

Стратегия Март 2010

Рост акций скоро возобновится



СТРАТЕГИЯ – МАРТ 2010**Рост акций скоро возобновится**

- **Мировая экономика** продолжает восстанавливаться, а ужесточение денежной политики в долларовой зоне пока не стоит на повестке дня. Это создает позитивный фон для фондовых рынков. Ситуация вокруг Греции несколько снизила аппетит инвесторов к риску, но как только страхи начнут рассеиваться (возможно, уже в марте), рынки акций вновь устремятся к вершинам.
- **Российская экономика** в начале 2010 года сохраняет положительную динамику, при этом впервые с начала кризиса появляются сигналы восстановления потребительского спроса (говорить об этом, как о тенденции, пока преждевременно). Мы не видим пока никаких поводов для пересмотра наших макропрогнозов и по-прежнему ожидаем 7-процентный рост экономики в текущем году.
- **Долговой рынок.** Доходность корпоративных blue chips снизилась в феврале в среднем на 50 б.п.; во 2-м эшелоне снижение доходности составило 100 б.п. Мы ждём сохранения тренда к снижению процентных ставок. Уже в марте-апреле средняя доходность blue chips может протестировать уровни 7-7.2 % годовых (сейчас – 7.8 %); процентные ставки по 2-му эшелону могут сократиться до 8.7-9.0 % (сейчас – 10.0 %). Мы считаем оправданной ставку на снижение доходности и компрессию спредов 2-го эшелона к blue chips, поэтому большинство наших торговых идей сосредоточены именно в бумагах 2-го эшелона. 3-й эшелон все еще вне игры.
- **Рынок акций.** Мы незначительно повысили оценку индекса РТС на конец 2010 года с 1800 до 1850 пунктов вслед за пересмотром целевых уровней по акциям сотовых операторов, а также бумагам сектора электроэнергетики. Мы ожидаем, что рост рынка может возобновиться в скором времени.
- **Лучшие инвестиционные возможности.** Список наших топ-рекомендации изменился незначительно. После пересмотра целевых уровней по акциям сотовых операторов, мы вносим акции МТС в наш топ-список вместо акций Х5, потенциал которых мы оцениваем ниже в сравнении с акциями МТС. На сегодняшний день наши топ-рекомендации следующие: Газпром, Лукойл, Сбербанк, МТС, Евраз, ФСК, Новатэк, Распадская, Мечел, МРСК Холдинг.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – МАРТ 2009	4
Рост акций скоро возобновится	
ЭКОНОМИКА	8
Рост продолжается	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	15
Если бы не Греция...	
РЫНОК АКЦИЙ	22
Лидерство удержать не удалось	
НЕФТЬ И ГАЗ	27
Снижение на рынке: повод для покупки	
МЕТАЛЛУРГИЯ	34
Ставки всё те же	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	38
ДРМ все ближе	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	44
В преддверии реорганизации	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	49
Сокращение отчислений в резервы может начаться раньше середины 2010 г.	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	54
Восстановление продолжается	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	59
Стратегия роста	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	63
Рынок оживился, риски увеличились	
ТРАНСПОРТ	67
Докризисный уровень	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	71

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – МАРТ 2009

Рост акций скоро возобновится

Бюджетный кризис

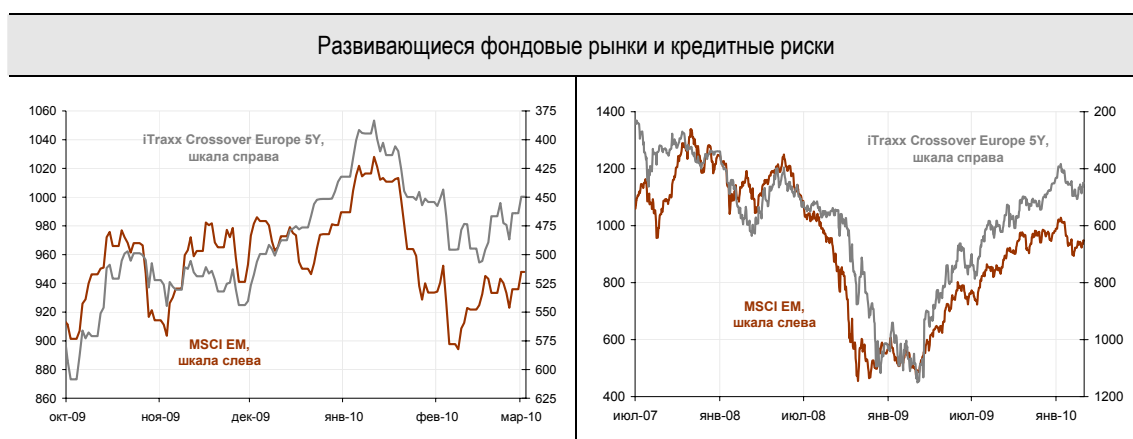
Наши позитивные ожидания по российскому рынку акций на февраль не оправдались, и главной причиной этого стало обострение бюджетного кризиса в Европе, которое оказало охлаждающее влияние на отношение инвесторов к риску. Вообще, в истории с Грецией очень велика спекулятивная составляющая. Очень похоже, что мы имеем дело с целенаправленной атакой крупных хедж-фондов на единую европейскую валюту.

Мы уверены, что никакой крах евро не грозит. Фундаментально евро является одной из наиболее сильных валют в мире, чья надежность обеспечена реальной независимостью ЕЦБ. В отличие от ФРС США, которая фактически напрямую осуществляет эмиссионное финансирование дефицита федерального бюджета, покупая US Treasuries, ЕЦБ не имеет возможности выкупить, скажем, долг Греции. В сравнении с США в вопросах ответственной бюджетной и денежной политики крупнейшие европейские экономики выглядят более предпочтительно.

Игра против единой европейской валюты началась, по-видимому, еще в октябре-ноябре прошлого года, а сейчас, когда желание продать евро овладевает широкими массами, приближается к своему апогею. Весьма показательна недавно появившаяся в СМИ информация о состоявшемся в начале февраля так называемом ужине идей, на котором представители ряда хедж-фондов (в т. ч. фонда Сороса) обсуждали перспективы евро. Якобы в ходе этой встречи управляющие многомиллиардными фондами не скупилась на пессимистичные оценки будущего евро, называя сложившуюся ситуацию отличной возможностью «сделать большие деньги». Что-то нам подсказывает, что раз уж подобные «рекомендации» становятся достоянием широкой общественности, то игра, по-видимому, приближается к концу. Информация с того же ужина о том, что против евро открыты рекордные за все время его существования спекулятивные позиции, служит еще одним подтверждением вывода о скором развороте тренда (если большинство участников уже открыли позиции против евро, то за счет кого падение евро может получить развитие?).

Скорее всего, в марте ситуация вокруг евро начнет стабилизироваться, чему будет способствовать принятие крупнейшими странами Евросоюза конкретных решений по поддержке Греции (от последней также ожидаются решительные планы по сокращению дефицита). Этого должно быть достаточно, чтобы вернуть фондовые рынки к росту.

Если судить по динамике CDS (см. графики ниже), то неприятие рисков достигло апогея в середине февраля, а сейчас уже третью неделю подряд настроения инвесторов плавно улучшаются. При этом переоценка кредитных рисков происходит быстрее, чем восстановление рынков акций. Последние все больше напоминают сжатую пружину...



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

От дефицита к инфляции

Несмотря на то что текущую ситуацию вокруг Греции и ряда других европейских стран мы считаем не более чем спекулятивным эпизодом, проблема состояния государственных финансов в широком круге стран вызывает серьезную обеспокоенность. Кризис дестабилизировал бюджетную систему во многих крупнейших экономиках мира, и пока ситуация только ухудшается (напомним, что в США в текущем году ожидается рекордный дефицит бюджета в размере более 10 % ВВП, несмотря на то что рост экономики может достигнуть 3 %). Понятно, что ни одна экономика мира не может долго существовать с подобным дефицитом, но как его побороть, неясно.

Один из рецептов предложил в феврале главный экономист МВФ Оливье Бланшар, заявивший, что Центробанкам стоит закладываться на более высокий уровень целевой инфляции, чтобы снизить шансы повторения серьезной рецессии. МВФ в своем докладе «Переосмысление макроэкономической политики» предлагает допускать более высокие уровни инфляции «в нормальное время, чтобы увеличить возможности монетарных властей реагировать на подобные стрессы». Центробанки могут позволить себе закладываться на целевую инфляцию на уровне 4 %, а не 2 %, как сегодня считается нормой для развитых экономик. И хотя МВФ делает акцент на увеличении гибкости макроэкономической политики, понятно, что более высокая инфляция могла бы стать действенным механизмом и для решения долговых проблем, по сути, помогая девальвировать долг.

Данное заявление МВФ шокировало многих, так как оно фактически означает попытку пересмотра существующей парадигмы макроэкономического регулирования, краеугольным камнем которой является низкая инфляция. Если подобные идеи появляются на таком уровне, значит, инфляционный сценарий преодоления последствий кризиса действительно является реальным.

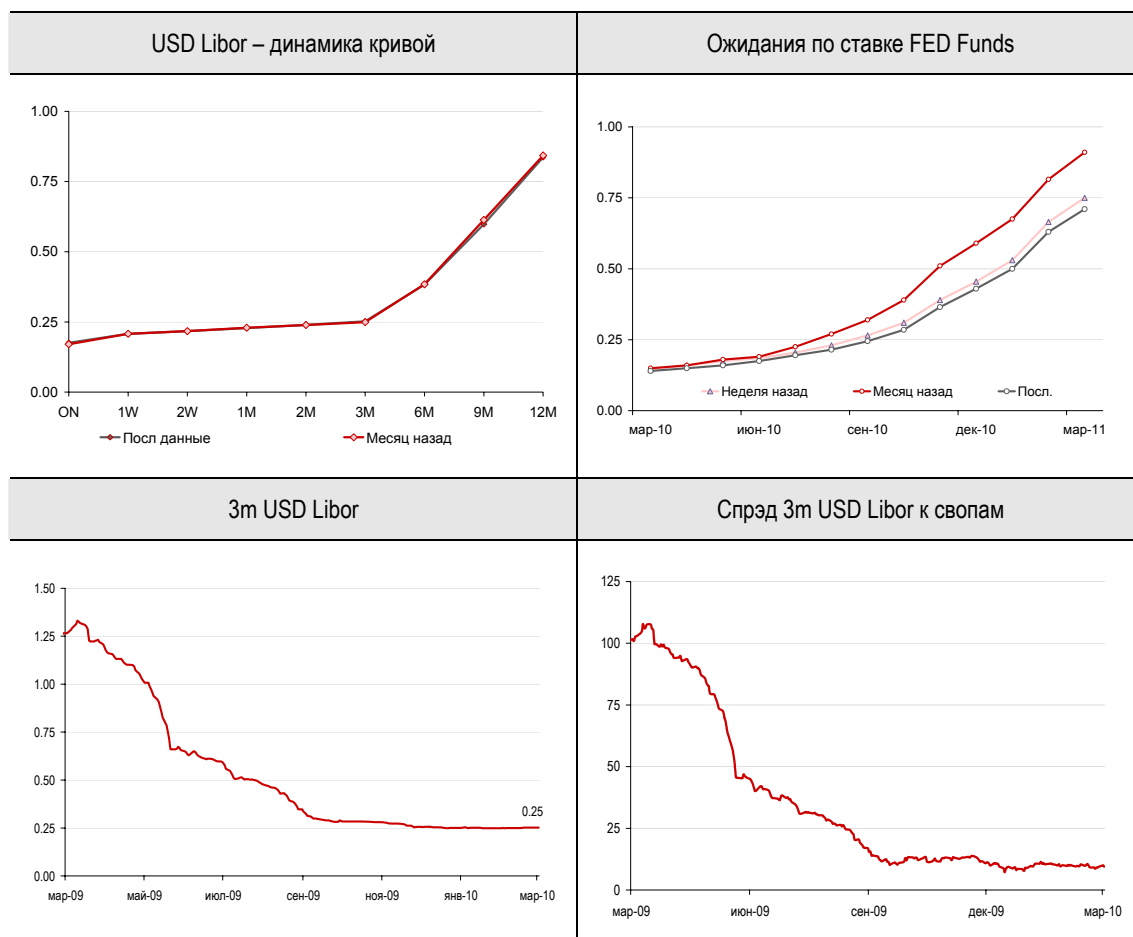
Мы считали и продолжаем считать, что именно инфляция представляет основную угрозу мировой экономике и фондовым рынкам на пути выхода из кризиса. Как только инфляционные ожидания начнут усиливаться (а произойдет это по мере восстановления потребительского спроса), фондовые рынки могут испытать жесточайшую коррекцию. Но раскручиваться инфляционный маховик начнет, по-видимому, лишь в 2011-2012 гг.

Поводы для оптимизма

Самым важным фактором, который питает наш оптимизм в отношении краткосрочных перспектив фондовых рынков, является продолжающееся восстановление мировой экономики. Определенную тревогу вызывают: возможное замедление в Китае в ответ на ужесточение кредитно-денежной политики; слабость потребительского спроса на фоне высокой безработицы в США; неоднородная экономическая ситуация в странах ЕС; продолжающаяся дефляция в Японии. Но после такого провала, который произошел в 2008/09 гг., было бы странно наблюдать безоблачную картину – важно, что тучи постепенно рассеиваются.

