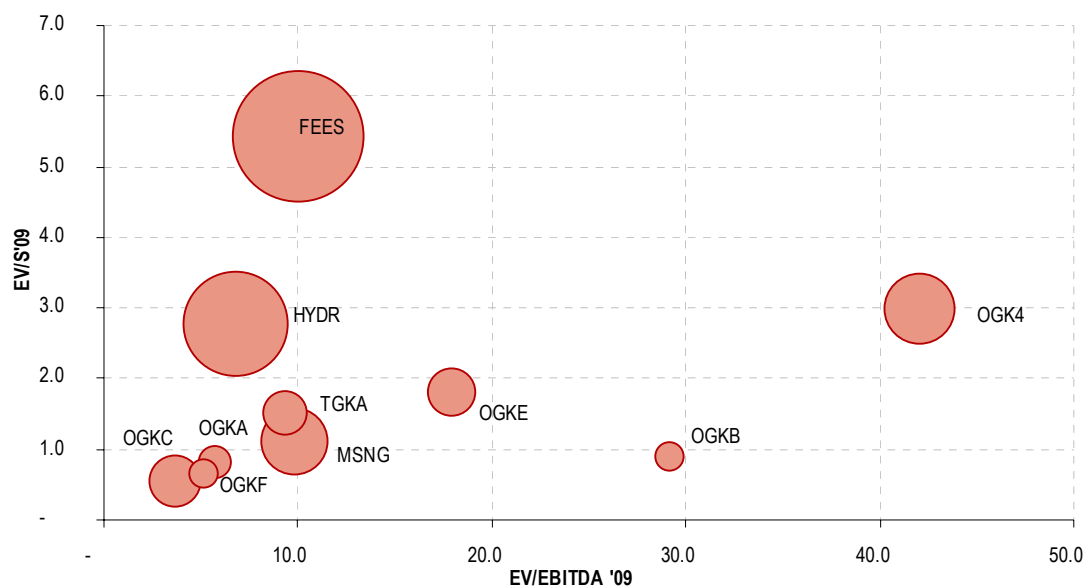
Недавние решения Правительства, однако, менее благоприятны для генерирующих компаний: повышение регулируемых тарифов на электроэнергию для промышленных потребителей в 2010 г. составит лишь 7.6 %. При этом большая часть повышения будет связана с ростом тарифов сетевых компаний. Отметим, что тарифы на газ – основное топливо для станций зоны Европа + Урал – планируется повысить на 25 %, в результате чего обязательная часть продажи электроэнергии по регулируемым договорам может стать убыточной для генерирующих компаний. С другой стороны, в следующем году, после увеличения доли сегмента свободной торговли, компенсировать выпадающие доходы генерирующие компании смогут за счет свободных договоров. Тем не менее, для этого необходимо восстановление спроса на электроэнергию.

Ключевые рекомендации

С учетом последних решений Правительства мы полагаем, что в октябре рынок может продолжить отыгрывать дисконт в акциях сетевых компаний, среди которых, по нашему мнению, наибольшим потенциалам обладают: Холдинг МРСК, МОЭСК, МРСК Урала и Ленэнерго.

Потенциала роста стоимости акций генерирующих компаний в октябре мы не видим. По нашим оценкам, наиболее недооцененной бумагой сектора сейчас являются акции РусГидро. Тем не менее, после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС и в связи с потенциальной угрозой в виде новой допэмиссии акции компании пока не будут привлекательными.

Оценка компаний сектора



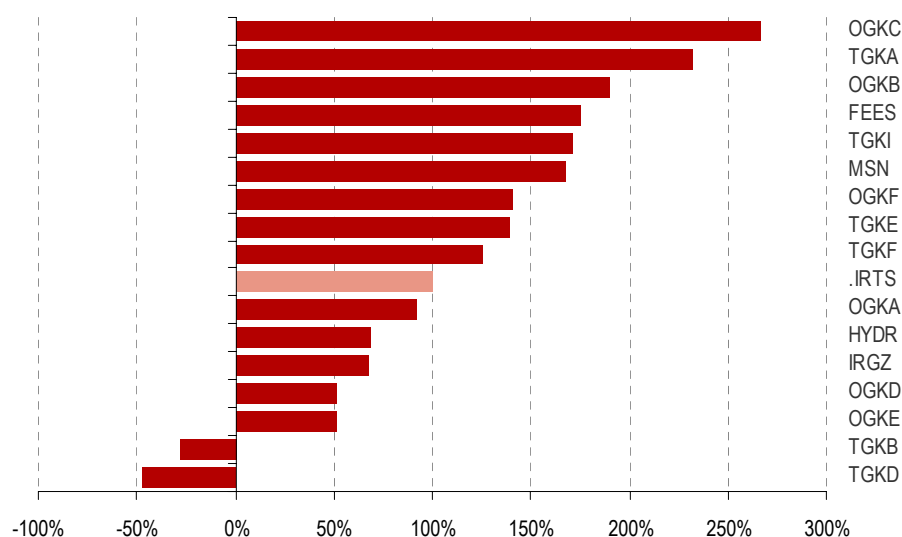
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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
РусГидро	2 935	2 966	3 910	1 300	1 197	1 618	506	606	813
Мосэнерго	3 597	3 612	4 922	383	399	509	83	90	120
Иркутскэнерго	1 239	1 363	1 458	263	298	335	105	114	118
ФСК	2 585	2 611	5 070	952	1 399	3 163	251	190	216
ОГК-1	2 006	1 356	1 763	172	186	154	55	-	35
ОГК-2	1 630	1 124	1 548	24	34	96	15	-	38
ОГК-3	1 193	914	1 137	177	132	119	324	191	145
ОГК-4	1 462	1 233	1 750	131	87	201	75	51	73
ОГК-5	1 448	1 172	1 559	213	117	207	66	-	16
ОГК-6	1 499	1 261	1 574	108	155	170	1	-	13

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

ФСК ЕЭС

РусГидро



ИнтерРАО



Холдинг МРСК



ОГК-1



ОГК-2



ОГК-3



ОГК-4



ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Телекоммуникации

Реорганизация Связьинвеста: деталей все больше и больше

В сентябре акции телекоммуникационного сектора в среднем выглядели лучше рынка. Особенно следует отметить продолжающуюся скупку акций МРК, которые подорожали еще на 10-40 % на фоне новостного потока относительно грядущей реорганизации Связьинвеста. В частности, стало известно, что основным методом оценки компаний холдинга будет метод дисконтирования денежных потоков, что, видимо, и вдохновило скупку. Однако мы бы не рекомендовали поддаваться оптимизму, учитывая, что государству не выгодно существенно занижать стоимость Ростелекома.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	47.00	18 737	9.7	2.9	5.7	48.80	4%	держать
МТС (локальные)	MTSS	6.73	13 422	7.6	2.2	1.7	9.76	45%	покупать
Вымпелком	VIP.N	18.09	18 553	13.7	3.3	6.9	12.50	-31%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	5.25	2 194	12.2	1.5	3.7	5.50	5%	держать
Уралсвязьинформ	URSI	0.02	715	10.8	1.2	3.4	0.01	-35%	продавать
Волгателеком	NNSI	1.79	440	4.2	0.9	2.5	2.90	62%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.49	781	5.1	1.4	3.2	0.25	-49%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.03	408	7.4	1.0	2.9	0.03	-8%	продавать
СЗТ	SPTL	0.40	351	3.8	1.0	2.5	0.77	94%	покупать
ЮТК	KUBN	0.07	207	8.5	1.3	4.5	0.02	-70%	продавать
Дальсвязь	ESPK	2.92	279	3.4	0.8	2.2	3.66	25%	держать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Сентябрь был довольно насыщен новостями относительно грядущей реорганизации Связьинвеста, которые в той или иной степени высветили контур новой компании на базе Ростелекома, а также процедуру самой реорганизации.

В сентябре стало известно, что Правительство РФ одобрило схему обмена телекоммуникационными активами АФК «Система» и государства, в результате чего государство возвращает в собственность 25 % + 1 акция Связьинвеста и получает 100 % Скай Линка (на базе которого планируется создать четвертого федерального сотового оператора). Кроме того, Связьинвест, контролируя 51 % акций Ростелекома, проявил желание получить в доверительное управление еще 29.9 % акций Ростелекома, которые сейчас принадлежат Агентству по страхованию вкладов (АСВ). Дополнительные 29.9 % акций позволят Связьинвесту еще более упрочить свои позиции в Совете директоров Ростелекома. Напомним, что еще 9.8 % акций Ростелекома находятся на балансе дружественного Внешэкономбанка.

28 сентября на совещании комитета по стратегии при Совете директоров Связьинвеста был рассмотрен план реорганизации холдинга и вынесены рекомендации для Совета директоров, заседание которого запланировано на 20 октября. Ключевые моменты совещания следующие:

- Комитет по стратегии Совета директоров Связьинвеста рекомендовал Совету утвердить план реорганизации холдинга в форме присоединения межрегиональных компаний к Ростелекому. Согласно этому сценарию, акции МРК будут конвертированы в акции допэмиссии Ростелекома. В состав объединенной компании не войдет ОАО «Центральный телеграф», которое на первом этапе останется «дочкой» Связьинвеста. Реорганизация по этой схеме даст возможность максимально реализовать операционные и финансовые синергии, а также минимизировать срок юридических процедур.
- Условия конвертации акций МРК в бумаги Ростелекома будет рассчитывать Ernst & Young. Основным методом оценки станет дисконтирование денежных потоков. Согласно предварительному решению, оценка будет подготовлена на основании отчетности по РСБУ за 2009 год и будет действительна в течение шести месяцев.
- В случае если миноритарные акционеры МРК проголосуют против реорганизации в форме присоединения или не примут участия в голосовании, они имеют право потребовать выкупа своих акций. Из презентации к совещанию следует, что общая сумма выкупа акций у миноритариев ограничена 10 % стоимости чистых активов всех

реорганизуемых компаний, что на настоящий момент составляет около \$ 600 млн.

