

Стратегия Февраль 2010

Подтверждение основных прогнозов



Тремасов Кирилл, к.э.н.
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – ФЕВРАЛЬ 2010

Подтверждение основных прогнозов

- Восстановление мировой экономики в начале 2010 г. продолжается, при этом темпы роста, по-видимому, будут выше, чем ждет рынок.
- Укрепление доллара, произошедшее в январе, не является разворотом долгосрочной тенденции, а связано со спекуляциями вокруг локальных проблем Еврозоны и временным снижением аппетита к риску. Мы по-прежнему ставим на слабый доллар (евро/доллар – 1.50) и дорогое сырье (Urals – \$ 77.5).
- Российская экономика в 2009 г. снизилась на 7.9 %, что фактически совпало с нашим прогнозом (-8.0 %) и оказалось выше консенсус-ожидааний. Мы по-прежнему считаем, что рынок недооценивает потенциал роста российской экономики в 2010 г., который, по нашим расчетам, составит 7 %. Январский всплеск инфляции не является разворотом тренда, а связан с разовыми факторами. Мы по-прежнему ждем замедления инфляции в текущем году до 5.5 %.
- Процентные ставки на внутреннем долговом рынке в начале года заметно снизились, но потенциал дальнейшего снижения еще сохраняется. В феврале мы ожидаем роста активности инвесторов в надежных выпусках эмитентов второго эшелона, средневзвешенная доходность которых еще находится выше 11 % годовых. Именно в бумагах второго эшелона сосредоточено большинство наших торговых рекомендаций.
- Наша цель по индексу РТС на конец 2010 г. остается неизменной – 1 800 пунктов. Мы ждем продолжения роста российских акций в ближайший месяц и не удивимся, если наша годовая цель по индексу РТС будет достигнута уже весной.
- Наши топ-рекомендации, представленные в годовой стратегии, показали впечатляющий результат с начала года (в среднем +12 % по сравнению с +2 % по индексу), при этом лишь одна бумага (ЛУКОЙЛ) отстала от рынка, а ряд рекомендованных нами акций (Северсталь, МРСК Холдинг, Евраз) оказались в безоговорочных лидерах роста. Мы вносим небольшие корректировки в наш топ-список – в частности, мы исключаем из него акции Северстали и ОГК-4 (из-за существенного роста в начале года), заменяя их на Х5 и Мечел. Таким образом, наш обновленный список топ-рекомендаций выглядит следующим образом:
 - голубые фишки: Газпром, ЛУКОЙЛ, Сбербанк, Евраз, ФСК;
 - второй эшелон: НОВАТЭК, Распадская, Мечел, МРСК Холдинг, Х5.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – ФЕВРАЛЬ 2010	2
Подтверждение основных прогнозов	
ЭКОНОМИКА	8
Оптимистичное начало года	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	15
Есть что покупать	
РЫНОК АКЦИЙ	22
Впереди планеты всей	
НЕФТЬ И ГАЗ	27
И все-таки Газпром!	
МЕТАЛЛУРГИЯ	35
Пока в лидерах. Надолго ли?	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	39
Удачное начало года	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	46
В преддверии публикации коэффициентов конвертации	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	51
Рост вопреки глобальному тренду	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	56
Спрос восстанавливается. Но какими темпами?	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	61
Не так, как везде	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	65
Без изменений	
ТРАНСПОРТ	69
Рождение лидера?	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	73

Тремасов Кирилл, к.э.н.
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – февраль 2010

Подтверждение основных прогнозов

Начало года выдалось бурным. Однако в череде событий, заставивших инвесторов серьезно поволноваться, мы не видим таких, которые могли бы послужить поводом для пересмотра наших базовых прогнозов, представленных в годовой Стратегии. Мы по-прежнему ставим на дешевый доллар, дорогое сырье, видим хорошие перспективы восстановления мировой и российской экономики в текущем году и оцениваем потенциал роста российских акций до конца года уровнем 1 800 пунктов по индексу РТС.

В то же время произошедшие в январе события – это напоминание всем инвесторам о рисках, с которыми нам придется жить в ближайшем будущем и которые еще не раз всплывут в течение года.

Барак Обама и реформа банковского сектора

Пожалуй, главным нарушителем спокойствия в январе стал американский президент, выступивший с инициативами реформы банковского сектора.

До сих пор все разговоры о том, что кризис навсегда изменит модель экономического роста и приведет к необратимым изменениям на финансовых рынках, по нашему глубокому убеждению, были не более чем разговорами. Никаких революционных идей по регулированию финансовых рынков и стимулированию глобального экономического роста ни G8, ни G20 не предложили. Наиболее значимое, что было сделано ведущими странами за последний год, – это беспрецедентное по своим масштабам увеличение госрасходов и представление огромного объема краткосрочной ликвидности банковскому сектору. Все правительства дружно действовали в рамках устоявшейся еще до кризиса парадигмы контрциклического регулирования с использованием кредитно-денежных и бюджетно-налоговых механизмов – то есть, если называть все своими именами, занимались привычным для предыдущего десятилетия «надуванием пузырей».

В свете вышесказанного предложения Обамы выглядят действительно революционно, так как являются попыткой отхода от парадигмы абсолютно свободных финансовых рынков, ярким сторонником которой был и остается бывший глава ФРС А. Гринспен, и направлены не на решение текущих проблем, а на предотвращение будущих. Но на этом их революционность и заканчивается, так как суть предложений – разделение инвестиционного и прочего бизнеса банков – это фактически возвращение закона Гласса-Стигала, который был принят после Великой депрессии и просуществовал вплоть до 1999 г.

Движение в данном направлении может снизить общий уровень леввериджа финансовых рынков, который сейчас вновь начал увеличиваться. Это несет угрозу стоимости всех активов, торгуемых на финансовых рынках (по крайней мере, в краткосрочном плане), поэтому реакция рынков на предложения Обамы, которую мы видели в январе, была вполне логичной. В то же время сами предложения Обамы далеко не бесспорны и имеют множество противников как среди серьезных экономистов, так и среди политической элиты.

Мы считаем, что развитие этой темы может оказать влияние на рынки, но делать какие-то выводы сейчас преждевременно. Необходимо посмотреть, как будет развиваться дискуссия.

Китай: начало цикла ужесточения кредитно-денежной политики

Одним из наиболее знаковых событий января стало начало цикла ужесточения кредитно-денежной политики в Китае. После бурного всплеска кредитования в первой половине месяца (по данным СМИ, банки раздали более 1 трлн юаней новых кредитов, в то время как за весь прошлый беспрецедентный год было выдано порядка 10 трлн юаней) денежные власти приняли решение приостановить кредитную экспансию банков. В числе рыночных методов, направленных на ужесточение кредитно-денежной политики и реализованных Народным банком Китая в январе, можно отметить повышение нормативов по обязательным резервам, а также повышение ставок по

векселям, которые Центробанк использует в качестве инструмента стерилизации избыточной ликвидности. Основная процентная ставка пока не повышена, однако, по данным СМИ, это произойдет после того, как инфляция достигнет текущей депозитной ставки (2.25 %). Пока годовой показатель инфляции находится на уровне 1.9 %.

Мы полагаем, что новые шаги китайского Центробанка по ужесточению кредитно-денежной политики обязательно последуют, возможно, уже в текущем месяце. Мы рекомендуем внимательно следить за инфляционными показателями (статистика за январь будет опубликована 11 февраля). Безусловно, действия денежных властей Китая будут служить поводом для спекуляций, однако серьезная обеспокоенность инвесторов возникнет лишь в том случае, если инфляция начнет выходить из-под контроля.

Отметим, что предыдущий цикл ужесточения кредитно-денежной политики в Китае оказал ограниченное влияние на уровень деловой активности в стране, который оставался достаточно высоким вплоть до начала мирового кризиса. Сейчас же ужесточение денежной политики будет более мягким и осторожным, чем в предыдущем цикле, так как общая ситуация в мире остается еще достаточно сложной. По данным СМИ, объем новых кредитов, которые китайские банки смогут выдать корпоративному сектору в этом, ограничен 7.5 трлн юаней – хотя это и меньше прошлогодних значений, но по сравнению с докризисными объемами является очень впечатляющей цифрой.



Источники: Reuters, Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

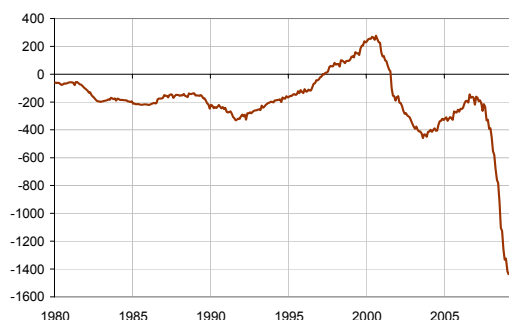
Сильный доллар или слабый евро?

Укрепление доллара, наблюдавшееся в январе, мы объясняем снижением аппетита к риску (чему способствовали два вышерассмотренных фактора), а также спекуляциями вокруг проблем ряда европейских стран. Мы считаем, что рынок несколько преувеличивает эти проблемы, забывая, что ситуация с бюджетом США выглядит не менее драматично, чем, скажем, в Греции (ожидаемый дефицит бюджета в текущем году – 11-12 % ВВП, размер госдолга – 125 % ВВП) или Испании (12-12.5 % ВВП и порядка 70 % ВВП госдолга). Не надо также забывать, что Греция – это всего лишь 2.6 % в экономике Еврозоны (по данным WB за 2008 год), а на долю PIGS приходится 18 % совокупного ВВП Еврозоны. Для сравнения, штат Калифорния, находящийся на грани банкротства, обеспечивает 13 % американского ВВП. Так что проблемы PIGS в масштабах Еврозоны вполне сопоставимы с проблемами одного американского штата.

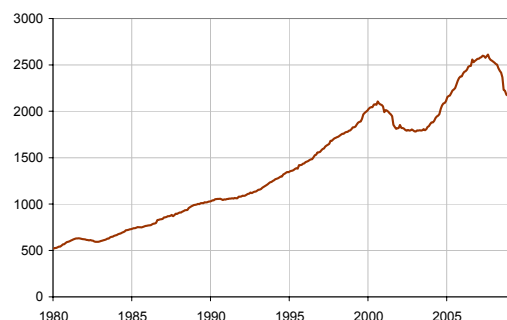
Напомним, что в 2009-м финансовом году, который завершился 31 октября 2009 г., дефицит бюджета США составил \$ 1.4 трлн (9.9 % ВВП). В первые месяцы текущего финансового года наблюдается некоторая стабилизация расходов на фоне дальнейшего падения доходов. В результате накопленный за 12 месяцев дефицит приближается уже к \$ 1.5 трлн, а по итогам всего года ожидается на рекордном уровне – \$ 1.56 трлн, или 10.6 % ВВП. Крайне высокий дефицит (\$ 1.27 трлн) запланирован и на следующий финансовый год. Долг американского правительства за это время, по-видимому, превысит 80 % ВВП.

Мы по-прежнему считаем, что состояние американского бюджета является очень серьезным риском для держателей долларовых активов. На наш взгляд, пока не произойдет каких-то значимых реформ в бюджетной сфере США, доллар будет оставаться слабым.

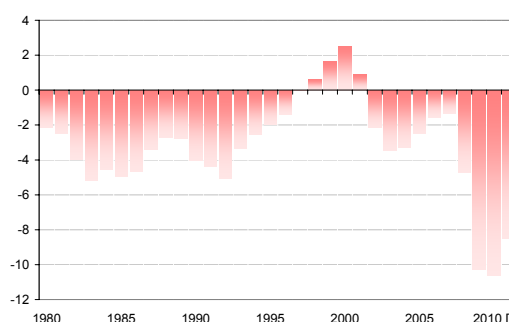
Дефицит бюджета США, \$ млрд накопленным итогом за 12 месяцев



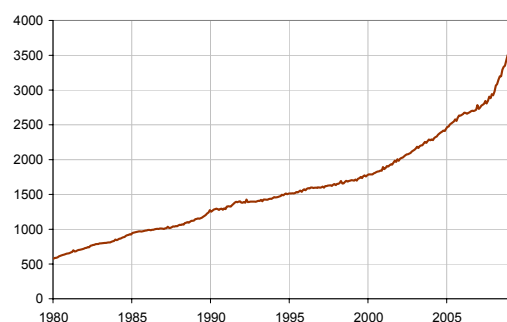
Доходы бюджета США, \$ млрд накопленным итогом за 12 месяцев



Дефицит бюджета США, % ВВП



Расходы бюджета США, \$ млрд накопленным итогом за 12 месяцев



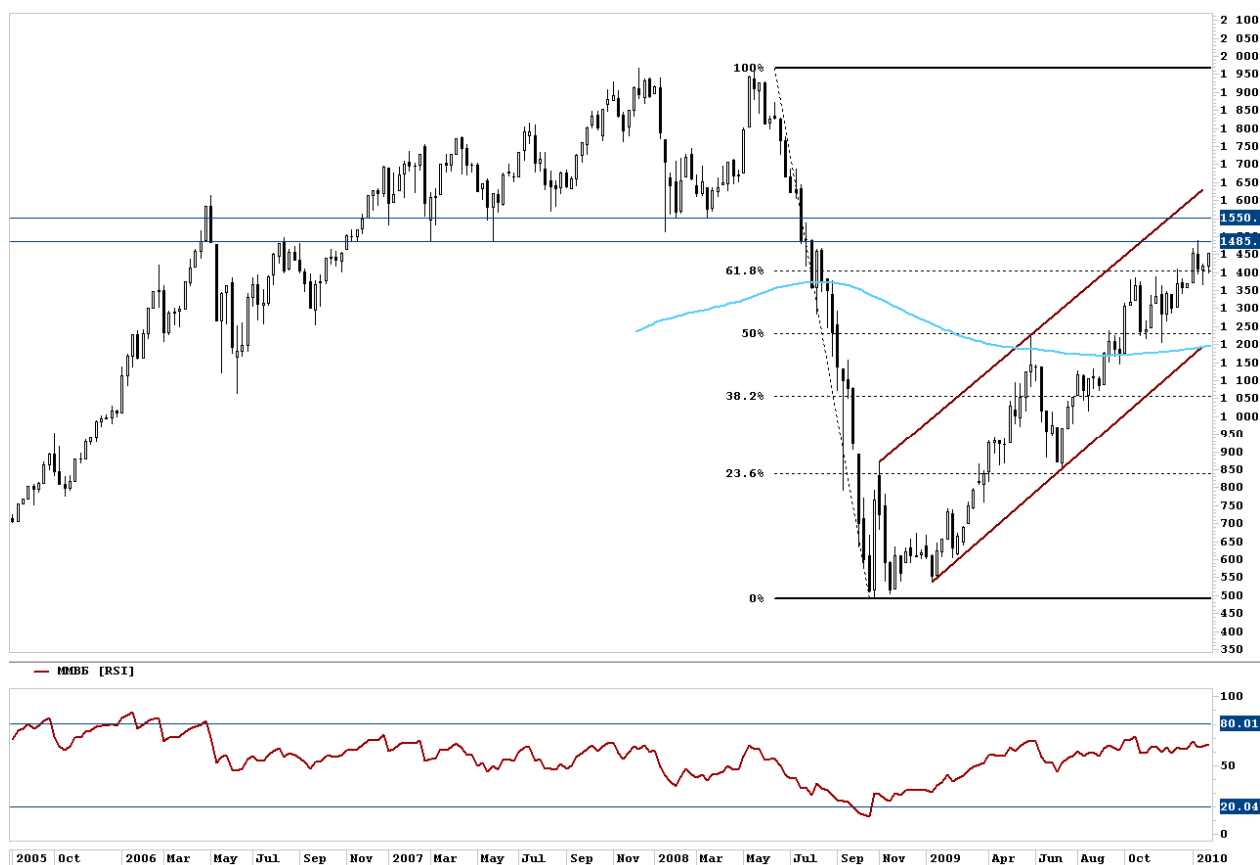
Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Взглянем на графики

Индекс ММВБ не смог сходу пройти сильный уровень сопротивления, находящийся в районе 1 490 пунктов. Незначительность произошедшей в январе коррекции, на наш взгляд, свидетельствует о сохранении сильных «бычьих» настроений на рынке. Ни на недельных, ни на дневных графиках мы не видим пока признаков разворота восходящего тренда, установившегося с начала прошлого года. При этом наблюдаемый подъем носит достаточно спокойный характер; технические индикаторы не позволяют говорить о каких-либо признаках «перекупленности». Такой тренд может развиваться достаточно долго.

Ближайшей технической целью является уровень 1 550 пунктов. Прохождение этой отметки фактически откроет дорогу к историческим максимумам. Важнейшие технические уровни поддержки – 1 225 пунктов (локальный прошлогодний максимум) и 1 200 пунктов (здесь на дневных графиках проходит 200-дневная скользящая средняя). Пока индекс находится выше указанных уровней, мы склонны трактовать техническую картинку как восходящий тренд.

Индекс ММВБ - weekly



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Тремасов Кирилл, к.э.н.
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика

Оптимистичное начало года

Итоги 2009 г. оказались лучше прогнозов, а начало 2010 г. пока вселяет умеренный оптимизм. Мы подтверждаем наш годовой прогноз роста ВВП в текущем году на уровне 7 % и по-прежнему ждем замедления инфляции до 5.5 %.

2009 год: подведение итогов

Падение ВВП по итогам 2009 г. составило 7.9 %, что оказалось даже лучше нашего прогноза (-8.0 %) и существенно превзошло рыночные ожидания (-8.5-8.7 %). Эти цифры, опубликованные на днях Росстатом, свидетельствуют о том, что рост ВВП в 4-м квартале резко ускорился по сравнению с предыдущими тремя месяцами. Годовые цифры по ВВП несколько не согласуются с его квартальной динамикой, которая, скорее всего, будет пересмотрена – падение ВВП в начале года, вероятнее всего, окажется меньшим, чем сообщалось ранее, а рост в 4-м квартале будет не столь сильным, как это следует из годовой отчетности.

Тем не менее, основные выводы, на наш взгляд, не подвергаются сомнению. Мы бы сформулировали эти выводы следующим образом:

- экономика прошла свое дно в середине года;
- в 3-4 кварталах динамика ВВП, очищенная от сезонности, была положительной;
- в 4-м квартале рост ВВП ускорился по сравнению с предыдущими месяцами;
- ускорение роста ВВП в 4-м квартале было обеспечено строительным сектором, в то время как рост в промышленности замедлился;
- потребительский спрос в середине года стабилизировался (прекратилось падение), однако о начале устойчивого роста говорить до сих пор еще рано;
- очень слабой остается инвестиционная активность.

Поквартальная динамика основных показателей с устраненной сезонностью

	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.
Промышленность	-6.4	-0.3	2.8	1.5
Строительство	-15.2	0.2	-1.3	5.1
Розничная торговля	-4.9	-2.5	-0.1	0.3
Реальная зарплата	-1.9	-1.6	0.5	2.5
Инвестиции	-8.1	-4.1	-2.6	0.3

Источники: МЭР

2010 год: оптимистичное начало

Начало года, на наш взгляд, вселяет умеренный оптимизм. В первую очередь этот оптимизм связан с промышленным сектором, который после замедления/остановки роста в 4-м квартале, похоже, вновь начинает оживать. Об этом в первую очередь свидетельствует индекс PMI manufacturing, который вновь вернулся в положительную область (выше 50 пунктов); мы также обращаем внимание на рекордные показатели газовой отрасли (в январе был зафиксирован абсолютный максимум добычи газа).

К сожалению, пока ничего определенного нельзя сказать про активность потребителей. Здесь новости противоречивы. Так, к примеру, авиакомпании сообщают о восстанавливающейся динамике авиаперевозок, в то время как авторитетнейшие, напротив, говорят об углублении спада по итогам января. Индекс деловой активности в сфере услуг снижается третий месяц подряд, хотя и остается в области роста (выше 50 пунктов).

Объективно говоря, статистики еще слишком мало, чтобы делать окончательные выводы об

экономической динамике в начале года, хотя, по нашим оценкам, сохранение положительной динамики не вызывает сомнений. Мы подтверждаем наш годовой прогноз роста ВВП на уровне 7 %.



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Неприятным моментом января стал всплеск инфляции, которая с 1 по 25 января составила 1.7 %. Мы не склонны драматизировать эти цифры. Всплеск инфляции был обусловлен разовыми факторами (повышение тарифов), в то время как монетарные факторы (существенный рост денежной массы в конце года), по нашим оценкам, в полной мере проявятся в 2011 г. В этом же году мы по-прежнему ждем замедления инфляции до 5.5 %.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 10	2010 П	2011 П	2012 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	50.2	60.9	69.4	93.8	60.8	75.7	77.6	82.3	82.1
на конец года	54.4	55.1	91.6	34.8	77.2	70.7	80.0	85.0	85.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	445	605	698	872	974	1 114	1 150	1 150	1 150
на конец года	517	637	839	882	1 097	1 081	1 150	1 150	1 150
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	14 788	24 160	35 838	21 253	14 757	18 444	17 000	18 000	19 000
на конец года	13 372	34 025	27 200	11 700	18 525	18 500	17 500	18 500	19 500
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	3 680	6 736	7 009	6 879	5 193	7 356	6 500	6 700	6 900
на конец года	4 542	6 308	6 755	3 070	7 375	6 745	6 550	6 800	6 950
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 906	2 595	2 661	2 620	1 705	2 250	2 100	2 200	2 300
на конец года	2 277	2 803	2 410	1 540	2 230	2 079	2 150	2 300	2 300
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 400	3 250	3 234	1 902	1 688	2 432	2 350	2 400	2 500
на конец года	1 909	4 230	2 430	1 208	2 560	2 110	2 400	2 450	2 550
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	75	56	73	171	60	86	110	115	120
на конец года	50	64	90	68	88	85	113	118	123
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой					361	436	490	550	600
на конец года				380	410	413	500	575	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.26	1.37	1.47	1.39	1.43	1.49	1.52	1.53
на конец года	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.39	1.51	1.53	1.54
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.31	27.14	25.55	24.87	31.77	29.84	28.20	27.00	26.25
на конец года	28.78	26.33	24.55	29.38	30.24	30.43	27.50	26.50	26.00
Евро/рубль									
среднегодовой	35.16	34.11	35.03	36.45	44.20	42.57	42.00	41.00	40.25
на конец года	34.19	34.70	35.93	41.44	43.39	42.46	41.50	40.50	40.00
Бивалютная корзина (\$–0,55; €–0,45)									
среднегодовой	31.39	30.28	29.82	30.08	37.36	35.57	34.41	33.30	32.55
на конец года	31.21	30.10	29.67	34.81	36.16	35.85	33.80	32.80	32.30
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	4.25	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.25	3.25	4.00
UST 10									
среднегодовой, % годовых	4.28	4.79	4.63	3.65	3.25	3.71	4.00	4.50	4.50
на конец года, % годовых	4.39	4.70	4.03	2.22	3.84	3.59	4.25	4.50	4.50
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	5.96	5.93	5.80	6.78	7.42	5.29	5.75	5.50	5.50
на конец года, % годовых	5.55	5.66	5.53	9.98	5.40	5.45	5.75	5.50	5.50
спрэд к UST-10, б. п.	115	95	150	775	156	186	150	100	100
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.59	7.47	10.11	8.25	8.00	7.25	7.00
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.53	9.11	8.64	8.17	7.50	7.00	7.00
Ставка рефинансирования, % годовых	12.00	11.00	10.00	13.00	8.75	8.75	7.0	8.0	8.0
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых				9.00	6.00	6.00	4.5	5.5	5.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	2 291	632	1 445	1 474	1 800	-	-
Изменение за год, %	83.4	70.7	19.2	-72.4	128.6	2.0	24.6	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
ВВП								
реальный, % год к году	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.9	7.0	5.5	5.6
индекс-дефлятор, % год к году	19.2	15.5	13.8	18.0	2.7	12.5	11.5	11.0
номинальный, млрд руб.	21 625	26 903	33 103	41 256	39 016	46 624	54 550	63 606
% год к году	26.8	24.4	23.0	24.6	-5.4	19.5	17.0	16.6
номинальный, \$ млрд	764	991	1 296	1 659	1 228	1 653	2 020	2 423
% год к году	29.1	29.8	30.7	28.0	-25.9	34.6	22.2	19.9
на душу населения, \$ тыс.	5.4	7.0	9.1	11.7	8.7	11.7	14.2	17.1
Промышленность, % год к году								
промышленное производство	5.1	6.3	6.3	2.1	-10.8	8.0	5.0	4.6
обрабатывающая промышленность	7.6	8.3	9.5	3.2	-16.0	11.5	7.0	6.5
добыча полезных ископаемых	1.4	2.5	1.9	0.2	-1.2	3.0	2.0	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	0.9	4.9	-0.2	1.4	-4.8	2.0	2.2	1.5
Добыча нефти								
% год к году	2.5	2.2	2.3	-0.7	1.3	3.0	2.2	1.1
млн т	470	480	491	488	494	509	520	526
млн баррелей в сутки	9.44	9.65	9.87	9.78	9.93	10.22	10.45	10.53
Добыча газа								
% год к году	1.1	2.4	-0.5	1.8	-12.4	6.3	3.2	2.2
млрд куб. м	641	656	653	665	582	619	639	653
млн б. н. э. в сутки	10.33	10.58	10.53	10.69	9.39	9.98	10.30	10.50
Розничная торговля								
индекс физического оборота, % год к году	12.8	14.1	16.1	13.5	-5.5	4.0	10.5	12.0
млрд руб.	7 042	8 712	10 869	13 920	14 517	16 114	18 853	22 529
% год к году	24.8	23.7	24.8	28.1	4.3	11.0	17.0	19.5
% к ВВП	32.6	32.4	32.8	33.7	37.2	34.6	34.6	35.4
Инвестиции в основной капитал								
индекс физического объема, % год к году	10.9	16.7	22.7	9.8	-17.0	10.0	12.0	16.0
млрд руб.	3 611	4 730	6 716	8 765	7 540	9 123	11 222	14 532
% год к году	26.0	31.0	42.0	30.5	-14.0	21.0	23.0	29.5
% к ВВП	16.7	17.6	20.3	21.2	19.3	19.6	20.6	22.8
Строительство								
объем строительных работ								
% год к году в реальном выражении	13.2	18.1	18.2	12.8	-16.0	9.0	9.5	12.0
млрд руб.	1 754	2 351	3 293	4 528	3 869	4 643	5 595	7 021
% год к году в ном. выражении	33.6	34.0	40.1	37.5	-14.6	20.0	20.5	25.5
% к ВВП	8.1	8.7	9.9	11.0	9.9	10.0	10.3	11.0
жилищное строительство								
введено жилья, тыс. штук квартир	515	609	721	768	701	680	635	650
введено жилья, млн кв. м	43.6	50.6	61.0	63.8	59.8	58.0	55.0	56.0
% год к году	6.1	16.1	20.6	4.6	-6.7	-3.0	-5.2	1.8
средний размер квартиры, кв. м	84.6	83.0	84.6	83.1	85.3	85.3	86.6	86.2
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.31	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.39	0.39
Сельское хозяйство								
% год к году	2.3	3.6	3.4	10.8	1.2	3.0	3.0	2.5
Грузооборот транспорта								
млрд т-км	4 675	4 800	4 915	4 948	4 445	4 750	4 900	5 015
% год к году	2.6	2.7	2.4	0.7	-10.2	6.9	3.2	2.3

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные доходы на душу населения								
рублей в месяц	8 112	10 196	12 603	14 939	16 818	18 416	20 626	24 235
% год к году	26.5	25.7	23.6	18.5	12.6	9.5	12.0	17.5
Реальные расп. денежные доходы населения								
% год к году	12.4	13.5	12.1	1.9	1.9	2.5	5.5	10.0
Денежные расходы на душу населения								
рублей в месяц			12 106	14 878	16 782	18 393	20 693	24 210
% год к году				22.9	12.8	9.6	12.5	17.0
Превышение доходов над расходами			3.9	0.4	0.2	0.1	-0.3	0.1
Номинальная заработная плата								
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	13 593	17 290	18 785	20 382	22 828	26 936
% год к году	26.9	24.3	27.8	27.2	8.5	8.5	12.0	18.0
среднегодовая, \$ в месяц	302	392	532	695	591	723	845	1 026
% год к году	29.2	29.7	35.8	30.7	-14.9	22.2	17.0	21.4
Реальная заработная плата								
% год к году	12.6	13.3	17.2	11.5	-2.8	1.5	5.5	10.5
Рынок труда								
постоянное население, млн ч.	142.8	142.2	142.0	141.9	141.9	141.9	141.9	141.8
изменение за год, тыс. ч.	-721	-533	-212	-105	3	-25	-50	-50
экономически активное население, млн ч.	73.8	74.2	75.0	75.8	75.4	75.5	75.2	75.0
безработные на конец года, млн ч.	5.66	5.13	4.60	5.80	6.17	5.70	5.20	4.60
безработица на конец года, %	7.7	6.9	6.1	7.7	8.2	7.5	6.9	6.1
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.83	1.74	1.55	1.52	2.15	2.00	1.80	1.60
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.5	2.3	2.1	2.0	2.8	2.6	2.4	2.1