Другой ключевой момент – это сохранение мягкой кредитно-денежной политики в долларовой зоне. Повышение дисконтной ставки ФРС США, состоявшееся в феврале, не должно вводить в заблуждение. Банки кредитуются через дисконтное окно неохотно, поэтому повышение данной ставки практически не сказывается на общем уровне ставок в экономике. Планы ФРС по сворачиванию программ TAF (предоставление кредитов на аукционах, последний аукцион пройдет 8 марта) и TALF (кредитование под залог секьюритизированных автокредитов, кредитов малому бизнесу, кредитов, предоставленных по кредитным картам, ипотечных кредитов на покупку коммерческой недвижимости; программа закрывается 31 марта, по ипотечным кредитам – 30 июня) также не приведут к сколь-либо заметному ухудшению ситуации с ликвидностью. Дело в том, что банки уже вернули значительную часть средств, предоставленных по данным программам – по словам Бернанке, общий объем задолженности по этим кредитам на начало февраля составлял лишь \$ 110 млрд по сравнению с \$ 1-1.5 трлн в конце 2008 г.

Глава ФРС в феврале однозначно дал понять, что повышения основных ставок в ближайшее время не будет (вполне возможно, что в обозримом будущем роль основной ставки будет играть не FED Funds Rate, а ставка по депозитам ФРС). Нижеприведенные графики показывают, что рынки спокойно восприняли последние действия ФРС и не ожидают повышения ставки Fed Funds ранее конца текущего – начала следующего года.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Взглянем на графики

Формально рынок остается в рамках долгосрочного восходящего тренда (красные линии на графике). В то же время за последние полтора месяца наметился нисходящий канал (зеленые линии на графике). Куда двинутся цены с нынешних уровней, сказать сложно; текущее состояние рынка скорее нейтрально.

Прохождение уровня 1 400 пунктов вверх станет сигналом завершения коррекции и возобновления роста. Важные уровни поддержки – 1 250 (нижняя граница долгосрочного восходящего тренда) и 1 230 (200-дневная скользящая средняя). Прохождение этих отметок будет сигнализировать о развитии «медвежьего» сценария.

Индекс ММВБ - daily



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика
Рост продолжается

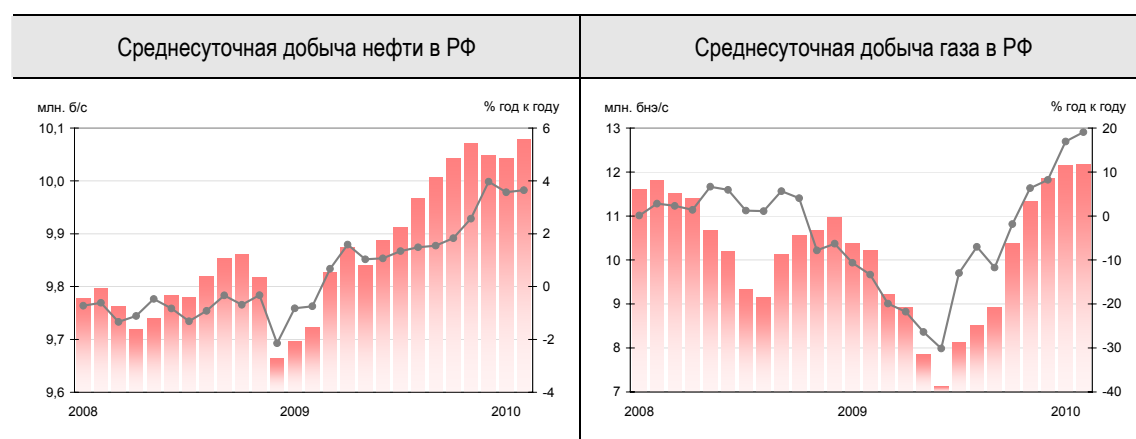
Данные по первым месяцам года подтверждают, что российская экономика продолжает восстанавливаться после кризиса. Что особенно радует – всё более отчетливо растет потребительская активность населения (хотя говорить об этом как о тенденции еще преждевременно). Позитивная динамика сохраняется в промышленном секторе, в транспортной отрасли, в сельском хозяйстве.

Мы пока не видим поводов для пересмотра наших макропрогнозов и по-прежнему ожидаем 7%-ного роста российской экономики в текущем году.

Январская статистика не оставляет сомнений в том, что позитивный тренд, начавшийся в российской экономике в середине прошлого года, сохраняется. При этом, что наиболее важно, начинает оживать потребительский спрос. Данные Росстата однозначно свидетельствуют о том, что и в декабре, и в январе динамика розничных продаж была лучше средних показателей, характерных для этого времени года. При этом в январе рост розничных продаж с устраненной сезонностью оказался максимальным с начала кризиса. Если и февральские цифры зафиксируют положительную динамику, можно будет говорить уже о тенденции.

Потребительский спрос поддерживается ростом реальных зарплат (данные Росстата подтверждают наличие этого тренда), однако тревожным моментом является непростая ситуация на рынке труда. В январе был зафиксирован достаточно неожиданный резкий рост числа безработных (на 659 тыс. человек), что трудно объяснить одной лишь сезонностью. Опросы предприятий (индексы PMI) подтверждают негативный тренд с занятостью – несмотря на то что во многих секторах наблюдается подъем, компании пока не спешат набирать персонал.

В промышленности сохраняется положительный тренд, хотя изменение методики Росстата не дает пока возможности оценить сезонно сглаженную динамику. Вывод о сохранении положительного тренда мы делаем исходя из отраслевых данных о производстве отдельных товаров. В частности, мы обращаем внимание на динамику производства электроэнергии (в январе выработка электроэнергии находилась на рекордном максимуме, зафиксированном в январе 2008 г.), рост производства автомобилей, ситуацию в добывающих отраслях. Так, в феврале среднесуточная добыча нефти и газа в РФ находились на абсолютных исторических максимумах.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Еще одним косвенным подтверждением положительной динамики в промышленности являются хорошие данные по транспортной отрасли, которые однозначно указывают на рост грузоперевозок (как правило, этот показатель хорошо коррелирует с динамикой промышленного выпуска).



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Провал в строительной отрасли, зафиксированной в январе, трудно комментировать. Очевидно, что активность строителей пострадала из-за сильных морозов, и этот же фактор продолжал оказывать влияние и в феврале. По-видимому, и февральские цифры по строительству будут слабыми, а делать вывод о тенденциях в отрасли можно будет лишь по итогам весенних месяцев, когда традиционно растет инвестиционная активность компаний. Отметим, что продолжающееся заметное снижение уровня процентных ставок в экономике (см. Долговые рынки) должно оказать определенную поддержку инвестициям в текущем году.

В целом мы не видим пока каких-то сигналов, которые могли бы заставить нас пересматривать текущие макропрогнозы. Мы по-прежнему ориентируемся на 7%-ный рост российской экономики в 2010 г.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-фев. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	50.2	60.9	69.4	93.8	60.8	74.2	77.6	82.3	82.1
на конец года	54.4	55.1	91.6	34.8	77.2	74.8	80.0	85.0	85.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	445	605	698	872	974	1 106	1 150	1 150	1 150
на конец года	517	637	839	882	1 097	1 118	1 150	1 150	1 150
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	14 788	24 160	35 838	21 253	14 757	18 767	17 000	18 000	19 000
на конец года	13 372	34 025	27 200	11 700	18 525	21 175	17 500	18 500	19 500
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	3 680	6 736	7 009	6 879	5 193	7 140	6 500	6 700	6 900
на конец года	4 542	6 308	6 755	3 070	7 375	7 195	6 550	6 800	6 950
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 906	2 595	2 661	2 620	1 705	2 171	2 100	2 200	2 300
на конец года	2 277	2 803	2 410	1 540	2 230	2 134	2 150	2 300	2 300
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 400	3 250	3 234	1 902	1 688	2 311	2 350	2 400	2 500
на конец года	1 909	4 230	2 430	1 208	2 560	2 195	2 400	2 450	2 550
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	75	56	73	171	60	101	110	115	120
на конец года	50	64	90	68	88	112	113	118	123
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой					361	434	490	550	600
на конец года				380	410	449	500	575	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.26	1.37	1.47	1.39	1.40	1.49	1.52	1.53
на конец года	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.36	1.51	1.53	1.54
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.31	27.14	25.55	24.87	31.77	30.01	28.20	27.00	26.25
на конец года	28.78	26.33	24.55	29.38	30.24	29.95	27.50	26.50	26.00
Евро/рубль									
среднегодовой	35.16	34.11	35.03	36.45	44.20	41.89	42.00	41.00	40.25
на конец года	34.19	34.70	35.93	41.44	43.39	40.80	41.50	40.50	40.00
Бивалютная корзина (\$–0,55; €–0,45)									
среднегодовой	31.39	30.28	29.82	30.08	37.36	35.36	34.41	33.30	32.55
на конец года	31.21	30.10	29.67	34.81	36.16	34.83	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	3.70	4.00	4.50	4.50
на конец года, % годовых	4.39	4.70	4.03	2.22	3.84	3.62	4.25	4.50	4.50
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	5.96	5.93	5.80	6.78	7.42	5.35	5.75	5.50	5.50
на конец года, % годовых	5.55	5.66	5.53	9.98	5.40	5.28	5.75	5.50	5.50
спрэд к UST-10, б. п.	115	95	150	775	156	166	150	100	100
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.59	7.47	10.11	8.13	8.00	7.25	7.00
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.53	9.11	8.64	7.98	7.50	7.00	7.00
Ставка рефинансирования, % годовых	12.00	11.00	10.00	13.00	8.75	8.50	7.0	8.0	8.0
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых				9.00	6.00	5.75	4.5	5.5	5.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	2 291	632	1 445	1 404	1 850	-	-
Изменение за год, %	83.4	70.7	19.2	-72.4	128.6	-2.8	28.1	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
ВВП									
реальный, % год к году	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.9	5.2	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	2 812	46 624	54 550	63 606
% год к году	26.8	24.4	23.0	24.6	-5.4	12.1	19.5	17.0	16.6
номинальный, \$ млрд	764	991	1 296	1 659	1 228	94	1 653	2 020	2 423
% год к году	29.1	29.8	30.7	28.0	-25.9	22.0	34.6	22.2	19.9
на душу населения, \$ тыс.	5.4	7.0	9.1	11.7	8.7	0.7	11.7	14.2	17.1
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	5.1	6.3	6.3	2.1	-10.8	7.8	8.0	5.0	4.6
обрабатывающая промышленность	7.6	8.3	9.5	3.2	-16.0	7.6	11.5	7.0	6.5
добыча полезных ископаемых	1.4	2.5	1.9	0.2	-1.2	6.9	3.0	2.0	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	0.9	4.9	-0.2	1.4	-4.8	8.4	2.0	2.2	1.5
Добыча нефти									
% год к году	2.5	2.2	2.3	-0.7	1.3	3.6	3.0	2.2	1.1
млн т	470	480	491	488	494	42.5	509	520	526
млн баррелей в сутки	9.44	9.65	9.87	9.78	9.93	10.04	10.22	10.45	10.53
Добыча газа									
% год к году	1.1	2.4	-0.5	1.8	-12.4	16.9	6.3	3.2	2.2
млрд куб. м	641	656	653	665	582	64.0	619	639	653
млн б. н. э. в сутки	10.33	10.58	10.53	10.69	9.39	12.14	9.98	10.30	10.50
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	12.8	14.1	16.1	13.5	-5.5	0.3	4.0	10.5	12.0
млрд руб.	7 042	8 712	10 869	13 920	14 517	1 185	16 114	18 853	22 529
% год к году	24.8	23.7	24.8	28.1	4.3	7.9	11.0	17.0	19.5
% к ВВП	32.6	32.4	32.8	33.7	37.2	42.1	34.6	34.6	35.4
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	10.9	16.7	22.7	9.8	-16.2	-8.7	10.0	12.0	16.0
млрд руб.	3 611	4 730	6 716	8 765	7 930	319	9 596	11 222	14 532
% год к году	26.0	31.0	42.0	30.5	-9.5	-9.3	21.0	23.0	29.5
% к ВВП	16.7	17.6	20.3	21.2	20.3	11.4	20.6	20.6	22.8
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	13.2	18.1	18.2	12.8	-16.0	-10.6	9.0	9.5	12.0
млрд руб.	1 754	2 351	3 293	4 528	3 869	169.3	4 643	5 595	7 021
% год к году в ном. выражении	33.6	34.0	40.1	37.5	-14.6	-11.1	20.0	20.5	25.5
% к ВВП	8.1	8.7	9.9	11.0	9.9	6.0	10.0	10.3	11.0
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	515	609	721	768	701	35.1	680	635	650
введено жилья, млн кв. м	43.6	50.6	61.0	63.8	59.8	3.1	58.0	55.0	56.0
% год к году	6.1	16.1	20.6	4.6	-6.7	-0.1	-3.0	-5.2	1.8
средний размер квартиры, кв. м	84.6	83.0	84.6	83.1	85.2	88.3	85.3	86.6	86.2
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.31	0.36	0.43	0.45	0.42	0.02	0.41	0.39	0.39
Сельское хозяйство									
% год к году	2.3	3.6	3.4	10.8	1.2	3.2	3.0	3.0	2.5
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 675	4 800	4 915	4 948	4 442	388	4 780	4 900	5 015
% год к году	2.6	2.7	2.4	0.7	-10.2	11.3	7.6	3.2	2.3