- Согласно закону «Об акционерных обществах», для одобрения реорганизации требуется 75 % голосов общества. Теоретически компании Связьинвеста могут столкнуться с риском блокирования присоединения со стороны миноритариев МРК (на данный момент Связьинвесту принадлежит по 51 % обыкновенных акций в МРК). В этом случае пакеты акций МРК, принадлежащие Связьинвесту, будут переданы в уставный капитал Ростелекома, а МРК станут его дочерними обществами.
- В презентации также говорится, что в ходе реорганизации холдинга объем предъявленных к выкупу долговых обязательств может составить 38 млрд руб., в то время как общая сумма задолженности дочерних компаний Связьинвеста в настоящий момент составляет около 135 млрд руб.

Конкретная схема консолидации будет изложена в стратегии, которую Связьинвест представит Правительственной комиссии по транспорту и связи этой осенью. Ожидается, что в начале 2010 г. будут выбраны консультанты по реорганизации, а также будет подготовлен план организационных изменений и юридический план реорганизации. Вся процедура реорганизации может занять около 1.5 года и завершиться в 2011 г.

Если оценка действительно будет проводиться методом ДДП, то есть шанс, что коэффициенты обмена для миноритариев МРК окажутся выгодными. Однако напомним, что Ernst & Young уже привлекалась для оценки активов Связьинвеста. В частности, оценки аудитора использовались летом Внешэкономбанком и АСВ, выкупавшими у КИТ Финанса 40 % акций Ростелекома за 67 млрд руб. Исходя из суммы сделки, весь Ростелеком был оценен примерно в \$ 5 млрд, в то время как, согласно средней целевой цене в Bloomberg, справедливая стоимость компании составляет не больше \$ 3 млрд. Более того, оценка Ростелекома значительно ниже рыночной будет невыгодна государству, учитывая, что в Ростелекоме у него чуть больше 90 % акций. Принимая во внимание вышесказанное, мы считаем, что коэффициенты конвертации будут приближены к рыночным. В этом случае доля государства в объединенной компании составит примерно 72 %.

Тот факт, что оценка будет проводиться на основании отчетности РСБУ, невыгоден миноритариям МРК, так как в среднем выручка по РСБУ ниже выручки по МСФО. Особенно это актуально для ВолгаТелекома, Сибирьтелекома и Дальсвязи, имеющих сотовый бизнес на базе дочерних обществ, которые не учитываются в отчетности РСБУ.

Сравнение выручки МРК и Ростелекома по МСФО и РСБУ

	Выручка за 2008 год		
	МСФО	РСБУ	Разн., %
Ростелеком	66 629	63 202	5%
Уралсвязьинформ	40 691	40 581	0%
ЦентрТелеком	34 794	33 715	3%
ВолгаТелеком	32 063	26 420	21%
СЗТ	25 176	24 500	3%
Сибирьтелеком	37 674	27 617	36%
ЮТК	21 300	20 884	2%
Дальсвязь	16 109	12 232	32%

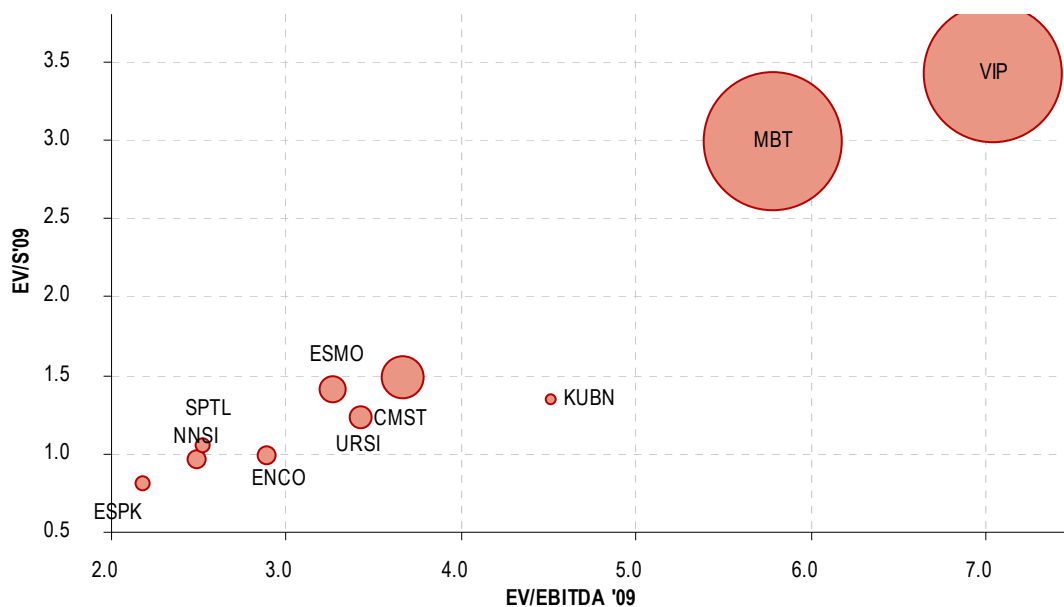
Источник: данные компаний

Ключевые рекомендации

Нашими фаворитами в секторе с фундаментальной точки зрения являются акции Дальсвязи, ВолгаТелекома и Северо-Западного Телекома. Однако следует отметить, что если в оценке E&Y сотовый бизнес не будет учтен, то коэффициенты обмена для Дальсвязи и Волгателекома окажутся не очень выгодными.

В секторе мобильных операторов мы рекомендуем обратить внимание на локальные акции МТС, которые на данный момент торгуются с дисконтом к ADR в 40 %, в то время как докризисное значение дисконта составляло 27-30 %.

Оценка компаний сектора

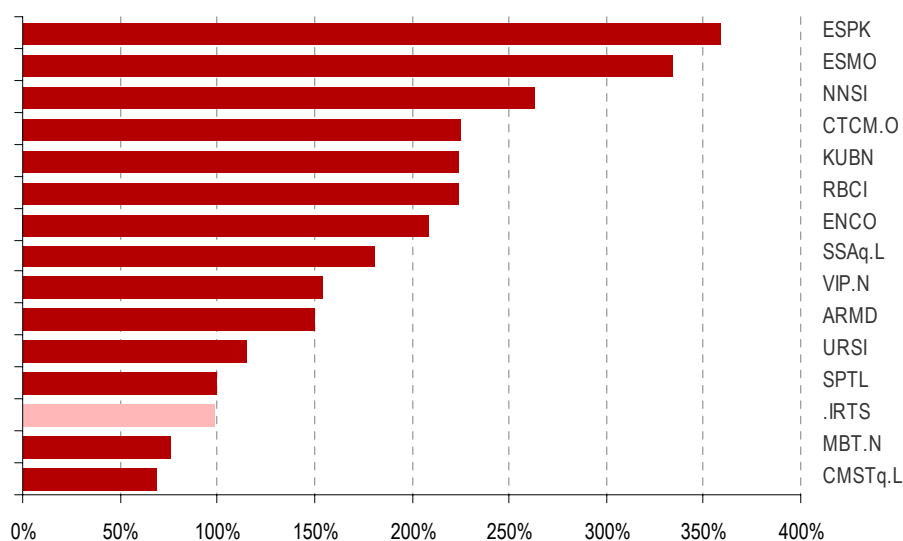


Финансовые показатели компаний сектора

	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
MTC(ADR)	10 245	7 454	8 065	5 140	3 843	3 978	1 930	1 772	1 588
Вымпелком	9 953	7 754	8 415	4 831	3 759	4 131	1 350	978	1 307
Комстар-ОТС	1 648	1 482	1 629	683	599	654	180	117	164
Уралсвязьинформ	1 636	1 326	1 560	569	473	564	74	65	129
Волгателеком	1 289	1 026	1 191	488	393	458	117	76	139
Центртелеком	1 399	1 152	1 332	574	493	568	170	150	207
Сибирьтелеком	1 515	1 215	1 422	526	410	491	61	8	52
СЗТ	1 012	833	974	406	346	413	103	58	105
ЮТК	856	711	824	239	212	256	- 27	- 1	31
Дальсвязь	648	546	651	231	203	244	91	70	100

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

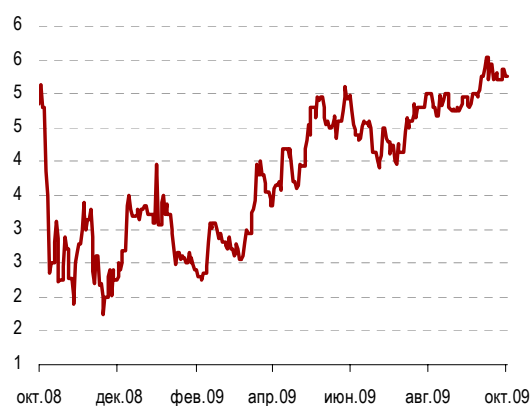
МТС



ВымпелКом



Комстар-ОТС



Уралсвязьинформ



ЦентрТелеком



СЗТ



Дальсвязь



ЮТК



ВолгаТелеком



Сибирьтелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Прибыль резервируется на будущее

В октябре глобальные банки начнут отчитываться за третий квартал, что может спровоцировать очередную мощную волну спекуляций вокруг перспектив банковского сектора.

В августе российский банковский сектор зафиксировал чистый убыток. Темпы резервирования и отчислений снижаются, и в целом негативные тенденции ослабевают. До конца 2009 г. банки продолжат формировать резервы на покрытие «плохих» долгов, что негативно скажется на их прибыли по итогам года.

На наш взгляд, говорить, что банковская система полностью избавилась от рисков, присущих первому полугодю 2009 г., преждевременно.

Акции банковского сектора пока продолжают следовать за рыночной конъюнктурой и ожиданиями восстановления экономики, но причин для повышения их фундаментальной стоимости пока нет.

Наша рекомендация по акциям ВТБ и Сбербанка остается прежней – «продавать».