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
Денежная масса								
M2, млрд руб.	6 045	8 996	13 272	13 493	15 698	19 167	23 058	27 370
% год к году	38.5	48.8	47.5	1.7	16.3	22.1	20.3	18.7
% к ВВП	28.0	33.4	40.1	32.4	40.2	41.1	42.3	43.0
M0, млрд руб.	2 009	2 785	3 702	3 795	4 038	4 737	5 438	6 139
% год к году	30.9	38.6	32.9	2.5	6.4	17.3	14.8	12.9
доля в M2, %	33.2	31.0	27.9	28.1	25.7	24.7	23.6	22.4
% к ВВП	9.3	10.4	11.2	9.1	10.3	10.2	10.0	9.7
Инфляция								
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	10.9	9.0	11.9	13.3	8.8	5.5	7.0	8.2
% среднегодовой	12.5	9.8	9.1	14.1	11.8	7.0	6.5	7.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	13.4	10.4	25.1	-7.0	13.9	12.0	8.0	10.0
% среднегодовой	20.9	12.5	14.1	21.8	-7.2	13.5	10.0	9.0
Золотовалютные резервы								
Прирост с начала года, \$ млрд	58	122	175	-52	12	120	128	135
На конец года, \$ млрд	182	304	479	427	439	559	687	822
% к ВВП	23.9	30.6	36.9	25.5	35.7	33.8	34.0	33.9
Монетарный курс рубля к доллару								
M2 к ЗВР	33.2	29.6	27.7	31.6	35.8	34.3	33.6	33.3
по отношению к фактическому курсу	4.4	3.3	3.2	2.2	5.5	6.8	7.1	7.3

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2005	2006	2007	2008	Янв.-нояб. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Активы	9 696	13 963	20 125	28 022	28 692	28 919	34 182	41 361	49 633
% год к году	36.6	44.0	44.1	39.2	10.7	3.2	18.2	21.0	20.0
% к ВВП	44.8	51.9	60.8	67.3	-	71.9	70.5	73.0	75.1
Собственный капитал	1 242	1 693	2 671	3 811	4 643	4 489	5 208	6 067	7 038
% год к году	31.2	36.3	57.8	42.7	26.9	17.8	16.0	16.5	16.0
% к ВВП	5.7	6.3	8.1	9.1	-	11.2	10.7	10.7	10.6
% к активам	12.8	12.1	13.3	13.6	16.2	15.5	15.2	14.7	14.2
Депозиты населения	2 761	3 810	5 159	5 907	6 999	7 100	8 627	10 525	12 787
% год к году	39.4	38.0	35.4	14.5	26.7	20.2	21.5	22.0	21.5
% к ВВП	12.8	14.2	15.6	14.2	-	17.7	17.8	18.6	19.3
% к пассивам	28.5	27.3	25.6	21.1	24.4	24.6	25.2	25.4	25.8
Кредиты населению	1 056	1 883	2 971	4 017	3 586	3 595	4 045	4 894	5 873
% год к году	96.2	78.3	57.8	35.2	-11.6	-10.5	12.5	21.0	20.0
% к активам	10.9	13.5	14.8	14.3	12.5	12.4	11.8	11.8	11.8
% к депозитам населения	38.2	49.4	57.6	68.0	51.2	50.6	46.9	46.5	45.9
Просроченная задолженность	20	51	97	149	243	244	275	299	294
% к портфелю	1.9	2.7	3.2	3.7	6.8	6.8	6.8	6.1	5.0
Депозиты юридических лиц	1 271	2 147	3 520	4 945	5 227	5 529	6 497	7 796	9 277
% год к году	67.7	68.9	64.0	40.5	7.8	11.8	17.5	20.0	19.0
% к пассивам	13.1	15.4	17.5	17.6	18.2	19.1	19.0	18.8	18.7
Кредиты предприятиям	4 397	6 148	9 316	12 510	12 698	12 760	14 865	18 195	22 016
% год к году	31.3	39.8	51.5	34.3	2.8	2.0	16.5	22.4	21.0
% к активам	45.3	44.0	46.3	44.6	44.3	44.1	43.5	44.0	44.4
Просроченная задолженность	56	70	86	266	792	804	1 002	1 146	1 145
% к портфелю	1.3	1.1	0.9	2.1	6.2	6.3	6.7	6.3	5.2
Просроченная задолженность по кредитам	76	121	183	415	1 035	1 048	1 277	1 445	1 438
% к кредитному портфелю	1.4	1.5	1.5	2.5	6.4	6.4	6.8	6.3	5.2
Резервы на возможные потери по кредитам	295	403	532	899	1 740	1 730	1 915	2 023	1 870
% к кредитному портфелю	5.4	5.0	4.3	5.4	10.7	10.6	10.1	8.8	6.7
% к просроченной задолженности	389	333	291	217	168	165	150	140	130
Прибыль	262	372	508	409	96	90	968	1 254	1 706
ROAA	3.1	3.1	3.0	1.7	0.4	0.3	3.1	3.3	3.8
ROAE	24.0	25.3	23.3	12.6	2.5	2.2	20.0	22.2	26.0

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
Доходы, млрд руб.	5 125	6 279	7 765	9 258	7 336	8 890	9 980	10 900
% год к году	49.5	22.5	23.7	19.2	-20.8	21.2	12.3	9.2
% к ВВП	23.7	23.3	23.5	22.4	18.8	19.1	18.3	17.1
нефтегазовые доходы				4 389	2 984	3 900	4 180	4 200
% год к году					-32.0	30.7	7.2	0.5
% к ВВП				10.6	7.6	8.4	7.7	6.6
% к доходам				47.4	40.7	43.9	41.9	38.5
не нефтегазовые доходы				4 869	4 352	4 990	5 800	6 700
% год к году					-10.6	14.7	16.2	15.5
% к ВВП				11.8	11.2	10.7	10.6	10.5
% к доходам				52.6	59.3	56.1	58.1	61.5
Расходы, млрд руб.	3 512	4 285	5 982	7 561	9 662	9 700	9 800	10 250
% год к году	30.1	22.0	39.6	26.4	27.8	0.4	1.0	4.6
% к ВВП	16.2	15.9	18.1	18.3	24.8	20.8	18.0	16.1
Профицит, млрд руб.	1 613	1 994	1 782	1 697	-2 326	-810	180	650
% к ВВП	7.5	7.4	5.4	4.1	-6.0	-1.7	0.3	1.0
Резервный фонд *								
млрд руб.	1 237	2 347	3 849	4 028	1 831	1 000	1 200	2 000
\$ млрд	43.0	89.1	156.8	137	61	36	45	77
% к ВВП	5.7	8.7	11.6	9.8	4.7	2.2	2.2	3.2
Фонд национального благосостояния								
млрд руб.				2 584	2 769	2 750	2 720	2 750
\$ млрд				88	92	100	103	106
% к ВВП				6.3	7.1	5.9	5.0	4.3

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2005	2006	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П
Счет текущих операций	84	94	77	102	47	75	60	40
% год к году	41	12	-18	33	-54	58	-20	-33
% к ВВП	11.0	9.5	5.9	6.2	3.9	4.5	3.0	1.7
Экспорт товаров	244	304	354	472	303	390	420	455
% год к году	33	25	17	33	-36	29	8	8
% к ВВП	31.9	30.6	27.4	28.4	24.7	23.6	20.8	18.8
в т. ч. экспорт углеводородов	149	191	219	310	190	255	260	265
% к ВВП	19.5	19.2	16.9	18.7	15.5	15.4	12.9	10.9
% к общему объему экспорта	61.1	62.8	61.7	65.8	62.8	65.4	61.9	58.2
Импорт товаров	125	164	223	292	193	230	290	360
% год к году	29	31	36	31	-34	19	26	24
% к ВВП	16.4	16.6	17.3	17.6	15.7	13.9	14.4	14.9
Торговое сальдо	118	139	131	180	111	160	130	95
% год к году	38	18	-6	37	-38	45	-19	-27
% к ВВП	15.5	14.0	10.1	10.8	9.0	9.7	6.4	3.9
Прямые иностранные инвестиции	13	30	55	73	43	70	95	115
% к ВВП	1.7	3.0	4.3	4.4	3.5	4.2	4.7	4.7
Банки	2	3	7	10	5	10	15	20
% к ВВП	0.3	0.3	0.6	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8
% к общему объему ПИИ	15	8	13	14	11	14	16	17
Прочие сектора	11	27	48	63	38	60	80	95
% к ВВП	1.4	2.7	3.7	3.8	3.1	3.6	4.0	3.9
% к общему объему ПИИ	85	92	87	86	89	86	84	83
Чистый отток капитала	0	41	82	-133	-52	40	56	80
% к ВВП	0.0	4.2	6.4	-8.0	-4.3	2.4	2.8	3.3
Банки	6	28	46	-57	-33	8	16	25
% к ВВП	0.8	2.8	3.5	-3.4	-2.6	0.5	0.8	1.0
Прочие сектора	-6	14	37	-76	-20	32	40	55
% к ВВП	-0.8	1.4	2.8	-4.6	-1.6	1.9	2.0	2.3

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

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Долговые рынки

Есть что покупать

С точки зрения иностранных инвесторов, хеджирующих свои валютные риски, рублевый рынок долга выглядит предпочтительнее обязательств в долларах и евро. Для инвесторов, которые не хеджируют свои риски, покупка еврооблигаций российских компаний и вовсе имеет неочевидную выгоду. С другой стороны, еврооблигации именно за последние 1-2 месяца стали для крупных компаний-эмитентов неплохой альтернативой выпуску рублевых облигаций (даже с учетом стоимости хеджирования). В российских корпоративных бондах наблюдаются признаки перекупленности. Поэтому круг по-настоящему интересных торговых идей в корпоративном секторе относительно невелик.

Мы не ждем снижения котировок рублевых облигаций в феврале по сравнению с уровнями конца января. По нашим прогнозам, будет иметь место дальнейшее увеличение объема торгов в надежных выпусках эмитентов второго эшелона, средневзвешенная доходность которых еще находится выше 11 % годовых. Именно в бумагах второго эшелона сосредоточено большинство наших торговых рекомендаций.

Российские еврооблигации: итоги января

Для российских еврооблигаций месяц начался с уверенного ралли, спрэд Россия'30 – UST-10 достигал значений 133 б. п. Однако ралли продлилось буквально 2-3 дня, во второй половине месяца большинство российских корпоративных евробондов падало в цене. Сейчас спрэд Россия'30 – UST-10 составляет 177 б. п.

Темпы роста рынка еврооблигаций в январе 2010 г. упали до скромных 0.15-0.2 п. п., при этом многие выпуски по итогам месяца закрылись в минусе (например, еврооблигации ВымпелКома, Транснефти, ЛУКОЙЛа). Можно сделать предположение о том, что с точки зрения иностранных инвесторов, хеджирующих свои валютные риски, рублевый рынок долга выглядит предпочтительнее обязательств в долларах и евро. Для инвесторов, которые не хеджируют свои риски, покупка еврооблигаций российских компаний и вовсе имеет неочевидную выгоду. С другой стороны, еврооблигации именно за последние 1-2 месяца стали для крупных компаний-эмитентов неплохой альтернативой выпуску рублевых облигаций (даже с учетом стоимости хеджирования).



Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Первой ласточкой на рынке корпоративных еврооблигаций стали 2 выпуска ТНК-ВР. Компания разместила 5-летние и 10-летние евробонды траншами по \$ 500 млн. Ставка купона 5-летних бумаг – 6.45 % годовых, 10-летних – 7.5 %. В нашем понимании, размещение прошло очень успешно для компании, так как, по сути, новые бумаги разместились с небольшим дисконтом к кривой еврооблигаций ТНК-ВР, даже после того как обращающиеся инструменты компании активно покупались в последние 2-3 дня.

Торговые идеи: еврооблигации

По большинству инструментов российский рынок публичного валютного долга кажется нам достигшим справедливого равновесного уровня, а в некоторых отраслевых сегментах (телекоммуникации, нефть и газ, транспорт) даже наблюдаются признаки перегретости. Поэтому круг по-настоящему интересных торговых идей относительно невелик:

- Вот уже несколько месяцев подряд мы рекомендуем к покупке еврооблигации компаний металлургического сектора. Мы считаем, что это идея актуальна и сейчас, так как с точки зрения и рыночной динамики, и абсолютных уровней по доходности и спреду к свопам инструменты **Евраз**, **Северстали** и **ТМК** – самые неперекупленные корпоративные евробонды.
- **Распадская** с февраля подняла цены на концентрат коксующегося угля на треть. На наш взгляд, еврооблигации Распадской являются хорошей инвестицией и при весьма консервативных прогнозах цен на уголь. Улучшение ситуации на рынке угля лишь усиливает наше и без того очень позитивное отношение к сектору и к бондам **Raspadskaya' 12**, которые с точки зрения спредов к свопам (520 б. п.) проигрывают, пожалуй, только бумагам Северстали, Евраз и ТМК.
- Несмотря на рост долга на балансе компании и «проседание» операционного денежного потока **Газпрома** в 2009 г., кредитоспособность газового монополиста очень высока. После успешного (больше для эмитента, нежели для инвесторов) размещения 2 выпусков еврооблигаций **TNK-BP** и последовавшего вместе с этим сближения кривых еврооблигаций **TNK-BP** и **Газпрома** до 20-30 б. п. инструменты **Газпрома** смотрятся сейчас привлекательнее всего не только в секторе Oil&Gas, но и среди качественных евробондов вообще. Мы отдаем предпочтение выпускам **Gazprom' 18**, **Gazprom' 20**, **Gazprom' 13**. Именно эти бумаги имеют самые широкие спреды.
- Мы рекомендуем к покупке еврооблигации **VTB' 18** и **VTB' 35** с офертами в 2013 и 2015 гг. соответственно. Мы считаем их одними из самых привлекательных инструментов госбанков и квазигосбанков в валюте. Данные бумаги подверглись значительной коррекции (-0.7-1.0 п. п.), что делает их, в нашем понимании, еще более привлекательными для покупки: спред **VTB' 18** и **VTB' 35** к кривой евробондов самого **ВТБ** составляет внушительные 80-100 б. п. Наконец, эти 2 выпуска торгуются с премией более 130 б. п. к еврооблигациям **РСХБ**, а к бондам **Сбербанка** спред и вовсе неприлично широк – более 250 б. п. на дюрации 3 года. Мы считаем, что доходности 6.70 % и 7.35 % - отличные параметры для входа в бонды второго по величине госбанка России. Для сравнения, на таком же уровне торгуются сопоставимые по дюрации еврооблигации **Распадской** и **Еврохима**, а **Vimpelcom' 13** даже дает дисконт к **VTB' 18** (к путу в 2013 г.). Нашей рекомендации в данном случае не мешает даже потенциальный навес предложения еврооблигаций банка в 2010 г. Мы отмечаем, что в 2010 г. банк должен выплатить по внешним займам \$ 3.2 млрд. К тому же, пока не ясно, все ли \$ 5 млрд придутся на еврооблигации, или еще будут синдицированные кредиты.

Еврооблигации, торговые идеи: банки

Выпуск	Валюта	Объем	Оферта	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
VTB' 18	USD	2000	29.05.18	100.5	6.78	3.0	-0.95	15
VTB' 35	USD	1000	30.06.35	95.1	7.31	4.5	0.52	-4

Источник: Bloomberg

Корпоративные еврооблигации, торговые идеи

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	105.0	8.07	2.9	2.55	-87
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	104.3	8.02	3.4	2.02	-59
Evrast' 13	USD	1300	24.04.13	102.7	7.90	2.7	1.66	-61
Evrast' 15	USD	750	10.11.15	99.8	8.30	4.4	2.16	-47
Evrast' 18	USD	700	24.04.18	103.8	8.84	5.5	2.34	-41
TMK' 11	USD	600	29.07.11	105.2	6.28	1.4	1.87	-145
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	101.8	6.62	2.1	0.67	-34
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.0	5.34	2.6	-0.17	-2
GAZP' 18	USD	1100	11.04.18	107.7	6.90	5.9	0.51	-9
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	103.1	6.22	3.2	0.26	-4

Источник: Bloomberg

Внутренний долговой рынок

В январе тенденция снижения доходности рублевых облигаций получила продолжение: средневзвешенная доходность корпоративных облигаций за январь опустилась на 57 б. п. до 10.6 % с 11.2 % годовых на конец 2009 г. Фактически средний уровень доходности в январе достиг докризисных значений.

Долговой рынок облигаций начал год на мажорной ноте: в течение первой недели котировки большинства ликвидных выпусков успели неплохо прибавить вслед за ралли на международных площадках, наблюдающимся в период длинных новогодних каникул в России. В середине января тучи на международных рынках начали сгущаться. Примерно неделю рынок сопротивлялся таким факторам, как: угроза дефолта Греции, начало ужесточения денежной политики в Китае, непрекращающееся снижение стоимости нефти, укрепление доллара и удешевление рубля. Заявление Обамы, выступившего с инициативой ограничить торговые операции банков для снижения банковских рисков, прозвучавшее 21 января, склонило чашу весов в пользу продавцов. В результате в конце третьей торговой недели на рублевом рынке облигаций началась коррекция, которая приостановилась только к концу месяца.

Несмотря на некоторую просадку в конце января, совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации по итогам месяца остался положительным и составил за период владения бумагами около 21 % годовых. Доходность облигаций blue chips по состоянию на 29 января находилась на уровне 8.3 % годовых (дюрация индекса – 1.4 года).

Лидером снижения месячной доходности в корпоративном сегменте стал 2-й эшелон, который пользовался хорошим спросом в период роста рынка начала месяца. Бумаги данного сектора также выборочно покупались в период коррекции в конце января. По итогам месяца доходность облигаций 2-го эшелона снизилась до 11 %, т. е. на 73 б. п. по сравнению с декабрем. Примерно на столько же упала доходность рублевых облигаций в последнюю рабочую неделю декабря.

Номинальный объем корпоративных облигаций, попадающих в расчет индекса, на конец января 2010 г. составил 1.29 трлн руб., капитализация корпоративных облигаций – 1.32 трлн руб.

ВМВ: динамика основных индексов в январе 2010 г.

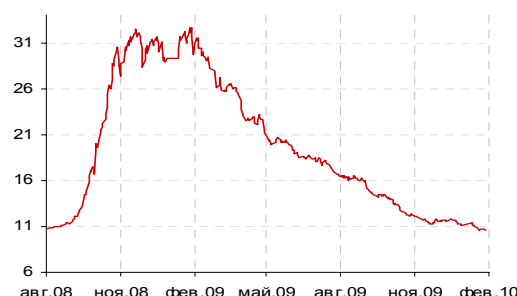
Сегмент	29.01.2010					Динамика индексов (30.12.09-29.01.10)				
	Объем, млн. руб.	Капитализация	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 291 256	1 317 000	10.6	1.2	429	0.8	1.7	21.2	-5	-57
Blue chips	579 963	597 986	8.3	1.4	196	0.7	1.6	19.1	1	-57
2-й эшелон	549 770	561 948	11.0	1.2	467	0.9	1.9	22.8	-29	-73
3-й эшелон	161 523	157 066	17.8	0.7	1 186	0.5	1.7	20.1	-8	-58
Муниципальные облигации	334 815	349 854	9.7	1.7	310	1.4	2.2	26.9	-13	-77
Москва	215 592	230 704	8.1	2.5	107	1.9	2.7	33.1	-7	-83
Облигации др. регионов	119 223	119 150	10.1	1.5	361	1.3	2.1	25.7	-14	-76
Государственные облигации										
ОФЗ	1 093 247	1 080 172	7.4	3.2	0	1.8	2.4	29.4	0	-53

Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

Капитализация корпоративного сегмента



Средневзвешенная доходность корпоративного сегмента



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Первичный рынок рублевых облигаций в январе-феврале

Практически безальтернативным эмитентом на первичном рынке в январе являлся Минфин, которому удалось на двух аукционах разместить облигации на общую сумму 40.6 млрд руб.

Первый из проведенных в этом году аукционов, состоявшийся 20 января, оказался очень успешным. К моменту проведения второго аукциона Минфина внешняя конъюнктура ухудшилась, и аукцион за нежеланием Минфина платить премию, по сути, провалился.

В феврале первичный рынок корпоративного публичного долга должен активизироваться. Сразу несколько эмитентов заявили о своем желании вывести на первичный рынок новые выпуски облигаций на общую сумму 35 млрд руб.

Размещаемые выпуски по состоянию на 02.02.2010

Выпуск	Открытие книги заявок	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Купон	Период до оферты/погашения	Доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
РЖД-23	27.01.10	02.02.10	04.02.10	15.0	9.00-9.2%	5 лет	9.2-9.41%	3.7
РСХБ 10	26.01.10	08.02.10	10.02.10	5.0	9.0-9.4%	3 года	9.2-9.62%	2.4
РСХБ 11	26.01.10	08.02.10	11.02.10	5.0	9.0-9.4%	3 года	9.2-9.62%	2.4
Глобэксбанк 01	27.01.10		16-17.02.2010	5.0	9.75-10.5%	1 год	9.99-10.77%	0.8
ДГК 02	22.01.10		вторая половина февраля	5.0		2 года	13-14%	1.6
Итого				35.0				

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Конкуренцию корпоративным облигациям может составить город Москва, который после полугодового перерыва собирается выйти на первичный рынок. Точные сроки размещения и параметры выпусков пока неизвестны. Было озвучено лишь, что совокупный объем размещения в 1-м квартале 2010 г. составит 20 млрд руб.

Обзор прежних торговых рекомендаций

В нашем ежедневном обзоре от 25 декабря 2009 г. мы предоставили список наших торговых рекомендаций среди корпоративных рублевых облигаций. Почти все рекомендованные нами выпуски показали динамику «лучше рынка», опередив как общий рост всей вселенной российских рублевых облигаций, так и динамику по отдельным эшелонам. Из-за низкой ликвидности не сработали торговые идеи по биржевым облигациям ЮТК, равно как и по выпуску ГЭС, подконтрольной Газпромбанку. Мы убираем эти инструменты из списка рекомендованных к покупке. В то же время мы верим, что ставка на опережающий рост котировок облигаций Интегра-2 еще впереди. Этот бонд, а также Дикси, мы считаем лучшими для покупок среди компаний, находящихся на стыке 2-го и 3-го эшелонов.

Торговые рекомендации на январь 2010 г.

Выпуск	Эшелон	УТВ на 25.12	УТВ на 01.02	Изм. (б.п.)	Комментарий
Дикси (к погашению в марте 2011 г.)	3 эшелон	19.55%	17.10%	-245	Лучше рынка
ХКФ-4 (к оферте в октябре 2010 г.)	2 эшелон	13.00%	11.10%	-190	Лучше рынка
Система-3 (к оферте в декабре 2012 г.)	2 эшелон	12.45%	10.60%	-185	Лучше рынка
Система-2 (к оферте в августе 2012 г.)	2 эшелон	12.25%	10.45%	-180	Лучше рынка
Сибметинвест-1 и -2 (к оферте в октябре 2014 г.)	2 эшелон	~14.00%	12.50%	-150	Лучше рынка
Росбанк-1 и -2 (к оферте мае 2011 г.)	blue chips	10.50-10.70%	9.25%	-135	Лучше рынка
Мечел-4 (к оферте в июле 2012 г.)	2 эшелон	14.15%	12.95%	-120	На уровне рынка
ГЭС-1 (к погашению в июне 2012 г.)	3 эшелон	~14.00%	13.40%	-60	Хуже рынка
Интегра-2 (к погашению в ноябре 2011 г.)	3 эшелон	16.75%	16.30%	-45	Хуже рынка
ЮТК БО1 (к оферте в октябре 2011 г.)	2 эшелон	11.25%	10.75%	-50	Хуже рынка
ЮТК БО4 (к погашению в ноябре 2012 г.)	2 эшелон	11.50%	11.20%	-30	Хуже рынка
Индекс BMBI Corporate				-80	
Индекс BMBI Blue chips				-62	
Индекс BMBI 2 Tier				-130	
Индекс BMBI 3 Tier				-5	

Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

За исключением бумаг Интегры и Дикси, наши актуальные торговые рекомендации на 1-й квартал 2010 г. включают в себя облигации компаний либо первого эшелона, либо крепких представителей второго эшелона. Ниже мы приводим список инструментов для покупки с подробными комментариями. Все указанные ниже выпуски, по нашему мнению, имеют отличный потенциал для опережающего роста котировок и должны показать динамику лучше рынка даже в случае стагнации корпоративного сегмента.

Новые торговые рекомендации

Выпуск	Эшелон	УТР / УТМ	Комментарий
РусГидро (к погашению в июне 2011 г.)	blue chip	9.10%	Даже лишившись двух рейтингов инвестиционной категории, облигации РусГидро смотрятся слишком недооцененными по отношению к большинству облигаций госкомпаний инвесткатегории. Например, спрэд РусГидро - Газпром нефть-4 превышает 100 б. п., хотя, по версии Moody's, обе компании имеют рейтинг Baa3 - низший инвестрейтинг. Сейчас РусГидро торгуется на уровне ТГК-1, вообще не имеющей рейтингов.
Белон-2 (график реструктуризации - до августа 2011 г.)	2 эшелон	12.15%	Даже после покупки Белона комбинатом ММК и фактического начала рефинансирования дорогих долгов Белона новым акционером облигации компании продолжают торговаться с премией более 350 б. п. к бондам ММК. Мы считаем, что разница не должна превышать 100-125 б. п.
Дикси (к погашению в марте 2011 г.)	3 эшелон	17.10%	Один из самых прозрачных кредитных рисков в третьем эшелоне. Отчетность по МСФО. Умеренная долговая нагрузка. Понятная операционная модель. Риски рефинансирования - незначительные. Премия к кривой X5 Retail Group достигает 800 б. п., хотя 250-300 б. п. было бы достаточно.
Интегра-2 (к погашению в ноябре 2011 г.)	3 эшелон	16.30%	Нынешний финансовый кризис доказал высокое качество корпоративного управления внутри компании и безукоризненное удовлетворение всех обязательств в срок. Мы считаем, что этого уже достаточно много, чтобы воспринимать кредитный риск Интегры в целом позитивно.
Росбанк-1 и -2 (к ofercie мае 2011 г.)	blue chip	9.25%	Индексы ВМБІ Банка Москвы показывают практически полное отсутствие субординации между рублевыми облигациями финансового и нефинансового секторов для эмитентов категории BBB-/BBB+. В то же время короткие облигации Росбанка (дочерней структуры французской SG) имеют спрэд почти в 125 б.п. к кривой Газпром нефти, ФСК, ЛУКОЙЛа.
Сибметинвест-1 и -2 (к ofercie в октябре 2014 г.)	2 эшелон	12.50%	Сложно поверить, что SPV-структура при выпуске рублевых облигаций Евраз (поручительство материнской компании имеется) является причиной спреда в 350 б.п. к облигациям НЛМК (на год короче), тем более что облигации Сибметинвест принимаются в прямое репо ЦБ с дисконтом 25 %.
ЧТПЗ БО-1 (к ofercie в декабре 2011 г.)	2 эшелон	17.15%	Столкнувшись с высокими рисками рефинансирования ЧТПЗ в последние месяцы резко улучшил доступ к рынкам капитала (кредиты Газпромбанка, Сбербанка, новые облигации). Мы считаем, что присмотреться к новым бондам ЧТПЗ, которые позволяют заработать свыше 17 % годовых, как минимум небезынтересно. В то же время отсутствие отчетности по МСФО за 1П 2009 значительно затрудняет кредитный анализ компании.
Транскредитбанк-3 (к погашению в июле 2011 г.)	2 эшелон	9.35%	Дочерний банк РЖД предлагает доходность на 120 б. п. больше, чем могут дать облигации самой госмонополии. С точки зрения спреда к облигациям "чистых" госбанков аргументы тоже весомы: свыше 100 б.п. премии над рублевыми инструментами РСХБ и Газпром банка.
МДМ-банк-7 (к погашению в июле 2012 г.)	2 эшелон	11.20%	Уровень резервирования свидетельствует о стабилизации ситуации с "плохими" кредитами. Существенно снизились темпы формируемых резервов на покрытие убытков кредитному портфелю. Так, в 3-м квартале банк направил в резервы порядка 3.8 % от кредитного портфеля против 16.4 % во 2-м квартале.
МДМ-банк БО1 (к погашению в ноябре 2012 г.)	2 эшелон	11.30%	Возросший масштаб бизнеса от консолидации с Урса банком, высокая капитализация, NIM порядка 8 %, отсутствие значительных разрывов ликвидности, приток частных депозитов в конце 2009 г. - таковы основные характеристики одного из крупнейших частных банков страны.
Система-3 (к ofercie в декабре 2012 г.)	2 эшелон	10.60%	Ставка на опережающий рост котировок в выпусках во многом оыграна. Спрэд Система-МТС за последние 2-3 месяца сократился с 250-275 б. п. до 100 б. п. Структура долга позволяет компании чувствовать себя вполне комфортно, короткий долг не превышает 30 %, отношение чистого долга к EBITDA снизилось в последнем квартале до уровня 1.7х во многом за счет единовременного получения прибыли от покупки нефтяных компаний в Башкирии. Мы считаем, что после выгодного избавления от проблемных активов, появления сильного Oil&Gas дивизиона, начала массового перевода долгов на уровень "дочек" кредитное качество Системы уже к текущему моменту сравнимо, а скорее, даже превосходит аналогичное у МТС. Рынок пока настроен более консервативно, поэтому мы рекомендуем бумаги Системы как альтернативу МТС/ВымпелКом.
Система-2 (к ofercie в августе 2012 г.)	2 эшелон	10.45%	
Мечел БО-1 (к ofercie в ноябре 2011 г.)	2 эшелон	12.65%	Ожидается значительное улучшение финансовых показателей Мечела за 4-й квартал 2009 г. Компания успешно решала вопросы рефинансирования своего долга в кризис. На наш взгляд, относительно рынка рублевые облигации Мечел БО-1, Мечел-4 и Мечел, позволяющие заработать около 13 % годовых на горизонте 1.6-2.3 года, смотрятся недооцененными. Мы рекомендуем их к покупке. На наш взгляд, от 250 до 400 б. п. к облигациям Северстали, ММК, НЛМК при одинаковых условиях репо в ЦБ РФ – неоправданно избыточная премия.
Мечел-4 (к ofercie в июле 2012 г.)	2 эшелон	13.05%	
Мечел-5 (к ofercie в октябре 2012 г.)	2 эшелон	13.15%	

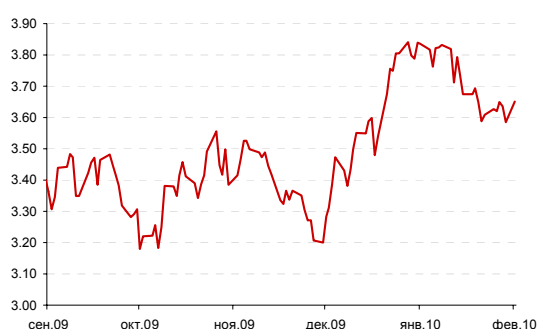
Чего ожидать в феврале?