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	8 112	10 196	12 603	14 939	16 846	12 577	18 446	20 660	24 275
% год к году	26.5	25.7	23.6	18.5	12.8	12.5	9.5	12.0	17.5
Реальные расп. доходы населения									
% год к году	12.4	13.5	12.1	1.9	2.3	7.1	2.5	5.5	10.0
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц			12 106	14 878	16 810	13 821	18 424	20 727	24 251
% год к году				22.9	13.0	1.3	9.6	12.5	17.0
Превышение доходов над расходами			3.9	0.4	0.2	-9.9	0.1	-0.3	0.1
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	13 593	17 290	18 795	19 200	20 393	22 840	26 951
% год к году	26.9	24.3	27.8	27.2	8.7	11.6	8.5	12.0	18.0
среднегодовая, \$ в месяц	302	392	532	695	592	643	723	846	1 027
% год к году	29.2	29.7	35.8	30.7	-14.9	22.1	22.2	17.0	21.4
Реальная заработная плата									
% год к году	12.6	13.3	17.2	11.5	-2.8	2.6	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	23	-	-25	-50	-50
экономически активное население, млн ч.	73.8	74.2	75.0	75.8	75.4	74.6	75.5	75.2	75.0
безработные на конец года, млн ч.	5.66	5.13	4.60	5.80	6.17	6.84	5.70	5.20	4.60
безработица на конец года, %	7.7	6.9	6.1	7.7	8.2	9.2	7.5	6.9	6.1
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.83	1.74	1.55	1.52	2.15	2.20	2.00	1.80	1.60
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.5	2.3	2.1	2.0	2.8	3.0	2.6	2.4	2.1
ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	6 045	8 996	13 272	13 493	15 698	15 331	19 167	23 058	27 370
% год к году	38.5	48.8	47.5	1.7	16.3	27.9	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	3 873	4 737	5 438	6 139
% год к году	30.9	38.6	32.9	2.5	6.4	16.9	17.3	14.8	12.9
доля в M2, %	33.2	31.0	27.9	28.1	25.7	25.3	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	8.0	5.5	7.0	8.2
% среднегодовой	12.5	9.8	9.1	14.1	11.8	11.4	7.0	6.5	7.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	13.4	10.4	25.1	-7.0	13.9	33.1	12.0	8.0	10.0
% среднегодовой	20.9	12.5	14.1	21.8	-7.2	-4.3	13.5	10.0	9.0
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	58	122	175	-52	12	-3	120	128	135
На конец года, \$ млрд	182	304	479	427	439	436	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	35.2	34.3	33.6	33.3
по отношению к фактическому курсу	4.4	3.3	3.2	2.2	5.5	4.7	6.8	7.1	7.3

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Активы	9 696	13 963	20 125	28 022	29 430	29 196	34 786	42 091	50 510
% год к году	36.6	44.0	44.1	39.2	5.0	-1.9	18.2	21.0	20.0
% к ВВП	44.8	51.9	60.8	67.9	75.4	-	74.6	77.2	79.4
Собственный капитал	1 242	1 693	2 671	3 811	4 621	4 637	5 452	6 406	7 464
% год к году	31.2	36.3	57.8	42.7	21.2	20.5	18.0	17.5	16.5
% к ВВП	5.7	6.3	8.1	9.2	11.8	-	11.7	11.7	11.7
% к активам	12.8	12.1	13.3	13.6	15.7	15.9	15.7	15.2	14.8
Депозиты населения	2 761	3 810	5 159	5 907	7 485	7 503	9 094	11 095	13 480
% год к году	39.4	38.0	35.4	14.5	26.7	22.7	21.5	22.0	21.5
% к ВВП	12.8	14.2	15.6	14.3	19.2	-	19.5	20.3	21.2
% к пассивам	28.5	27.3	25.6	21.1	25.4	25.7	26.1	26.4	26.7
Кредиты населению	1 056	1 883	2 971	4 017	3 574	3 546	4 021	4 865	5 838
% год к году	96.2	78.3	57.8	35.2	-11.0	-12.2	12.5	21.0	20.0
% к активам	10.9	13.5	14.8	14.3	12.1	12.1	11.6	11.6	11.6
% к депозитам населения	38.2	49.4	57.6	68.0	47.7	47.3	44.2	43.8	43.3
Просроченная задолженность	20	51	97	149	243	250	289	321	362
% к портфелю	1.9	2.7	3.2	3.7	6.8	7.1	7.2	6.6	6.2
Депозиты юридических лиц	1 271	2 147	3 520	4 945	5 467	5 118	6 423	7 708	9 172
% год к году	67.7	68.9	64.0	40.5	10.5	0.4	17.5	20.0	19.0
% к пассивам	13.1	15.4	17.5	17.6	18.6	17.5	18.5	18.3	18.2
Кредиты предприятиям	4 397	6 148	9 316	12 510	12 542	12 505	14 611	17 884	21 640
% год к году	31.3	39.8	51.5	34.3	0.3	-6.5	16.5	22.4	21.0
% к активам	45.3	44.0	46.3	44.6	42.6	42.8	42.0	42.5	42.8
Просроченная задолженность	56	70	86	266	763	760	994	1 145	1 298
% к портфелю	1.3	1.1	0.9	2.1	6.1	6.1	6.8	6.4	6.0
Просроченная задолженность по кредитам	76	121	183	415	1 006	1 010	1 283	1 466	1 660
% к кредитному портфелю	1.4	1.5	1.5	2.5	6.2	6.3	6.9	6.4	6.0
Резервы на возможные потери по кредитам	295	403	532	899	1 821	1 869	2 117	2 345	2 657
% к кредитному портфелю	5.4	5.0	4.3	5.4	11.3	11.6	11.4	10.3	9.7
% к просроченной задолженности	389	333	291	217	181	185	165	160	160
Прибыль	262	372	508	409	205	42	1 194	1 632	1 877
ROAA	3.1	3.1	3.0	1.7	0.7	1.7	3.7	4.2	4.1
ROAE	24.0	25.3	23.3	12.6	4.9	10.8	23.7	27.5	27.1

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Доходы, млрд руб.	5 125	6 279	7 765	9 258	7 336	738	8 890	9 980	10 900
% год к году	49.5	22.5	23.7	19.2	-20.8	-4.5	21.2	12.3	9.2
% к ВВП	23.7	23.3	23.5	22.4	18.8	26.2	19.1	18.3	17.1
нефтегазовые доходы				4 389	2 984	295	3 900	4 180	4 200
% год к году					-32.0	64.4	30.7	7.2	0.5
% к ВВП				10.6	7.6	10.5	8.4	7.7	6.6
% к доходам				47.4	40.7	39.9	43.9	41.9	38.5
не нефтегазовые доходы				4 869	4 352	443	4 990	5 800	6 700
% год к году					-10.6	-25.3	14.7	16.2	15.5
% к ВВП				11.8	11.2	15.8	10.7	10.6	10.5
% к доходам				52.6	59.3	60.1	56.1	58.1	61.5
Расходы, млрд руб.	3 512	4 285	5 982	7 561	9 662	671	9 700	9 800	10 250
% год к году	30.1	22.0	39.6	26.4	27.8	69.8	0.4	1.0	4.6
% к ВВП	16.2	15.9	18.1	18.3	24.8	23.9	20.8	18.0	16.1
Профицит, млрд руб.	1 613	1 994	1 782	1 697	-2 326	66.1	-810	180	650
% к ВВП	7.5	7.4	5.4	4.1	-6.0	2.4	-1.7	0.3	1.0
Резервный фонд *									
млрд руб.	1 237	2 347	3 849	4 028	1 831	1 823	1 000	1 200	2 000
\$ млрд	43.0	89.1	156.8	137	61	60	36	45	77
% к ВВП	5.7	8.7	11.6	9.8	4.7	3.9	2.2	2.2	3.2
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.				2 584	2 769	2 758	2 750	2 720	2 750
\$ млрд				88	92	91	100	103	106
% к ВВП				6.3	7.1	5.9	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

Если бы не Греция...

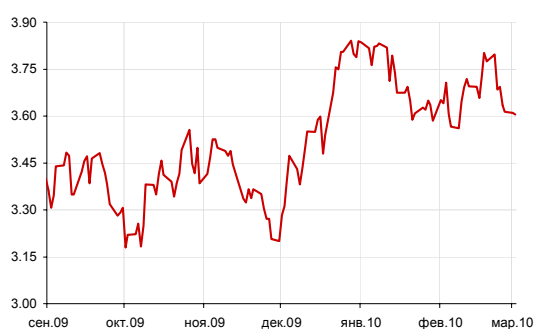
Пока над глобальными рынками висит неопределенность в отношении будущего Еврозоны, мы не ждем от рынка еврооблигаций существенной положительной динамики. Стагнация или скромный рост в несколько десятков б.п. кажется нам наиболее вероятным сценарием поведения рынка в начале весны 2010 г.

В целом потенциал роста рублевых облигаций сохраняется. Ожидания укрепления рубля, подтверждаемые устойчивым снижением ставок NDF, составившим за февраль примерно 100 б.п., позволяют нам предполагать сохранение достаточно высокого уровня ликвидности и низких процентных ставок в краткосрочной перспективе. По мере ослабления инфляции в 1-м полугодии 2010 г. возможно продолжение снижения основных процентных ставок Центробанком – как минимум на 75 б.п. к середине года.

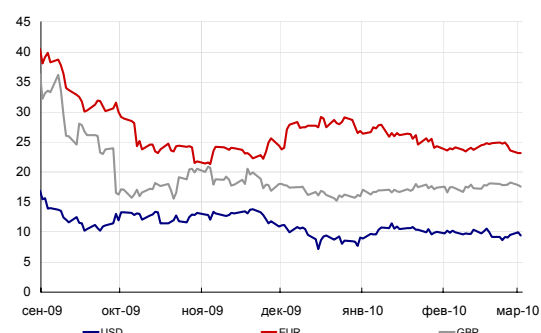
Февраль оказался богатым на новости: весь месяц не стихали разговоры вокруг проблем Греции. План, предложенный правительством Папандрэу, в его первоначальном виде был одобрен еврокомиссией. Однако это не убедило инвесторов в способности Афин выполнить поставленную задачу. Поэтому весь прошедший месяц прошел под давлением спекулятивных заявлений о возможном способе спасения Греции.

После заявлений нескольких чиновников еврокомиссии о том, что Германия может прогарантировать или выкупить часть облигаций проблемной экономики, напряжение несколько поутихло. ЕС дал Греции месяц для демонстрации эффективности предпринимаемых мер по сокращению дефицита бюджета. Еврокомиссия соберется для оценки данных шагов 16 марта, и если Комиссия они не удовлетворят, то Грецию заставят ужесточить ранее принятые меры. В ближайшую неделю Афины размещают 10-летние еврооблигации, аукцион по которым во многом определит дальнейшую способность страны снижать бюджетный дефицит. Стоит заметить, что большую часть выпуска собираются выкупить немецкие банки; это, по всей видимости, и будет одним из основных способов помощи Греции со стороны Германии.