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	1.99	43 026	отр.	-1.5%	2.0	1.32	-34%	продавать
ВТБ	VTBRq.L	3.74	19 558	отр.	-12.6%	1.2	2.30	-39%	продавать
Возрождение	VZRZ	38.21	907	18.3	8.4%	1.5	-		
Банк Санкт-Петербург	STBK	2.62	739	16.7	6.4%	1.0	-		
Уралсиб	USBN	0.01	1 021	13	3.3%	0.4	-		
Росбанк	ROSB	3.74	2 545	11.2	12.6%	1.4	-		

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тенденции сектора

Рост котировок покрываемых нами банков продолжился на фоне благоприятной конъюнктуры. Котировки Сбербанка снова обошли рынок и прибавили 24 %, а ВТБ вырос на 26 %.

Сравнительная динамика роста индексов и акций банков					
	30 сен 09	1 мес	YTD	3 мес	12M
РТС	1254.5	15.2%	100.6%	31.9%	3.5%
ММВБ	1197.2	7.7%	93.8%	21.0%	16.5%
Сбербанк	59.9	24.0%	160.2%	50.2%	37.0%
ВТБ	0.0554	26.2%	63.9%	60.1%	9.7%
ВТБ ADRs	3.70	32.1%	69.7%	67.4%	-7.5%

За прошедший месяц отношение P/BV_09 Сбербанка выросло, по нашим оценкам, с 1.7с до 2.1х, аналогичный показатель для ВТБ продемонстрировал прогресс с 0.9х до 1.2х.

Банковский сектор: итоги августа

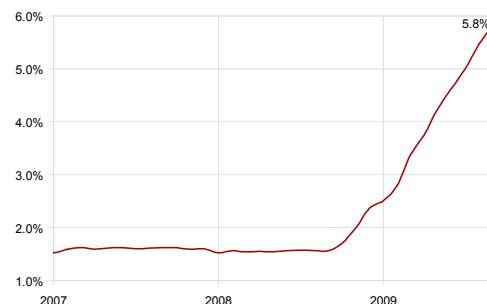
Опубликованная статистика банковского сектора по итогам августа отразила некоторое замедление негативных тенденций. На наш взгляд, ключевые цифры по сектору следующие:

- По итогам августа банки зафиксировали убыток в 19 млрд руб.;
- Капитал сократился на 0.5 %;
- Объем корпоративного кредитного портфеля не изменился,
- Объем розничного кредитного портфеля сократился на 0.6 %;
- Вклады физлиц выросли на 0.9 %;
- Объем просроченной задолженности вырос на 63 млрд до 971.5 млрд;
- Уровень просроченной задолженности вырос с 5.5 % до 5.8 % к объему кредитов;
- Уровень резервирования достиг 9.4 % к объему кредитов.

Просроченная задолженность по кредитному портфелю и резервы, % месяц к месяцу



Просроченная задолженность, % к кредитному портфелю



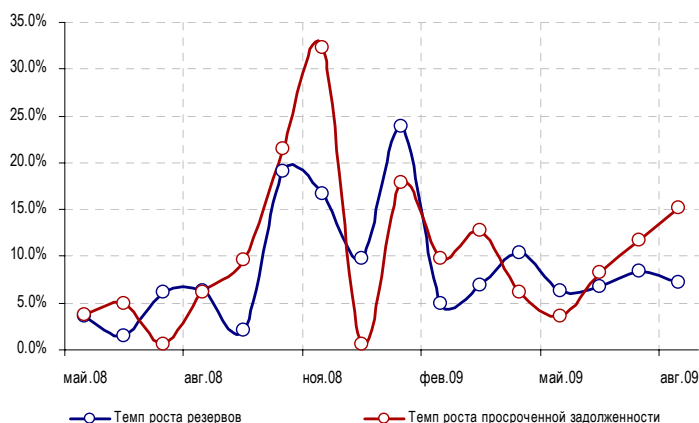
Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Темпы роста просроченной задолженности и резервов продолжают незначительно замедляться. Однако, по всей видимости, к концу года уровень резервов превысит психологически значимую для инвесторов отметку в 10 %.

Сбербанк

Данные Сбербанка по РСБУ за август пока подтверждают сохранение негативных тенденций. По нашим расчетам, основанным на данных 101-й формы отчетности, объем просроченной задолженности Сбербанка вырос за август до 204.3 млрд руб. (на 15 % к предыдущему месяцу), что существенно превышает среднемесячный темп роста с января по июль, составивший 8.8 %.

Темпы роста резервов и просроченной задолженности Сбербанка



Источники: отчетность Сбербанка, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Всплеск роста просроченной задолженности Сбербанка должен привести к аналогичному ускорению в резервах уже сентябре. По крайней мере, среднемесячные темпы роста отчислений в резервы исторически следуют за темпами роста просроченной задолженности.

Герман Греф в интервью Reuters заявил, что по итогам 2009 г. Сбербанк планирует отправить в резервы минимум 350 млрд руб. (250.8 млрд руб. по итогам августа) и создать резервы под большую часть проблемных активов — это как минимум 25 млрд руб. в месяц. По его словам, до конца года уровень резервирования превысит 10.0 %, но в следующем 2010 г. отчисления в резервы будут происходить как минимум в 2 раза медленнее. В своей модели мы закладывали даже более оптимистичный вариант (8.8 %) нормы резервирования на конец 2009 г.

Глобальные банки: график отчетов за третий квартал

Ниже мы представляем график отчетов глобальных банков за третий квартал. Период начиная со второй декады октября окажется очень «горячим». И, безусловно, от успехов глобальных банков будет зависеть отношение инвесторов и к российским банковским бумагам.

США	Дата релиза	Европа	Дата релиза
JPMorgan Chase & Co	14.10.2009	Credit Suisse Group AG	22.10.2009
Citigroup Inc	15.10.2009	Banco Santander SA	28.10.2009
Goldman Sachs Group Inc/The	15.10.2009	UniCredit SpA	28.10.2009
Bank of America Corp	16.10.2009		
PNC Financial Services Group Inc	16.10.2009		
BB&T Corp	19.10.2009		
Wells Fargo & Co	21.10.2009		
US Bancorp	21.10.2009		
Northern Trust Corp	21.10.2009		
Fifth Third Bancorp	22.10.2009		
Morgan Stanley	22.10.2009		
SunTrust Banks Inc	23.10.2009		

Источник: Bloomberg

Ключевые рекомендации

Акции Сбербанка выглядят дорого по сравнению с медианными значениями мультипликаторов банков EMEA и глобальных банков. В то же время акции банковского сектора Латинской Америки и Китая стоят в среднем уже дороже Сбербанка. ВТБ торгуется дорого только по сравнению с глобальными банками. В случае дальнейшего восстановления конъюнктуры и нового притока капитала в РФ акции банковского сектора неминуемо станут бенефициарами этих тенденций.

	P/BV 09	P/E 09	ROE 09
Сбербанк, ао	2.0	85.4	2.5
ВТБ, ао	1.2	отр.	-2.2
ЕМЕА	1.5	12.0	14.2
LATAM	2.6	15.7	18.8
Китай	2.3	13.2	18.2
Global banks	1.1	14.0	5.5

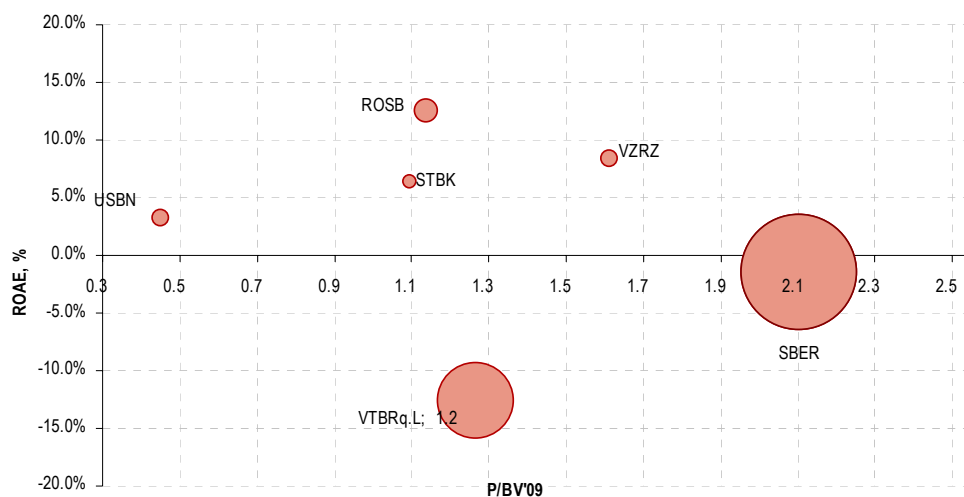
Наша рекомендация по акциям ВТБ и Сбербанка остается прежней – «продавать».