Коррекция на рублевом долговом рынке, наблюдавшаяся во второй половине января, в настоящий момент укладывается в рамки естественной реакции инвесторов после фантастического роста конца прошлого года – начала 2010 г. Достаточно продолжительное сопротивление внешнему негативу в январе начавшегося года указывает на силу внутреннего долгового рынка, сумевшего в течение 2009 г. «очиститься» от менее качественных бумаг.

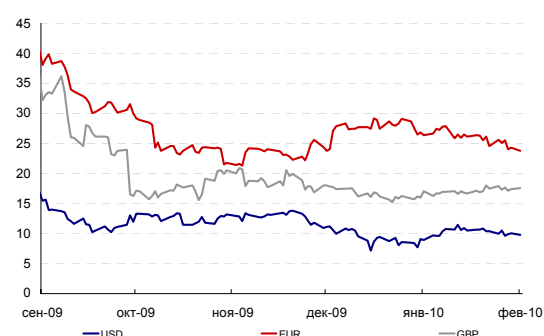
Существенное снижение котировок рублевых облигаций в феврале по сравнению с показателями конца января мы не ждем, так как уровень ликвидности продолжает оставаться комфортным. Мы ожидаем увеличения объема торгов в надежных выпусках эмитентов второго эшелона, средневзвешенная доходность которых еще находится выше 11 % годовых.

Если в феврале инфляция затормозится после резкого январского роста, то после месячного перерыва мы увидим еще одно снижение ставки рефинансирования. Вероятнее всего, снижение ставки будет весьма умеренным – на 25 б. п. до минимального исторического значения этого показателя (8.5 %). Вслед за движением основных процентных ставок вниз будет иметь место падение доходностей гособлигаций и – позже – корпоративных выпусков.

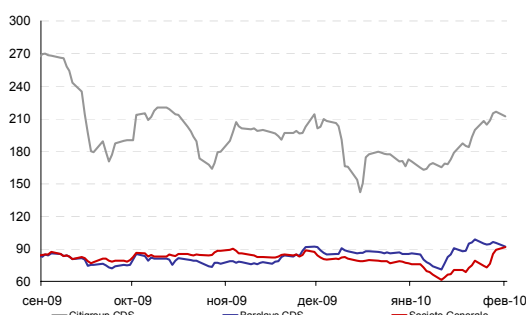
Динамика доходности UST-10



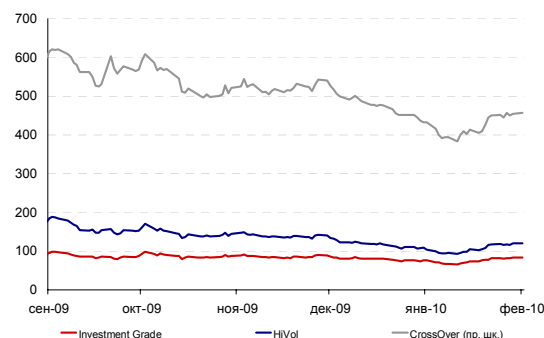
Спрэд LIBOR-OIS



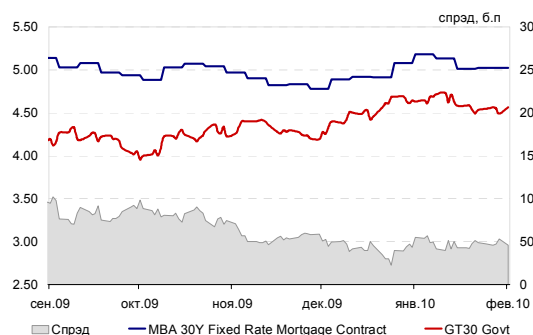
Динамика CDS глобальных банков



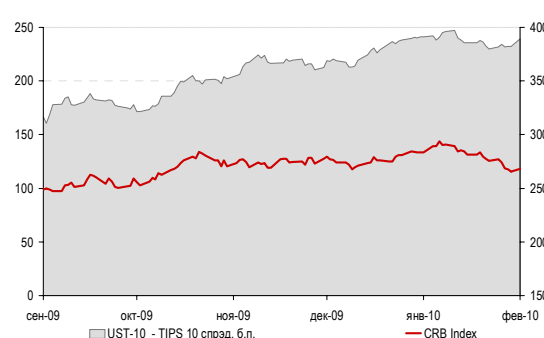
Динамика индексов iTRAXX



Долгосрочные UST и ставки по ипотеке, %



Инфляционные ожидания в США



Источник: Bloomberg

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

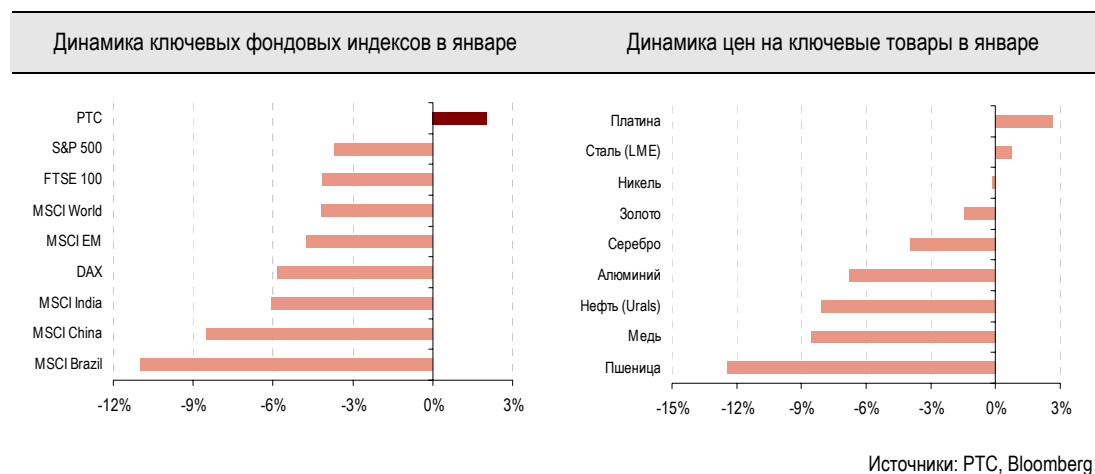
Рынок акций

Впереди планеты всей

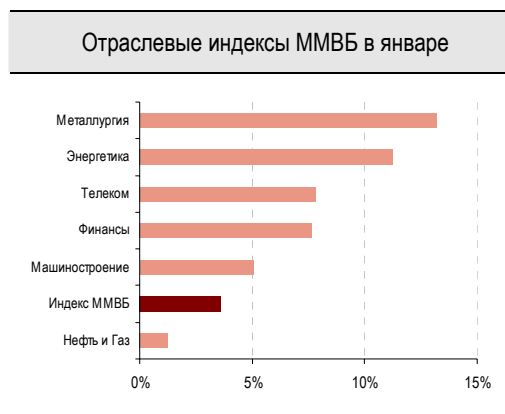
В январе российский рынок акций продолжил благоприятную тенденцию прошлого года, став одним из лидеров роста среди крупных развитых и развивающихся площадок. Подъем на российском рынке акций имел место, несмотря на достаточно существенную коррекцию на товарных рынках и весомый негатив, поступающий как с Запада, так и с Востока.

Впереди планеты всей

Российский фондовый рынок, как и многие другие мировые фондовые площадки, начал 2010 год достаточно сильно: уже по итогам первой сессии индекс РТС прибавил более 100 пунктов, уверенно преодолев отметку в 1 500 пунктов. Впрочем, ближе к концу месяца мировые рынки захлестнула волна продаж, возникновению которой способствовали довольно значимые события на трех континентах – план Президента США по реформированию американских банков, фактическое и планируемое ужесточение денежно-кредитной политики в Китае и опасения вокруг Греции и некоторых других европейских экономик. При этом российский рынок до конца месяца демонстрировал свою относительную устойчивость к глобальному негативу, завершив январь ростом на 2 % по индексу РТС, что на фоне почти 5%-ного снижения MSCI Emerging Markets стоит признать очень хорошим результатом.



На наш взгляд, в условиях снижения цен на нефть и другие биржевые товары объяснить этот результат чем-нибудь иным, кроме как очередной волной притока денежных средств на российский рынок на фоне переоценки российских рисков и очень хорошей ситуацией с внутренней ликвидностью, нельзя. Примечательно, что основной рост российскому рынку обеспечил не довольно стабильный сектор нефтегазовых компаний, а значительно более рискованные сектора – металлургия, энергетика, финансы.



Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Любопытно, что такая динамика коренным образом отличается от той, которую мы наблюдали в мировом масштабе, когда акции металлургических компаний и финансового сектора в январе, напротив, возглавляли падение.

Вверх и вширь

В январе состоялось самое крупное посткризисное IPO компании с преимущественно российскими активами: чуть менее 11 % своих акций на бирже Гонконга и парижской Euronext разместил РУСАЛ, благодаря чему компании удалось привлечь \$ 2.24 млрд и войти в десятку крупнейших публичных российских компаний с капитализацией по итогам IPO около \$ 21 млрд. Кроме РУСАЛа, руководство которого не исключает выхода и на российские биржи в 2010 г., рыночные слухи отправляют в статус публичных уже в 2010 г. еще целый ряд крупных и средних компаний, среди которых Металлоинвест, СУЭК, Виктория, Трансаэро, Совкомфлот, Русское море, Профмедиа. Не исключено, что, если данные слухи найдут свое подтверждение, а планы компаний станут реальностью (что возможно лишь в условиях благоприятной конъюнктуры не только рынка РФ, но и глобальных фондовых площадок), то российский рынок в 2010 г. сможет заметно вырасти не только вверх, но и вширь, а притекающие на рынок РФ новые деньги могут быть частично «абсорбированы» новыми эмитентами.

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне в нашей годовой стратегии, по итогам января 8 акций смогли обогнать индекс РТС, а средняя доходность наших рекомендаций (в долларовом выражении), составив 12 %, почти на 10 % превысила доходность индекса. Кроме того, в нашем списке ключевых рекомендаций присутствовали 3 бумаги из первой пятерки лучших акций по доходности на российском рынке в январе.

В текущем месяце мы вновь вносим в список наших ключевых рекомендаций два изменения: бумаги Северстали и ОГК-4, уже по итогам января значительно приблизившиеся к своей справедливой цене, мы заменяем на акции Мечела и Х5. Бумаги первой компании мы считаем хорошей и пока не очень дорогой ставкой на явно находящийся на подъеме рынок коксующегося угля, а акции Х5 – лучшей идеей в отрасли российского ритейла.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Нашими фаворитами в секторе нефтегазовых компаний являются Газпром, НОВАТЭК и ЛУКОЙЛ. Во всех трех случаях наше позитивное отношение к компании во многом определяется перспективами роста внутреннего рынка: газовые компании ощутимо выигрывают от роста внутренних тарифов на газ, а ЛУКОЙЛу развитый сегмент переработки и сбыта нефтепродуктов позволяет получать существенный дополнительный доход, и снизить негативное влияние от укрепления рубля.

Металлургия

После резкого роста котировок в январе наше отношение к сектору, представителями которого являлись 3 из 10 наших top picks в годовой стратегии, несколько охладело. Тем не менее, мы по-прежнему видим некоторый потенциал роста курсовой стоимости ряда бумаг металлургов, а основная идея покупок остается прежней – рост цен на сырье на фоне увеличения спроса со стороны Китая и, как следствие, рост цен на сталь. Наилучшие инвестиции при таком развитии событий – бумаги сырьевых компаний (Распадская, Мечел) и компаний с собственной высококачественной сырьевой базой (Евраз).

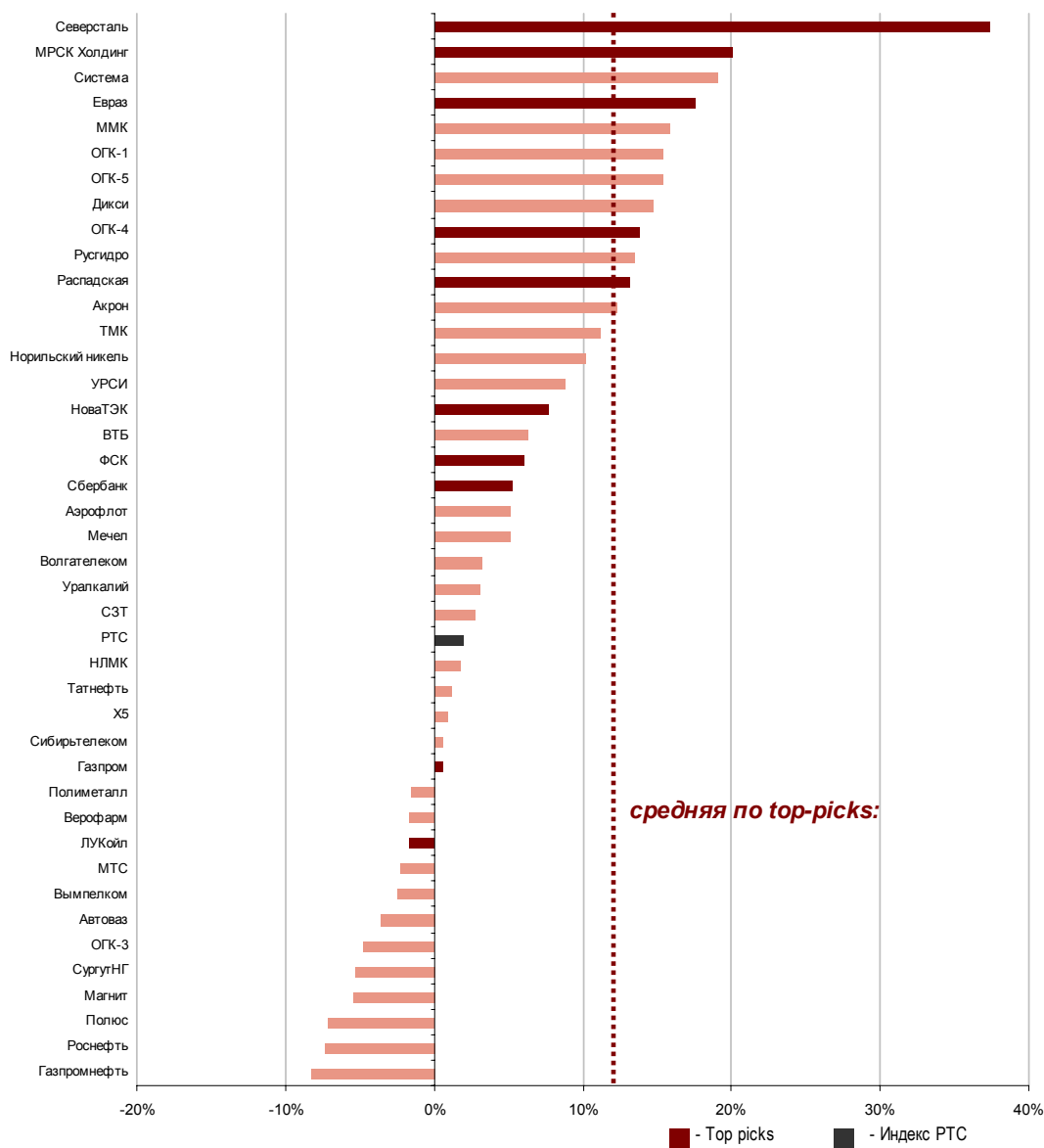
Электроэнергетика

После январского роста большинство акций компаний сектора электроэнергетики, на наш взгляд, уже достигли своих справедливых уровней. Потенциал сохранили лишь отдельные компании сетевого комплекса, которые мы продолжаем рекомендовать к покупке. Новые ориентиры по рынку мощности, принятые Советом рынка в январе, могут улучшить наше отношение к сектору, но мы пока не воспринимаем эти изменения как данность.

Банки

Несмотря на то что глобальная конъюнктура не благоприятствует росту котировок банковского сектора, акции российских банков завершили январь в значительном плюсе: инвесторы (на наш взгляд, небезосновательно) делают ставку на быстрое восстановление сектора после кризиса. Мы полагаем, что первым бенефициаром посткризисного восстановления станет Сбербанк, и рекомендуем «покупать» его акции.

Динамика российских акций в январе, \$



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Телекоммуникации

Основной идеей, которая продолжает двигать котировки акций компаний сектора, являются спекуляции относительно коэффициентов конвертации бумаг МРК. На наш взгляд, январский новостной фон подтверждает, что процесс реорганизации Связьинвеста идет полным ходом, а миноритарии МРК вполне могут рассчитывать на высокую оценку своих долей. Нашими фаворитами среди МРК по фундаментальным показателям являются ВолгаТелеком, Сибирьтелеком, СЗТ и Дальсвязь.

Потребительский сектор

Последний квартал 2009 г. продемонстрировал замедление спада в розничной торговле, причем как в сегменте продовольственных, так и непродовольственных товаров, однако мы не склонны переоценивать данный факт и довольно осторожно смотрим на перспективы роста выручки

розничных сетей в 2010 г.

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

Индекс РТС

Наша цель по индексу РТС на конец 2010 г., анонсированная в годовой стратегии, остается неизменной и составляет около 1 800 пунктов, что подразумевает потенциал роста чуть более 20 % к текущим уровням.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2010г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	Лукойл	56.85	82.54	45%	покупать
2	МТС-локальные	6.73	9.76	45%	покупать
3	Сбербанк	2.93	4.20	43%	покупать
4	Газпром	6.40	8.91	39%	покупать
5	Евраз	33.30	45.7	37%	покупать
6	ФСК	0.0113	0.0146	29%	покупать
7	Сургутнефтегаз	0.86	0.98	14%	держать
8	Уралкалий	4.39	5.02	14%	держать
9	Норильский никель	158.6	175	10%	держать
10	Вымпелком	19.76	21.7	10%	держать
11	Роснефть	8.04	8.77	9%	держать
12	РусГидро	0.043	0.047	8%	держать
13	Полюс Золото	49.8	53.1	7%	держать
14	Газпромнефть	5.10	5.25	3%	держать
15	МТС-ADR	50.6	48.8	-3%	продавать
16	ВТБ	5.05	4.10	-19%	продавать
17	Татнефть	4.74	3.41	-28%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	Распадская	5.70	8.94	57%	покупать
2	Новатэк	6.18	9.2	49%	покупать
3	МРСК Холдинг	0.137	0.184	34%	покупать
4	X5	32.70	41.02	25%	покупать
5	ОГК-3	0.05	0.059	25%	покупать
6	Мечел	22.76	27.5	21%	покупать
7	Северсталь	11.80	13.45	14%	держать
8	Дикси	8.41	9.56	14%	держать
9	Аэрофлот	1.90	2.2	14%	держать
10	Магнит	68.92	76.1	10%	держать
11	Автоваз	0.48	0.53	10%	держать
12	ММК	0.96	1.03	7%	держать
13	Верофарм	29.00	31.1	7%	держать
14	ОГК-1	0.029	0.031	7%	держать
15	Полиметалл	9.17	9.79	7%	держать
16	ОГК-4	0.064	0.068	6%	держать
17	ОГК-2	0.033	0.035	5%	держать
18	ОГК-5	0.085	0.088	4%	держать
19	СЗТ	0.839	0.87	4%	держать
20	Волгателеком	3.45	3.54	3%	держать
21	Акрон	33.51	33.000	-2%	продавать
22	ОГК-6	0.027	0.026	-2%	продавать
23	НЛМК	3.11	3.05	-2%	продавать
24	ТМК	17.81	16.08	-10%	продавать
26	Сибирьтелеком	0.058	0.052	-11%	продавать
27	КАМАЗ	2.41	1.91	-21%	продавать
28	УРСИ	0.0311	0.0207	-33%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
ЛУКОЙЛ	LKOH	нефть и газ	56.9	82.5	45%	ЛУКОЙЛ благодаря наличию сбалансированной нефтепереработки станет одним из главных выгодоприобретателей от нынешнего уровня цен на нефть и маржи в сегменте «downstream». Дополнительный положительный эффект компания получит от дальнейшего развития газового бизнеса (как в РФ, так и за рубежом) и грядущего запуска шельфовых проектов на Каспии. Кроме того, положительное влияние на котировки ЛУКОЙЛа может оказать практическая реализация новой стратегии развития компании, направленная на максимизацию свободных денежных потоков.
Сбербанк	SBER	банки	2.9	4.2	43%	Сбербанк как крупнейший банк страны станет главным бенефициаром от восстановления экономики и сектора банковских услуг. Дополнительным драйвером роста стоимости акций Сбербанка может стать запланированная на 1-й квартал 2010 г. программа выпуска депозитарных расписок.
Газпром	GAZP	нефть и газ	6.40	8.91	39%	Мы ожидаем, что обвальное снижение экспорта российского газа в страны ЕС сменится в 2010 году ростом. Основным драйвером нормализации ситуации на европейском рынке станет ожидаемое сокращение ценового дисбаланса между спотовыми и оптовыми ценами, а также применение Газпромом механизма «бери или плати». Цены на газ внутри РФ вырастут с 1 января на 15% (в годовом исчислении ожидается 26%-ный рост), при этом идея о либерализации ценообразования на российском рынке газа в пост – кризисный период вновь становится актуальной. Дополнительным драйверами роста для капитализации Газпрома может стать компенсация отставания котировок акций компании от рынка в этом году.
Евраз	EVR.L	металлургия	33.30	45.70	37%	Несмотря на снижение долговой нагрузки в уходящем году, Евраз остается компанией с достаточно высоким уровнем финансового левереджа, что должно способствовать более существенному росту котировок компании при подъеме мировой экономики и улучшении ситуации на рынке стали. Дополнительными плюсами Евраза являются великолепная сырьевая база и весьма невысокая потребность в капитальных затратах.
ФСК	FEES	электроэнергетика	0.011	0.015	29%	ФСК первой среди межрегиональных сетей переходит на новое RAB-регулирование, что гарантирует возврат фиксированного дохода на любые новые капитальные вложения. После перехода на RAB, денежные потоки ФСК практически не зависят от состояния рынка электроэнергии и экономики, что позволяет рассматривать компанию в качестве «защитной» бумаги.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Распадская	RASP	угольная промышленность	5.70	8.94	57%	В кризис Распадской удалось значительно сократить свои и без того самые низкие в отрасли производственные издержки, и новый виток роста цен на коксующийся уголь компания встречает еще более сильной. Рост цен и увеличение объемов добычи, по нашим оценкам, способны привести к кратному росту финансовых показателей Распадской в 2010 г.
НоваТЭК	NVTK	нефть и газ	6.18	9.20	49%	Рост внутрироссийских цен на газ и реализация амбициозных планов НОВАТЭКа по увеличению собственной добычи газа приведут к росту основных финансовых показателей и повысят фундаментальную привлекательность компании
МРСК Холдинг	MRKH	электроэнергетика	0.137	0.184	34%	Ключевые идеи сектора: переход на RAB и возможная консолидация отрасли. По нашим оценкам оба события в первую очередь позитивны для оценки акций Холдинга, контролирующего все региональные МРСК.
X5	FIVE	ритейл	32.70	41.0	25%	Грамотное и своевременное снижение цен в магазинах X5 в ответ на кризис принесло свои плоды в виде рекордного для отрасли роста трафика. В декабре прошлого года стало известно, что с помощью кредита Сбербанка X5 Retail Group сможет рефинансировать синдицированный кредит на \$ 1.1 млрд с погашением в декабре 2010 г. Заручившись поддержкой Сбербанка, X5 представила смелые планы по открытию магазинов в следующем году, в соответствии с которыми торговая площадь может вырасти на 13 %.
Мечел	MTLR	металлургия	22.76	27.50	21%	Акции Мечела являются хорошей и пока относительно недорогой ставкой на быстрое восстановление рынка коксующегося угля. На фоне отличного спроса со стороны КНР и других стран Азии мировые цены на коксующийся уголь в январе выросли на 20%, а вслед за ними потянулись вверх и внутрироссийские цены.

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

И все-таки Газпром!

Мы ожидаем, что в феврале цены на нефть марки Brent будут оставаться на отметке выше \$ 70 за баррель, что является достаточно комфортным уровнем для российских нефтяных компаний. Однако, по нашим оценкам, существенный потенциал для роста в нефтяном секторе сохраняют лишь акции ЛУКОЙЛа: развитый сегмент «Переработка и сбыт» позволит компании не только получать дополнительный доход от сохраняющейся комфортной маржи переработки (по нашим оценкам, около \$ 7 за баррель), но и снизить негативное влияние возможного укрепления рубля.

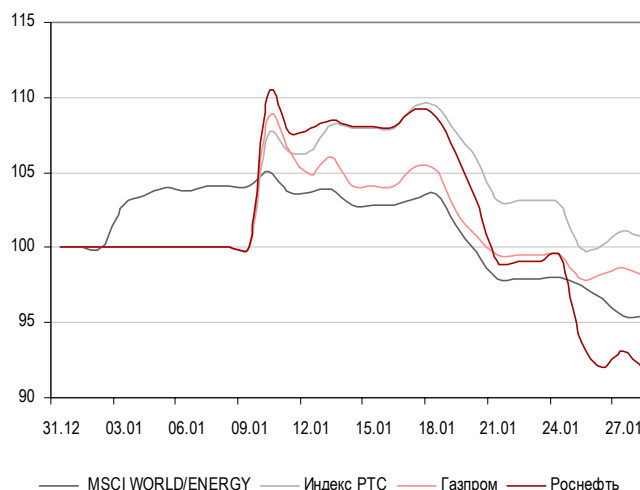
Мы по-прежнему отдаем предпочтение бумагам газовой отрасли (прежде всего, Газпрому), полагая, что именно эта компания способна преподнести рынку приятные сюрпризы. По нашему мнению, инвесторы недооценивают значение внутреннего рынка, который является ключевым для дальнейшего увеличения доходов газовиков. При этом мы достаточно скептически относимся к появившимся в последнее время спекуляциям о «сланцевой революции» и безвозвратной потере Газпромом доли на европейском рынке после провального 2009 г.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	6.40	150 993	4.2	1.6	3.6	8.91	39%	покупать
Лукойл	LKOH	56.8	48 131	4.9	0.6	3.3	82.54	45%	покупать
Роснефть	ROSN	8.04	77 166	6.8	1.5	5.1	8.77	9%	держать
ТНК-ВР	tnbp	1.84	27 594	5.1	0.8	3.4	1.89	3%	держать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.86	30 620	5.6	0.4	2.1	0.98	14%	держать
Газпром нефть	SIBN	5.10	24 056	6.6	0.9	4.6	5.25	3%	держать
Татнефть	TATN	4.74	9 850	4.2	0.7	3.1	3.41	-28%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	6.18	18 729	11.4	4.2	8.7	9.20	49%	покупать
Транснефть п.	TRNFP	871	5 781	1.2	0.9	1.5	589.00	-32%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	14.8	2 010	10.2	1.0	5.7	12.36	-16%	продавать
С.А.Т. oil	O2C	10.10	493	23.2	1.3	7.4	9.54	-6%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.29	471	peg	0.9	6.8	1.95	-41%	продавать

Основные тенденции

В первый месяц 2010 г. акции компаний нефтегазового сектора (так же как и большинство мировых энергетических majors) выглядели хуже рынка: за январь текущего года индекс сектора снизился примерно на 2 %, в то время как индекс РТС продемонстрировал небольшой рост.