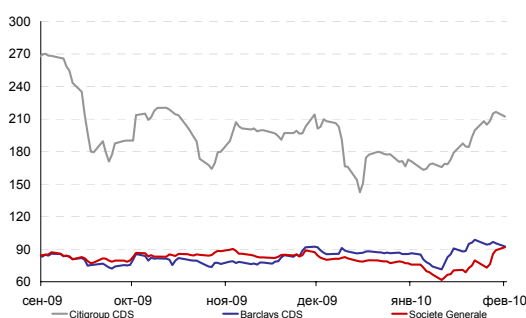
Динамика доходности UST-10



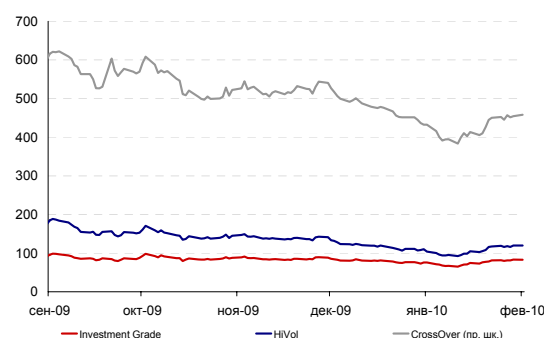
Спрэд LIBOR-OIS

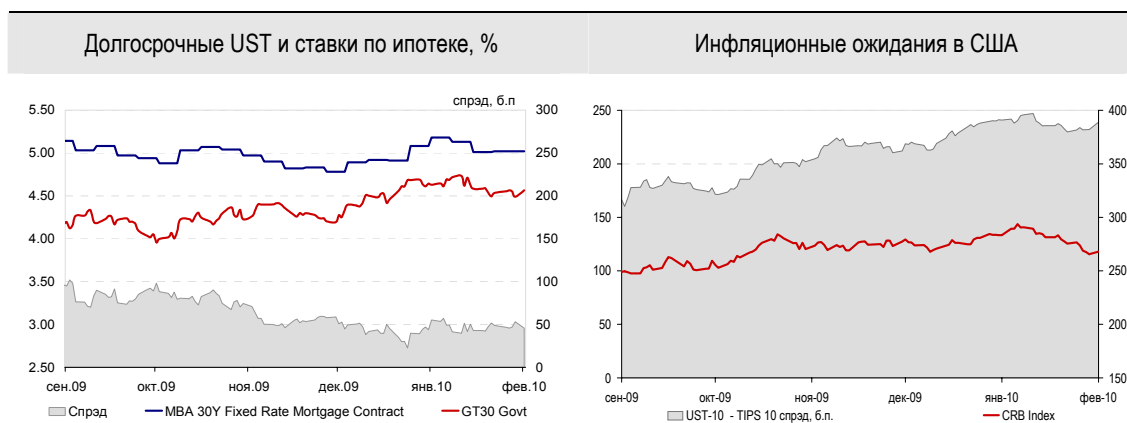


Динамика CDS глобальных банков



Динамика индексов iTRAXX





Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Российские еврооблигации: итоги февраля

Несмотря на отсутствие видимых позитивных сигналов и новостей, российские корпоративные еврооблигации показали в феврале более убедительную динамику (+0.6-0.8 п.п.), чем месяц ранее (+0.15-0.2 п.п.). За месяц суверенные российские еврооблигации выросли на 1.3 п.п., достигли психологически важной отметки в 114 % от номинала. Правда, спрэд Russia' 30 – UST-10 подвигов января повторить не смог. Напомним, что в первый месяц года спрэд достигал почти 130 б.п., а потом откатился до 175-180 б.п. 5-летний CDS на российский суверенный риск снизился до 170 б.п. (-19 б.п.) за месяц.



Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Российские корпоративные еврооблигации становятся все дороже для инвесторов. С другой стороны, как мы отмечали в нашей февральской стратегии, публичные долги в валюте для крупных компаний-эмитентов за последние 2-3 месяца стали неплохой альтернативой для фондирования (даже с учетом стоимости хеджирования).

Наша логика получила подтверждение. Если в январе разместить еврооблигации удалось только одной компании – ТНК-ВР, то в феврале успешно вышли на рынок ВТБ, Severstal Columbus (североамериканская «дочка» Северстали), Международный промышленный банк. Близка к размещению еврооблигаций была нефтяная компания Alliance Oil. На этой неделе заканчивается road-show еврооблигаций Альфа-Банка. О планах размещения долгов в валюте этой весной заявили РЖД, Транснефть, ТКС Банк. Минфин РФ прояснил детали будущего размещения суверенных еврооблигаций, сказав, что отдал предпочтение группе организаторов, которые предложили более агрессивную стратегию и пониженную доходность (на «десятки пунктов» ниже текущих уровней доходности российских евробондов).

Пока над глобальными рынками висит неопределенность в отношении будущего Евросоюза, мы не ждем от рынка еврооблигаций существенной положительной динамики. Стагнация или скромный рост в несколько десятков б. п. кажется нам наиболее вероятным сценарием поведения рынка в начале весны 2010 г.

Торговые идеи: еврооблигации

Из торговых идей января оправдали себя вложения в облигации Северстали, ВТБ и Газпрома. Успешное размещение еврооблигаций VTB' 15 спровоцировало всплеск интереса к риску второго крупнейшего банка страны: в результате наиболее недооцененные выпуски VTB' 18 и VTB' 35 буквально «выстрелили» на 2.7-3.4 п.п. При этом данные бумаги все еще продолжают торговаться значительно выше кривой ВТБ, хотя они уже не являются самыми дешевыми облигациями госбанков в валюте: пальма первенства перешла к выпускам Газпромбанка.

Еще большими темпами инвесторы сократили давно описываемый нами диспаритет по уровням доходностей евробондов металлургов и прочих секторов. Так, оба выпуска Северстали подорожали почти на 4 п.п. Очевидно, только давление рейтинговых агентств на Евраз помешало его бумагам продемонстрировать сопоставимые с Северсталью темпы роста (относительно скромные +0.5-1.2 п.п.), поэтому мы без колебаний сохраняем Evraz' 15 и Evraz' 18 (доходности в диапазоне 8.20-8.70 %) в списке актуальных торговых идей.

Наконец, лучше рынка вели себя рекомендованные нами еврооблигации Газпрома. Нам видится, что они все еще интересны для вложений. Мы исключаем из списка торговых идей короткий выпуск ТМК' 11 по совокупности факторов «дюрация/ликвидность».

Еврооблигации, торговые идеи: банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
VTB' 18	USD	2000	29.05.18	103.2	5.57	3.0	2.72	-121
VTB' 35	USD	1000	30.06.35	98.6	6.51	4.4	3.41	-74

Источник: Bloomberg

Корпоративные еврооблигации, торговые идеи

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	104.0	7.42	2.6	1.22	-47
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	100.2	8.19	4.4	0.45	-10
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	104.4	8.73	5.5	0.50	-9
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	109.1	6.71	2.9	3.84	-134
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	108.3	6.89	3.3	3.82	-112
TMK' 11	USD	600	29.07.11	105.2	6.05	1.3	-0.06	-17
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	102.4	6.34	2.0	0.50	-28
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.9	4.92	2.6	0.79	-40
GAZP' 18	USD	1100	11.04.18	109.1	6.67	5.8	1.30	-23
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	105.3	5.53	3.1	2.19	-69

Источник: Bloomberg

Помимо еврооблигаций Газпрома и Евраза, в этом месяце мы добавляем к нашему списку еще 2 инструмента к покупке: евробонды NKNH' 12 (8.40 %) и RenCap' 11 (почти 13 % годовых). Выбор облигаций НКНХ вызван высокой доходностью и приемлемыми условиями обслуживания пролонгированного долга. При этом кредитное качество компании представляется нам адекватным текущей доходности.

Инвесткомпания «Ренессанс Капитал» исправно обслуживает и рефинансирует свой публичный долг (например, в начале марта были погашены рублевые облигации), поэтому мы видим ничтожные риски дефолта по ее бондам. В этой связи предлагаемая доходность крайне высока и, соответственно, может быть интересна инвесторам. Из-за низкой ликвидности RenCap' 11 мы рекомендуем инструмент как buy-and-hold-вложение.

Внутренний долговой рынок

В феврале мы ожидали продолжения тенденции снижения доходностей рублевых облигаций, несмотря на имевшую место в конце января – начале февраля коррекцию. Наши ожидания подтвердились: средневзвешенная доходность корпоративных облигаций снизилась на 85 б.п., впервые с начала кризиса опустившись до однозначного значения – 9.6 % годовых. Совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации в феврале 2010 г. составил 1.4 % (за период), доходность за период владения опустилась до 19.8 % годовых.

В целом месяц выдался достаточно волатильным из-за ситуации на глобальных рынках. В конце февраля после двухмесячной паузы Центробанк вернулся к практике снижения основных процентных ставок, чему способствовали низкий уровень инфляции и отсутствие в обозримой перспективе значимых рисков ее ускорения. Умеренный уровень снижения (на 25 б.п.) до минимального исторического значения ставки рефинансирования (8.5 %) оказал рынку поддержку.

В первую очередь снижение основных ставок ЦБ отразилось на котировках госбумаг, активность торговли с которыми во второй половине месяца возросла. Это позволило Минфину более успешно провести аукционы по размещению ОФЗ, придерживаясь практики размещения бумаг без премии. К концу февраля средняя доходность ОФЗ опустилась на 44 б.п. до уровня 7 %.

Заметным событием середины месяца стало вторичное размещение облигаций ВымпелКома на 4 млрд руб., ушедших в ходе оферты с рынка. Книга заявок была закрыта с переподпиской в 2.4 раза по цене 101.4 % от номинала, с доходностью 8.95 % – на 15-30 б.п. ниже первоначальных ориентиров. Интересной торговой идеей конца месяца стала покупка облигаций Системы из-за высокого купона, установленного эмитентом до погашения дебютного выпуска.

Доходность облигаций blue chips по состоянию на 27 февраля составила 7.8 % годовых при дюреции 1.4 года, что на 52 б.п. меньше значений предыдущего месяца. Лидером снижения месячной доходности в корпоративном сегменте остается 2-й эшелон, доходность которого опустилась за февраль почти на 100 б. п., остановившись ровно на 10 %.

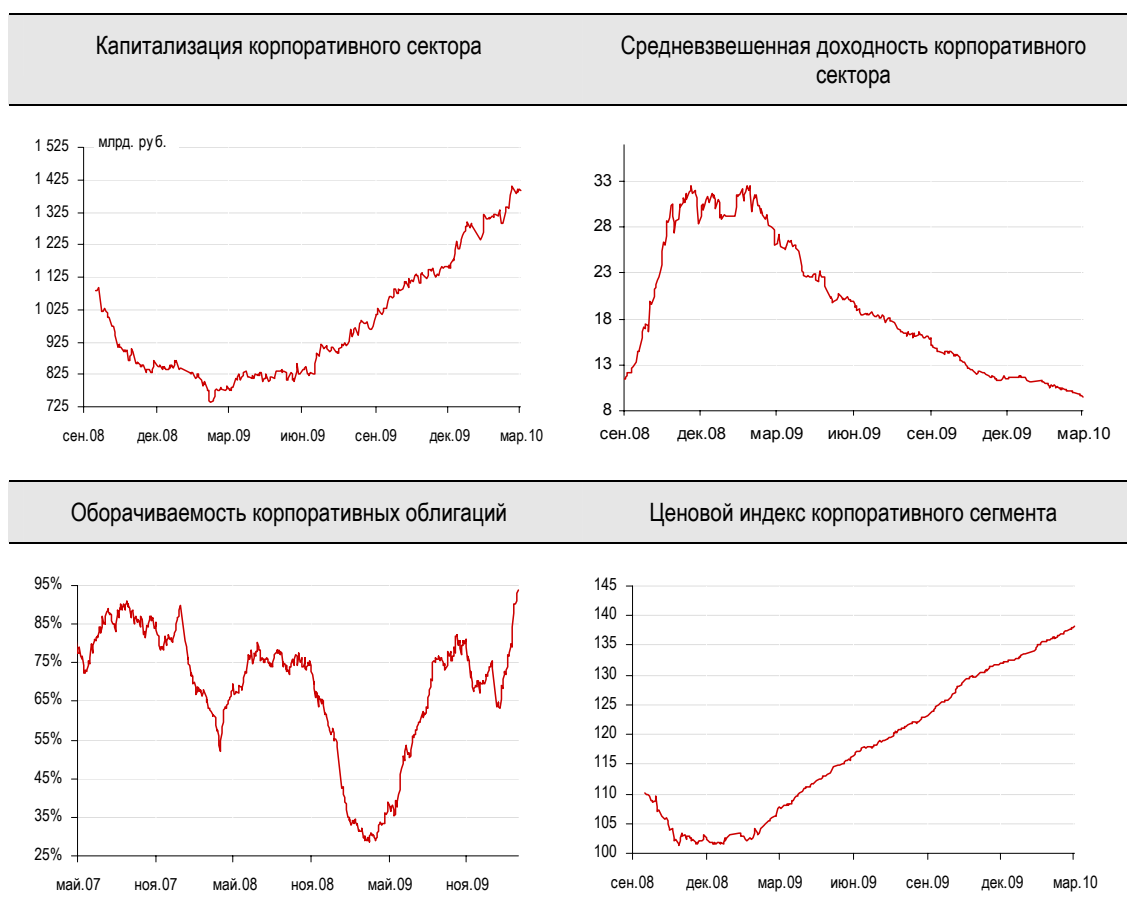
Средняя доходность облигаций муниципальных долговых бумаг снизилась за месяц на 44 б.п. – до 9.3 % при средней дюреции 1.7 года. Наиболее ликвидная часть этого сегмента долговых бумаг – облигации Москвы – в феврале не стала лидером снижения, как это было в январе.

Совокупный номинальный объем корпоративных облигаций, попадающих в расчет индекса, на конец февраля 2010 г. составил 1.36 трлн руб., капитализация корпоративных облигаций – 1.4 трлн руб.

ВМВ: динамика основных индексов в январе 2010 г.

Сегмент	27.02.2010					Динамика индексов (01.02.10-27.02.10)				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд руб.	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 362	1 398	9.63	1.30	362	0.66	1.41	19.83	-50	-85
Blue chips	637	658	7.79	1.44	169	0.46	1.21	17.05	-17	-52
2-й эшелон	580	599	10.01	1.27	399	1.23	1.91	26.87	-62	-98
3-й эшелон	145	140	16.73	0.67	1 113	-0.71	0.32	4.55	8	-32
Муниципальные облигации	318	335	9.26	1.71	296	0.85	1.53	21.53	-10	-44
Москва	201	218	7.84	2.68	108	0.88	1.59	22.30	5	-21
Облигации др. регионов	117	118	9.61	1.47	343	0.74	1.42	19.88	-13	-50
Государственные облигации										
ОФЗ	970	986	6.96	3.13	0	0.82	1.39	19.55	0	-44

Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Первичный рынок рублевых облигаций в феврале-марте

Первичный рынок открылся в этом году только в феврале после месячного январского перерыва. Всего за месяц на рынок вышли облигации пяти корпоративных эмитентов на общую сумму 46.5 млрд руб.