Финансовые показатели компаний сектора

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

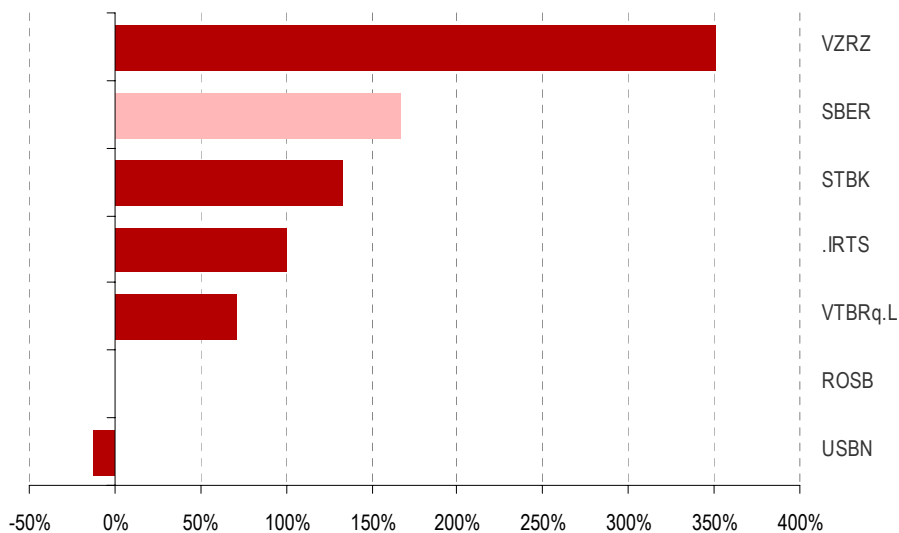
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



ВТБ, GDR



Возрождение



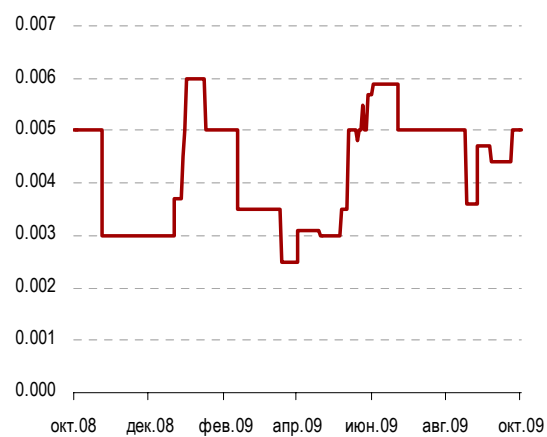
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

Рост рентабельности компенсирует замедление продаж

В сентябре акции потребительского сектора в среднем двигались наравне с рынком.

Основным корпоративным событием прошедшего месяца стало продолжение публикаций отчетностей компаний за 2-й квартал, которые приятно удивили своими показателями рентабельности, несмотря на кризис.

Лучше сектора и рынка выглядели акции Дикси, продолжившие свое ралли, начатое в августе, прибавив еще 53 %. Стоит отметить, что в начале сентября мы повысили наш целевой уровень по акциям Дикси до \$ 7.88. Спросом также пользовались акции Синергии, которые долгое время оставались недооцененными. В сентябре они выросли на 50 %, в том числе благодаря сильной отчетности за 1-е полугодие 2009 г. Мы также отмечаем сокращение дисконта между котировками акций Фармстандарта на ММББ и LSE до докризисных уровней.

На данный момент наибольший потенциал роста (41 %) сохраняется в акциях X5 Retail Group, которые мы рекомендуем «покупать».

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	24.35	6 613	23.4	1.0	11.3	33.79	39%	покупать
Магнит	MGNT	61.36	5 108	22.1	1.0	11.6	59.35	-3%	продавать
Седьмой Континент	SCON	8.90	668	19.9	0.7	7.6	10.51	18%	держать
Дикси	DIXY	6.94	597	179.4	0.5	8.9	7.88	14%	держать
M-Видео	MVID	4.20	755	27.0	0.3	8.7	4.55	8%	держать
Балтика	PKBA	25.77	3 910	6.6	1.4	4.4	44.83	74%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	70.57	3 105	28.6	1.5	11.4	37.74	-47%	продавать
Синергия	SYNG	23.00	329	11.3	1.0	6.1	27.45	19%	держать
Калина	KLNA	15.32	149	6.5	0.6	5.3	20.95	37%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	18.26	2 760	17.7	5.3	12.2	17.57	-4%	продавать
Верофарм	VRPH	28.00	280	9.8	2.0	7.0	31.11	11%	держать
Аптеки 36.6	APTK	10.67	101	2.4	0.3	9.8	3.22	-70%	продавать
Разгуляй	GRAZ	2.02	320	6.0	1.1	7.0	1.53	-24%	продавать

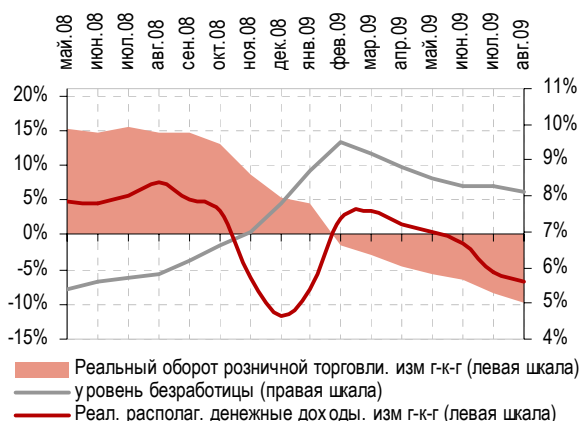
Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

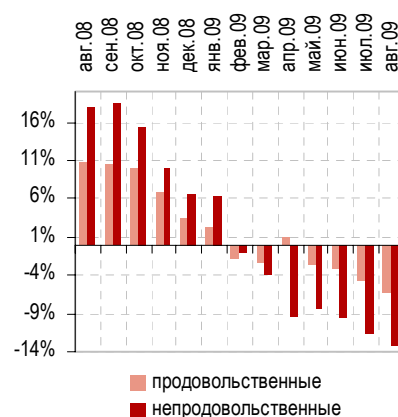
Спад в рознице продолжается

Согласно последней оперативной статистике Росстата, в августе оборот розничной торговли продолжил снижение – в реальном выражении сокращение достигло 9.8 % против 8.3 % в июле. Основным локомотивом падения потребительского спроса по-прежнему является сегмент непродовольственных товаров. Начавшееся восстановление в производственном секторе дает надежду на скорое оживление потребительского спроса, который, как известно, реагирует с лагом.

Оборот розничной торговли, уровень безработицы и реальные денежные доходы



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



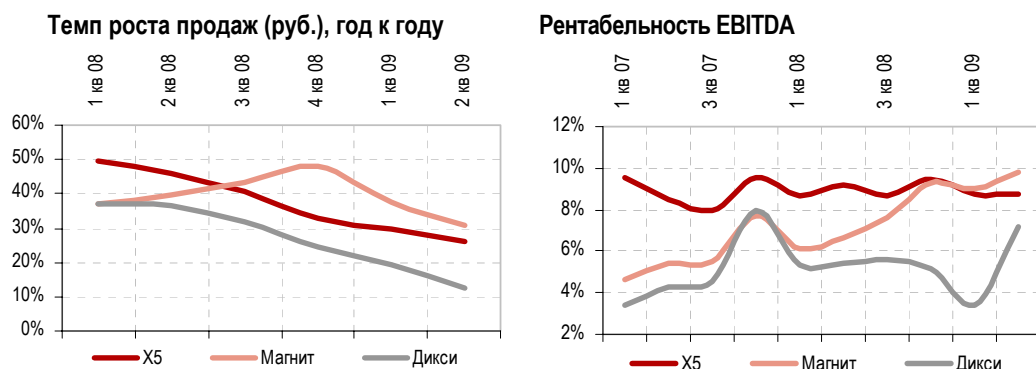
Источник: Росстат

Финансовые результаты за 1-е полугодие порадовали

По итогам сентября все три розничные продовольственные сети (X5 Retail Group, Магнит и

Дикси) отчитались за 2-й квартал 2009 г. Важно отметить, что, несмотря на кризис, все сети продемонстрировали достойную рентабельность EBITDA. Особенно в этом плане отличились Магнит и Дикси, основной успех которых кроется в повышении централизации закупок, что ведет к росту валовой маржи. X5 Retail Group на данный момент имеет наименьший среди трех сетей уровень централизации закупок. Кроме того, компания целенаправленно понижала торговую наценку, чтобы стимулировать LFL-продажи. Тем не менее, благодаря оптимизации расходов на персонал менеджменту удалось снизить уровень коммерческих и административных затрат, что поддержало рентабельность.

Мы не думаем, что Магниту и Дикси удастся сохранить достигнутые уровни маржи в 3-м квартале, что обусловлено как замедлением темпа роста продаж, так и реинвестированием части валовой маржи в цены.



Источник: данные компаний

Приятно удивила и отчетность **М.Видео** за 1-е полугодие. Компании, несмотря на резкое замедление продаж, также удалось продемонстрировать рост рентабельности, что в основном связано с повышенным инвестиционным спросом в 1-м квартале, когда население покупало дорогую технику в преддверии девальвации, а также благодаря скидкам поставщиков. Учитывая ожидаемое нами восстановление потребительского спроса, традиционную сезонность в 4-м квартале, а также эффект от предоставленных компании скидок по арендной плате, мы считаем, что достигнутый в 1-м полугодии уровень рентабельности не должен сильно снизиться во 2-м полугодии.

Судя по отчетности за 2-й квартал, усилия менеджмента **Аптечной сети 36.6** по повышению рентабельности розничных операций продолжают приносить свои плоды. Единственное опасение вызывает динамика сопоставимых продаж, которую должны улучшить проводимые в аптеках промоакции. Более того, новостной фон вокруг компании в последнее время был также вполне благоприятен (Группе удалось заключить мирное соглашение с Протексом, реструктуризировать кредиты НОМОС-БАНКа и Уралсиба), что вкупе с общерыночным оптимизмом привело к росту котировок акций Аптек за последний месяц на 50 %.

Благоприятная конъюнктура на рынке сырого молока, эксперименты с упаковкой и миксом помогли **Вимм-Билль-Данну** увеличить валовую маржу и, соответственно, рентабельность EBITDA до рекордных за последние 2 года 15.4 %. Несмотря на это, мы отмечаем, что динамика выручки оставляет желать лучшего. Более того, на фоне кризиса основные конкуренты ВБД также повысили свою промоактивность в борьбе за долю рынка. Это, в свою очередь, уже сказывается на росте доли маркетинговых расходов к выручке ВБД, и удерживать маржу EBITDA станет сложнее.

Повышение эффективности в виде резкого сокращения расходов на персонал и рекламу помогли **Синергии** увеличить рентабельность EBITDA до 18 % в 1-м полугодии 2009 г., несмотря на снижение валовой маржи.