Динамика котировок акций ведущих компаний сектора в сравнении с базовыми индексами



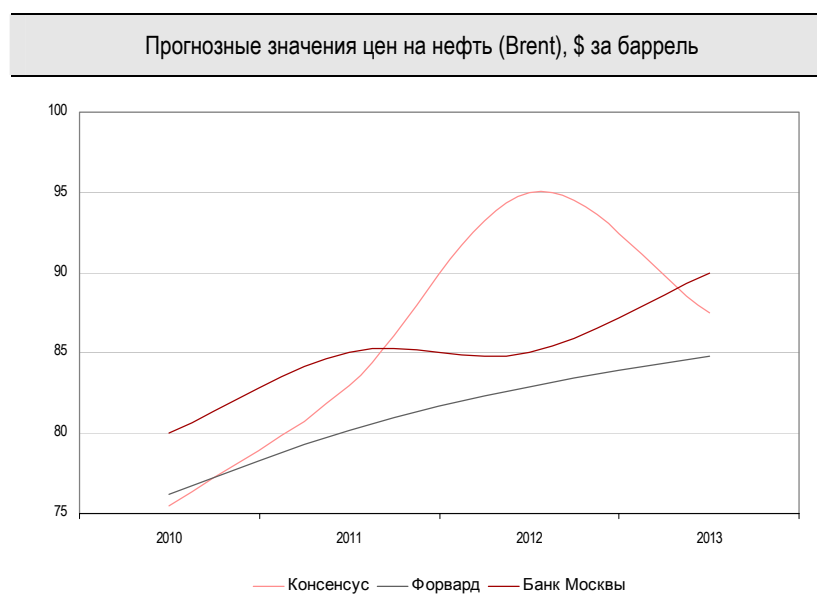
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основным фактором, оказавшим значительное влияние на динамику котировок акций российских нефтегазовых компаний, оставалась ситуация на рынке углеводородного сырья. Цены на нефть в январе вели себя достаточно волатильно: в начале месяца котировки обновили 15-месячные максимумы на фоне холодной погоды, установившейся в США, и информации об увеличении объема нефти, импортированной Китаем в декабре, до рекордных в годовом исчислении 204 млн т. Однако во второй декаде месяца после повышения китайским ЦБ нормы обязательных банковских резервов и начавшегося потепления на североамериканском континенте нефтяной рынок оказался во власти «медведей». Фундаментальной предпосылкой для снижения цен на нефть в район \$ 70 за баррель стало продолжающееся снижение уровня загрузки НПЗ в США (данный показатель достиг минимальных с 1989 г. значений), которое является косвенным индикатором того, что спрос на нефтепродукты в США восстанавливается медленными темпами.



Источник: Bloomberg

Также не добавила оптимизма участникам рынка и динамика коммерческих запасов нефти в США (по нашим оценкам, нынешний уровень соответствует уровню цен на нефть в районе \$ 70 за баррель), а также информация о новых контрактах на разработку иракских месторождений с потенциальной мощностью 6-7 млн б/с. Тем не менее, мы не видим оснований для пересмотра нашего ценового прогноза по котировкам нефти.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Это связано с целым рядом факторов:

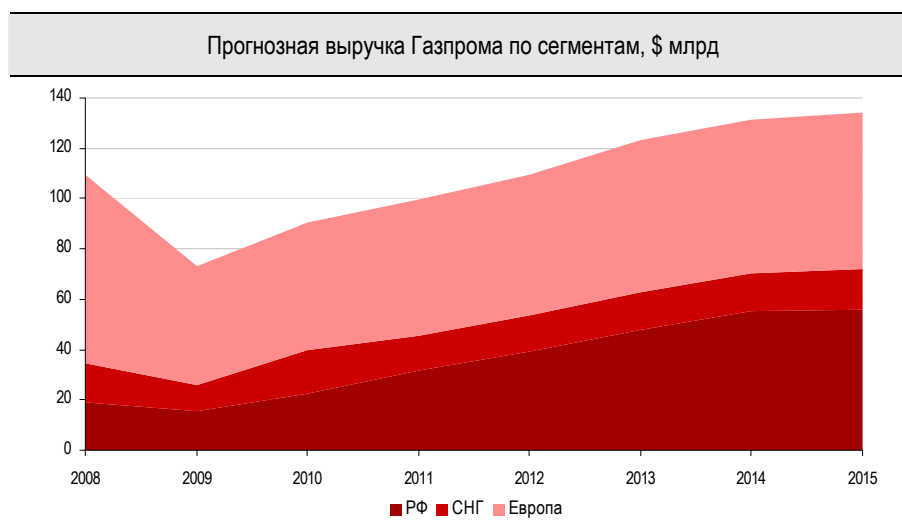
- Ожидаемые высокие темпы восстановления мировой экономики (в январе МВФ увеличил прогноз темпов прироста данного показателя в 2010 г. до 4 %);
- Увеличение спроса на нефть в 2010 г. (по оценкам, МЭА – на 1.7 % до 86.3 млн б/с);
- Сохранение уровня предельных маржинальных издержек в районе отметки \$ 80 за баррель.

Как следствие, мы ожидаем, что в феврале цены на нефть будут оставаться на отметках выше \$ 70 за баррель (сорт Brent), однако снижение котировок ниже данных уровней способно вызвать очередную волну продаж среди спекулятивно настроенных участников рынка.

Сохранение высоких цен на нефть способно оказать поддержку акциям российских нефтяных компаний, при этом участники рынка будут внимательно следить за внутрироссийскими событиями, важнейшим из которых является решение вопроса по налогообложению восточносибирской нефти. В случае отмены льгот с марта основными проигравшими станут Роснефть (недополученный доход компании с 2010 по 2014 гг. оценивается нами в \$ 30 млрд, или половина от накопленной чистой прибыли за рассматриваемый период), ТНК-BP (недополученный доход – около \$ 6 млрд), Сургутнефтегаз (недополученный доход – \$ 2.5 млрд). Также инвесторы будут внимательно следить за информацией по добыче нефти в РФ: в декабре 2009 г. месячная добыча впервые с мая прошлого года сократилась (на 0.3 % к уровню ноября). В январе 2010 г. стагнация продолжилась – уровень добычи по сравнению с декабрем 2009 г. снизился на 0.1 %.

Нашим фаворитом среди нефтяных компаний по-прежнему остается ЛУКОЙЛ: мы полагаем, что развитый сегмент «Переработка и сбыт» позволит компании не только получать дополнительный доход от сохраняющейся комфортной маржи переработки (по нашим оценкам, около \$ 7 за баррель), но и снизить негативное влияние возможного укрепления рубля.

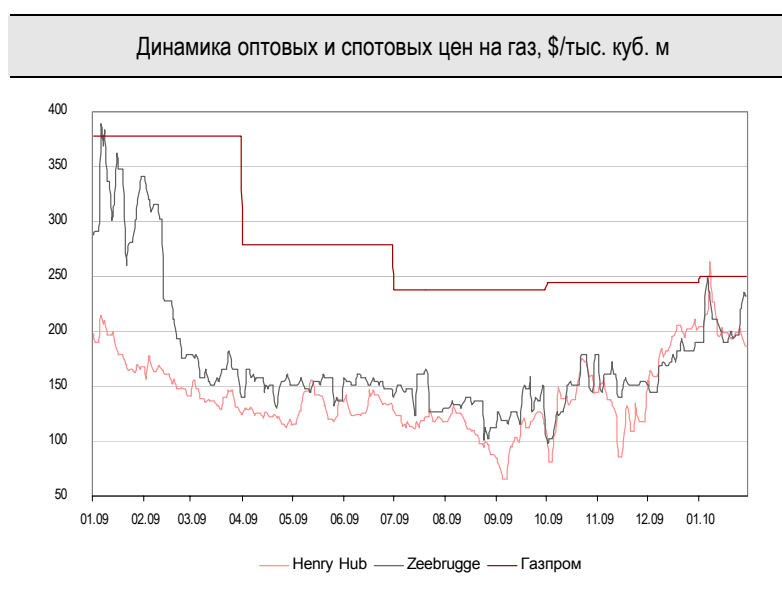
При этом мы, как и ранее, отдаем предпочтение газовым компаниям (прежде всего Газпрому), полагая, что высокие темпы роста цен на внутреннем рынке являются важным конкурентным преимуществом газовиков. По нашему мнению, инвесторы недооценивают значение внутреннего рынка для будущего развития компаний сектора, а ведь именно рост выручки на внутреннем рынке является ключевым для дальнейшего увеличения доходов Газпрома.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Также мы не разделяем пессимизма тех участников рынка, которые полагают, что Газпром не сможет восстановить свою долю на экспортном рынке после прошлогоднего падения на 11.4 % до 140 млрд куб. м (при этом в ЕС спрос снизился всего на 7.5 % до 555 млрд куб. м). Основные аргументами, которые позволяют прогнозировать нормализацию экспортных потоков Газпрома (до 160 млрд куб. м в 2010 г., 163 млрд – в 2011 г. и 170 млрд – в 2012 г.), являются:

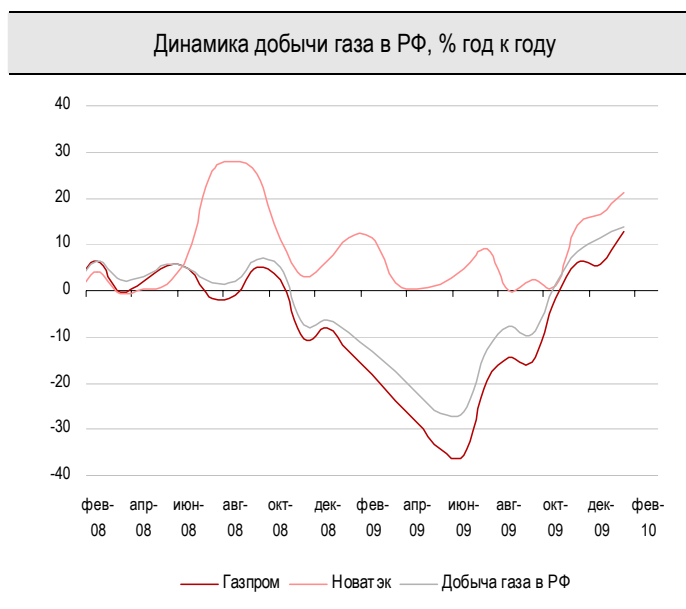
- Применение компанией защитного механизма take or pay, который призван обезопасить Газпром от резкого падения объемов экспорта в случае снижения общего спроса в ЕС на среднесрочном временном интервале. При этом мы полагаем, что прошлогоднее уменьшение доли российского газа в балансе европейских странах было краткосрочно-спекулятивным. Действительно, на коротких временных отрезках европейские потребители могут получать дополнительную выгоду за счет наличия спреда между ценами на оптовом и спотовом рынках (доля спотового рынка в ЕС в настоящее время не превышает 5-10 %). Как следствие, отказ от «формульного ценообразования» и попытки изменить уровни take or pay не выгодны не только Газпрому, но и Европе: такие действия создают неограниченную возможность для ценовых спекуляций на газовом рынке как в одну, так и в другую сторону (особенно в случае возможного создания «газового ОПЕК») и ставят под сомнение вопрос надежного газообеспечения европейских потребителей.
- Продолжающееся существенное сокращение спреда между оптовыми и спотовыми ценами на газ в ЕС. На этом фоне попытки европейских потребителей изменить долгосрочные правила игры на европейском газовом рынке становятся все менее активными вследствие существенного роста показателя Риск/Доходность.



Источники: Bloomberg, оценки аналитического департамента Банка Москвы

Также мы не разделяем опасения относительно возможности вытеснения традиционного газа сланцевым (т. н. газовая революция). Мы согласны с тем, что в течение последних 10 лет доля газа, добываемого из сланцев, в общем газовом балансе США выросла с 2 % до 14 %, однако экономическая конкурентоспособность новых проектов разработки глинистых сланцев вызывает у нас значительные сомнения. Это связано с тем, что уровень предельных издержек по таким проектам (по умеренным оценкам, \$ 230-240 за тыс. куб. м, по пессимистичным – более \$ 300 за тыс. куб. м) существенно превосходит уровень затрат на добычу газа из традиционных источников. При этом наиболее рентабельные американские проекты (Barnett, Haynesville и др.) уже введены в разработку. Как следствие, темпы прироста добычи сланцевого газа в ближайшие годы смогут существенно замедлиться. Что касается европейского сланцевого газа, то фигурирующие в СМИ цифры о «триллионах» кубических метров нетрадиционного топлива не учитывают его маржинальной стоимости, при этом полномасштабных геологоразведочных работ на данный вид ископаемых в ЕС еще не проводилось.

Резюмируя вышеизложенное, можно утверждать, что провальный для Газпрома прошлый год в среднесрочной перспективе не повторится, экспортные потоки концерна восстановятся, и подтверждением нормализации ситуации в отрасли является позитивная динамика уровней газодобычи в РФ.



Источники: ЦДУ ТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

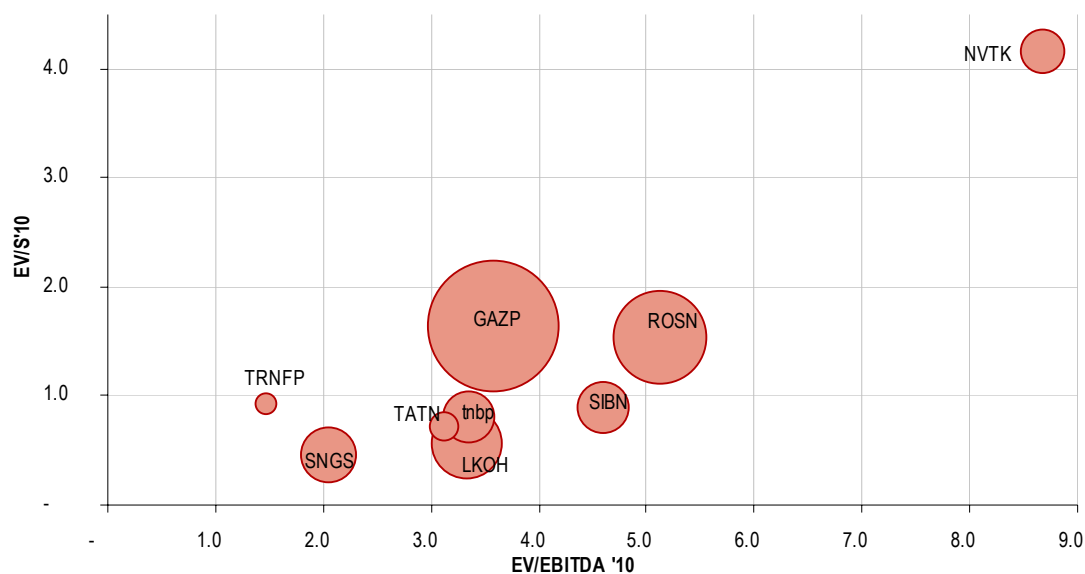
Нашими фаворитами в настоящий момент являются три компании: Газпром, НОВАТЭК, и ЛУКОЙЛ.

Газпром. Основными драйверами роста для компании станут восстановление экспортных поставок в нынешнем году и продолжение либерализации ценообразования на российском рынке.

НОВАТЭК. Компания станет главным бенефициаром повышения внутренних цен на газ в 2010-м и последующих годах, обладая значительным потенциалом роста добычи углеводородов.

ЛУКОЙЛ. ЛУКОЙЛ благодаря наличию сбалансированной нефтепереработки станет одним из главных выгодоприобретателей от нынешнего уровня цен на нефть и маржи downstream. Дополнительный положительный эффект компания получит от дальнейшего развития газового бизнеса (как в РФ, так и за рубежом) и грядущего запуска шельфовых проектов на Каспии.

Оценка компаний сектора



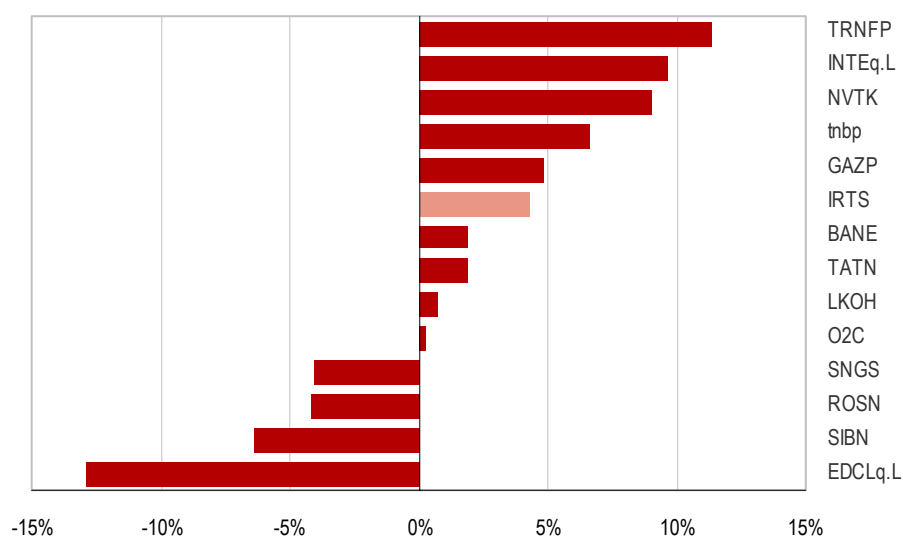
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	101 975	121 343	62 486	35 361	55 127	29 868	21 982	35 530
Лукойл	107 680	80 887	101 329	16 667	14 703	16 978	9 144	8 056	9 851
Роснефть	68 991	46 826	62 829	16 988	13 478	18 704	11 120	6 514	11 298
ТНК-ВР	45 128	28 524	37 130	9 513	8 159	8 809	6 384	5 239	5 421
Сургутнефтегаз	38 826	24 217	32 296	6 051	5 839	6 974	4 543	4 712	5 472
Газпром нефть	33 075	23 936	30 918	7 558	5 069	5 982	4 658	3 320	3 645
Татнефть	17 863	12 155	15 439	1 783	2 799	3 545	338	1 933	2 346
НОВАТЭК	3 178	3 012	4 749	1 471	1 298	2 275	921	822	1 638
Транснефть п.	11 055	10 853	13 362	6 465	6 758	8 302	2 835	3 812	4 639
БК Евразия	2 102	1 389	1 935	449	189	345	221	69	196
С.А.Т. oil	406	327	369	71	71	65	4	22	21
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



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Газпром



НОВАТЭК



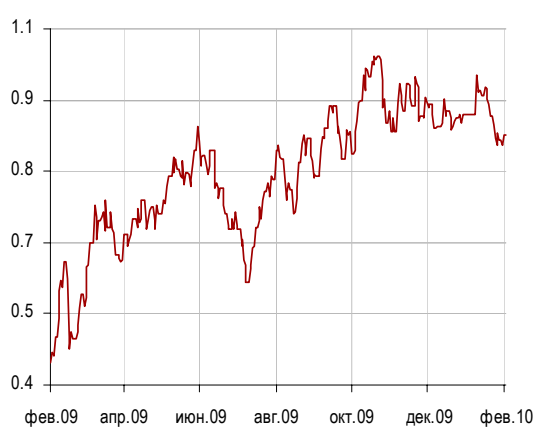
Роснефть



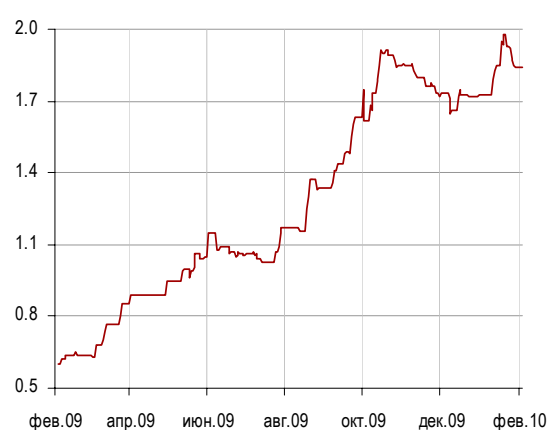
ЛУКОЙЛ



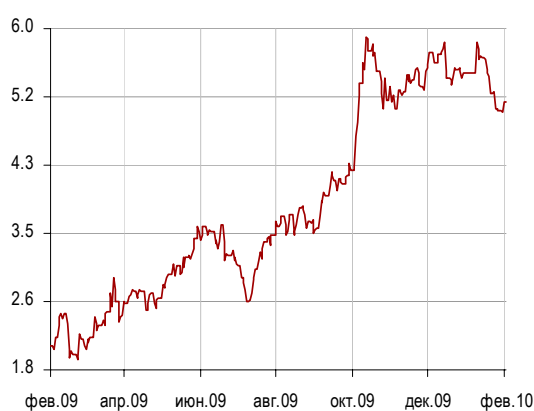
Сургутнефтегаз



ТНК-ВР



Газпром нефть



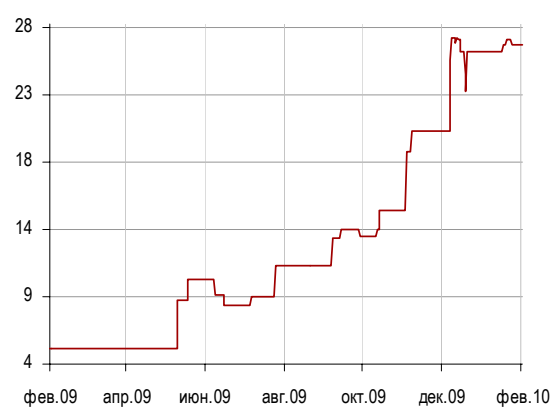
Татнефть



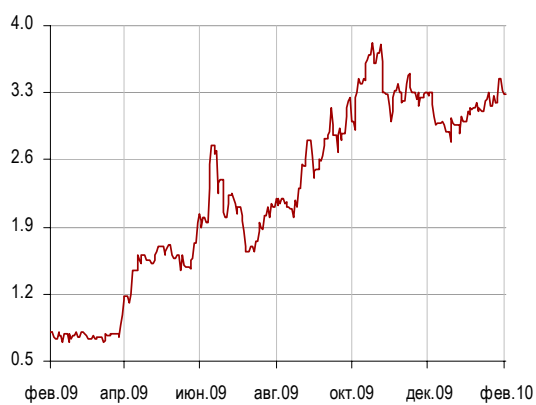
CAT OIL AG



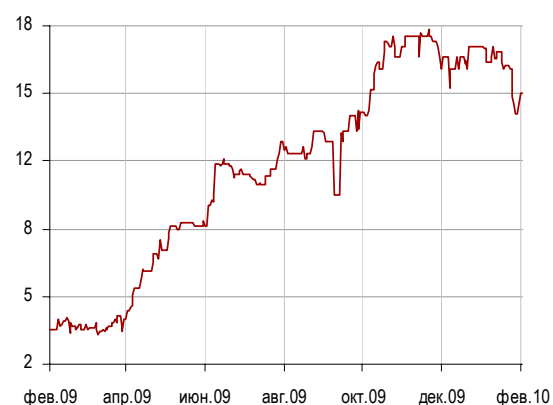
Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

Пока в лидерах. Надолго ли?

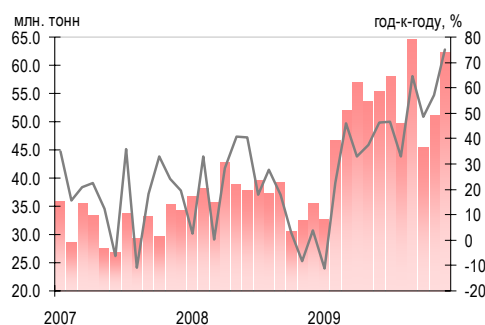
Бумаги металлургического сектора стали безусловными лидерами роста по итогам первого месяца года. После резкого подъема, вызванного, на наш взгляд, не столько внутриотраслевыми фундаментальными причинами, сколько ростом аппетита инвесторов к риску, некоторые бумаги металлургов еще сохраняют потенциал для дальнейшего роста, но уже не столь впечатляющий, как месяц назад.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	33.30	14 581	-9.7	2.1	20.8	45.70	37%	покупать
НЛМК	NLMK	3.1	18 658	38.8	3.0	15.6	3.1	-2%	продавать
Северсталь	CHMF	11.80	11 889	-18.7	1.3	22.2	13.45	14%	держать
Мечел	MTL.N	22.76	9 474	-20.6	2.6	24.5	27.50	21%	покупать
ММК	MAGN	0.96	10 708	25.4	2.2	9.2	1.03	7%	держать
ТМК	TRMKq.L	17.81	3 855	-11.8	2.2	21.3	16.08	-10%	продавать
Распадская	RASP	5.70	4 453	48.3	10.2	18.9	8.94	57%	покупать
Белон	BELO	0.75	863	-103.7	2.4	12.2	-		
Норильский Никель	GMKN	158.61	30 236	12.4	3.3	8.2	175.00	10%	держать
Полюс Золото	PLZL	49.81	8 873	20.3	6.3	11.3	53.10	7%	держать
Полиметалл	PMTLq.L	9.17	3 189	32.2	6.5	14.3	9.79	7%	держать
ВСМПО	VSMO	84.14	970	16.7	1.7	6.9	109.10	30%	покупать
ЧЦЗ	CHZNq.L	4.10	222	10.5	0.8	4.0	5.00	22%	покупать

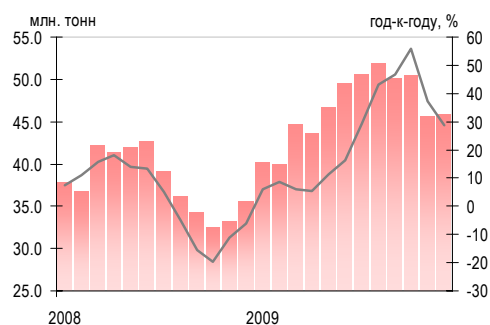
Основные тенденции

Начало года ознаменовалось резким ростом котировок компаний сектора черной металлургии. Тем не менее, несмотря на то что большинство бумаг сектора по итогам января прибавили 10-20 %, а отдельные бумаги (такие как Северсталь) выросли более чем на треть, явных фундаментальных причин для этого не наблюдалось. Безусловно, всплеск интереса инвесторов к сектору можно связать с позитивной таможенной статистикой из Китая, в очередной раз продемонстрировавшей, что Поднебесная сохраняет громадный аппетит к закупкам металлургического сырья, а темпы роста потребления стали в самом Китае остаются очень высокими. Однако мы не считаем, что эти данные явились каким-либо откровением для рынка. Причины роста котировок российских металлургов скорее кроются в отношении инвесторов к российскому рынку в целом и к наиболее рискованному (а значит, предлагающему наибольшую доходность в случае благоприятного развития событий) сектору в частности. Версия «охоты за риском» подтверждается также тем фактом, что спросом пользовались в первую очередь бумаги компаний с высоким уровнем левереджа или просто значительно пострадавших от мирового финансово-экономического кризиса – Северсталь, Евраз, ТМК, Распадская, в то время как пользовавшиеся хорошим спросом в прошлом году акции «надежного» НЛМК, напротив, снижались.

Импорт ЖРС в Китай, млн т



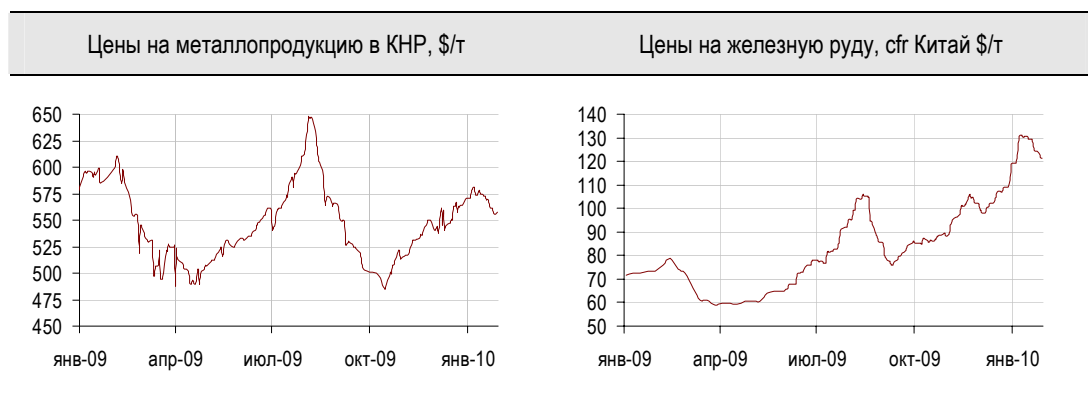
Видимое потребление стали в Китае, млн т



Источники: Worldsteel, таможенное управление КНР, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Возвращаясь к фундаментальным показателям, отметим, что если в начале месяца на рынке стали еще можно было найти какие-либо изменения в лучшую сторону (выросли цены на сталь в Китае, вслед за ними на 4-5 % увеличились мировые цены, взрывной рост наблюдался на рынках железной руды и коксующегося угля), то к концу месяца ситуация стала куда менее

оптимистичной: внутренний рынок стали в Китае вновь пошел вниз, начала снижаться стоимость железной руды. Мировой рынок металлопродукции пока не отреагировал на очередное изменение «погоды» в Поднебесной, однако возможности для роста у него в условиях более низких цен внутри КНР выглядят достаточно эфемерными.