Новые выпуски в целом были с интересом восприняты рынком и разошлись с кратной переподпиской, что позволило эмитентам установить ставки купонов ниже первоначальных ориентиров. Наиболее востребованными оказались новые облигации РСХБ, РЖД и Северстали, которые в настоящий момент (менее чем через месяц после размещения) торгуются на вторичном рынке уже на 200-210 б.п. дороже номинала.

Тестирование рынка представителями третьего эшелона оказалось не столь удачным. Ритейлер «Виктория», собиравшийся разместить два выпуска биржевых облигаций на общую сумму 4 млрд руб., решил ограничиться объемом размещения всего на 1.5 млрд руб. по комфортной для него ставке (менее 13 %).

Еще один представитель этой группы эмитентов – Дальневосточная генерирующая компания, собиравшаяся разместить свои облигации во второй половине февраля на сумму 5 млрд руб., – до конца месяца так и не определилась с датой размещения, не найдя, судя по всему, рыночный спрос на свои двухлетние бонды под 13-14 % годовых.

Ключевые корпоративные размещения в феврале 2010 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Срок до оферты/погашения	Ставка купона, %	УТР / УТМ, %
РЖД-23	04.02.10	15.0	5 / 15	9.00	9.2 / -
РСХБ 10	10.02.10	5.0	3 / 10	9.00	9.2 / -
РСХБ 11	11.02.10	5.0	3 / 10	9.00	9.2 / -
Глобэксбанк 01	16.02.10	5.0	1 / 3	9.25	9.46 / -
Виктория БО1	16.02.10	1.5	0.5 / 3	12.50	12.89 / -
Северсталь БО2	19.02.10	10.0	- / 3	9.75	- / 9.99
Северсталь БО4	19.02.10	5.0	- / 3	9.75	- / 9.99
Итого		46.5			

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Первичный рынок в марте обещает нас порадовать не меньшим разнообразием выпусков. По состоянию на начало месяца проводится маркетинг четырех выпусков облигаций на общую сумму 33 млрд руб.

Размещаемые выпуски по состоянию на 02.03.2010 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ориентир по купону	Период до оферты/погашения	Мод. дюрация, лет
Татфондбанк, 6	02.03.10	2.0	11.2%	1 год	0.9
Москва-49	03.03.10	20.0	7.0%	7.3 года	5.2
НЛМК БО-6	09.03.10	10.0	8.25-8.75%	3 года	2.5
КБ Восточный БО-	11.03.10	1.0	13.5%	1 год	0.8
Итого		33.0			

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

После почти полугодовой паузы конкуренцию корпоративным облигациям составят облигации города Москвы. Инвесторам будет предложен самый длинный из обращающихся на текущий момент выпусков столицы – Москва-49 в объеме 20 млрд руб. с погашением в июне 2017 г. Мы считаем участие в аукционе по размещению облигаций города целесообразным, так как Москва традиционно предоставляет инвесторам премию на аукционах, в отличие от Минфина, размещающего ОФЗ в последние полгода с дисконтом к рынку.

Торговые идеи: рублевые облигации

В нашей февральской стратегии мы предоставили список наших торговых рекомендаций среди корпоративных и банковских рублевых облигаций. Почти все выпуски показали динамику «лучше рынка» или «на уровне рынка», т.е. опередив как общий рост всей вселенной российских рублевых облигаций, так и динамику по отдельным эшелонам. На наш взгляд, весной будет оправдана ставка на сокращение спредов бумаг второго эшелона к blue chips. В этой связи мы продолжаем считать оправданными инвестиции в инструменты Белона, РусГидро, Интегры, Мечела.

Пока не сработали торговые идеи по облигациям Дикси, Сибметинвеста и ЧТПЗ БО-1. Мы продолжаем считать их привлекательными для покупок инструментами, так как видим, что они недооценены. При этом, если невысокая ликвидность не позволяет осуществлять в этих бумагах спекулятивные инвестиционные стратегии, то мы склонны рассматривать их как неплохие buy-and-hold-вложения.

Торговые рекомендации февраля 2010 г.

Выпуск	Эшелон	YTW на 01.02	YTW на 01.03	Изм. (б.п.)	Комментарий
РусГидро (к погашению в июне 2011 г.)	blue chip	9.10%	8.10%	100 б.п.	Лучше рынка
Белон-2 (график реструктуризации - до августа 2011 г.)	2 эшелон	12.15%	10.95%	120 б.п.	Лучше рынка
Дикси (к погашению в марте 2011 г.)	3 эшелон	17.10%	16.80%	30 б.п.	Хуже рынка
Интегра-2 (к погашению в ноябре 2011 г.)	3 эшелон	16.30%	14.55%	175 б.п.	Лучше рынка
Росбанк-1 и -2 (к офerte мае 2011 г.)	blue chip	9.25%	8.10%	115 б.п.	Лучше рынка
Сибметинвест-1 и -2 (к офerte в октябре 2014 г.)	2 эшелон	12.50%	11.75%	75 б.п.	Хуже рынка
ЧТПЗ БО-1 (к офerte в декабре 2011 г.)	2 эшелон	17.15%	17.00%	15 б.п.	Хуже рынка
Транскредитбанк-3 (к погашению в июле 2011 г.)	2 эшелон	9.35%	8.55%	80 б.п.	На уровне рынка
МДМ-банк-7 (к погашению в июле 2012 г.)	2 эшелон	11.20%	10.05%	115 б.п.	Лучше рынка
МДМ-банк БО1 (к погашению в ноябре 2012 г.)	2 эшелон	11.30%	10.30%	100 б.п.	На уровне рынка
Система-3 (к офerte в декабре 2012 г.)	2 эшелон	10.60%	9.20%	140 б.п.	Лучше рынка
Система-2 (к офerte в августе 2012 г.)	2 эшелон	10.45%	9.10%	135 б.п.	Лучше рынка
Мечел БО-1 (к офerte в ноябре 2011 г.)	2 эшелон	12.65%	11.00%	165 б.п.	Лучше рынка
Мечел-4 (к офerte в июле 2012 г.)	2 эшелон	13.05%	11.35%	170 б.п.	Лучше рынка
Мечел-5 (к офerte в октябре 2012 г.)	2 эшелон	13.15%	11.80%	135 б.п.	Лучше рынка
Индекс BMBI Corporate				-85	
Индекс BMBI Blue chips				-50	
Индекс BMBI 2 Tier				-100	
Индекс BMBI 3 Tier				-30	

Источники: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Чего ожидать в марте?

С начала года мы наблюдаем резкий рост оборачиваемости корпоративных облигаций до максимального уровня с апреля 2007 г. Локальный провал индекса был зафиксирован в конце 2009 г., когда на рынок выводились рекордные объемы новых облигаций. Высокие обороты индекса в феврале свидетельствуют о том, что рынок уже сумел переварить долговые бумаги, выпущенные в конце прошлого года.

В целом потенциал роста рублевых облигаций сохраняется. Ожидания укрепления рубля, подтверждаемые устойчивым снижением ставок NDF, составившим за февраль примерно 100 б.п., позволяют нам предполагать сохранение достаточно высокого уровня ликвидности и низких процентных ставок в краткосрочной перспективе. По мере ослабления инфляции в 1-м полугодии 2010 г. возможно продолжение снижения основных процентных ставок Центробанком на 75 б.п.

Комфортная ситуация на денежном рынке на фоне избыточной ликвидности будет стимулировать банки к продолжению наращивания портфелей путем покупки корпоративных облигаций. В феврале вложения в облигации составили уже 12.5 % от активов банковского сектора.

Дополнительную поддержку рынку могут оказать средства Пенсионного фонда, перечисленные в размере 275 млрд руб. управляющим компаниям, негосударственным пенсионным фондам и ВЭБу. Это страховые взносы работодателей на накопительную часть трудовой пенсии за 2008 год, а также результат их временного размещения. ВЭБ, получивший 234.7 млрд руб., имеет возможность вкладывать средства в расширенный инвестиционный портфель, приобретая в том числе корпоративные облигации (портфель «молчунов»).

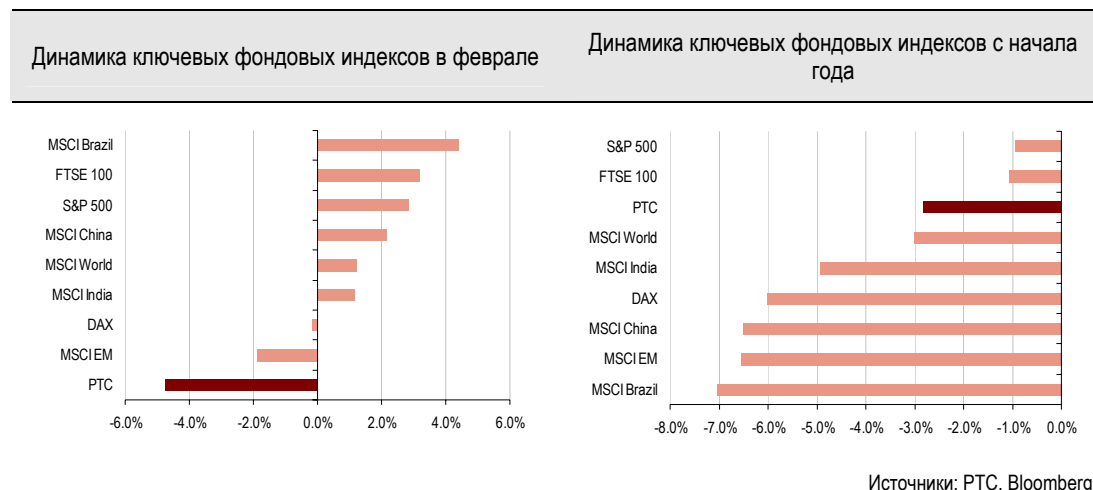
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

Лидерство удержать не удалось

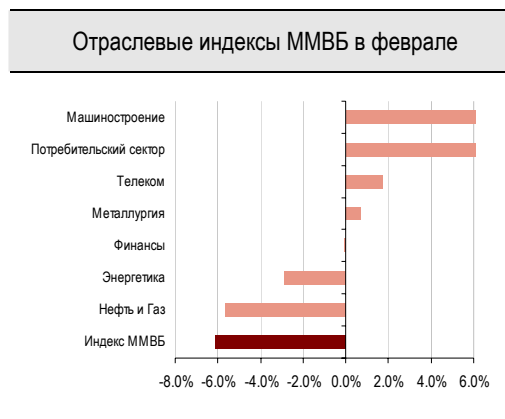
В отличие от первого месяца года, в феврале российский рынок акций смотрелся заметно слабее других мировых фондовых площадок, в основных российских голубых фишках наблюдались крупные продажи, а хуже рынка вновь выглядел нефтегазовый сектор. Большинству наших top picks не удалось показать рост по итогам месяца, тем не менее, в марте мы вносим в список ключевых рекомендаций лишь одно изменение, добавив в него акции МТС.

Начав год на позитивной ноте несмотря на падение на других мировых фондовых и товарных рынках, в феврале российский рынок акций выглядел уже заметно хуже зарубежных площадок. Месяц назад мы отмечали, что единственным разумным объяснением сильной динамики российского рынка в январе может быть приток на рынок новых денег на фоне очередной волны переоценки российского риска, а также очень хорошей ситуации с внутренней ликвидностью. С тех пор отношение к российскому риску, если смотреть на динамику российских CDS, принципиально не изменилось, а ситуация с рублевой ликвидностью (что отражает динамика ставок Mosprime) стала только лучше, однако российские акции в феврале не только прекратили расти, но и продемонстрировали довольно заметное падение, а ключевые российские фондовые индексы утратили лидерство с начала года и уже показывают динамику хуже, чем, например, американский рынок.



При этом какого-либо заметного ухудшения конъюнктуры на товарных рынках за последний месяц также не наблюдалось: цены на российскую нефть по итогам февраля прибавили 7 %, а цены второго по значимости для российского рынка товара – никеля – и вовсе выросли на 15 %, достигнув максимума с лета 2008 г. Таким образом, как и месяцем ранее, по всей видимости, довольно неожиданная динамика российских акций объясняется самой фундаментальной причиной – соотношением спроса и предложения непосредственно на российские бумаги: если в январе за счет прихода на рынок новых средств спрос явно превалировал, то в минувшем месяце запал покупателей серьезно иссяк, а в наиболее ликвидных российских бумагах, напротив, появился крупный продавец.

В отраслевом разрезе, как и месяцем ранее, самую худшую динамику продемонстрировал нефтегазовый сектор, слабо выглядела электроэнергетика, падение котировок Сбербанка не позволяет говорить о росте в финансовом секторе, в то время как динамика акций большинства бумаг второго эшелона продолжила радовать инвесторов.