История с Лентой

В сентябре стало известно, что Олег Жеребцов подписал договор купли-продажи своего пакета в размере 35.4 % в сети «Лента» с TPG Capital и ВТБ Капиталом примерно за \$ 110-115 млн. Таким образом, капитализация сети была оценена в \$ 310 млн. Продажи сети в 2008 г. составили \$ 2.3 млрд. С учетом долга в \$ 350-400 млн, по нашим оценкам, сделка прошла по коэффициенту EV/EBITDA 09 = 5-6 х, что ниже среднего значения, по которому торгуются публичные российские аналоги. Мы не склонны переоценивать факт существования дисконта, так как он мог быть обусловлен желанием продавца закрыть сделку как можно скорее.

Антиалкогольная кампания

В сентябре активизировалась законотворческая деятельность, направленная на борьбу с алкоголизмом. Следующие меры были предложены депутатами Госдумы и Минпромторгом:

- Ужесточение наказания за производство и оборот нелегального товара, а также за продажу спиртного несовершеннолетним;
- Законодательное ограничение продажи алкогольной продукции по времени на федеральном уровне;
- Запрет продажи пива в местах массового скопления людей, рядом с детскими и лечебными учреждениями, а также на рынках, в ларьках, киосках, палатках и других объектах, не имеющих стационарных помещений;
- Введение лицензирования деятельности по производству и торговле пивом;
- Повышение акцизов на пиво в 3 раза с 3 до 9 руб./л в 2010 г., до 10 руб. – в 2011 г. и до 12 руб. – в 2012 г.;
- Установление единого акциза на спирт. На данный момент акциз платится как спиртзаводом, так производителем спиртосодержащей продукции, причем производитель платит большую часть. По новой схеме весь акциз будет платить спиртзавод;
- Установление минимально допустимой розничной цены на водку.

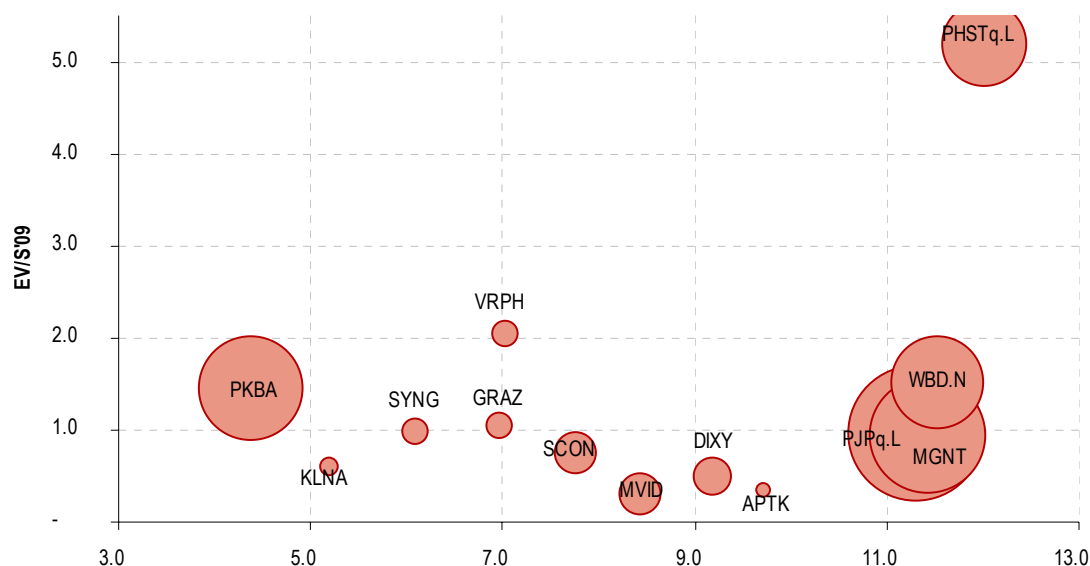
В целом мы считаем, что предложенные меры в большей степени ударят по пивной отрасли, так как вводятся новые, ранее не применявшиеся ограничения (например, лицензирование торговли и производства пива, запрет на продажу пива на рынках, в киосках, палатках и т. д.). Более того, повышение акциза на пиво в 3 раза в 2010 г. приведет к росту розничных цен на пиво на 10-25 %, что, в свою очередь, еще больше снизит спрос на данный напиток.

От планируемых к введению мер могут выиграть легальные производители крепкого алкоголя, в том числе водки, ведь установление минимально допустимой цены на водку может серьезно снизить долю теневого производства.

Ключевые рекомендации

Ралли в акциях Магнита и Дикси за прошедшие месяцы значительно снизили потенциал их роста. На данный момент по акциям этих компаний мы имеем рекомендацию «держать». Существенный потенциал роста сохраняется в акциях **X5 Retail Group**. Мы считаем, что инвестиции, сделанные сетью в начале года в повышение лояльности покупателей, уже начали окупаться в виде хорошей динамики продаж LFL. Более того, как сообщил менеджмент на последнем конференц-колле, в компании уже начали проводить масштабные мероприятия по повышению эффективности на всех уровнях операционных процессов (в том числе повышение уровня централизации поставок и внедрение IT), что должно привести к ощутимым экономиям уже в 2010 г. Не стоит также забывать, что в среднесрочной перспективе по мере восстановления потребительского спроса динамика LFL-продаж X5 Retail Group, на наш взгляд, будет выглядеть лучше динамики Магнита и Дикси, учитывая наличие формата «супермаркет» в структуре выручки X5 Retail Group.

Оценка компаний сектора



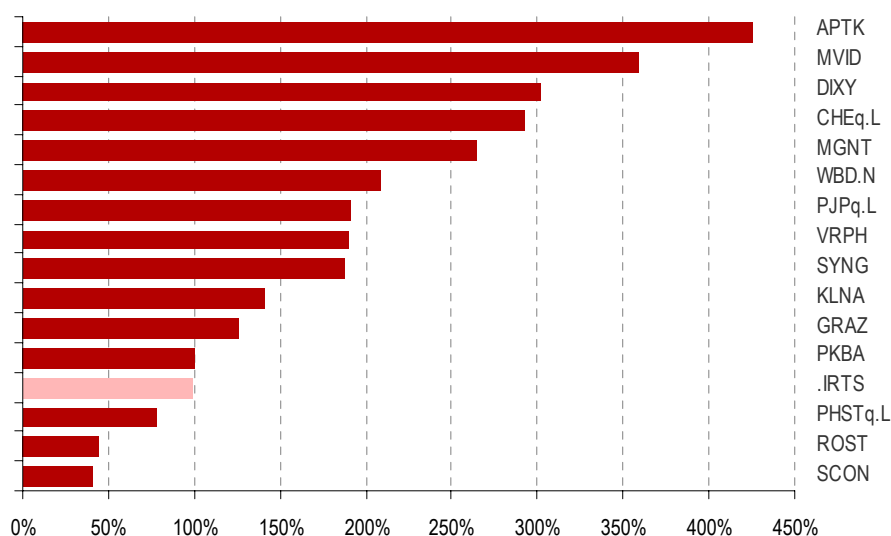
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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
X5	8 353	8 685	12 288	768	742	1 042	119	283	391
Магнит	5 348	5 580	8 445	402	458	700	188	231	391
Седьмой Континент	1 588	1 358	1 809	155	129	161	57	34	49
Дикси	1 943	1 790	2 335	109	95	146	13	3	40
М-Видео	2 875	2 653	3 670	145	90	155	51	28	69
Балтика	3 718	2 891	3 443	1 088	945	1 120	624	595	729
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 342	2 938	361	305	387	305	109	176
Синергия	673	551	683	101	89	107	49	29	45
Калина	484	431	531	53	50	62	9	23	33
Фармстандарт	576	539	690	243	233	298	141	156	203
Верофарм	173	150	197	52	44	59	37	29	40
Аптеки 36.6	1 051	650	724	33	23	18	56	42	20
Разгуляй	1 289	1 179	1 457	80	178	260	5	53	82
Росинтер	341	352	470	19	31	42	15	10	2

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5



Седьмой Континент



Магнит



Дикси



Аптечная сеть 36.6



Росинтер



М.Видео



Синергия



Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Уже дорого

Массовая правительственная поддержка автопрома в мире дала свой результат: по итогам августа все крупнейшие автомобильные рынки мира продемонстрировали положительную динамику. Небольшое улучшение ситуации в августе наблюдалось и на российском рынке. Впрочем, наметившееся в конце лета улучшение может быть прервано уже по итогам сентября.

В сентябре стали известны параметры новой антикризисной программы АвтоВАЗа, где наряду с планами существенного сокращения расходов компания раскрыла среднесрочные производственные планы. Исходя из озвученных планов, весь модельный ряд автопредприятия по-прежнему будет строиться на базе автомобилей одного класса – «В», близких между собой по цене, что кардинально отличает новую стратегию развития АвтоВАЗа от старой.