Источники: Antaike, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы не ожидаем каких-либо существенных изменений на мировом рынке стали как минимум до конца февраля – начала марта, когда, с одной стороны, приобретут более реальные очертания новые годовые соглашения на поставку железной руды и коксующегося угля в страны АТР, а с другой – в северном полушарии наступит период сезонной активизации спроса.

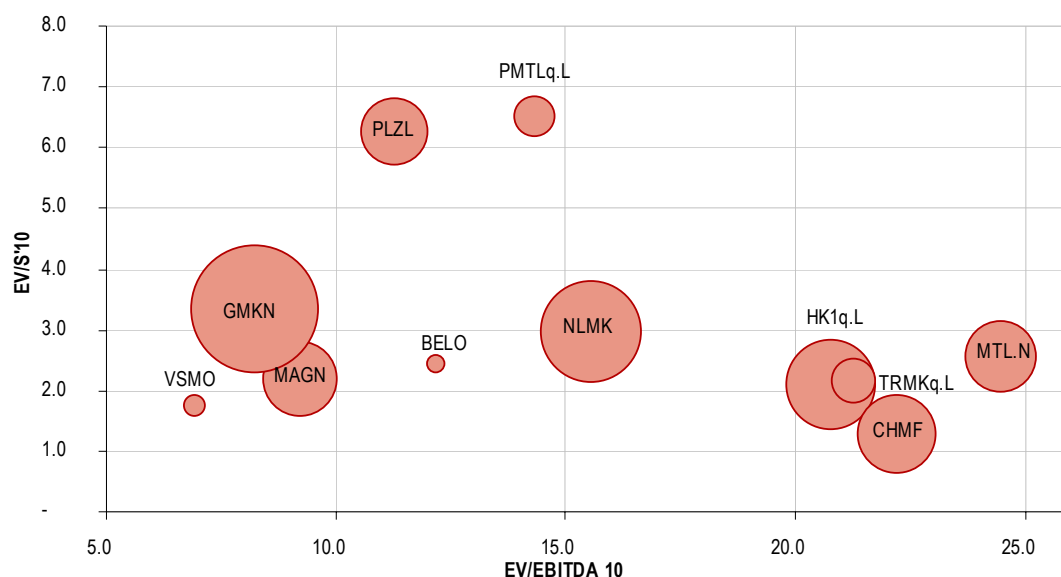
Цветная металлургия

В секторе публичных компаний отрасли цветной металлургии в январе появилось ожидаемое прибавление: в Гонконге и Париже успешно провел IPO крупнейший в мире производитель первичного алюминия РУСАЛ, капитализация которого по итогам размещения составила \$ 21 млрд, снизившись в первые дни после IPO чуть более чем на 10 % на фоне коррекции на мировых фондовых и товарных рынках. Мы считаем цену, полученную компанией в рамках IPO, близкой к справедливой. При этом отметим, что, несмотря на заметный прогресс в реструктуризации долга и привлечение новых \$ 2.24 млрд в ходе IPO, РУСАЛ, на наш взгляд, остается эмитентом с высоким уровнем левереджа, а значит, его котировки будут расти быстрее других в случае восстановления мировой экономики и цен на алюминий и окажутся под сильным давлением, если события примут обратный оборот. Официальную рекомендацию по акциям РУСАЛа и обзор по компании мы планируем представить инвесторам в ближайшем будущем.

Ключевые рекомендации

В опубликованной в конце декабря годовой стратегии в качестве фаворитов в металлургическом секторе мы отмечали четыре компании – Северсталь, Евраз, Распадскую и Мечел. Все они вошли в число лидеров роста на российском рынке акций с начала года. С момента выхода прошлой стратегии наш подход к сектору принципиально не изменился, разве что после почти 40%-ного роста бумаги Северстали уже не кажутся нам столь же фундаментально привлекательными. При этом акции **Евраз**, **Распадской** и **Мечела** мы по-прежнему считаем неплохими объектами для покупки, а главная идея инвестиций в эти компании заключается во все еще очень сильном спросе на сталь и металлургическое сырье со стороны Китая.

Оценка компаний сектора



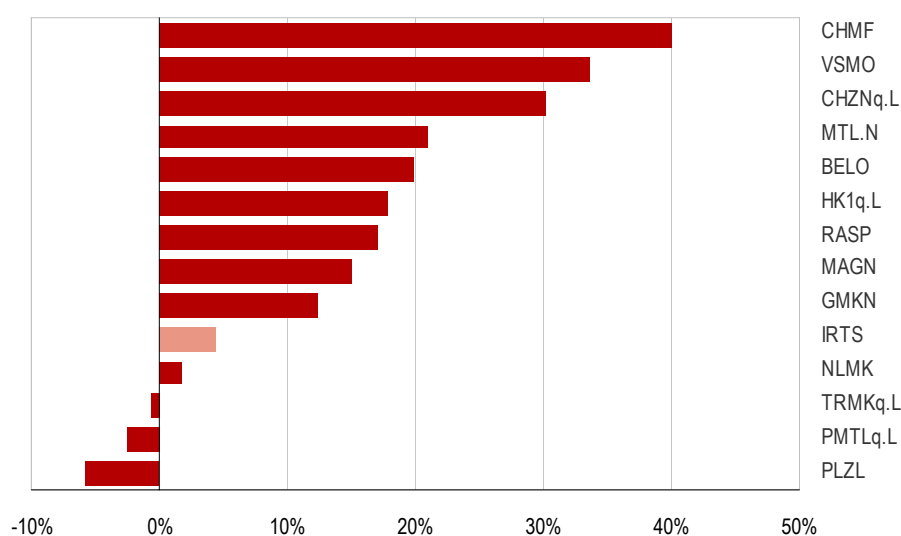
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

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	10 405	14 062	6 323	1 051	2 222	1 868	-	1 498	-	44
НЛМК	11 699	6 557	8 858	4 688	1 247	2 830	2 278	-	480	-	1 600
Северсталь	22 393	12 907	17 425	5 280	748	2 020	2 034	-	636	-	325
Мечел	9 986	5 715	7 833	3 020	599	1 722	1 141	-	459	-	589
ММК	10 550	5 289	7 877	2 119	1 241	1 602	1 075	-	422	-	718
ТМК	5 690	3 439	4 975	1 003	349	916	199	-	327	-	120
Распадская	1 200	455	1 168	869	246	918	531	-	92	-	611
Белон	978	550	708	205	110	258	79	-	8	-	107
Норильский Никель	13 980	9 921	12 019	5 744	4 005	4 766	-	449	2 441	-	2 937
Полюс Золото	1 087	1 299	1 767	449	721	1 106	52	-	438	-	700
Полиметалл	503	559	726	122	254	309	-	16	99	-	174
ВСМПО	1 262	829	1 026	345	209	250	154	-	58	-	86
ЧЦЗ	401	313	543	4	61	113	-	142	21	-	61

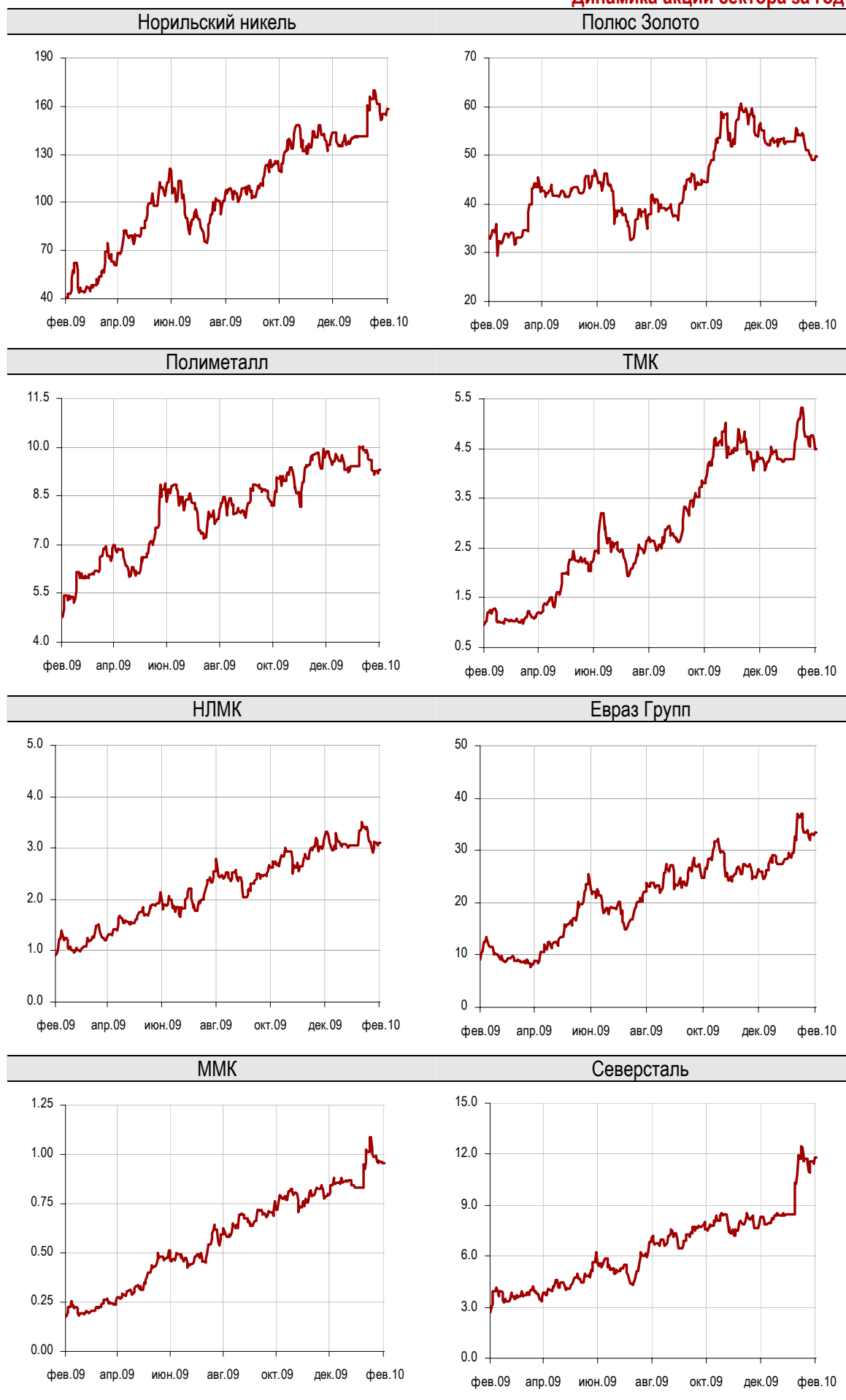
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источники: РТС, ММББ, LSE

Динамика акций сектора за год



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

Электроэнергетика

Удачное начало года

2010 год начинается оптимистично для российской генерации – восстановление спроса уже привело к росту цен в свободном сегменте до рекордных уровней. Во многом оживление спроса было обусловлено установившимися в начале года морозами, и состояние реального потребления может быть не столь позитивно. На этом фоне пока мы сохраняем наши годовые прогнозы по ценам и объемам потребления электроэнергии.

В январе появились новые ориентиры по долгосрочному рынку мощности, которые мы воспринимаем как позитивные: Совет рынка повысил предельные уровни цен и приблизил срок схождения рынка старой и новой мощности. По предварительным оценкам, новые правила могут на 15-40 % повысить стоимость генерирующих компаний. Тем не менее, остается еще много несогласованных моментов проекта, и, как показывает практика, объявленные недавно параметры могут быть вновь пересмотрены.

В январе появилось постановление Правительства с графиком перехода сетевых компаний на RAB. Данное постановление фактически поставило точку в реформировании комплекса, сократив риски инвестиций в сети. В данной связи мы по-прежнему отдаем предпочтение сетевым компаниям, многие из которых еще сохраняют потенциал роста.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.043	11 729	19.4	3.8	9.3	0.047	8%	держать
ФСК	FEES	0.011	13 079	60.3	4.2	10.3	0.015	29%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.029	1 295	neg.	1.0	5.3	0.031	7%	держать
ОГК-2	OGKB	0.033	1 087	neg.	1.0	13.5	0.035	5%	держать
ОГК-3	OGKC	0.047	2 244	9.7	0.4	2.1	0.059	25%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.064	4 044	24.4	2.9	15.7	0.068	6%	держать
ОГК-5	OGKE	0.085	2 996	neg.	2.7	14.5	0.088	4%	держать
ОГК-6	OGKF	0.027	857	neg.	0.8	5.9	0.026	-2%	продавать
Мосэнерго	MSNG	0.121	4 824	53.6	1.4	12.6	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.439	2 090	18.3	1.6	7.3	-		
Холдинг МРСК	MRKH	0.137	5 640	21.1	0.7	3.7	0.184	34%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.052	2 549	10.7	1.4	4.2	0.055	5%	держать
Ленэнерго	LSNG	0.968	896	7.5	1.5	5.0	1.100	14%	держать
МРСК Центра	MRKC	0.029	1 204	14.2	1.0	5.2	0.034	19%	держать
МРСК Сибири	MRKS	0.011	990	neg.	1.0	9.8	0.011	-5%	продавать
МРСК Урала	MRKU	0.010	870	2 484	0.7	4.8	0.012	19%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.008	876	51.3	0.8	6.7	0.009	13%	держать
МРСК СЗ	MRKZ	0.008	786	39.9	1.2	6.7	0.009	5%	держать
МРСК Волги	MRKV	0.004	784	538	1.0	5.7	0.006	45%	покупать
МРСК Юга	MRKY	0.006	308	neg.	1.3	6.4	0.003	-51%	продавать
МРСК СК	MRKK	5.92	175	neg.	0.7	6.8	5.85	-1%	продавать

Основные тенденции

Свободный сегмент рынка электроэнергии

Новый год начался довольно позитивно для российских генерирующих компаний. По итогам января все регионы продемонстрировали рост потребления относительно уровней прошлого года, что в том числе было связано с усилением морозов. Рост потребления пока позволяет генерирующим компаниям повысить цены, приведя их в соответствие с удорожанием топлива. В результате к концу января цены в первом ценовом сегменте рынка достигли своих исторических максимумов. Среднемесячная цена уже на 4 % превышает январские уровни 2008 г. и на 45 % – 2009 г. В Сибири среднемесячные значения цен также находятся на более высоких уровнях, чем в 2008-2009 гг. Тем не менее, в данном регионе растущий тренд не столь устойчив.

Цены на электроэнергию на РСВ, руб./МВт·ч (сглаженные)

Европа + Урал

Сибирь



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Генерация

В январе произошло два события, которые позитивны для генерирующих компаний. Оба события связаны с запуском долгосрочного рынка мощности – основного катализатора роста стоимости акций компаний сектора. В начале года НП «Совет рынка» согласовал цены на новую мощность, вводимую в 2010 г., а в конце января появилась информация об утверждении новых поправок в регламент долгосрочного рынка мощности. Первое событие мы уже описывали в нашем январском отраслевом мониторе. По нашим оценкам, установленные цены на новую мощность оказались несколько выше наших ожиданий. В частности, новая мощность ОГК-6, даже несмотря на то, что она была признана Советом рынка как модернизированная, была оценена в 582.8 тыс. руб. в месяц за 1 МВт. Наша оценка, проводимая в соответствии с опубликованной в конце 2009 г. методикой Совета рынка, оказалась на 40 % ниже. Мощность ОГК-4 получила оценку 507.3, что также выше наших ожиданий. Единственным проектом, который был оценен ниже наших прогнозов, оказалась Каширская ГРЭС (ОГК-1): в 2010 г. стоимость нового блока станции составит 449.7 тыс. руб., что ниже ранее установленной цены на 2009 год.

В конце января стали известны новые уточнения, внесенные в проект долгосрочного рынка мощности:

- Новые значения ценовых максимумов для газовых станций составят 556-772 тыс. руб. за 1 МВт в месяц и для угольных 1 023-1 102 тыс. руб. в месяц. Новые ценовые пороги существенно превышают наши прогнозы, рассчитанные исходя из предыдущих ориентиров, утвержденных Советом рынка. В наибольшей степени выигрывают угольные блоки, предельная стоимость которых может увеличиться в 1.8-2 раза по сравнению с ростом на 11-29 % для газовых мощностей.
- Вторым важным моментом стало подтверждение сроков схождения стоимости старой и новой мощности в 2015 г., а не к 2019 г., как это планировалось ранее. Даже если средние рыночные цены в 2015 г. окажутся на уровне нижнего ценового порога – 556 тыс. руб. за 1 МВт, цена старой мощности в среднем увеличится в 2.7 раза относительно среднего по России тарифа мощности.

В совокупности все объявленные параметры рынка мощности могут привести к кардинальной переоценке сектора. По нашим расчетам, в результате повышения цен на новую мощность стоимость ОГК вырастет на 15-40 %. Оценить влияние сближения сроков рынка старой и новой мощности сложнее. Само по себе ускорение может привести к росту стоимости ОГК в 2-3 раза. Тем не менее, если принимать во внимание схождение рынков в 2015 г., то в среднем начиная с 2012 г. стоимость старой мощности должна расти на 50-60 %. Кроме того, по-прежнему неизвестно, будет ли мощность оплачиваться на 100 %.

Остается еще много несогласованных моментов проекта, и, как показывает практика (рынок мощности утверждается уже около двух лет), объявленные недавно параметры могут быть вновь пересмотрены. Напомним, что ранее предполагалось провести первый отбор мощности

долгосрочного рынка в сентябре 2010 г., соответственно, в ближайшее время могут появиться новые уточнения и дополнения. Кроме того, повышение уровня цен может также свидетельствовать об отклонении капитальных затрат генерирующих компаний от ранее принятых уровней. Данный факт существенно сгладит позитивное влияние на оценку генерирующих компаний новых правил.

Сетевые компании

В январе новый импульс роста стоимости сетей был задан постановлением Правительства с указанием графика перехода компаний на RAB-регулирование. Внедрение новых тарифов будет поэтапным. Планируется, что крайним сроком перехода станет 1 января 2011 г., начиная с которого тарифы всех сетевых компаний будут рассчитываться на основе доходности на капитал.

Доля филиалов, перешедших на RAB

	Дата перехода	Филиалы	Доля в длине сети, накопленным итогом, %
МРСК Центра	до 01.01.2010	Белгород, Тверь, Липецк	31
	01.01.2010	Курск, Ярославль, Брянск	47
	01.07.2010	Воронеж, Кострома, Орел, Смоленск, Тамбов	100
МРСК СК	до 01.01.2010		0
	01.07.2010	Ставрополь	46
	01.01.2011	Каб-Балк., Кар-Черк., Сев-Осетия, Дагестан, Ингушетия	100
МРСК ЦП	до 01.01.2010	Рязань, Тула	24
	01.01.2010	Калуга, Владимир, Удмуртия	52
	01.01.2011	Иваново, Киров, Марий-Эл, Н.Новгород	100
МРСК Сибири	до 01.01.2010		0
	01.01.2010	Омск, Горно-Алтайские сети	17
	01.07.2010	Хакасия, Чита	34
	01.01.2011	Алтай, Бурятия, Красноярск, Кузбасс	100
МРСК Урала	до 01.01.2010	Пермь	36
	01.01.2011	Свердловск, Челябинск	100
МРСК Волги	до 01.01.2010		0
	01.07.2010	Самара, Саратов, Ульяновск, Мордовия, Оренбург, Пенза, Чувашия	100
МРСК Юга	до 01.01.2010	Ростов, Астрахань	59
	01.07.2010	Волгоград, Калмыкия	100
МРСК СЗ	до 01.01.2010		0
	01.01.2010	Новгород	14
	01.07.2010	Вологда, Коми, Псков	78
	01.01.2011	Архангельск, Карелия, Мурманск	100
МОЭСК	01.01.2011		100
Ленэнерго	01.01.2011		100
Холдинг МРСК	до 01.01.2010		6
	01.01.2010		14
	01.07.2010		54
	01.01.2011		100

Источники: Постановление Правительства № 30-р, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

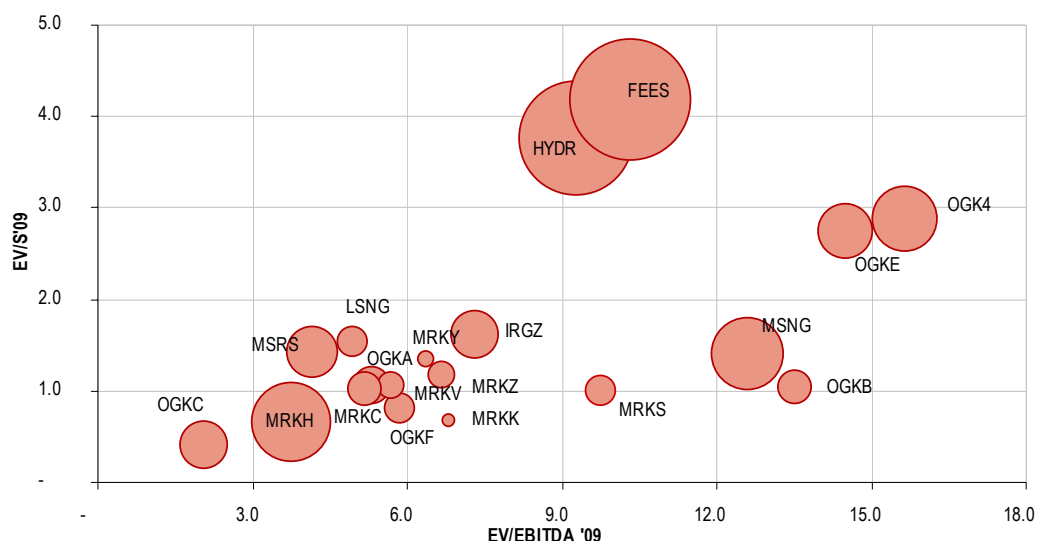
Если график перехода будет соблюден, то выигрыш от нового регулирования быстрее всего получат МРСК Центра, МРСК Юга и МРСК Волги, где к середине года 100 % филиалов предполагает перейти на RAB, а также МРСК Северного Кавказа и МРСК Северо-Запада.

На наш взгляд, последнее постановление Правительства является ключевым событием отрасли, которое сможет поставить окончательную точку в деле перехода сетевых компаний на RAB-принципы. В этом случае рентабельность компаний будет определяться не столько операционными показателями или спросом на энергию, сколько размером произведенных инвестиций.

Ключевые рекомендации

В конце года мы сделали ставку на наиболее эффективных генераторов и сетевой комплекс, что полностью оправдалось. После январского роста большинство компаний сектора достигли своих справедливых уровней. Потенциал сохранили лишь отдельные компании сетевого комплекса, которые мы продолжаем рекомендовать к покупке. Принятие графика перехода на RAB сокращает риски инвестиций в сети. Нашими ключевыми рекомендациями в секторе являются Холдинг МРСК и ФСК.

Оценка компаний сектора



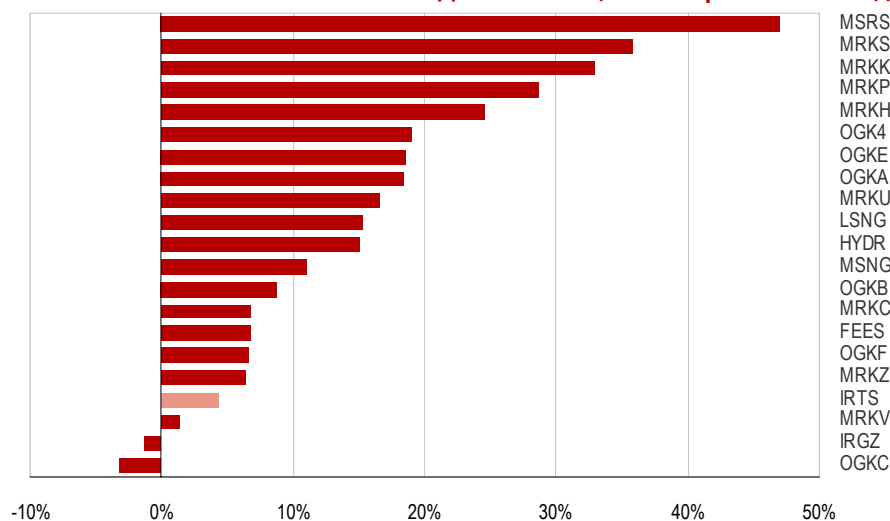
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
РусГидро	2 935	2 966	3 910	1 300	1 197	1 618	506	606	813
ФСК	3 049	2 782	4 215	1 020	1 125	2 109	956	217	1 219
ОГК-1	1 594	1 237	1 500	172	244	166	300	159	68
ОГК-2	1 394	1 176	1 540	24	90	46	15	26	29
ОГК-3	1 193	977	1 213	177	191	82	324	232	141
ОГК-4	1 431	1 155	1 534	188	213	260	244	165	174
ОГК-5	1 448	1 234	1 588	213	233	278	66	90	108
ОГК-6	1 514	1 074	1 277	89	149	28	46	73	81
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
Холдинг МРСК	15 996	14 955	19 568	2 668	2 621	2 956	444	267	216
МОЭСК	2 627	2 615	3 343	743	885	1 301	289	238	425
Ленэнерго	725	820	992	200	254	251	62	120	49
МРСК Центра	1 758	1 516	1 963	347	294	189	111	85	26
МРСК Сибири	1 468	1 232	1 649	187	125	79	6	40	64
МРСК Урала	1 224	1 423	1 801	132	213	164	29	0	22
МРСК ЦП	1 540	1 422	1 860	225	178	271	75	17	65
МРСК СЗ	935	796	1 030	142	140	162	40	20	25
МРСК Волги	1 212	899	1 218	251	165	54	47	1	91
МРСК Юга	702	587	758	168	123	70	26	17	53
МРСК СК	328	306	397	42	30	33	16	18	39

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года

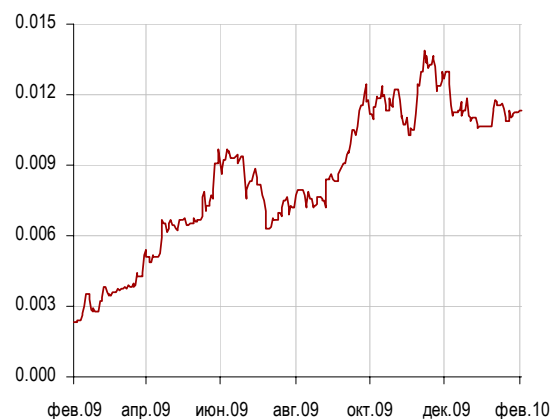
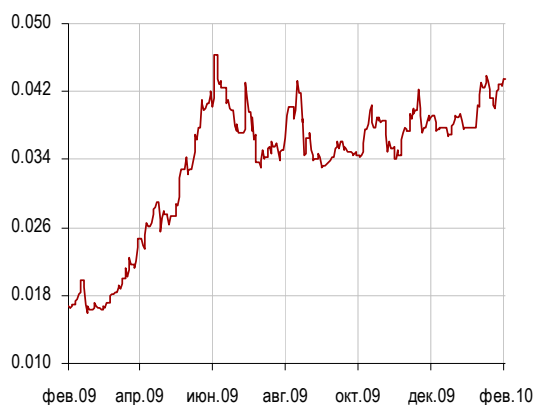


Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

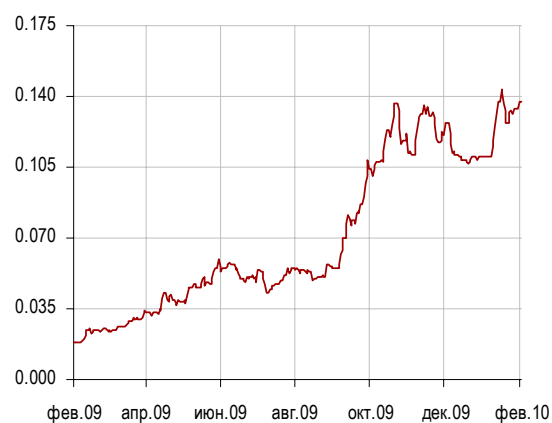
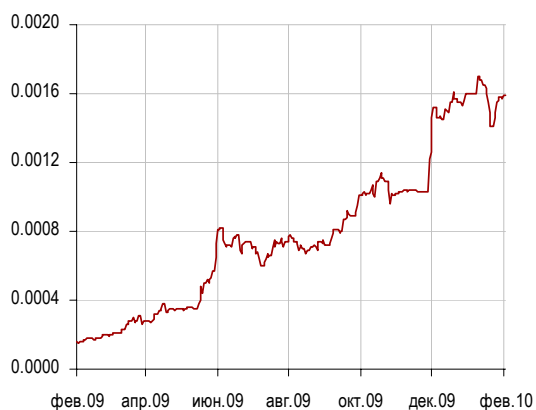
РусГидро