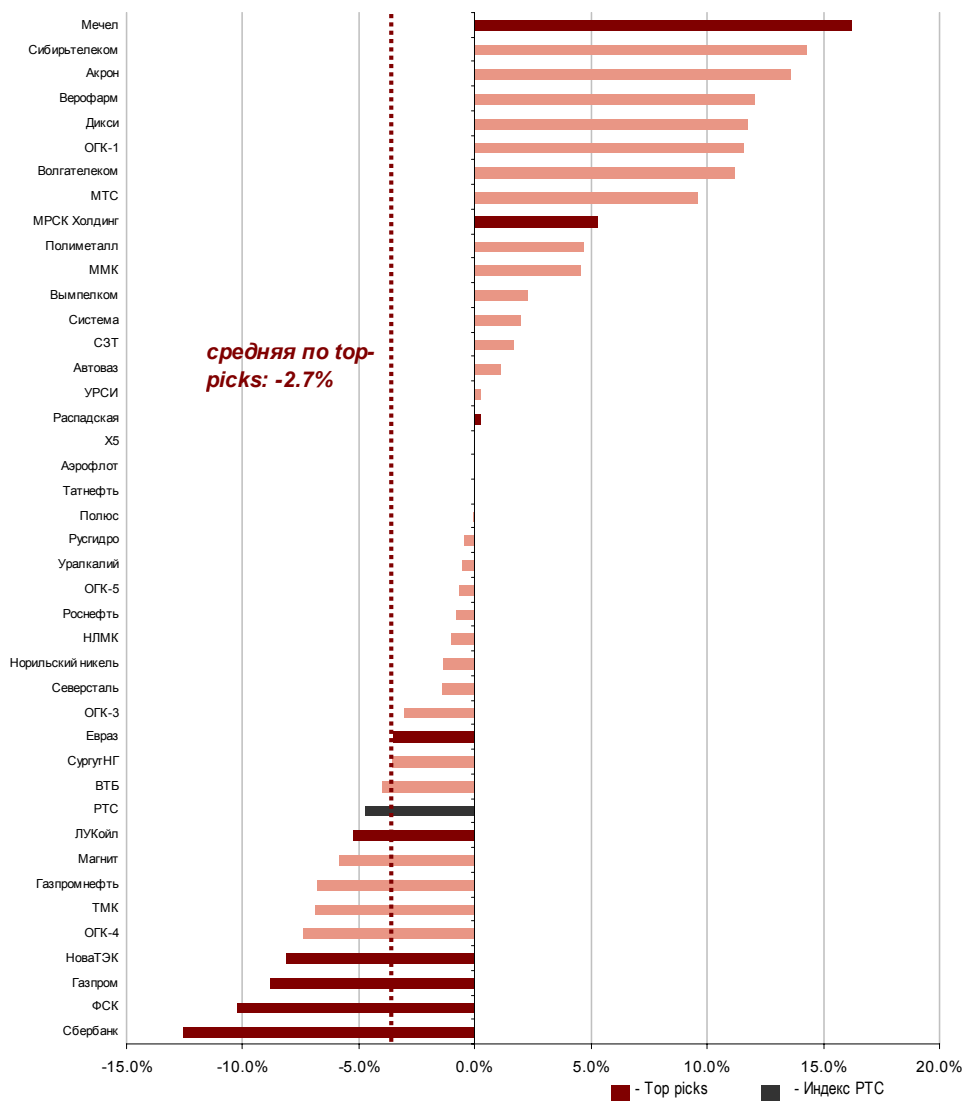


Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Крупные продажи в основных российских голубых фишках в феврале негативным образом отразились на динамике наших ключевых рекомендаций: 10 наших top picks за февраль в среднем подешевели на 2.7 %. Впрочем, индекс РТС снизился еще сильнее (-4.7 %), а скрасить негативную динамику top picks помог резкий рост акций Мечела, ставших лидерами роста на российском рынке по итогам месяца, а также относительная устойчивость к падению таких бумаг, как МРСК Холдинг, Распадская и Х5.

Динамика российских акций в феврале, \$



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в список наших ключевых рекомендаций лишь одно изменение: вместо бумаг Х5, которые с учетом роста в первый день марта уже смотрятся несколько менее

привлекательно, мы рекомендуем акции МТС: в минувшем месяце мы провели пересмотр своей оценки целевой стоимости бумаг сотового оператора, выявив довольно значительный потенциал для их дальнейшего роста.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

После февральской коррекции акции компаний нефтегазового сектора, на наш взгляд, стали еще привлекательнее, поскольку стоимость нефти по итогам месяца только выросла. Наши фавориты в секторе – все те же Газпром, ЛУКОЙЛ и НОВАТЭК. Кроме того, на нынешних ценовых уровнях довольно привлекательно начинают смотреться и бумаги Сургутнефтегаза.

Металлургия

Ставка на сырьевые компании и вертикально интегрированных металлургов, анонсированная нами еще в годовой стратегии, пока продолжает оправдывать себя. В феврале бумаги «угольного» Мечела стали лидерами роста на российском рынке акций. Мы не видим оснований для смены приоритетов: рынки сырья испытывают настоящий бум, а очередным катализатором увеличения интереса к сырьевым компаниям, вполне возможно, станет заключение годовых договоров на поставку железной руды и угля в странах АТР, которое может состояться уже в марте.

Электроэнергетика

В феврале было подписано постановление о долгосрочном рынке мощности, а также подтверждены планы по консолидации сетевых компаний. Оба события мы рассматриваем как позитивные для компаний сектора. Подписание постановления о долгосрочном рынке мощности заставило нас пересмотреть свои оценки целевой стоимости акций энергогенерирующих компаний, среди которых мы в настоящий момент выделяем РусГидро и ОГК-1. В сегменте сетевых компаний фавориты все те же – ФСК и МРСК Холдинг.

Банки

Бумаги крупнейшего банка страны – Сбербанка – в феврале впервые за последние несколько месяцев показали динамику «хуже рынка». Мы считаем, что фундаментальных причин для снижения нет, и рекомендуем воспользоваться моментом для покупки бумаг банка.

Телекоммуникации

В феврале мы выпустили обзор по мобильным операторам, в котором повысили наши целевые уровни по акциям МТС, ВымпелКома и Комстара. Мы считаем, что в ближайшем будущем локомотивом роста выручки мобильных операторов станет сегмент дополнительных услуг (VAS) и фиксированного ШПД. Нашей основной рекомендацией в секторе являются акции МТС: на наш взгляд, привлекательные тарифные планы смогут обеспечить более высокие темпы роста выручки компании в сегменте голосовой связи в будущем. Кроме того, относительно недорогое приобретение Комстара позволило МТС выйти на быстрорастущий рынок фиксированного ШПД и платного ТВ.

Потребительский сектор

Если последний квартал 2009 г. продемонстрировал замедление спада в розничной торговле, то январские данные указывают на некоторый рост, что подтверждается и показателями ежемесячной выручки уже отчитавшихся за январь российских ритейлеров – Магнита и Дикси. Нашими фаворитами в секторе остаются бумаги другого ритейлера – X5, который ежемесячных данных не публикует, но, на наш взгляд, имеет все шансы не уступить своим конкурентам.

Индекс РТС

После пересмотра целевых уровней по акциям сотовых операторов, а также бумагам сектора электроэнергетики наша цель по индексу РТС на конец 2010 г. повышается с 1 800 до 1 850 пунктов, что предполагает потенциал роста чуть более 25 % к текущим уровням.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2010г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	МТС-локальные	6.73	13.12	95%	покупать
2	Газпром	5.69	8.91	57%	покупать
3	Сбербанк	2.77	4.20	52%	покупать
4	Лукойл	54.41	82.54	52%	покупать
5	РусГидро	0.043	0.061	41%	покупать
6	ФСК	0.0107	0.0146	36%	покупать
7	Евраз	34.08	45.7	34%	покупать
8	МТС-ADR	53.6	65.5	22%	покупать
9	Вымпелком	18.56	22.7	22%	покупать
10	Сургутнефтегаз	0.85	0.98	16%	держать
11	Газпромнефть	4.73	5.25	11%	держать
12	Норильский никель	158.1	175	11%	держать
13	Роснефть	7.94	8.77	10%	держать
14	Полюс Золото	48.8	53.1	9%	держать
15	ВТБ	5.12	4.10	-20%	продавать
16	Уралкалий	4.10	3.11	-24%	продавать
17	Татнефть	4.76	3.41	-28%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	Новатэк	5.78	9.2	59%	покупать
2	Распадская	5.70	8.94	57%	покупать
3	ОГК-3	0.05	0.066	44%	покупать
4	ОГК-1	0.031	0.044	41%	покупать
5	ОГК-4	0.059	0.082	38%	покупать
6	ОГК-5	0.080	0.11	37%	покупать
7	МРСК Холдинг	0.139	0.184	32%	покупать
8	ОГК-6	0.026	0.033	28%	покупать
9	ОГК-2	0.036	0.044	22%	покупать
10	Х5	34.02	41.02	21%	покупать
11	Аэрофлот	1.80	2.2	21%	покупать
12	Мечел	23.83	27.5	15%	держать
13	СЗТ	0.768	0.87	13%	держать
14	Северсталь	11.89	13.45	13%	держать
15	Магнит	67.64	76.1	12%	держать
16	Волгателеком	3.37	3.54	5%	держать
17	Верофарм	30.00	31.1	4%	держать
18	Дикси	9.23	9.56	4%	держать
19	Автоваз	0.52	0.53	3%	держать
20	ММК	1.02	1.03	1%	держать
21	Полиметалл	9.80	9.79	0%	держать
22	НЛМК	3.20	3.05	-5%	продавать
23	Сибирьтелеком	0.055	0.052	-6%	продавать
24	Акрон	36.23	33.000	-9%	продавать
26	ТМК	18.44	16.08	-13%	продавать
27	КАМАЗ	2.62	1.91	-27%	продавать
28	УРСИ	0.0291	0.0207	-29%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
МТС- локальные	MTSS	телекоммуникации	6.73	13.1	95%	В прошлом году благодаря более активным маркетинговым действиям и работе с тарифными планами МТС выглядел лучше, чем ВымпелКом, по динамике абонентской базы как в России, так и на Украине. Мы считаем, что более привлекательные тарифные планы МТС смогут обеспечить более высокие темпы роста выручки компании в сегменте голосовой связи в будущем. Кроме того, относительно недорогое приобретение Комстара позволило МТС выйти на быстрорастущий рынок фиксированного ШПД и платного ТВ.
Газпром	GAZP	нефть и газ	5.69	8.91	57%	Мы ожидаем, что обвальное снижение экспорта российского газа в страны ЕС сменится в 2010 г. 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». При этом идея либерализации ценообразования на российском рынке газа в посткризисный период вновь становится актуальной.
ЛУКОЙл	LKOH	нефть и газ	54.41	82.5	52%	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, позитивное влияние на котировки ЛУКОЙЛа может оказать практическая реализация новой стратегии развития компании, направленная на максимизацию свободных денежных потоков.
Сбербанк	SBER	банки	2.77	4.2	52%	Сбербанк как крупнейший банк страны станет главным бенефициаром от восстановления экономики и сектора банковских услуг. Дополнительным драйвером роста стоимости акций Сбербанка может стать возможная реализация программы выпуска депозитарных расписок.
ФСК	FEES	электроэнергетика	0.01	0.015	36%	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.
Евраз	EVR.L	металлургия	34.08	45.70	34%	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 хорошая сырьевая база и весьма невысокая потребность в капитальных затратах.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Новатэк	NVTK	нефть и газ	5.78	9.20	59%	Рост внутрироссийских цен на газ и реализация амбиционных планов НОВАТЭКа по увеличению собственной добычи газа приведут к росту основных финансовых показателей и повысят фундаментальную привлекательность компании.
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.
МРСК Холдинг	MRKH	электроэнергетика	0.14	0.184	32%	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.
Мечел	MTLR	металлургия	23.83	27.50	15%	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

Снижение на рынке: повод для покупки

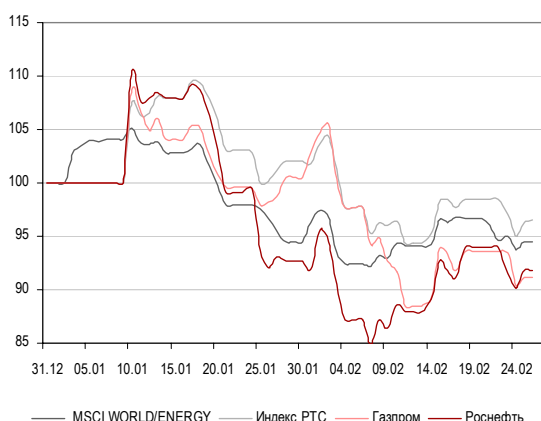
Мы ожидаем, что в марте, по мере стабилизации ситуации на мировых рынках, акции недооцененных компаний нефтегазового сектора смогут реализовать заложенный в них фундаментальный потенциал: февральская коррекция на рынке сделала котировки акций более привлекательными для инвесторов. Помимо наших традиционных фаворитов сектора (Газпром, ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК) мы рекомендуем обратить внимание на Сургутнефтегаз: акции компании выглядят недооцененными, при этом дополнительными драйверами роста бумаг SNGS могут стать стабилизация уровней добычи (за счет полномасштабного ввода Талаканского месторождения) и продажа/обмен 20 % акций венгерской MOL. Мы также полагаем, что снижение котировок акций Газпрома является хорошей возможностью для покупок – компания смотрится значительно недооцененной как по медианному историческому значению показателя EV/EBITDA, так и в сравнении с прогнозируемыми денежными потоками газового концерна.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	5.69	134 352	3.8	1.5	3.3	8.91	57%	покупать
Лукойл	LKOH	54.4	46 063	4.7	0.5	3.2	82.5	52%	покупать
Роснефть	ROSN	7.94	76 195	6.7	1.5	5.1	8.77	11%	держать
ТНК-BP	tnbp	1.75	26 245	4.8	0.8	3.2	1.89	8%	держать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.85	30 231	5.5	0.4	2.0	0.98	16%	держать
Газпром нефть	SIBN	4.73	22 336	6.1	0.8	4.3	5.25	11%	держать
Татнефть	TATN	4.76	9 896	4.2	0.7	3.1	3.41	-28%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	5.78	17 540	10.7	3.9	8.2	9.20	59%	покупать
Транснефть п.	TRNFP	811	5 378	1.2	0.9	1.4	589	-27%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	16.9	2 295	11.7	1.2	6.5	12.4	-27%	продавать
С.А.Т. oil	O2C	9.64	471	22.2	1.2	7.0	9.54	-1%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.07	439	neg	0.8	6.6	1.95	-36%	продавать

Основные тенденции

В феврале капитализация российских нефтегазовых компаний снижалась на фоне общих понижающих рыночных тенденций. Аутсайдером месяца стал один из наших фаворитов – Газпром, акции которого в течение месяца подешевели примерно на 9.5 % (для сравнения, индекс MSCI Energy за аналогичный период практически не изменился).