Последние два месяца акции автомобилестроительных компаний возглавляют списки лидеров роста. По нашим оценкам, большинство компаний сектора уже довольно сильно «перегреты», и их динамика объясняется спекулятивными, а не фундаментальными факторами. В сентябре 68%-ный рост продемонстрировали акции Sollers, которые в прошлой стратегии мы выделяли как недооцененные. После сентябрьского роста котировки акций компании приблизились к нашему целевому уровню, на фоне чего мы меняем рекомендацию по бумагам Sollers с «покупать» на «держать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.48	673	neg	0.3	18.7	0.45	-7%	продавать
ГАЗ	GAZA	18.00	333	neg	0.6	36.5	-		
Sollers	SVAV	14.15	485	- 9.7	1.1	15.2	17.0	20%	держать
КАМАЗ	KMAZ	2.33	1 646	- 329.2	0.9	37.5	1.6	-30%	продавать
Силовые машины	SILM	0.19	1 648	39.8	0.9	9.2	0.15	-21%	продавать

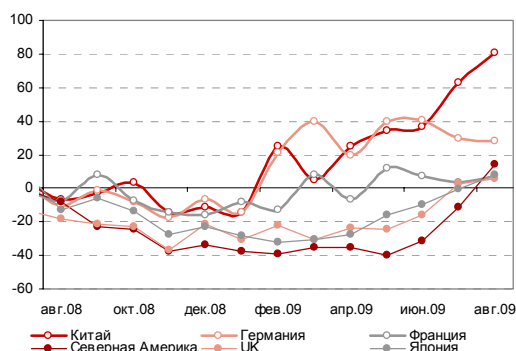
Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

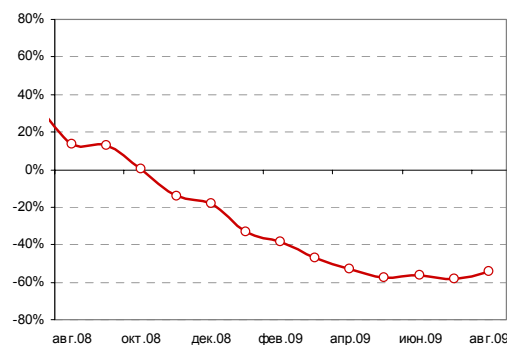
Августовская статистика по продажам новых легковых автомобилей, опубликованная в сентябре, отразила позитивные тенденции на мировых рынках. К концу лета динамика продаж на крупнейших мировых рынках относительно аналогичного периода прошлого года вышла в положительную плоскость. Впрочем, стоит отметить, что во многом позитивная картина на мировом рынке объясняется реализацией правительственных программ, направленных на стимулирование потребительского спроса. Влияние ввода масштабного субсидирования потребителей при покупке нового автомобиля ярко характеризует динамика продаж автомобилей в начале года в Германии, одной из первых запустившей программу выкупа старых автомобилей. Другой пример – рынок США, где с 1 июля действовала программа «Cash for Clunkers», предоставляющая скидки на приобретение нового автомобиля при сдаче старого. В результате огромного спроса потребителей объем выделенных американским правительством средств на реализацию данной программы был увеличен в 2 раза до \$ 2 млрд. Исходя из динамики рынка начало реализации Cash for Clunkers оказало поддержку рынку.

Тем не менее, взлет продаж на автомобильном рынке может не найти продолжения. В сентябре действие специального предложения по обмену старого автомобиля закончилось, и рынок начнет отражать свое реальное состояние, которое, по мнению американских экспертов, не столь впечатляющее. Все меньше оптимизма и на европейских рынках: в Германии темпы роста замедляются, предоставленные Правительством стимулы в других европейских странах были восприняты населением довольно слабо. Существенных перемен не произошло и на российском рынке. Августовская статистика отразила небольшое замедление темпов падения продаж, тем не менее, спрос на рынке по-прежнему слаб.

Динамика продаж автомобилей на мировых рынках, г-к-г



Динамика продаж автомобилей в России, г-к-г



Источники: Bloomberg, AEB, Аналитический департамент Банка Москвы

В сентябре в секторе автомобилестроительных компаний произошло много событий, которые влияли на динамику котировок компаний сектора. В частности большой новостной поток проходил по крупнейшему автосборочному предприятию страны – АвтоВАЗу. В сентябре стали известны отдельные моменты новой антикризисной программы, в которой наряду с планами существенного сокращения расходов компания раскрыла среднесрочные производственные планы. В соответствии с новой программой, будущий модельный ряд автозавода будет строиться на текущей продукции и новых моделях, которые будут созданы на базе приобретенной у Renault платформы B0 (Renault Logan). Таким образом, в связи с развитием кризиса АвтоВАЗ намерен отказаться от реализации принятой ранее стратегии развития, которая также базировалась на создании нового модельного ряда на основе собственных разработок – платформа Project C. Стоимость инвестиционной программы АвтоВАЗа снизилась до 42 млрд руб. с более 90 млрд руб.

Новые автомобили на базе платформы Renault появятся в 2012 г. Кроме того, не исключено, что в 2012 г. на конвейере появится автомобиль класса «В», который может предоставить партнер Renault по альянсу Nissan. Из текущего модельного ряда АвтоВАЗа в 2012 г. исчезнет «классика» (2105/2107) и, возможно, Samara, а Kalina будет модернизирована и упрощена. В итоге, по прогнозам автопроизводителя, к 2011 г выпуск автомобилей сократится до 500 тыс. шт. С 2012 г. в результате ввода новых моделей рост производства возобновится, и к 2014 г. объем выпуска достигнет 817 тыс. авто.

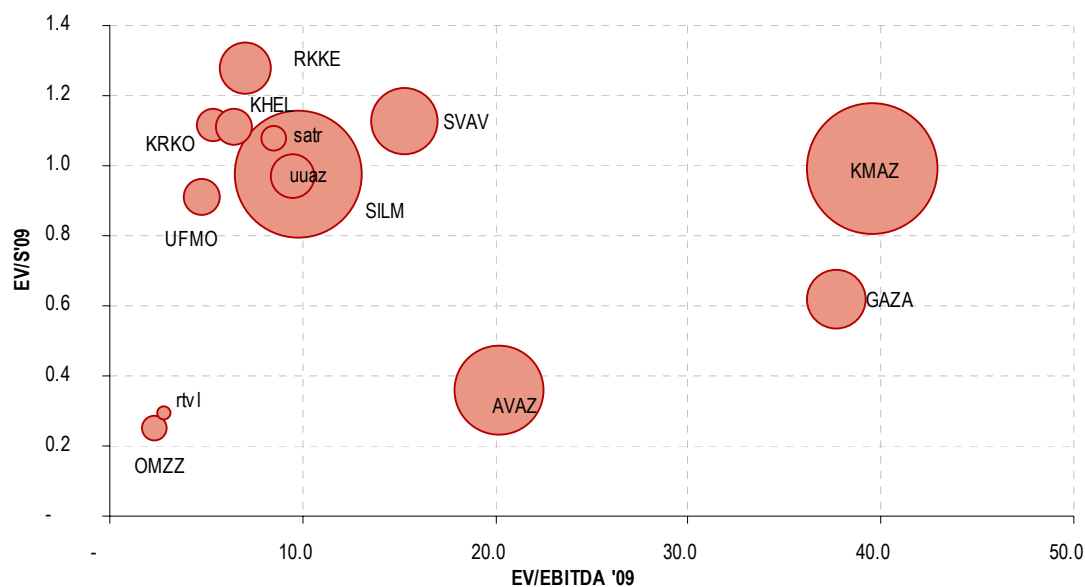
В текущих условиях новая программа АвтоВАЗа выглядит более реальной. Сокращение объемов инвестпрограммы и переориентация на современные и уже используемые базы Renault повысит вероятность успешной реализации программы предприятия. Тем не менее, исходя из озвученных планов, весь модельный ряд автопредприятия по-прежнему будет строиться на базе автомобилей одного класса – В, близких между собой по цене, что кардинально отличает новую стратегию развития АвтоВАЗа от старой. Ранее в своих моделях мы учитывали появление только одного нового автомобиля, созданного на базе платформы Renault. Соответственно, наши предпосылки, заложенные в модель оценки стоимости АвтоВАЗа, близки к новой программе предприятия. На этом фоне мы сохраняем нашу рекомендацию «продавать» по бумагам компании.

Ключевые рекомендации сектора

Последние два месяца акции автомобилестроительных компаний возглавляют списки лидеров роста. По нашим оценкам, большинство компаний сектора уже довольно сильно «перегреты», и их динамика объясняется спекулятивными, а не фундаментальными факторами. Слабые сигналы с рынка новых автомобилей и текущий новостной фон не позволяют провести пересмотр справедливой стоимости компаний сектора. Мы рекомендуем «продавать» акции АвтоВАЗа и КАМАЗа.

В нашей прошлой стратегии мы выделяли акции Sollers как наиболее недооцененные бумаги сектора. После 68%-ного роста в сентябре акции компании приблизились к нашему справедливому уровню, на фоне чего мы меняем рекомендацию по бумагам компании с «покупать» на «держать».

Оценка компаний сектора



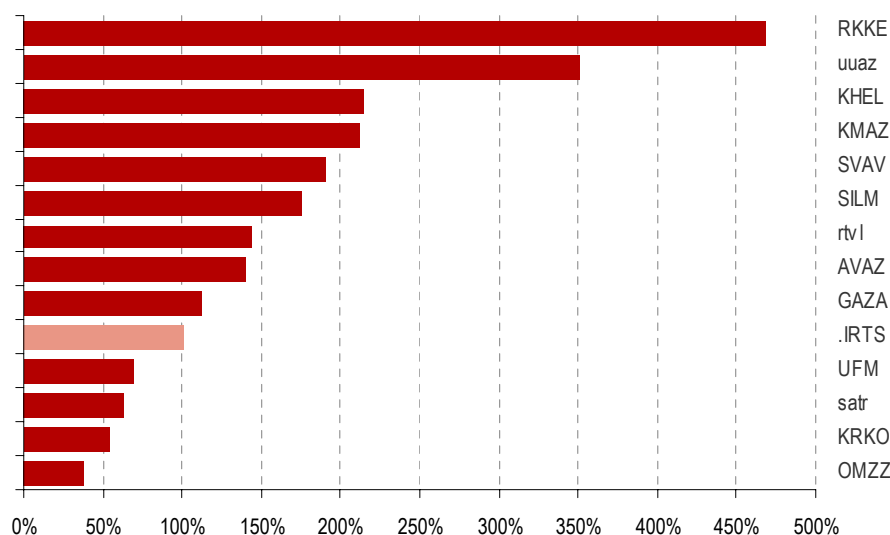
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	7 517	5 717	5 846	-	605	100	444	-	991	-	320	-	121
ГАЗ	6 471	2 457	3 797		314	40	160	-	180	-	449		14
Sollers	2 478	1 120	1 810		220	82	175	-	38	-	50		25
КАМАЗ	3 873	2 324	3 021		347	58	151		36	-	5	-	15
Силовые машины	1 312	1 592	1 489		88	158	122		86		41		2