ФСК ЕЭС



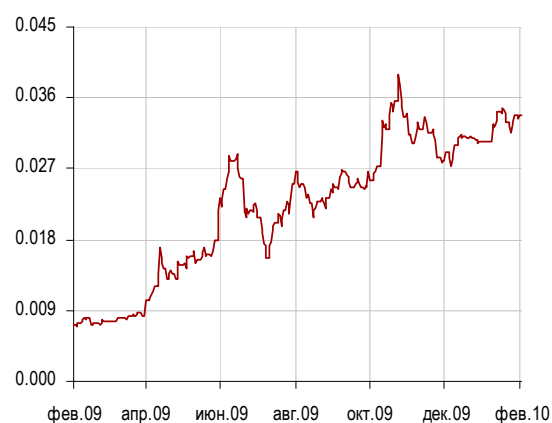
ИнтерРАО

Холдинг МРСК

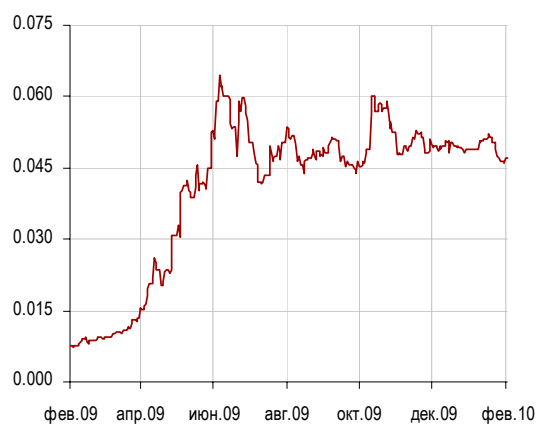


ОГК-1

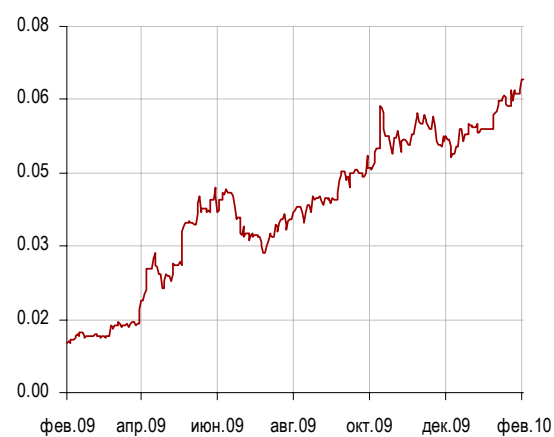
ОГК-2



ОГК-3



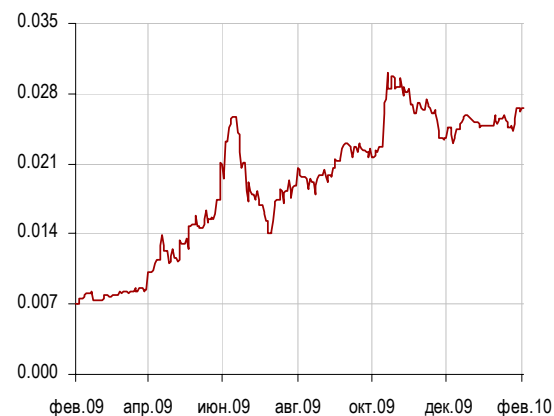
ОГК-4



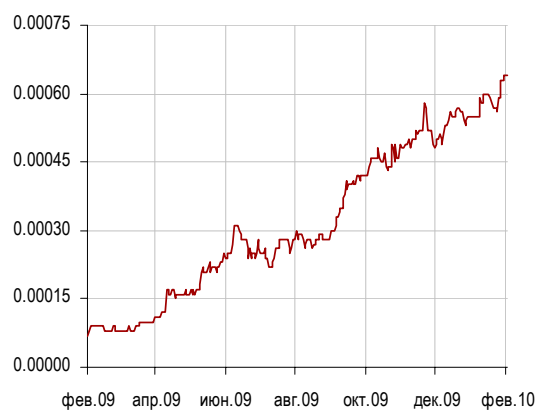
ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

В преддверии публикации коэффициентов конвертации

В январе в телекоммуникационном секторе основной рост наблюдался в акциях МРК – особенно стоит отметить ЦентрТелеком, Уралсвязьинформ и Сибирьтелеком. Основной идеей, которая движет котировками акций всех «дочек» Связьинвеста, продолжает являться реорганизация холдинга и спекуляции относительно коэффициентов обмена акций.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	50.6	20 153	12.7	2.9	5.8	48.8	-3%	продавать
МТС (локальные)	MTSS	6.73	13 422	8.5	2.0	3.5	9.76	45%	покупать
Вымпелком	VIP.N	19.8	20 266	9.4	2.6	5.4	21.7	10%	держать
Ростелеком	RTKM	5.25	3 825	35.5	1.4	7.5	1.94	-63%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.00	2 508	15.3	1.5	3.8	5.50	-8%	продавать
Уралсвязьинформ	URSI	0.03	1 004	9.7	1.3	3.5	0.02	-33%	продавать
Волгателеком	NNSI	3.45	848	7.3	1.1	2.9	3.54	3%	держать
Центртелеком	ESMO	0.80	1 259	6.3	1.5	3.5	0.45	-43%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.06	697	7.1	1.0	2.7	0.05	-11%	продавать
СЗТ	SPTL	0.84	739	9.6	1.3	2.9	0.87	4%	держать
ЮТК	KUBN	0.16	459	11.4	1.5	4.3	0.06	-60%	продавать
Дальсвязь	ESPK	3.54	338	3.9	0.8	2.1	4.62	31%	покупать

Основные тенденции

В январе мы выпустили обзор, в котором представили наш взгляд относительно того, какими должны быть коэффициенты обмена акций МРК в акции Ростелекома и какую потенциальную доходность могут ожидать акционеры «дочек» Связьинвеста.

На данный момент существуют 3 условия, которые будут приниматься во внимание при расчете коэффициентов конвертации:

- 1) доля государства в объединенной компании должна быть не менее 51 %;
- 2) должен минимизироваться риск блокирования реорганизации со стороны миноритариев МРК;
- 3) также существует теоретическая возможность, что АСВ И ВЭБ, которые выкупили летом 2009 г. у КИТ Финанса 40 % акций Ростелекома по цене 230 руб. за акцию (на 53 % выше текущей рыночной цены), будут добиваться того, чтобы минимизировать риск существенного падения котировок акций Ростелекома, что наверняка случится, если коэффициенты обмена будут рассчитаны исходя из справедливых оценок.

Что касается второго условия, то, как сообщают СМИ, в начале февраля Координационный совет Связьинвеста впервые соберется для того, чтобы обсудить методику расчета коэффициентов обмена акций; при этом наибольшим весом при оценке активов с большей долей вероятности будет обладать методика дисконтирования денежных потоков (DCF). Стоит отметить, что Координационный совет Связьинвеста был создан по инициативе Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ).

Что касается последнего (третьего) условия, то в январе этого года СМИ сообщили, что Агентство по страхованию вкладов (АСВ) намерено отдать принадлежащие ему 29.9 % акций Ростелекома в управление Связьинвесту. Кроме того, стороны договорились заключить опцион, по которому АСВ получит право потребовать от Связьинвеста через девять лет выкупить этот пакет по цене не ниже 230 руб. за бумагу. Впоследствии данная новость не подтвердилась, но стало известно, что премьер-министр Владимир Путин поручил АСВ передать в управление ВЭБу 29.9 % акций Ростелекома. Таким образом, учитывая уже имеющиеся 9.8 % акций, ВЭБ станет вторым после Связьинвеста (50.7 %) акционером Ростелекома. Мы считаем, что ВЭБ вполне может заключить опционное соглашение наподобие озвученного выше между АСВ и Связьинвестом. По нашим оценкам, если конвертация акций МРК в акции Ростелекома будет осуществлена исходя из справедливой оценки – а в этом случае акции Ростелекома могут упасть, по нашим расчетам, до 90 руб., – девяти лет вполне хватит менеджерам объединенной компании, чтобы увеличить рыночную стоимость до 230 руб. (акции должны будут расти в среднем на 11 % в год, что даже

меньше, чем средняя стоимость капитала).

В целом новостной фон января подтверждает, что реорганизация Связьинвеста идет полным ходом, что является позитивным знаком для акций «дочек» Связьинвеста. Кроме того, имеются косвенные свидетельства того, что интересы миноритариев МРК с большой долей вероятности будут учтены.

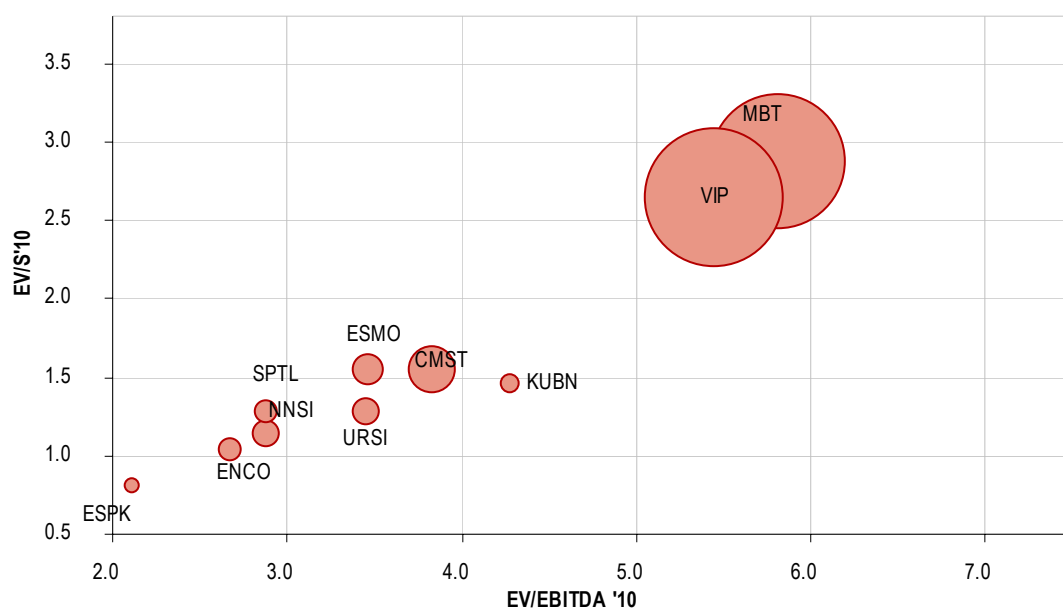
Наша оценка стоимости новой компании на базе Ростелекома с учетом единого WACC составляет \$ 10 520 млн (на конец 2010 г. без учета синергии), что совпадает с текущей рыночной капитализацией. Если учитывать эффект синергии, который оценивается в 30 млрд руб., то потенциал роста может увеличиться до 7 %.

Ключевые рекомендации

Мы считаем, что в ходе реорганизации Связьинвеста ВолгаТелеком, Сибирьтелеком, СЗТ и Дальсвязь могут надеяться на высокие коэффициенты конвертации (выше рыночных). В целом, если коэффициенты конвертации будут рассчитаны исходя из справедливой оценки, средняя доходность вложения в обыкновенные акции МРК может составить 18 %.

Мы также рекомендуем «покупать» привилегированные акции МРК и Ростелекома. Первые сейчас торгуются с дисконтом в 20-26 % к обыкновенным акциям, в то время как ранее руководство Связьинвеста намекало, что возможный дисконт при конвертации «префов» составит 10 %. Привилегированные акции Ростелекома на данный момент торгуются с дисконтом 50 % к обыкновенным акциям.

Оценка компаний сектора

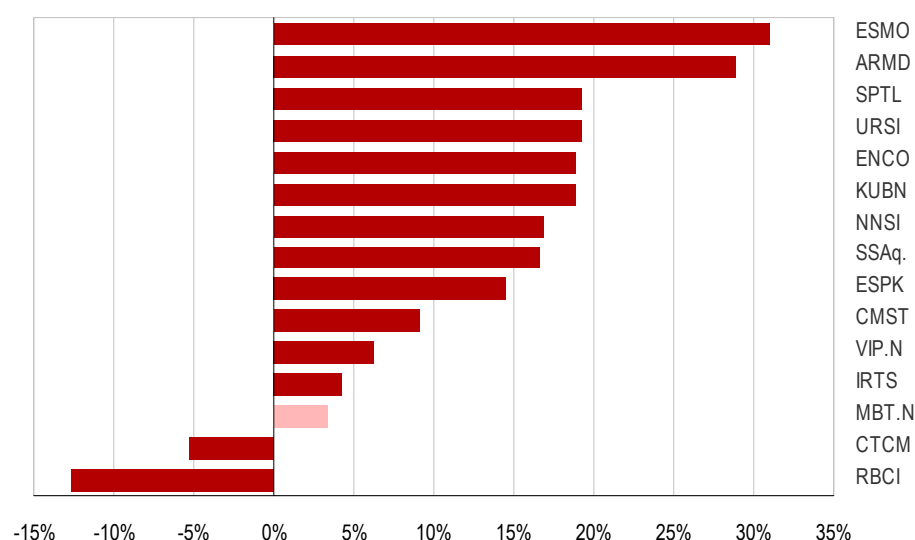


Финансовые показатели компаний сектора

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
МТС(ADR)	10 245	7 454	8 065	5 140	3 843	3 978	1 930	1 772	1 588
Вымпелком	10 117	8 985	10 533	4 860	4 350	5 106	524	1 258	2 148
Ростелеком	2 257	2 066	2 320	430	375	428	409	126	152
Комстар-ОТС	1 648	1 482	1 629	683	599	654	180	117	164
Уралсвязьинформ	1 636	1 267	1 492	569	466	553	74	65	115
Волгателеком	1 289	1 027	1 202	488	405	475	117	80	128
Центртелеком	1 399	1 142	1 342	574	509	597	170	157	221
Сибирьтелеком	1 515	1 210	1 420	526	460	551	61	62	109
СЗТ	1 012	831	984	406	362	435	103	55	86
ЮТК	856	695	825	239	235	280	-	27	11
Дальсвязь	648	541	639	231	203	243	91	69	96

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

МТС

ВымпелКом



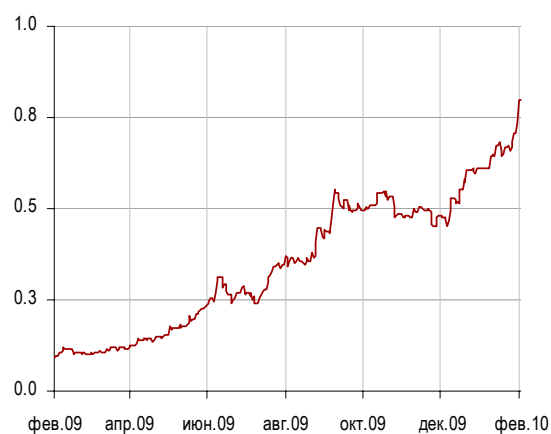
Комстар-ОТС

АФК Система



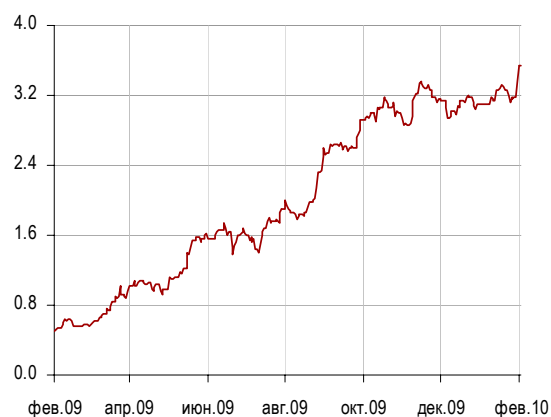
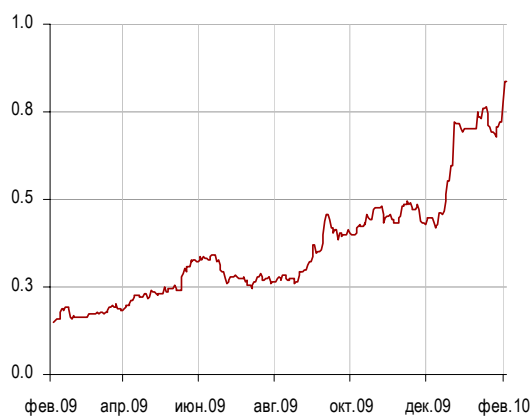
Уралсвязьинформ

ЦентрТелеком

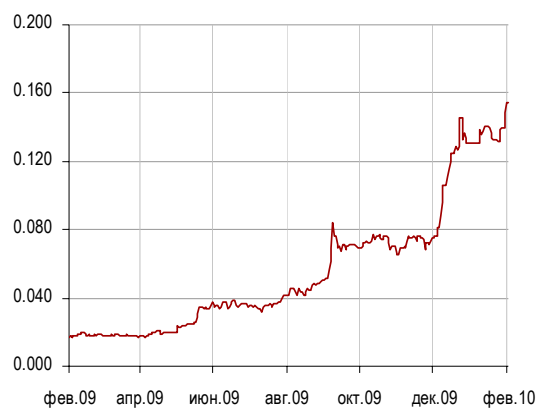


СЗТ

Дальсвязь



ЮТК



ВолгаТелеком



Сибирьтелеком



Ростелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Рост вопреки глобальному тренду

Глобальная конъюнктура пока не благоприятствует росту котировок акций российских банков. Активно обсуждаются меры по ужесточению банковской деятельности, по силе аналогичные мерам, принятым в 30-х годах прошлого века. На этом фоне период отчетности ведущих американских банков не смог повлиять на расположение инвесторов: акции глобальных банков пока не пользуются спросом, а премия за их риск растет.

Акции российских банков очередной месяц подряд закрылись в плюсе. Инвесторы отыгрывают перспективы быстрого восстановления сектора после кризиса. Мы полагаем, что первым бенефициаром восстановления сектора станет Сбербанк. В январе мы пересмотрели наши ожидания в отношении темпов роста и стоимости фондирования Сбербанка и повысили ориентир по акциям банка на 37 % с \$ 3.1 до уровня \$ 4.2 за обыкновенную акцию, рекомендация – «покупать». Рекомендация по ВТБ («продавать») оставлена без изменений.

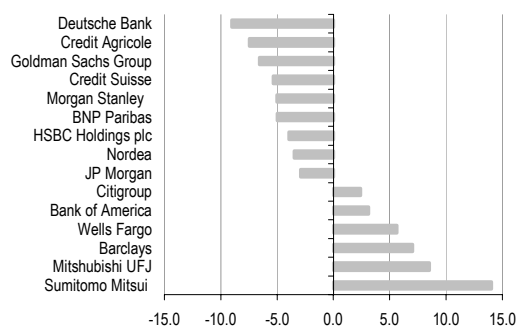
		Цена \$	MCap млн. \$	P/E	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	2.9	63 214	245.6	1.0	2.3	4.2	43%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	5.1	26 408	отр.	отр.	1.4	4.1	-19%	продавать
Возрождение	VZRZ	43.2	1 026	102.7	2.2	2.7			
Банк Санкт-Петербург	BSPB	3.4	957	216.9	0.6	1.1			

Динамика отрасли: стоимость и риски

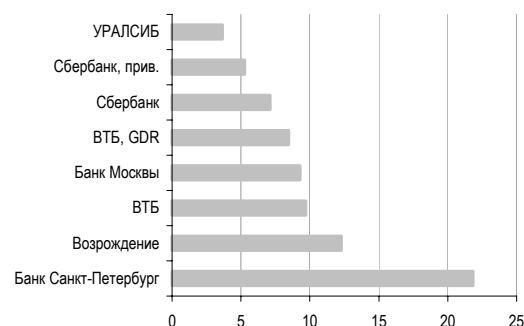
Период публикации отчетности крупнейших американских банков завершился, как и ожидалось ранее, далеко не слишком удачно в связи с падением доходов от инвестиционно-банковской деятельности в 4-м квартале 2009 г. Помимо смешанных по влиянию на динамику акций отчетов давление на котировки продолжает оказывать политика финансовых регуляторов в США, Европе и других странах, направленная либо на ограничение рисков банковской/инвестиционно-банковской деятельности, либо на ограничение роста самого банковского сектора (как в случае с Китаем).

На этом фоне котировки акций глобальных банков завершили январь далеко не так удачно, как акции российских банков, лидером роста среди которых стали акции банка «Санкт-Петербург».

Динамика акций глобальных банков в январе 2010 г.



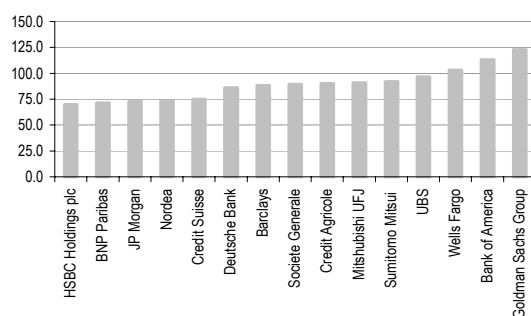
Динамика акций российских банков в январе 2010 г.



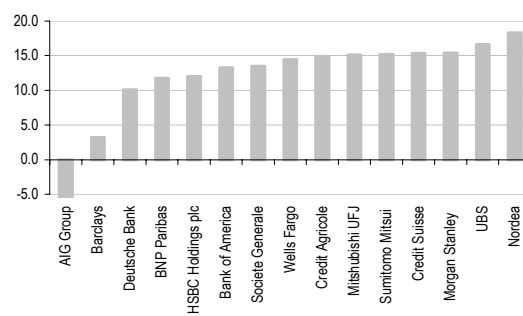
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

После очередной волны критики и новых мер в адрес банковского сектора неудивительно, что по итогам января можно зафиксировать массовый рост премий за кредитный риск глобальных банков.

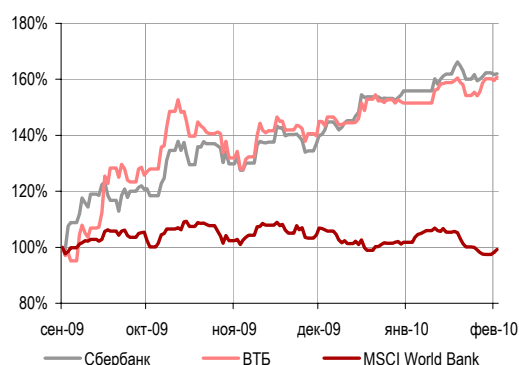
Глобальные банки: CDS (по состоянию на 01.01.2010)



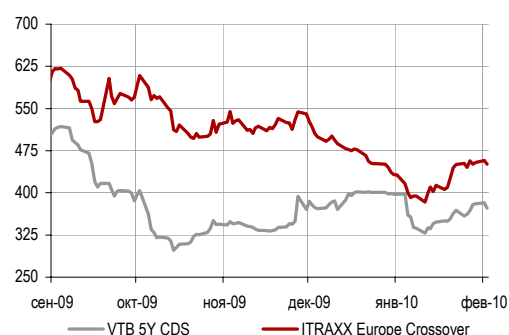
Глобальные банки: CDS динамика CDS в январе



Динамика акций ВТБ и Сбербанка в 2009 г.



Динамика CDS ВТБ и Сбербанка



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Российские банки

Сбербанк представил очень сильную отчетность за декабрь 2009 г. по РСБУ. Банк зафиксировал рекордный приток вкладов, что одновременно со снижением ставки рефинансирования позволило ему понизить ставки по вкладам населения, которые составляют более 50 % его обязательств. В результате банку удалось успешно сдержать давление на процентную маржу, что вместе с эффективным контролем над издержками и стабилизацией отчислений в резервы привело к росту чистой прибыли.

В январе Группа ВТБ сообщила о прибыли по РСБУ в размере 27.96 млрд руб. Впрочем, ВТБ разочаровал непоследовательной политикой формирования резервов, поставив антирекорд по начислению резервов в декабре. Менеджмент банка строит амбициозные планы на 2010 год. Глава ВТБ Андрей Костин объявил, что Группа ВТБ намерена в 2010 г. нарастить корпоративный кредитный портфель немногим менее чем на 20 %, а розничный – на 23-25 %. На наш взгляд, эти планы весьма оптимистичны – в своей модели по ВТБ мы закладываем рост кредитного портфеля Группы в 2010 г. до 15 %.

Пересмотр целевых уровней

На наш взгляд, главным бенефициаром роста банковского сектора в 2010 г. станет Сбербанк, учитывая его возможности по получению дешевого фондирования. В январе Сбербанк объявил о существенном снижении ставок по депозитам и предупредил об аналогичных шагах в будущем. Снижение ставок по вкладам способствует снижению стоимости фондирования банка и сдерживает сокращение показателя NIM (чистой процентной маржи) в условиях пересмотра ставок по кредитным договорам.

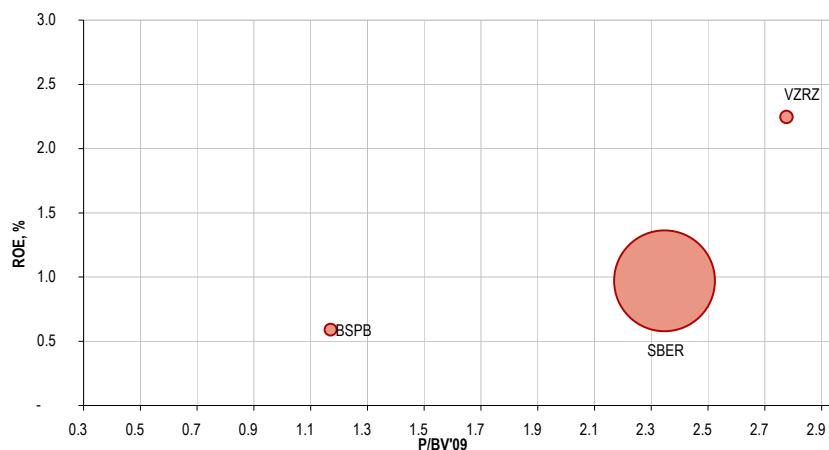
Мы пересмотрели наши ожидания в отношении темпов роста и стоимости фондирования Сбербанка и повысили ориентир по акциям банка на 37 % с \$ 3.1 до уровня \$ 4.2 за обыкновенную акцию, рекомендация – «покупать». Рекомендация по ВТБ («продавать») оставлена без изменений. Подробнее см. обзор от 21.01.2010 г.

Прогноз

Мы ждем, что кредитование реального сектора постепенно восстановится в этом году, и ожидаем рост кредитного портфеля банков на 10-15 % в 2010 г. Не исключено, что слабая динамика кредитного портфеля будет наблюдаться до конца 1-го – начала 2-го квартала, периода начала инвестиционной активности компаний. Общее снижение кредитных ставок может привести к пересмотру инвестиционных планов компаний, а также к росту розничного кредитования, что создаст предпосылки для роста кредитного портфеля.

Восстановление кредитования в 1-м квартале будет происходить более медленными темпами, чем приток средств в банки. В этом случае банки получат дополнительный приток ликвидности, который может быть использован на долговом рынке.