Динамика котировок акций ведущих компаний сектора в сравнении с базовыми индексами

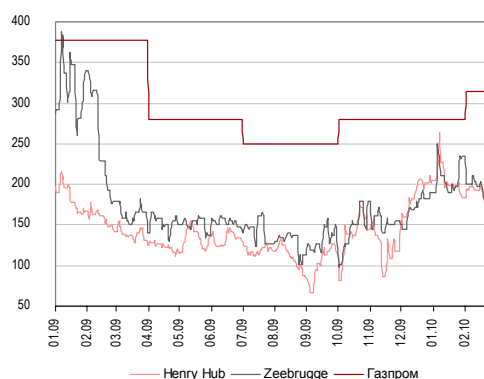


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Участники рынка продавали российские бумаги очень избирательно, предпочитая играть на понижение в наиболее ликвидных фишках, к которым наряду со Сбербанком относятся и акции Газпрома. Кроме того, часть инвесторов по-прежнему находятся под влиянием чрезмерных опасений относительно возможного негативного развития событий на европейском газовом рынке (медленные темпы восстановления потребления, низкие спотовые цены). Действительно, спрэд между спотовыми и оптовыми ценами в ЕС снова стал

расширяться, однако данная тенденция отчасти объясняется фактором сезонности.

Динамика оптовых и спотовых цен на газ, \$/тыс. куб. м

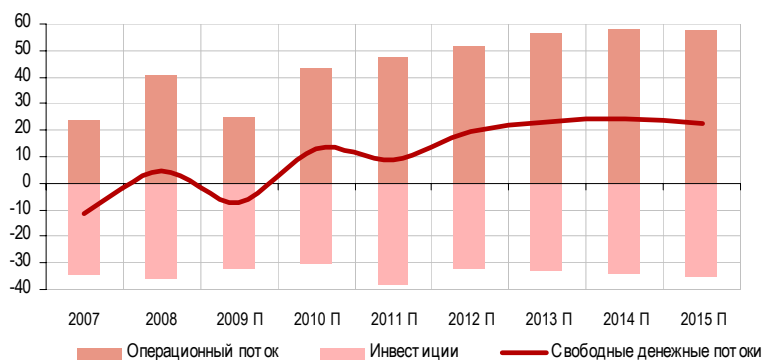


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Еще раз отметим, что ссылки некоторых экспертов на относительную дешевизну спотового газа как достаточное основание для пересмотра ценовых принципов оптового рынка являются необоснованными. В настоящее время спотовый рынок может закрыть потребности Европы в газе всего примерно на 15 % – как следствие, низкие цены, установившиеся на нем с начала прошлого года, во многом являются индикативными. Кроме того, Газпром, внося некоторые изменения в свои долгосрочные контракты (по сообщению ряда СМИ, порядка 15 % экспортных объемов будут привязаны к спотовым ценам), несколько снизил остроту проблемы. Для денежных потоков компании размер выпадающих доходов не выглядит угрожающим: по нашим оценкам, общий размер недополученной выручки Газпрома от ожидаемых нововведений в ценообразовании составит примерно \$ 5 млрд, или около 4 %. При этом возможна частичная компенсация недополученных доходов за счет роста объемов экспорта.

Мы по-прежнему не видим фундаментальных оснований для нынешнего снижения цен на акции Газпрома: ожидаемая стабилизация денежных потоков концерна (в том числе и за счет существенного увеличения доходов на внутреннем рынке, где компания реализует порядка 60 % от общего объема добычи) и почти двукратная недооцененность по сравнению с медианным историческим значением EV/EBITDA (исходя из нашего прогноза на 2010 год, указанное соотношение составляет 3.1, в то время как медиана – около 5.0) делают бумаги GAZP привлекательным объектом для инвестиций. Отметим, что наш прогноз капитальных вложений (см. график) выглядит достаточно консервативным – в самом Газпроме ожидают, что до 2030 г. значение данного показателя не превысит \$ 23-26 млрд.

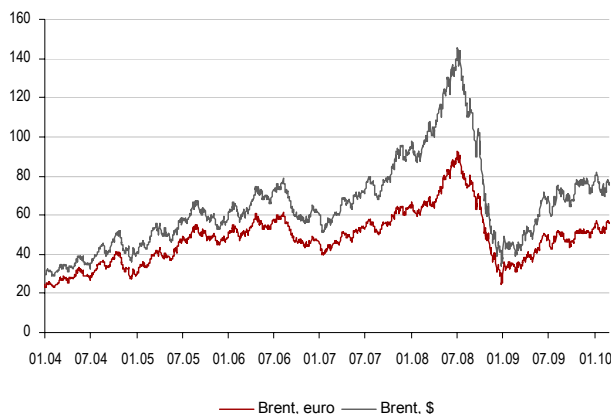
Прогноз динамики денежных потоков Газпрома, \$ млрд



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Что касается февральской динамики капитализации нефтяных компаний, то она находилась под влиянием общих рыночных тенденций, при этом цены на нефть (один из основных факторов, влияющих на размер денежных потоков компаний) продемонстрировали достаточную устойчивость (несмотря на рост волатильности) даже на фоне укрепления американской валюты.

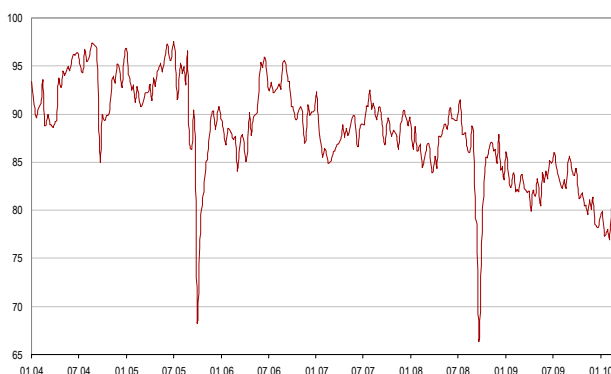
Динамика цен на нефть



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В начале февраля котировки нефти, достигнув семинедельных минимумов (основной фактор снижения — бюджетные проблемы в Греции и долговые затруднения в ряде других стран ЕС), начали рост на фоне ожиданий по восстановлению мирового спроса (прежде всего, за счет Китая). Так, в январе объем импорта нефти в КНР (вторая в мире страна по объему потребления углеводородов) составил примерно 17 млн т (+33 % к январю 2008 г.). Всего с середины 2008 г. потребление нефти в Китае выросло примерно на 7 % (до 8.6 млн бар. в сутки), в то время как общемировое снижение составило около 2 %. Дополнительную поддержку нефтяному рынку оказывали сигналы об улучшениях в мировой экономике (в частности, заявления главы ФРС о состоянии экономики США), существенное снижение объема запасов нефти в танкерах (в феврале этот показатель составил 0.5 млн бар. в сутки, что примерно в 3 раза ниже, нежели за аналогичный период прошлого года) и некоторый рост уровня загрузки НПЗ в США.

Уровень загрузки НПЗ в США, %

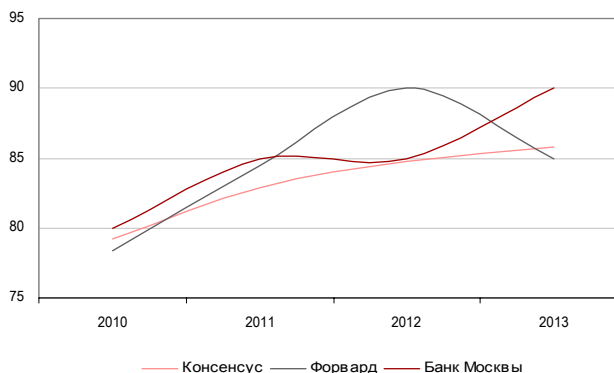


Источник: Bloomberg

В результате к концу месяца котировки Brent приблизились вплотную к отметке \$ 80 за баррель, при этом февральский рост стал максимальным с октября прошлого года. В марте участники рынка ждут результатов встречи министров нефти ОПЕК в Вене (намечена на 17 марта), прогнозируя сохранение квот. Отметим, что в феврале уровень добычи нефти по странам ОПЕК

являлся максимальным за 13 месяцев (прежде всего за счет роста производства в Саудовской Аравии) – 29.19 млн бар. в сутки, при этом практически все котируемые члены ОПЕК превысили лимиты на добычу. В настоящее время мы не видим оснований для пересмотра нашего прогноза по нефтяным ценам и сохраняем его без изменений.

Прогнозные значения цен на нефть (Brent), \$ за баррель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что февральская коррекция на российском рынке сделала котировки нефтяных компаний более привлекательными для инвесторов: теперь наряду с нашим традиционным фаворитом ЛУКОЙЛом мы также рекомендуем обратить внимание на акции Сургутнефтегаза. Мы полагаем, что стабилизация компанией уровня добычи за счет полномасштабного ввода в строй Талаканского месторождения и возможная продажа/обмен 20%-ной доли в MOL могут привлечь интерес инвесторов к этим бумагам. Также следует отметить ожидаемое нами в марте окончательное решение проблемы со льготным налоговым режимом по восточносибирским месторождениям. В случае если решение об обнулении пошлин на все месторождения региона (включая Ванкор) будут сохранены, это может вызвать спекулятивный интерес инвесторов к бумагам Роснефти: компания является основным бенефициаром сохранения льгот. По нашим оценкам, нулевая ставка по экспортной пошлине на нефть Ванкорского месторождения может принести компании с 2010 до 2013 гг. порядка \$ 12-13 млрд (при цене нефти на уровне \$ 80 за баррель), или примерно 35 % от ожидаемой чистой прибыли, в 2010 г. – чуть более \$ 3 млрд при ожидаемой чистой прибыли на уровне \$ 11-12 млрд.

Основные идеи в акциях ряда нефтяных компаний (прежде всего ЛУКОЙЛа и Сургутнефтегаза) – это сохранение комфортной стоимости сырья и фундаментальная недооцененность бумаг при нынешнем ценовом окружении: мы ожидаем, что по мере стабилизации ситуации на мировых рынках акции LKOH и SNGS смогут реализовать заложенный в них фундаментальный потенциал.

Ключевые рекомендации

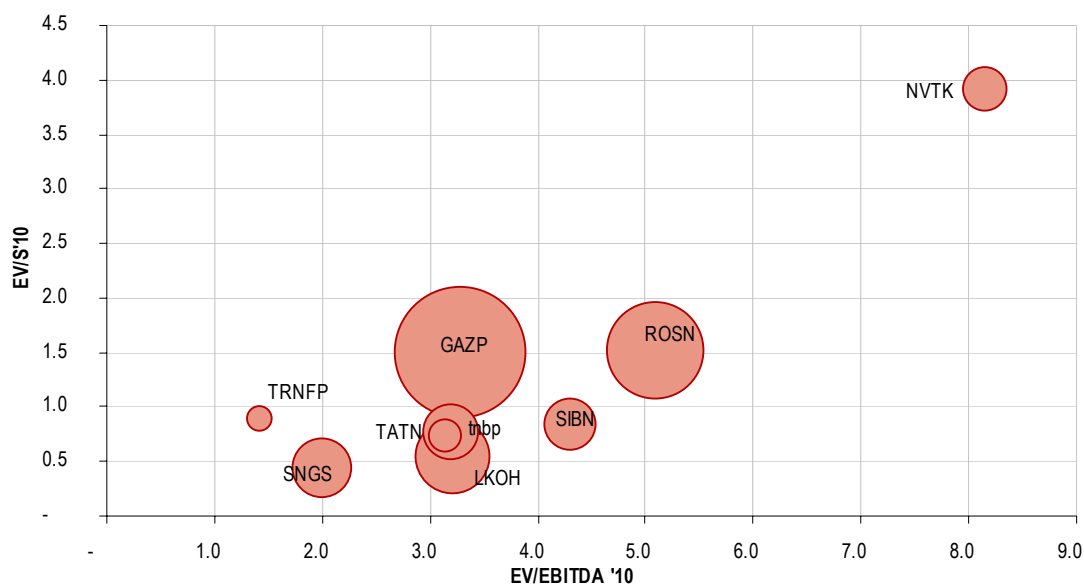
Нашими фаворитами в настоящий момент являются три компании: Газпром, ЛУКОЙЛ и НОВАТЭК.