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



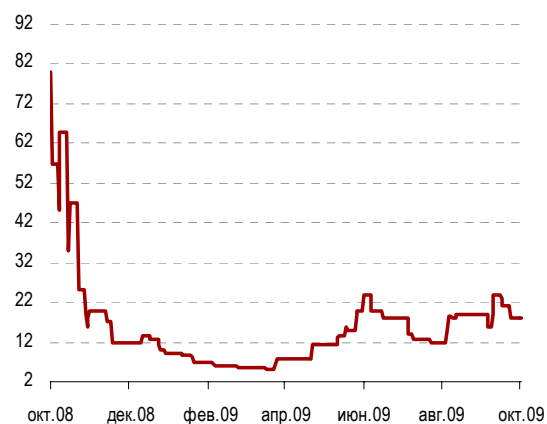
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

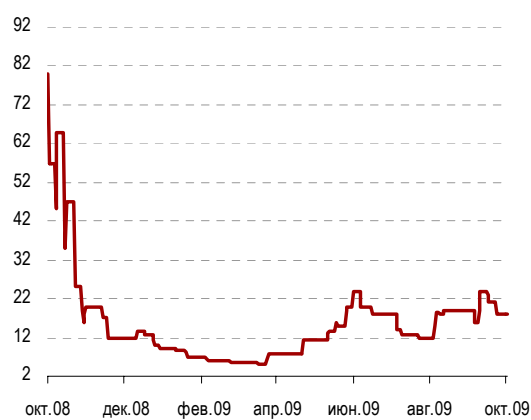
АвтоВАЗ



ГАЗ



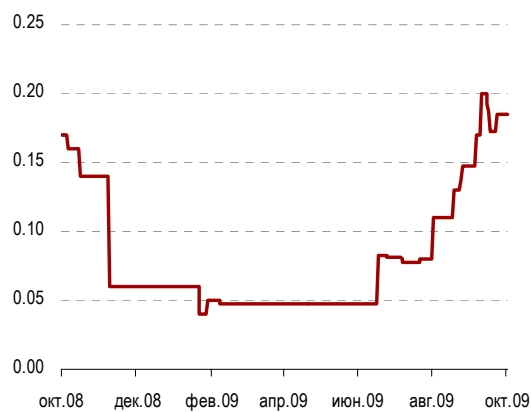
Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Улучшение по-прежнему лишь в прогнозах

Значимых улучшений в отрасли в последнее время не заметно – цены на минеральные удобрения по-прежнему остаются на достаточно низких уровнях, не самой лучшей остается ситуация и на рынках сельскохозяйственной продукции. На таком фоне ожидать резкого роста котировок компаний сектора достаточно сложно.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	3.88	8 246	16.7	6.5	10.6	5.02	29%	покупать
Сильвинит	SILV	580	4 539	8.3	5.3	7.7	934	61%	покупать
Акрон	AKRN	27	1 305	17.2	1.8	7.3	19.10	-30%	продавать
Апатит	APAT	260	1 622	6.6	2.2	4.4	487	87%	покупать
Аммофос	AMMO	76.0	685	37.5	0.4	4.9	83	9%	держать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

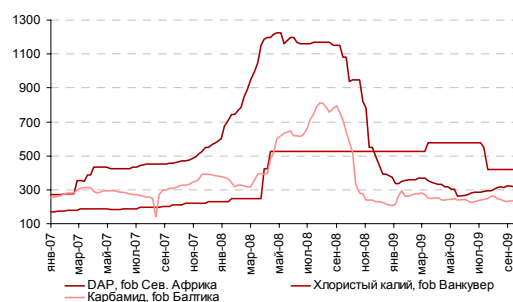
Основные тенденции

В сентябре все три ключевых эмитента (Уралкалий, Сильвинит и Акрон) в обычно достаточно тихой отрасли вышли на рынок с довольно важными новостями. Уралкалий опубликовал полугодовую отчетность по МСФО и поделился своим видением рыночной ситуации, Сильвинит провел встречу с инвесторами, чего с этой компанией раньше не случалось, а Акрон наконец продал одну из своих ключевых портфельных инвестиций – миноритарный пакет акций Сибнефтегаза.

По фактору влияния на рынок акций из трех этих событий мы бы все-таки выделили действия Сильвинита. Текущее состояние дел у соликамской компании благодаря крупному контракту с Индией представляется значительно лучшим, чем состояние дел у Уралкалия, по своему потенциалу развития Сильвинит, с учетом прошлогодней покупки лицензии на новый участок, пожалуй, больше не уступает Уралкалию, в то же время стоимость бизнеса (EV) Сильвинита была до недавнего времени почти на 40 % ниже стоимости бизнеса Уралкалия, а капитализация этих компаний отличалась в 2 раза. Столь существенный дисконт традиционно объяснялся низкой ликвидностью акций Сильвинита и низкой информационной прозрачностью соликамской компании. Отметим, что появились серьезные предпосылки того, что оба названных фактора могут в значительной степени потерять свою актуальность: Сильвинит в ближайшее время может начать публикацию отчетности по МСФО, с началом торгов на ММВБ ликвидность бумаг компании существенно возросла, а в ближайшем будущем может еще более увеличиться за счет проведения дробления и становящегося все более реальным в связи с началом реализации Акроном своих портфельных инвестиций попаданием на рынок 6.1%-ного пакета акций компании, в настоящее время принадлежащих Акрону.

Что касается непосредственно рынка минеральных удобрений, то мы с сожалением вынуждены констатировать, что значимых улучшений в отрасли по сравнению с ситуацией в первые месяцы года пока не наблюдается. Падающие цены на сельхозпродукцию по-прежнему отталкивают фермеров от закупок минудобрений, цены на которые благодаря данному факту находятся под давлением.

Удобрения все равно нужны, и уже в конце этого года или в следующем году ситуация может достаточно резко улучшиться, однако, пока не появятся первые признаки ее реального, а не прогнозируемого улучшения, резкого роста акций компаний сектора, на наш взгляд, ожидать не стоит.

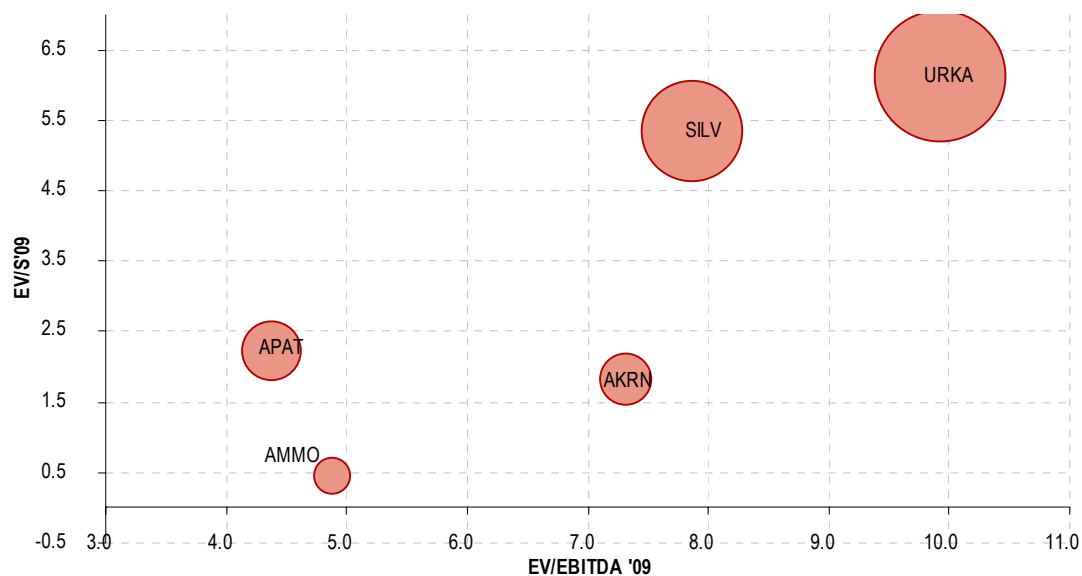
Цены на основные виды сельхозпродукции,
₽/бушельЦены на основные виды минеральных
удобрений, \$/тонна

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Нашими ключевыми рекомендациями в секторе остаются бумаги **Уралкалия** и **Сильвинита**. Отметим, что обе компании способны генерировать хорошие денежные потоки даже в условиях невысокой загрузки своих мощностей.

Оценка компаний сектора



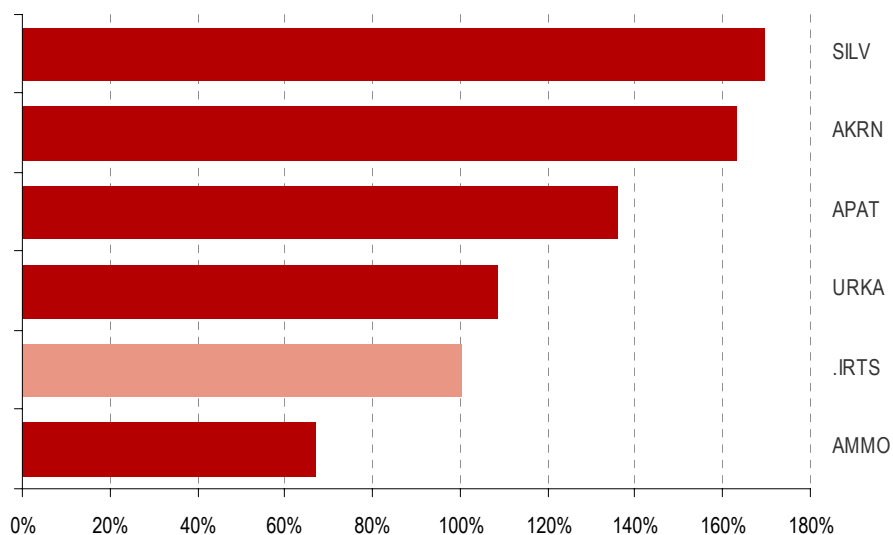
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

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

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



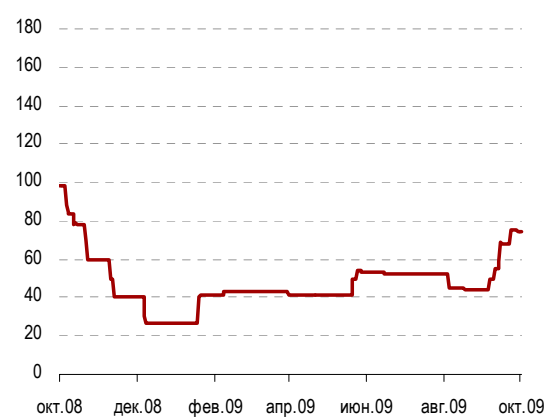
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Восстановление стоимости

Августовская статистика по рынку авиаперевозок в очередной раз продемонстрировала позитивные тенденции – шестой месяц подряд наблюдается замедление темпов падения пассажиропотока. Постепенно сокращается отрыв от уровней прошлого года и крупнейших компаний отрасли.