Оценка компаний сектора



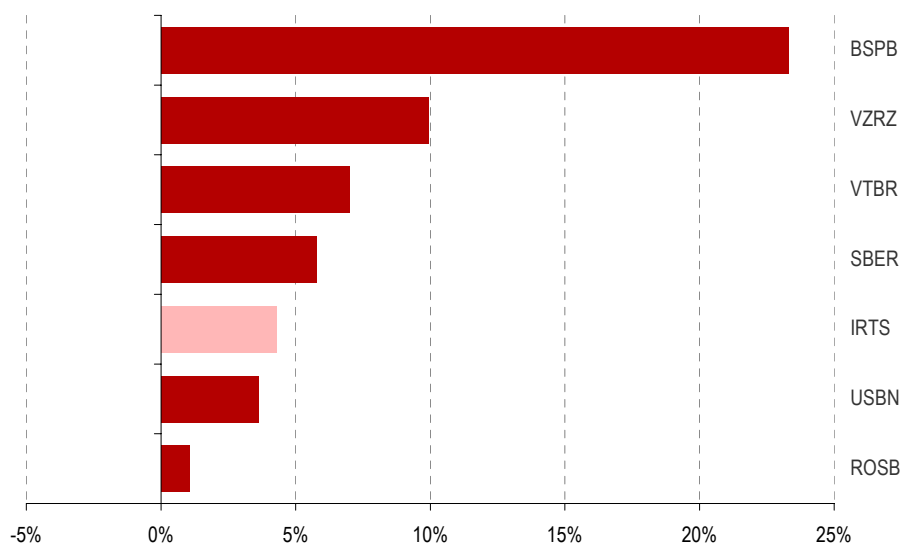
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	228 970	282 856	25 533	27 528	33 785	4 286	257	5 286
ВТБ	125 848	129 668	173 000	13 347	19 434	20 102	212	- 1 770	43
Возрождение	4 806	5 457	6 099	513	376	453	126	10	57
Банк Санкт-Петербург	7 342	7 720	8 855	640	854	915	112	4	45

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



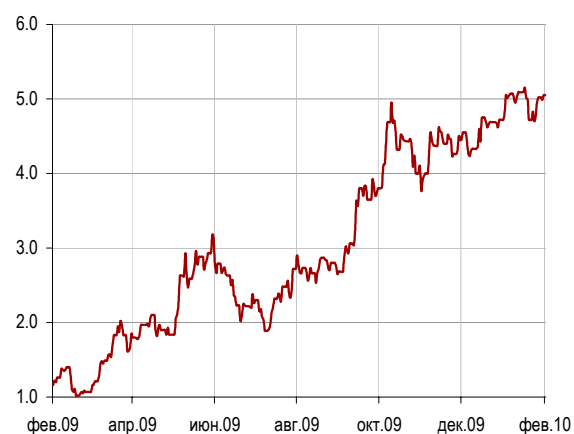
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



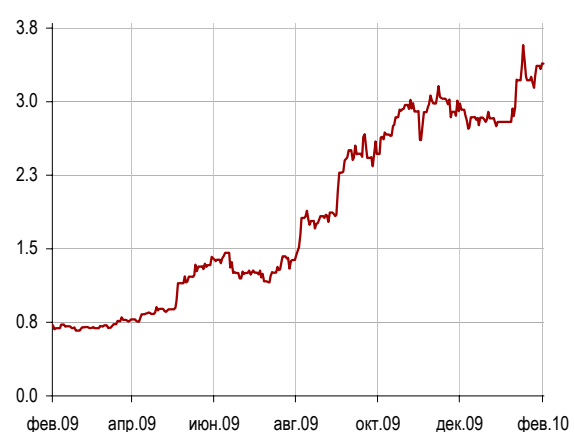
ВТБ, GDR



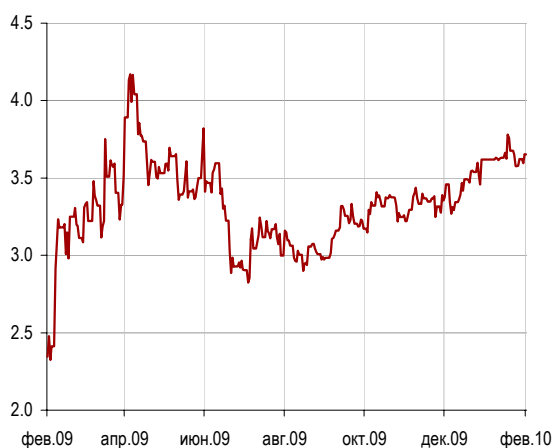
Возрождение



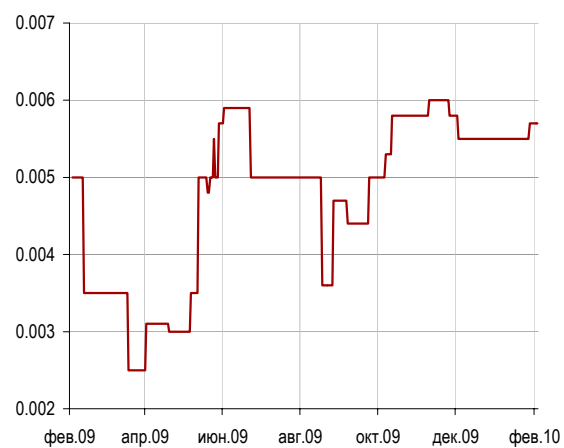
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

Спрос восстанавливается. Но какими темпами?

В январе акции потребительского сектора в целом двигались вместе с рынком.

Заметно лучше сектора выглядели акции Росинтера, М.Видео и Дикси на фоне оптимизма относительно восстановления потребительского спроса. Хуже рынка смотрелись Аптечная сеть 36.6, которая в декабре прошлого года разместила большую допэмиссию по цене существенно ниже рынка, и Вимм-Билль-Данн, сообщивший об ухудшении финансовых показателей в 4-м квартале 2009 г.

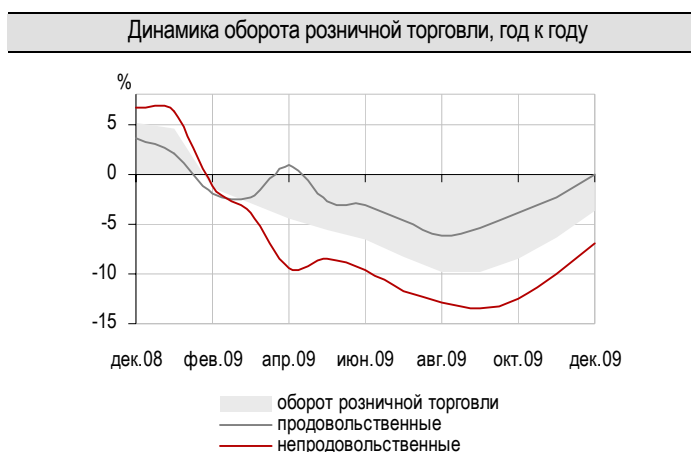
Основными корпоративными событиями прошедшего месяца стали публикации операционных результатов за 4-й квартал 2009 г., которые в целом продемонстрировали восстановление потребительского спроса, но меньшими темпами, чем мы ожидали.

На данный момент наибольший потенциал роста (26 %) сохраняется в акциях X5 Retail Group, которые мы рекомендуем «покупать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	32.7	8 880	24.3	0.9	10.9	41.02	25%	покупать
Магнит	MGNT	68.9	6 132	16.8	0.8	8.9	76.1	10%	держать
Дикси	DIXY	8.4	723	21.5	0.4	6.7	9.56	14%	держать
М-Видео	MVID	5.1	912	14.1	0.3	5.9	4.4	-13%	продавать
Росинтер	ROST	11.6	140	20.1	0.6	6.7	8.83	-24%	продавать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	22.0	3 877	22.4	1.6	11.3	12.0	-45%	продавать
Синергия	SYNG	29.0	415	9.3	0.9	5.8	27.45	-5%	продавать
Калина	KLNA	18.1	176	5.0	0.5	4.5	25.1	39%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	18.8	2 842	14.0	4.2	9.8	17.57	-7%	продавать
Верофарм	VRPH	29.0	290	7.2	1.6	5.3	31.1	7%	держать
Аптеки 36.6	APTK	5.0	47	-3.2	0.2	2.5	3.22	-36%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.8	292	3.6	0.8	4.7	1.5	-17%	продавать

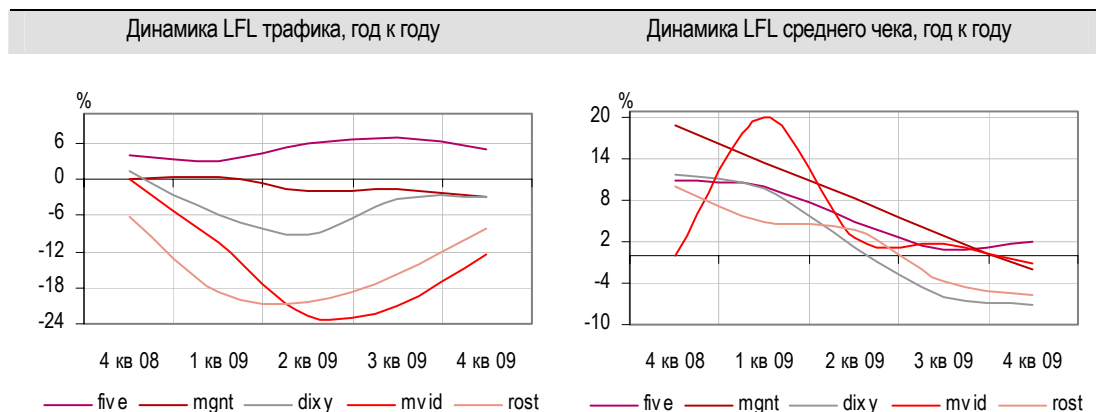
Основные тенденции

4-й квартал прошедшего года продемонстрировал явную тенденцию замедления спада в розничной торговле, причем как в сегменте продовольственных товаров, так и в непродовольственных.



Источники: Росстат, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Операционные результаты розничных сетей также свидетельствуют о восстановлении потребительского спроса. В первую очередь, это видно из показателей трафика, особенно в сегменте товаров и услуг не первой необходимости – бытовая техника и электроника (М.Видео) и общественное питание (Росинтер). В то же самое время средний чек продолжает снижаться, что связано как со снижением инфляции, так и промоакциями самих ритейлеров. В сегменте продуктового ритейла на данный момент складывается ситуация, когда снижение цен и, соответственно, среднего чека не полностью компенсируется восстановлением трафика, что ведет к продолжающемуся замедлению темпов роста сопоставимых продаж.



Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

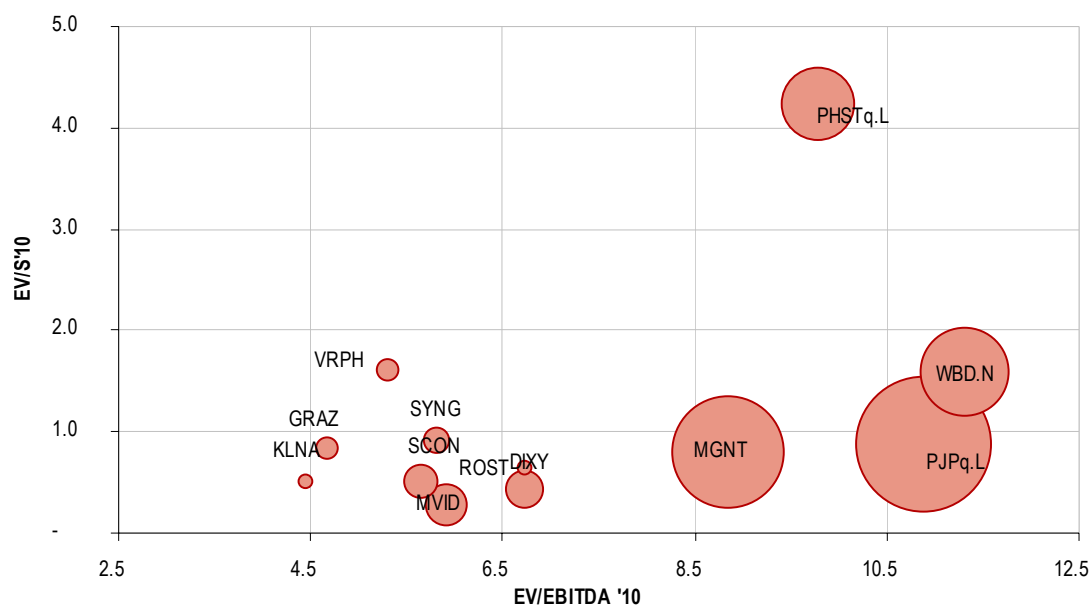
Несмотря на видимое оживление в 4-м квартале, мы не склонны переоценивать данный факт и довольно осторожно смотрим на перспективы роста выручки сетей в 2010 г. Так, например, менеджмент М.Видео полагает, что объем рынка БТЭ в этом году сохранится на уровне прошлого года. По различным оценкам, ресторанный рынок вряд ли вырастет более чем на 5-10 %. В связи с этим мы считаем рост котировок М.Видео и Росинтера в начале года немного преждевременным и не разделяем рыночного оптимизма на данном этапе.

В январе ВБД сообщил инвесторам, что дефицит на рынке сырого и сухого молока, а также рост цен на него ухудшили финансовые показатели компании в 4-м квартале прошлого года. Мы считаем, что в 1-м квартале 2010 г. ситуация останется напряженной: компания вряд ли решится поднимать цены на конечную продукцию, учитывая продолжающееся сокращение ее доли рынка и пока еще слабый потребительский спрос.

Ключевые рекомендации

Мы рекомендуем присмотреться к акциям **X5 Retail Group**: в январе мы повысили наш целевой уровень по этим бумагам до \$ 41. Грамотное и своевременное снижение цен в магазинах сети в ответ на кризис принесло свои плоды в виде рекордного для отрасли роста трафика. В декабре прошлого года стало известно, что с помощью кредита Сбербанка X5 Retail Group сможет рефинансировать синдицированный кредит на \$ 1.1 млрд с погашением в декабре 2010 г. Заручившись поддержкой Сбербанка, X5 представила смелые планы по открытию магазинов в следующем году, в соответствии с которыми торговая площадь может вырасти на 13 %. Мы также обращаем внимание на то, что в 2009 г. X5 Retail Group значительно увеличила свои складские площади. Это позволит и дальше повышать уровень централизации закупок, что даст возможность компании если не улучшить валовую рентабельность, то хотя бы нивелировать эффект от промоакций и экономии потребителей.

Оценка компаний сектора



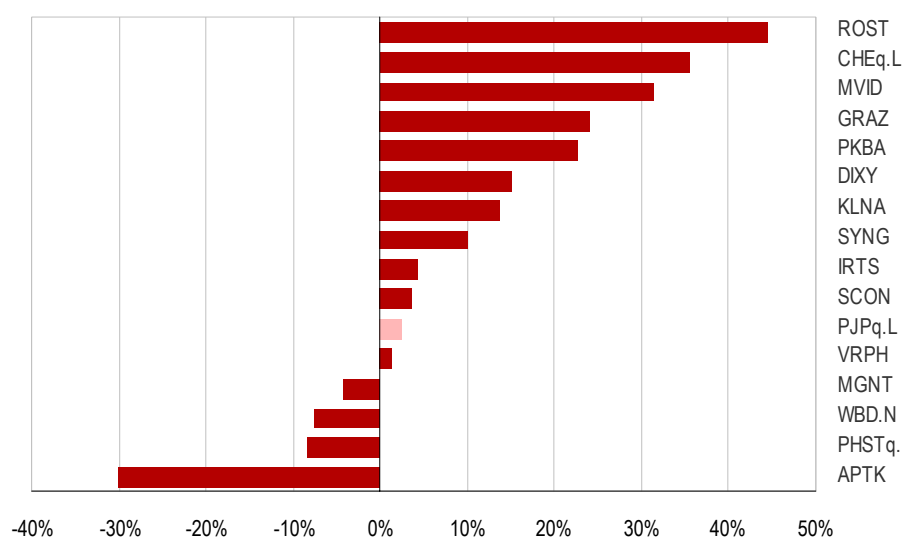
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
X5	8 353	8 731	12 478	768	727	1 001	119	198	366
Магнит	5 348	5 403	7 817	402	500	695	188	276	366
Дикси	1 943	1 714	2 329	104	93	145	-	13	34
М-Видео	2 874	2 465	3 393	145	97	154	50	24	65
Росинтер	341	276	350	19	26	34	-	15	1
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 180	2 599	361	328	366	102	146	173
Синергия	673	551	683	101	89	107	49	29	45
Калина	484	465	590	53	51	66	9	19	35
Фармстандарт	576	539	690	243	233	298	141	156	203
Верофарм	173	150	197	52	44	59	37	29	40
Аптеки 36.6	1 040	677	798	8	42	70	-	56	-
Разгуляй	1 289	1 179	1 457	80	178	260	-	5	53

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года

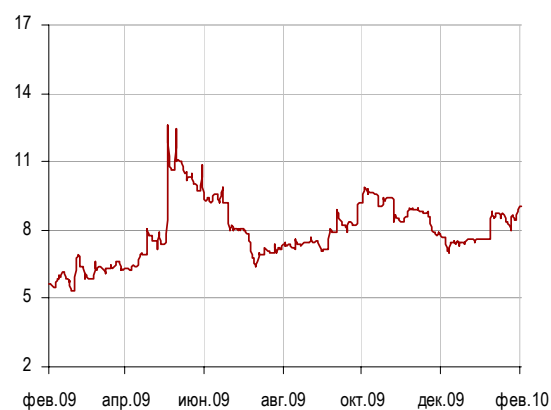


Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

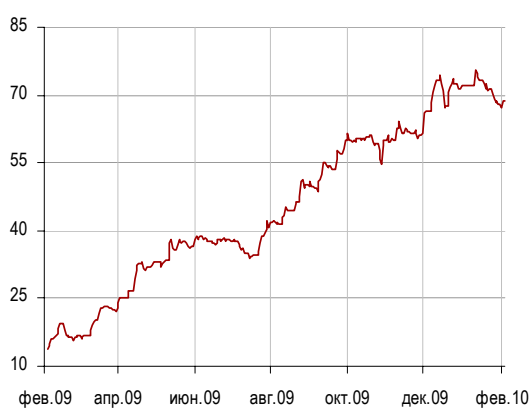
X5

Седьмой Континент



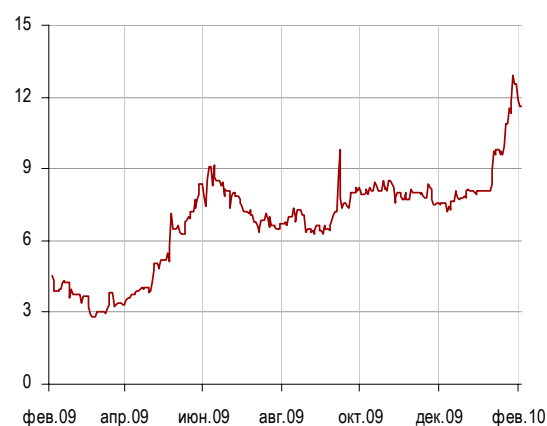
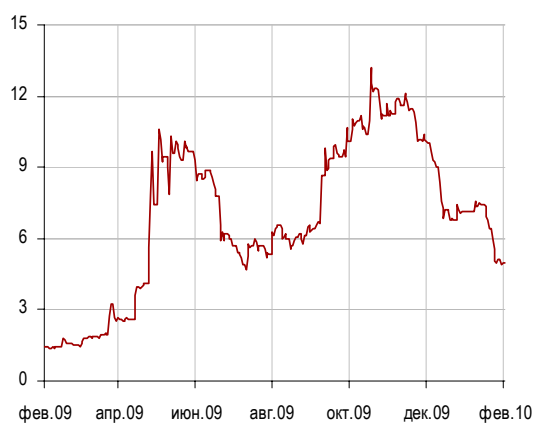
Магнит

Дикси



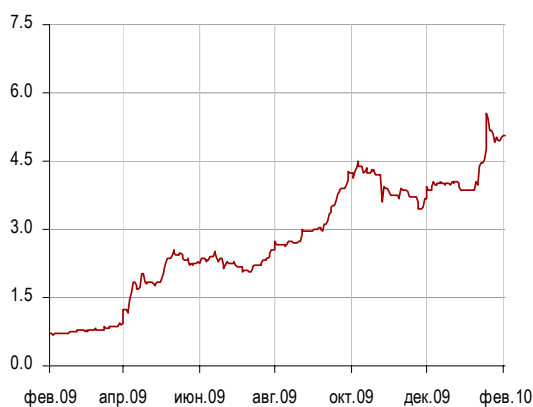
Аптечная сеть 36.6

Росинтер

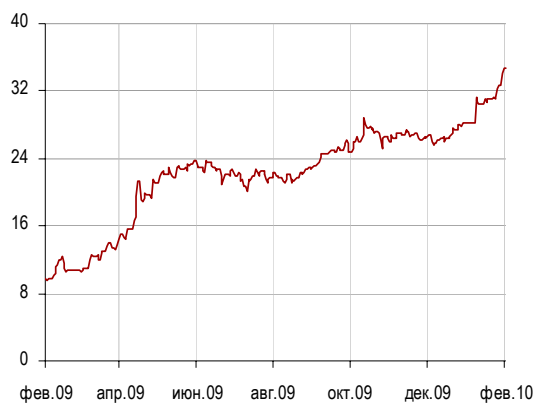


М.Видео

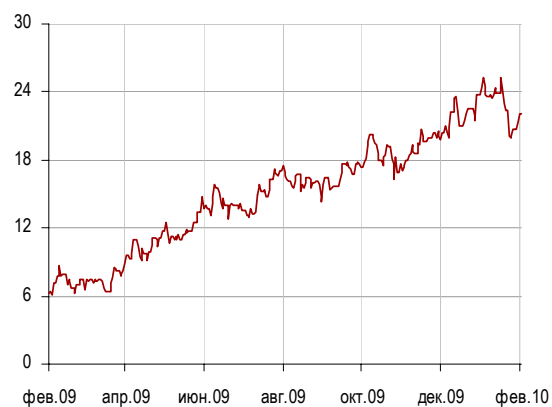
Синергия



Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Не так, как везде

Спад продаж новых автомобилей в мире был остановлен правительственными программами. Относительно темпов сокращения продаж в начале 2009 г. к концу года крупнейшие мировые рынки сумели стабилизироваться.

Для российского рынка прошлый год стал менее удачным. Снижение продаж приблизилось к 50 %, а общий объем рынка сдулся до 1.4 млн автомобилей. Достаточно сдержанные прогнозы дают эксперты и на текущий год, максимальные из них предполагают рост в пределах 10 %. При этом в качестве основного драйвера роста рассматриваются меры Правительства.

По нашим оценкам, потенциал роста стоимости сейчас имеют только бумаги Sollers, на фоне остальных компаний в прошлом году продемонстрировавшие неплохую динамику. Тем не менее, в феврале может появиться ряд новых сведений относительно объема помощи и стратегии АвтоВАЗа, что может всколыхнуть рынок акций компании.

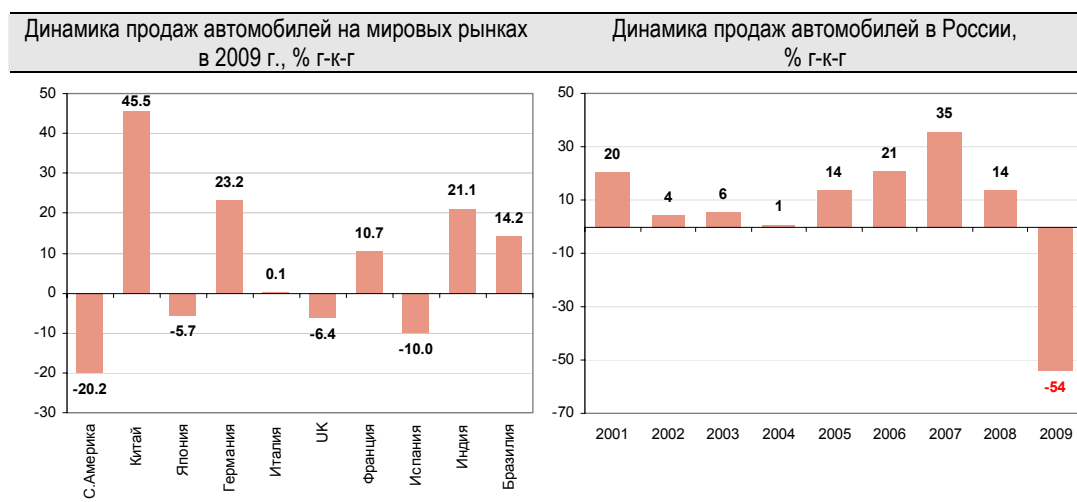
		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.48	671	neg	0.3	18.6	0.53	10%	держать
ГАЗ	GAZA	21.0	389	neg	0.6	37.8	-		
Sollers	SVAV	14.3	492	neg	1.1	15.2	19.90	39%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	2.41	1 705	neg	1.0	38.5	1.9	-21%	продавать
Силловые машины	SILM	0.20	1 766	42.6	1.0	9.9	-		

Основные тенденции

Подводя итоги всего года, можно отметить, что влияние экономического кризиса на автомобильные рынки оказалось сдержанным. Сильнее всего пострадал рынок США. Впрочем, благодаря мощной поддержке Правительства во второй половине года рынок сократил отставание от уровней 2008 г. с 40 до 20 %.

Именно многочисленные госпрограммы позволили избежать сильного обвала в 2009 г. Автомобильный сектор во всем мире можно отнести к наиболее крупному получателю государственной помощи. В частности, на крупнейших рынках правительствами было израсходовано:

- Германия – 5 млрд евро
- США – \$ 3 млрд
- Китай – \$ 1.6 млрд
- Великобритания – 400 млн фунтов



Источники: AEB, Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

На российском автомобильном рынке в 2009 г. сложилась более печальная картина. За год российский автомобильный рынок сократился на 50 % до 1.4 млн машин. Таким образом, на фоне падения рынка программа поддержки спроса оказалась менее эффективной, чем в других странах. Вполне возможно, что отчасти это связано с поздним внедрением рыночных механизмов сдерживания провала рынка. Прогнозы отраслевых экспертов на 2010 год также не вселяют оптимизма. В среднем эксперты ожидают, что объем рынка в 2010 г. составит 1.4-1.6 тыс. автомобилей, что соответствует приросту в 10 % по максимальному значению.

Наши текущие прогнозы близки к верхней границе рыночных ожиданий. Мы полагаем, что в 2010 г. рынок вырастет на 10 % до уровня 1.6 млн автомобилей. Наши прогнозы базируются на ожиданиях полной реализации правительственных мер по поддержке рынка. Напомним, что в 2010 г. к мерам поддержки в виде субсидирования процентных ставок и госзакупок, добавится программа выкупа старых автомобилей, рассчитанная на утилизацию 200 тыс. машин.

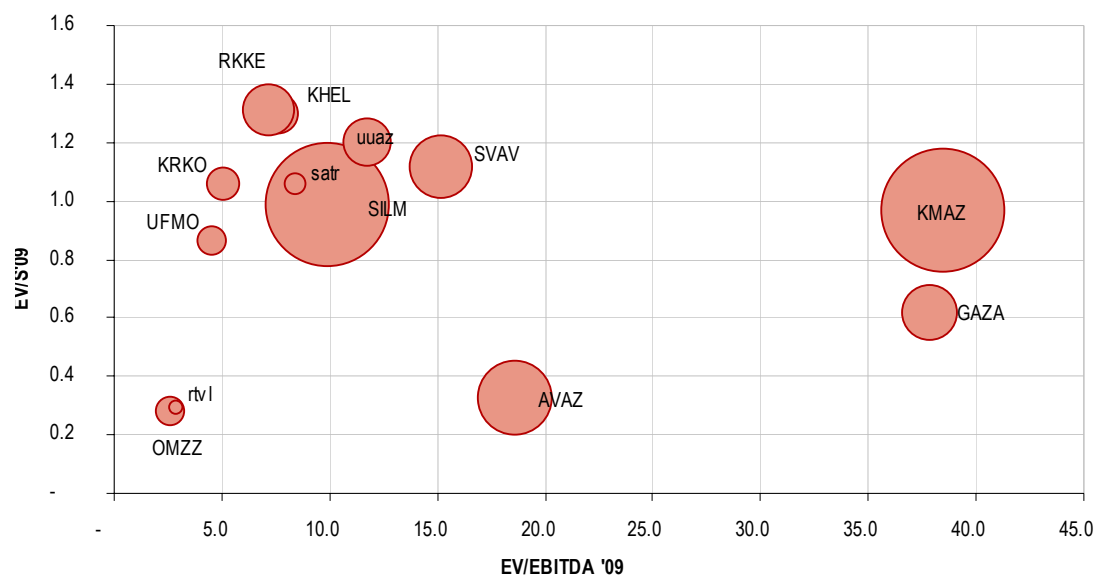
Значение государственной поддержки в первую очередь для традиционных российских марок наглядно демонстрируют предварительные итоги продаж автомобилей АвтоВАЗа, опубликованные в СМИ. Если данные подтвердятся, то в январе продажи будут на 31-38 % ниже уровня аналогичного периода прошлого года и по итогам января АвтоВАЗ зафиксирует рекордный минимум продаж автомобилей. Столь неудачное начало года для АвтоВАЗа – довольно негативный фактор, не способствующий выходу автопредприятия на уровень производства в 500 тыс. машин в год, который ранее обозначался менеджментом как точка безубыточности. Отметим, что пока из-за задержек с реализацией правительственных мер, направленных на стимулирование спроса, рынок отражает свое реальное состояние.

Ключевые рекомендации сектора

Январская статистика, скорее всего, не преподнесет приятных сюрпризов, что мы во многом связываем как с задержкой ввода госпрограмм, так и с сокращением относительно прошлого года скидок на автомобили. Мы по-прежнему считаем, что акции машиностроительных компаний с фундаментальной точки зрения сейчас довольно справедливо оценены рынком. По нашим оценкам, потенциал роста стоимости сейчас имеют только бумаги Sollers, на фоне остальных компаний в прошлом году продемонстрировавшие неплохую динамику.

Тем не менее, отметим, что в марте ожидается появление стратегии развития АвтоВАЗа. Вполне возможно, что уже в феврале появится ряд новых сведений относительно объема помощи и планов акционеров АвтоВАЗа, что может всколыхнуть рынок акций компании.