Сохранение позитивных тенденций на рынке авиатранспортных услуг уже нашло свое отражение в стоимости компаний. По итогам сентября акции Аэрофлота подорожали более чем на 40 %, превысив наш целевой уровень. Пока мы не видим причин для пересмотра наших прогнозов, в связи с чем мы меняем рекомендацию по бумагам компании с «покупать» на «продавать».

НМТП в сентябре представил неаудированную отчетность за 1-е полугодие 2009 г., которая отразила опережающее сокращение расходов на фоне роста доходов компании. Позитивные тенденции демонстрируют и 8-месячные операционные данные, опубликованные в сентябре, что позволяет судить о более высоких, чем мы ранее ожидали, годовых результатах. В данной связи в ближайшее время мы намерены провести пересмотр наших прогнозов финансовых результатов и оценки акций компании.

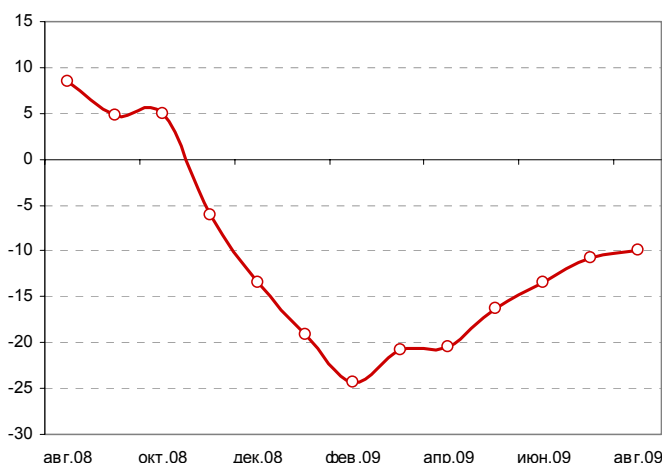
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.50	1 664	27.7	0.6	4.7	1.4	-5%	продавать
Сибирь	avsi	420.00	43	7.6	0.4	20.1	-		
Ютэйр	TMAT	0.29	165	69.2	0.6	22.2	-		
НМТП	NCSPq.L	11.20	2 876	20.6	4.9	10.8	10.1	-10%	продавать

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Авиаперевозки. Августовская статистика по авиаперевозкам в очередной раз продемонстрировала позитивные тенденции. По итогам месяца российские авиакомпании перевезли 5.6 млн человек, что на 10 % ниже уровня прошлого года. За первые 8 месяцев пассажирооборот российских авиакомпаний снизился на 15.6 % по сравнению с 16.8 % по итогам 7 месяцев.

Динамика пассажиропотока российских авиакомпаний, % г-к-г



Источники: ТКП, Росавиация, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Постепенно сокращается отрыв от уровней прошлого года и крупнейших компаний отрасли. Так, за 8 месяцев Аэрофлот перевез на 9.7 % меньше аналогичного периода 2008 г. по сравнению с 10.6 % за 7 месяцев.

Таким образом, в августе тренд восстановления рынка сохранился. Определенные сюрпризы могут быть преподнесены в сентябре, итоги которого пока не подведены, и октябре, когда

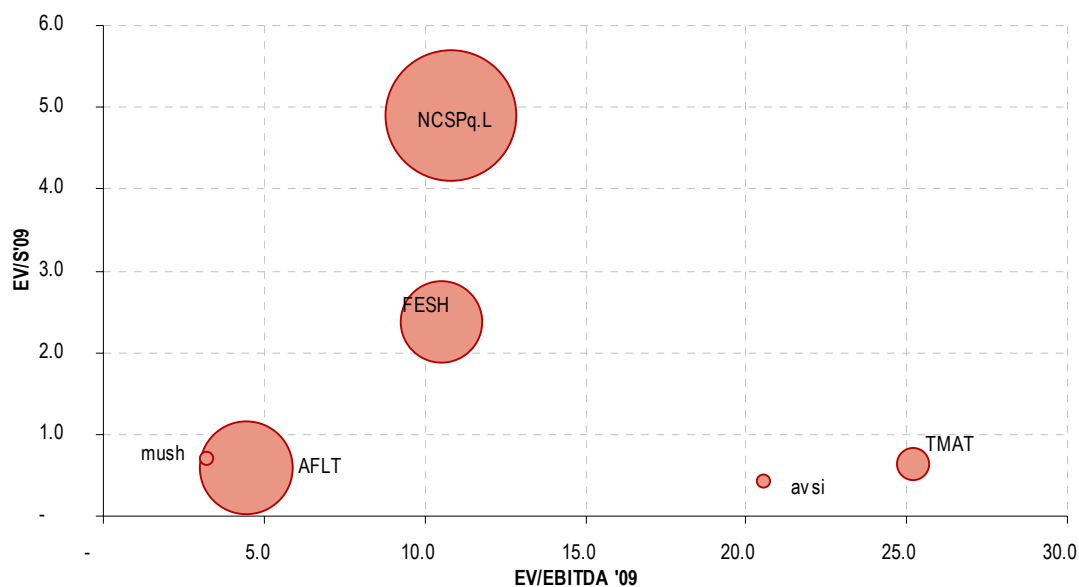
традиционно происходит снижение активности у пассажиров. В данные периоды заложенный в марте тренд восстановления рынка может быть прерван. Впрочем, отметим, что, по предварительным оценкам ситуации с потоками пассажиров крупных авиапредприятий, кардинальных перемен в сентябре на рынке не происходит, и на основании предварительных данных многие повышают годовые прогнозы. В частности, в конце сентября годовой прогноз по снижению пассажиропотока пересмотрел с 15 до 10 % крупнейший аэропорт Москвы – Домодедово.

Сохранение позитивных тенденций на рынке авиатранспортных услуг уже нашло свое отражение в стоимости компаний. По итогам сентября акции Аэрофлота подорожали более чем на 40 %, превысив наш целевой уровень. Пока мы не видим причин для пересмотра наших прогнозов, в связи с чем мы меняем рекомендацию по бумагам компании с «покупать» на «продавать».

НМТП в сентябре представил неаудированную отчетность за 1-е полугодие 2009 г., которая отразила опережающее сокращение расходов на фоне роста доходов компании. Несмотря на сокращение экономической активности в стране, по итогам полугодия грузооборот НМТП вырос на 10.4 %. В результате в отличие от других секторов экономики НМТП удалось обеспечить загрузку своих терминалов на достаточном для поддержания прибыльности уровне. Особенно это важно с учетом высоких инвестиций компании в 2007-2008 гг. в новые проекты. В частности, стоит отметить, что в результате введения в строй зернового комплекса объем перевалки зерна по итогам полугодия вырос более чем в 4 раза, достигнув 10%-ной доли в совокупном грузообороте. Доля перевалки нефтепродуктов увеличилась до 15.1 % (13.8 % в 1-м полугодии 2008 г.). Несмотря на кризис, НМТП смог развивать высокомаржинальные направления бизнеса, что отразилось на итогах полугодия.

Позитивные тенденции демонстрируют и 8-месячные операционные данные, опубликованные в сентябре, что позволяет судить о более высоких, чем мы ранее ожидали, годовых результатах. В данной связи в ближайшее время мы намерены провести пересмотр наших прогнозов финансовых результатов и оценку по акциям компании.

Оценка компаний сектора



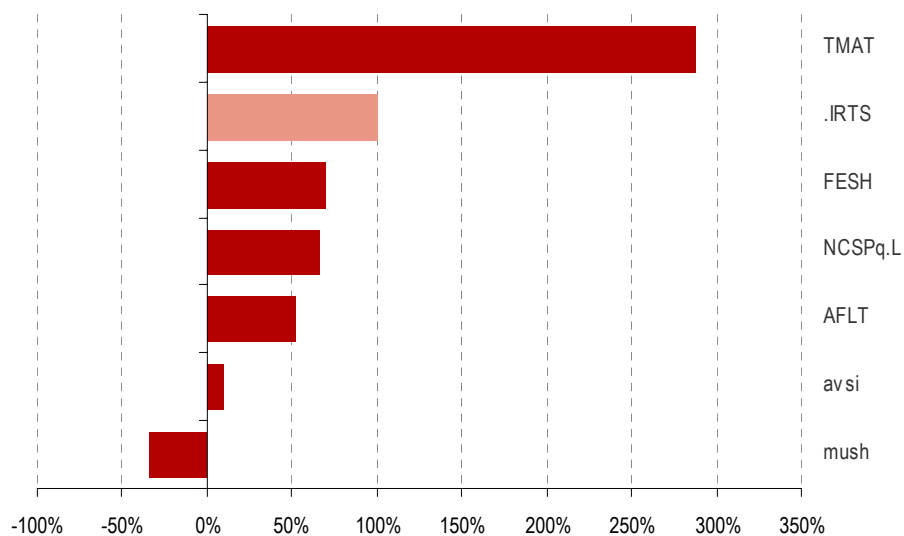
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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
Аэрофлот	4 614	3 677	4 102	583	482	495	56	60	120
Сибирь	1 486	1 070	1 230	30	21	49	2	6	17
Ютэйр	990	792	911	35	20	46	3	2	9
НМТП	654	667	774	376	300	374	96	140	200

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: PTC

Динамика акций сектора за год

Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП





Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Банки

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@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 абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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