Оценка компаний сектора



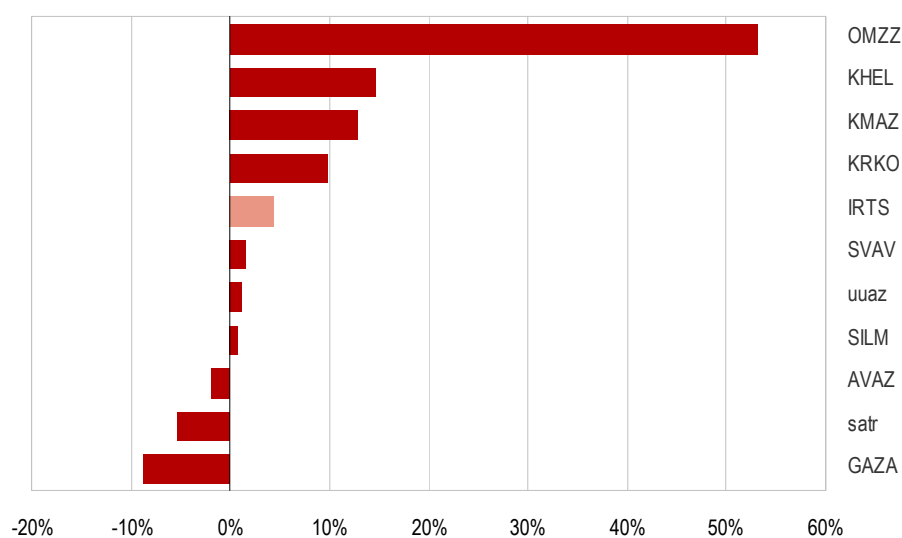
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели 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		
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	-	260
Sollers	2 478	1 120	1 810		220	82	175	-	38	-	50	-	10
КАМАЗ	3 873	2 324	3 021		347	58	151		36	-	5	-	5
Силовые машины	1 312	1 592	1 489		88	158	122		86		41		12

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

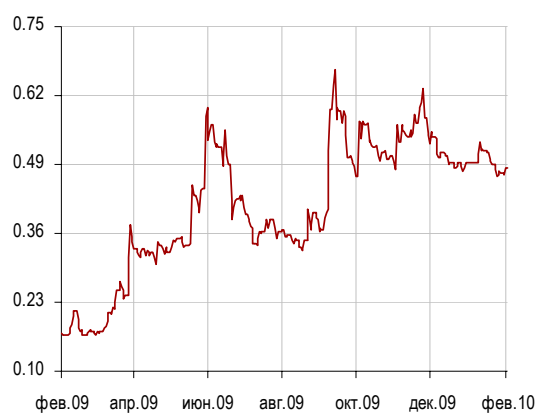
Динамика акций сектора с начала года



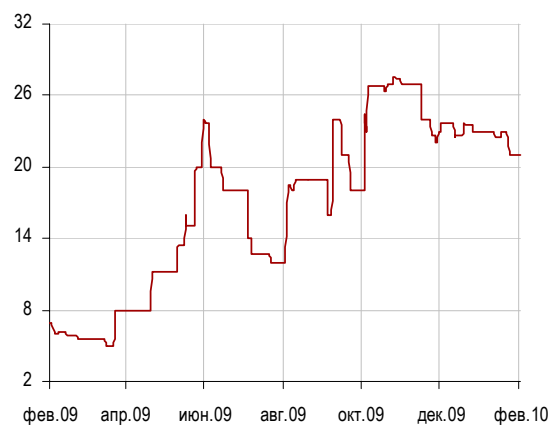
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



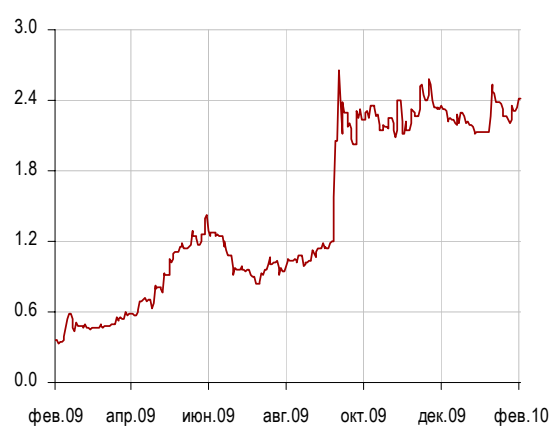
ГАЗ



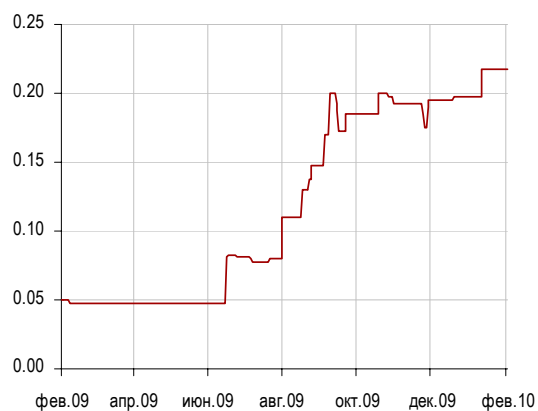
Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Без изменений

Акции производителей минеральных удобрений в первые дни 2010 г. выглядели довольно сильно, но затем, как и остальной рынок, несколько подрастеряли свой рост. Мы не ожидаем каких-либо кардинальных событий в секторе в ближайшие недели: следующей важной «вехой» на рынке станет заключение очередного контракта на поставку калийных удобрений в Индию, которое вряд ли будет иметь место раньше середины марта.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	4.39	9 332	20.8	8.1	13.8	4.47	2%	держать
Сильвинит	SILV	790	6 182	10.2	6.8	9.3	812	3%	держать
Акрон	AKRN	33.5	1 598	6.8	1.8	10.6	33.0	-2%	продавать
Апатит	APAT	325	2 027	8.2	2.5	5.0	487	50%	покупать
Аммофос	AMMO	53.0	478	26.1	0.5	6.0	83.0	57%	покупать

Основные тенденции

Монополия дает сбои?

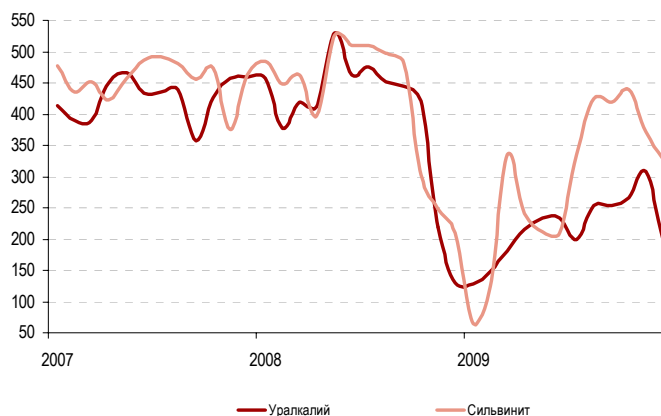
Акции российских производителей калийных удобрений довольно сильно начали 2010 год на фоне роста бумаг их иностранных конкурентов, причинами которого, в свою очередь, стали воодушевление неплохими квартальными результатами Mosaic и отказ канадской Canotex заключать соглашение с Китаем на тех же условиях, на которых контракт с КНР в декабре был заключен экспортным трейдером Уралкалия и Беларуськалия – БКК. В дальнейшем, впрочем, оптимизм на рынке относительно сектора несколько поутих, и бумаги калийщиков откатились назад.

Отказ Canotex заключать соглашение с Китаем – безусловно, неожиданный, но не однозначно положительный для рынка шаг. Напомним, что традиционно в последние годы БКК была главным переговорщиком отрасли при заключении контрактов с ключевыми потребителями – Индией и Китаем. На наш взгляд, подобная практика превращала мировой рынок калийных удобрений в фактически монопольный, если не считать нескольких не очень крупных независимых от БКК и Canotex производителей, до кризиса не влиявших на рынок существенным образом. В 2009 г., с резким снижением спроса, значимость независимых производителей на рынке повысилась, однако оснований полагать, что очень благоприятная для продавцов структура калийного рынка дает сбои, до последнего «демарша» Canotex все-таки не было. В этой связи, мы бы воспринимали отказ Canotex заключить соглашение с Китаем на условиях аналогичных БКК и последнюю критику канадцев в отношении БКК как очень серьезную угрозу стабильности рынка. Совершенно неочевидно, что Canotex в одиночку удастся заключить с Китаем соглашение на более благоприятных условиях, чем это удалось сделать БКК, зато теперь повышается вероятность того, что на следующих переговорах (например, с Индией уже в самое ближайшее время) Canotex может попытаться опередить БКК, что может отрицательно сказаться на цене и быть очень негативно воспринято инвесторами.

Операционные показатели – на первом месте

Что касается корпоративных событий непосредственно в России, то операционные показатели российских производителей калийных удобрений за последний месяц 2009 г. оказались неожиданно слабыми: Уралкалий и Сильвинит снизили объемы выпуска, прервав позитивную тенденцию последних месяцев.

Производство калийных удобрений в РФ по месяцам, тыс. т



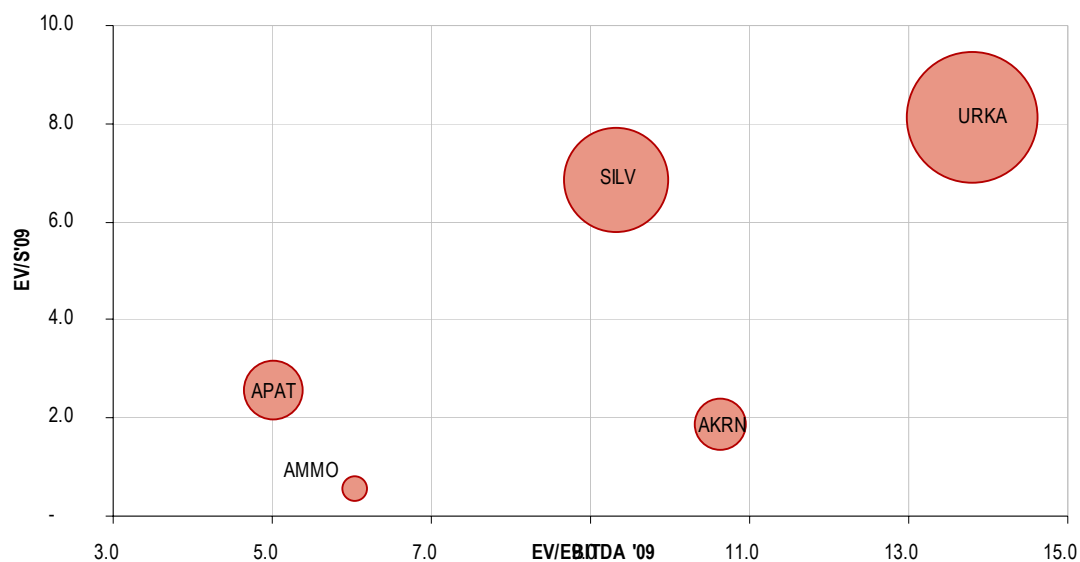
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Впрочем, мы бы не стали драматизировать эти результаты: существуют объективные причины того, почему потребители были не склонны покупать калийные удобрения именно в декабре. В первой половине месяца на рынке имели место ожидания снижения цен после заключения контракта с Китаем (позднее полностью оправдавшие себя), а во второй половине декабря рыночная активность традиционно снижается из-за рождественских праздников. На наш взгляд, последнее снижение цен позволит российским калийщикам в 2010 г. увеличить объемы производства в 1.5 раза до 9 млн т. При этом операционные показатели в ближайшие пару месяцев будут основным отраслевым индикатором, влияющим на рынок.

Ключевые рекомендации

На наш взгляд, в настоящий момент бумаги всех трех крупнейших компаний сектора – Уралкалия, Сильвинита и Акрона – абсолютно справедливо оценены рынком и заслуживают рекомендации «держать».

Оценка компаний сектора



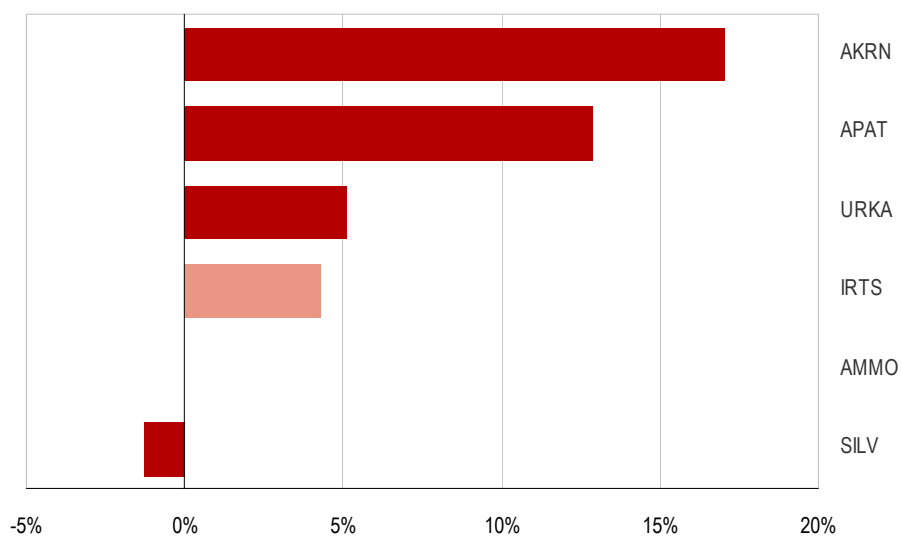
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	1 144	1 350	1 649	672	699	860	449	436
Сильвинит	2 138	1 106	1 404	1 588	807	925	1 174	608	682
Акрон	1 734	1 283	1 675	703	222	365	376	234	120
Апатит	1 099	778	1 019	520	392	546	345	248	365
Аммофос	1 705	536	704	858	48	116	634	18	72

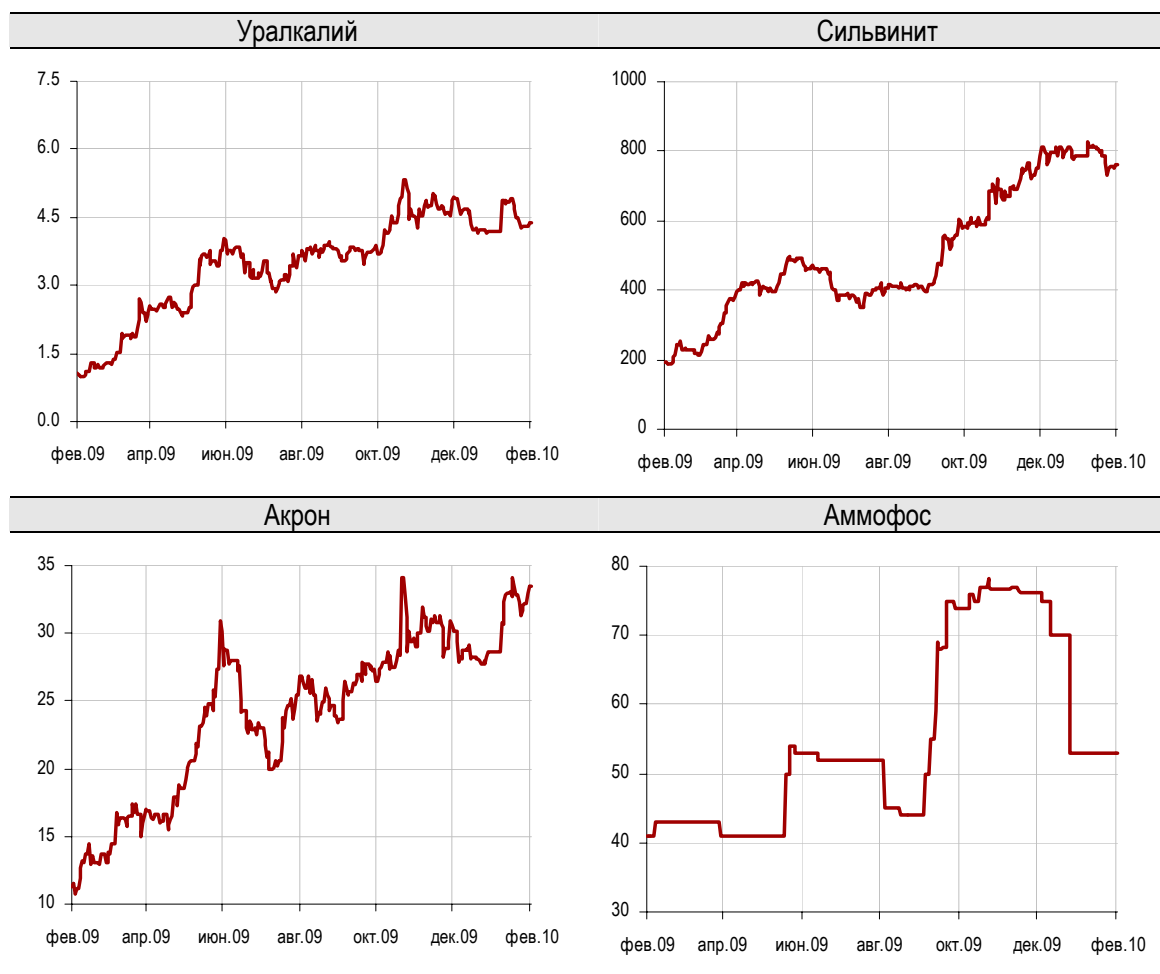
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Рождение лидера?

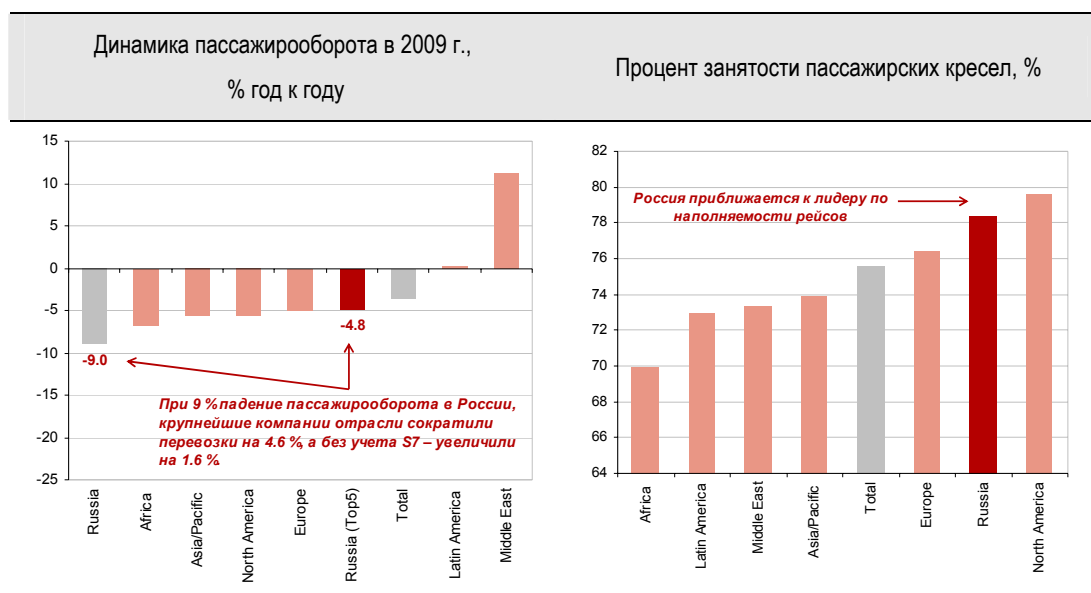
Российский транспортный сектор продолжает преобразовываться. Крупнейшие авиакомпании в целом преодолели кризис достаточно успешно – вопреки ожиданиям, кризисный год способствовал дальнейшей консолидации отрасли. По итогам года доля пяти крупнейших авиакомпаний по пассажирообороту увеличилась с 59.6 до 62.6 %. Доля первых 15 авиакомпаний увеличилась с 79 до 87.2 %.

Ключевым событием последнего времени стала поддержка идеи консолидации государственных активов на базе Аэрофлота премьер-министром РФ Владимиром Путиным. На фоне данного события мы провели пересмотр справедливой стоимости акций Аэрофлота.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.90	2 105	43.9	0.9	7.6	2.17	15%	держать
Сибирь	avsi	1 000	102	18.1	0.5	22.9	-		
Ютэйр	TMAT	0.31	179	75.3	0.6	22.9	-		
НМТП	NCSP	12.2	3 125	13.6	5.2	7.9	13.2	8%	держать

Основные тенденции

Российский авиатранспортный сектор, несмотря на кризис, продолжил свое развитие. В целом можно выделить целый ряд преобразований и улучшений, которые произошли в секторе. В первую очередь, необходимо отметить тот факт, что даже без оказания помощи со стороны государства, направленной на стимулирование пассажиров, лидеры российской авиаиндустрии сумели завершить год с минимальным отрывом от мировых показателей. Кроме того, по итогам года имело место и качественное улучшение бизнеса российских компаний. По коэффициенту загрузки российские авиакомпании вплотную приблизились к американским рейсам.



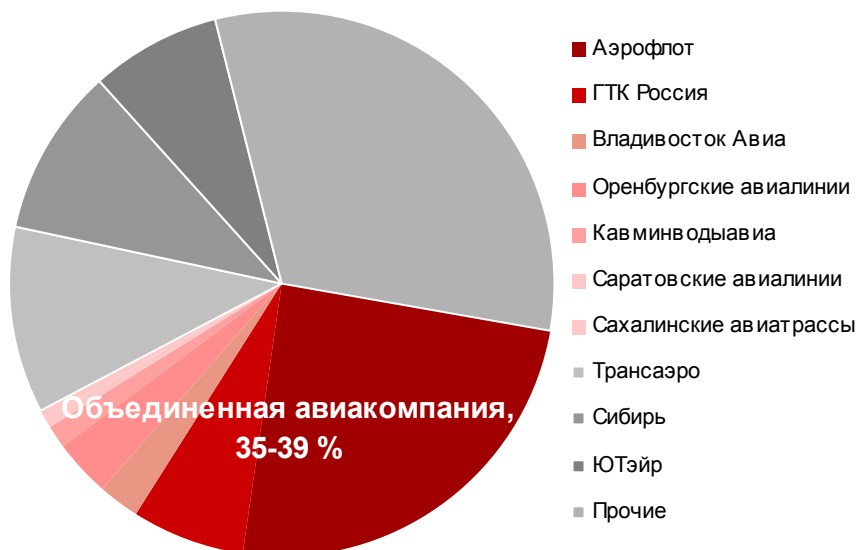
Источники: IATA, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

Отставание российского рынка от мировых в целом связано с неэффективностью большей части российских авиакомпаний. В этом смысле кризисный год способствовал дальнейшей консолидации отрасли. По итогам года пятерка лидеров продолжила расширять свое присутствие на российском рынке. Доля пяти крупнейших авиакомпаний по пассажирообороту за год увеличилась с 59.6 до 62.6 %. Доля первых 15 авиакомпаний увеличилась с 79 до 87.2 %! Другими словами, доля оставшихся 150 авиакомпаний составляет менее 13 % рынка.

По нашему мнению, консолидация является важным фактором роста конкурентоспособности

российских авиапредприятий. В декабре свое видение дальнейшей реструктуризации комплекса высказал министр транспорта РФ Игорь Левитин, предложивший объединение государственных активов на базе Аэрофлота. Параллельно обсуждаются варианты объединения госактивов с S7 и ЮТэйр. Тем не менее, в начале февраля премьер РФ Владимир Путин согласился с идеей И. Левитина об объединении Аэрофлота с авиатранспортными активами Ростехнологий. В. Путин согласился акционировать в 2010 г. ГТК «Россия», Кавминводываиа, Оренбургские авиалинии, а затем вместе с Владивосток Авиа, Саратовскими авиалиниями и Сахалинскими авиатрассами объединить их с Аэрофлотом.

Структура российского рынка авиаперевозок, %

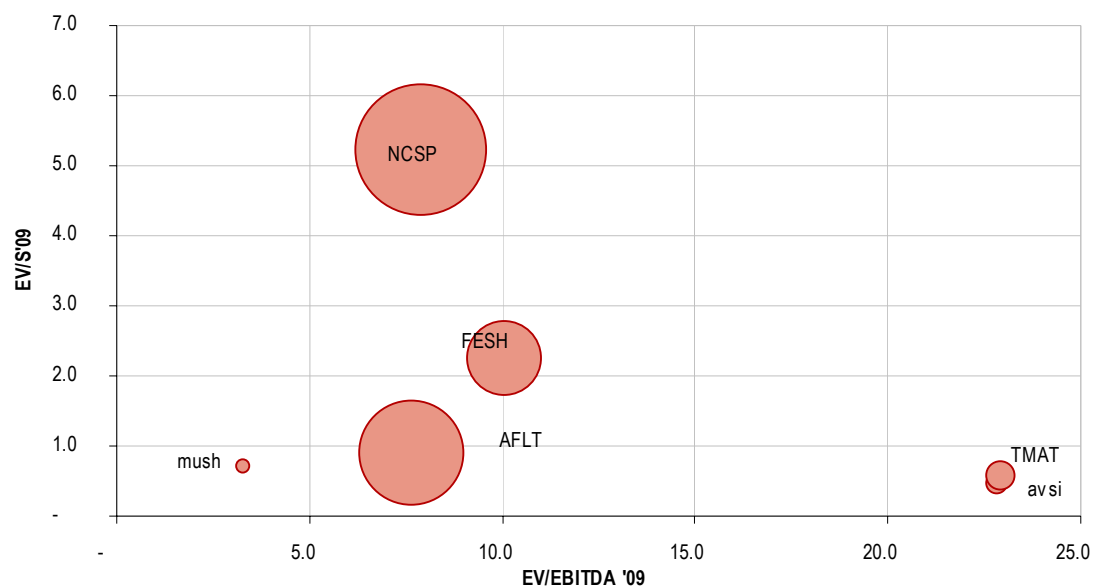


Источники: Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

Оценить влияние новости на стоимость Аэрофлота пока довольно трудно, что обусловлено отсутствием данных по присоединяемым активам, а также оценок возможного синергетического эффекта и параметров объединения. В своем обзоре: «Аэрофлот: консолидатор отрасли» мы рассчитали, что только присоединение двух ключевых активов Росавиа – ГТК «Россия» и Владивосток Авиа – прибавит около \$ 0.23 к акции Аэрофлота. Впрочем, отметим, что данный расчет условный, что объясняется отсутствием достоверных данных о финансовом состоянии присоединяемых компаний.

В начале февраля мы провели пересмотр целевого уровня по акциям Аэрофлота, повысив его с \$ 1.94 до \$ 2.17. Данный пересмотр был связан с появлением информации об объединении авиаперевозчика с другими госактивами. Наши оценки пока не полностью учитывают все возможные «плюсы» и «минусы» объединения. По мере появления новой информации о состоянии присоединяемых активов мы внесем уточнения в нашу оценку. На данном же этапе мы сохраняем рекомендацию «держать» по акциям Аэрофлота.

Оценка компаний сектора



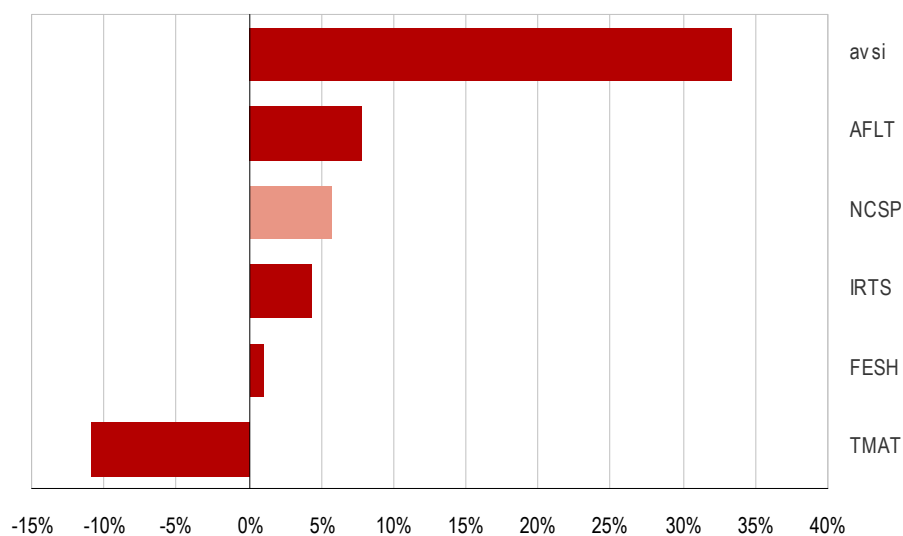
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Аэрофлот	4 614	3 272	3 828	583	378	464	56	48	90
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	728	376	440	435	96	229	221

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

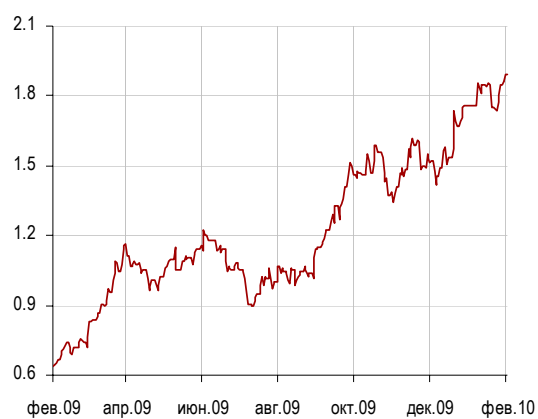
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

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, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки 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.