Газпром. Основными драйверами роста для компании станут нормализация ситуации на европейских газовых рынках и продолжение либерализации ценообразования внутри РФ. Дополнительным фактором, обеспечивающим стабильность будущих денежных потоков концерна, является использование защитного механизма «бери или плати» по экспортным контрактам.

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 реализации стратегии, направленной на максимизацию свободных денежных потоков.

Оценка компаний сектора



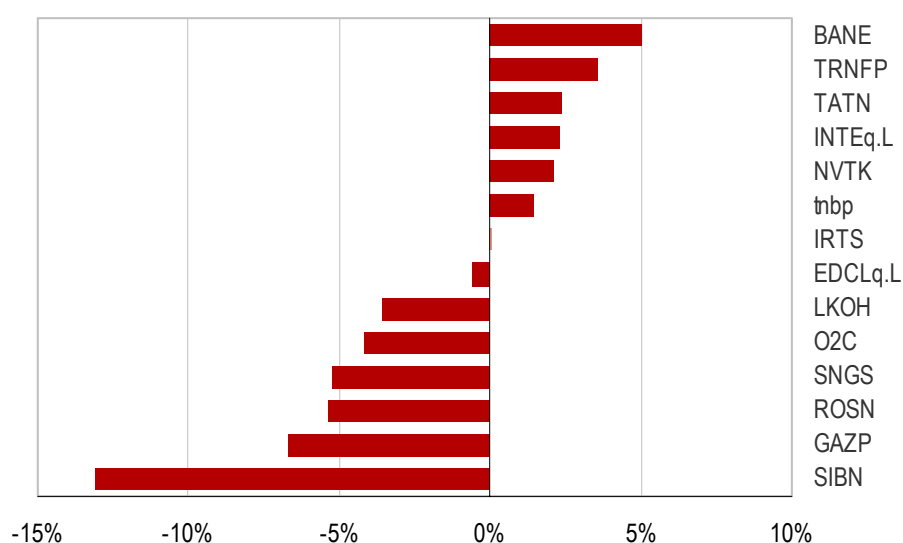
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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



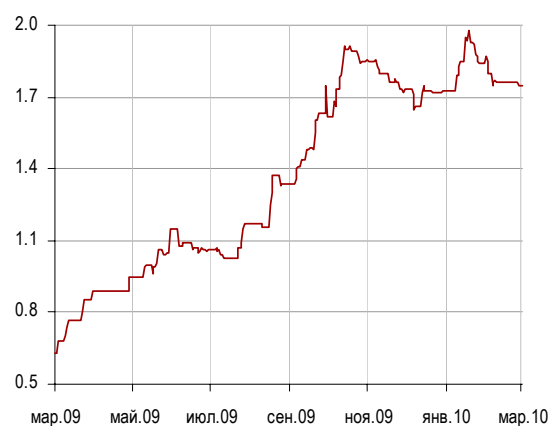
ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



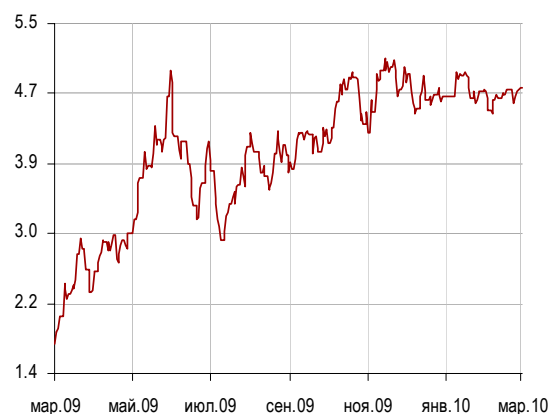
ТНК-ВР



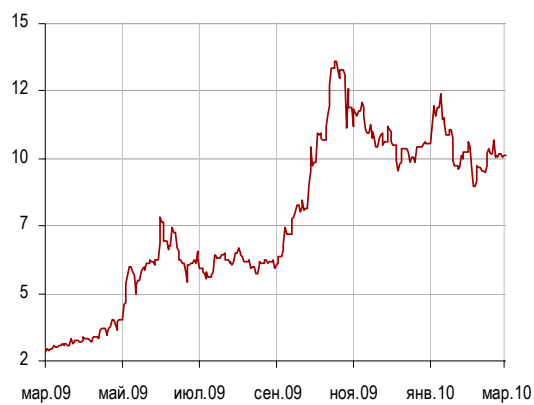
Газпром нефть



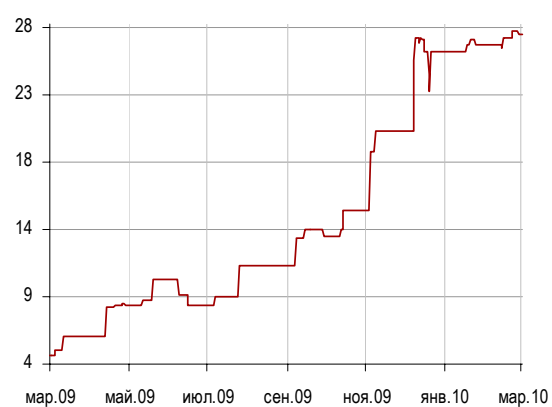
Татнефть



CAT OIL AG



Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

Ставки всё те же

После бурного роста акций металлургов в январе, в феврале на фоне общей коррекции на рынке лишь бумаги Мечела смогли порадовать инвесторов хорошим ростом. Ситуация на рынке стала постепенно улучшаться, но еще быстрее растут цены на металлургическое сырье. В этих условиях мы продолжаем придерживаться обозначенной еще в декабре стратегии, рекомендуя инвесторам бумаги производителей сырья и вертикально интегрированных сталелитейных компаний.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	34.08	14 923	neg	1.6	10.0	45.70	34%	покупать
НЛМК	NLMK	3.20	19 178	12.0	2.3	7.0	3.05	-5%	продавать
Северсталь	CHMF	11.89	11 979	36.8	1.0	8.3	13.45	13%	держать
Мечел	MTL.N	23.83	9 920	16.8	1.9	8.8	27.50	15%	покупать
ММК	MAGN	1.02	11 446	15.9	1.5	7.6	1.03	1%	держать
ТМК	TRMKq.L	18.44	3 991	33.3	1.5	8.2	16.08	-13%	продавать
Распадская	RASP	5.70	4 453	7.3	4.0	5.1	8.94	57%	покупать
Белон	BELO	0.80	926	8.6	2.0	5.4	-		
Норильский Никель	GMKN	158.08	30 135	10.3	2.7	6.9	175.00	11%	держать
Полус Золото	PLZL	48.76	8 685	12.4	4.5	7.2	53.10	9%	держать
Полиметалл	PMTLq.L	9.80	3 408	19.6	5.3	12.5	9.79	0%	продавать
ВСМПО	VSMO	113.77	1 312	15.2	1.7	7.2	109.10	-4%	продавать
ЧЦЗ	CHZNq.L	4.06	220	3.6	0.4	2.2	5.00	23%	покупать

Основные тенденции

Первые месяцы 2010 г. стали очень удачными для производителей сырья – ситуация как на мировом, так и на российском рынках коксующегося угля и железной руды вполне сопоставима с ситуацией двухгодичной давности, когда эти товары находились в жестком дефиците, а цены на них демонстрировали рост практически еженедельно. Традиционные ежегодные переговоры между крупнейшими поставщиками и потребителями сырья в странах АТР еще не закончены, однако в условиях достаточно существенного роста цен на спотовых рынках и с учетом прошлогоднего опыта, когда отказ Китая заключать договор на поставку железной руды привел лишь к удорожанию сырья для потребителей из КНР, позиции поставщиков выглядят очень сильно.

Российский рынок сырья традиционно реагирует на события на мировых рынках особенно остро, ведь благодаря высоким фиксированным транспортным расходам внутрироссийская цена на сырье (которая с некоторым лагом формируется как net back от мировых цен) меняется значительно резче мировой цены. По итогам первых месяцев года стоимость ЖРС на внутреннем рынке выросла на 35-40 %, коксующегося угля – на 20-25 %, что превосходит даже наши казавшиеся в начале года весьма оптимистичными прогнозы.

Железорудный концентрат, рынок РФ (exw)



Коксующийся уголь, рынок РФ (exw)

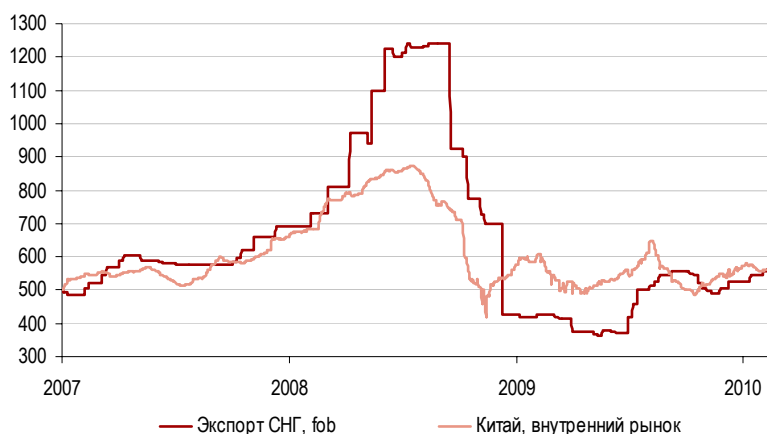


Источники: Металл-курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Позитивные тенденции наблюдаются и на рынке стали, однако ценовое движение там далеко не такое сильное, как на рынке металлургического сырья. В отсутствие китайских конкурентов

из-за длинных праздников в КНР российским металлургам удалось во второй половине февраля повысить экспортные цены на свою продукцию, однако угроза увеличения китайского металла на мировом рынке все еще существует.

Цены на г/к лист, \$/т



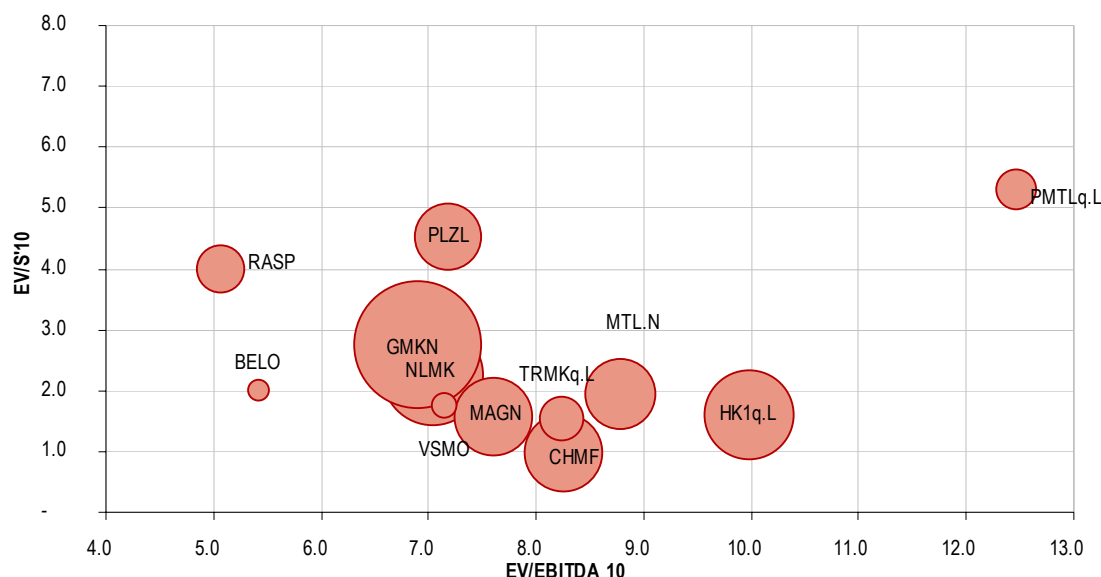
Источники: Antaika, SBB, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В нынешних условиях все более значительная часть прибыли металлургов, по нашим оценкам, формируется на добывающих стадиях производственной цепочки, что заставляет нас по-прежнему обращать внимание в первую очередь на производителей сырья и вертикально интегрированных металлургов.

Ключевые рекомендации

Наши ключевые рекомендации не претерпели существенных изменений с момента выпуска предыдущей стратегии: мы по-прежнему рекомендуем к покупке бумаги **Евраз**, **Распадской** и **Мечела**. Кроме того, после февральской коррекции мы вновь советуем обратить внимание на акции **Северстали** и **Норильского никеля**.

Оценка компаний сектора



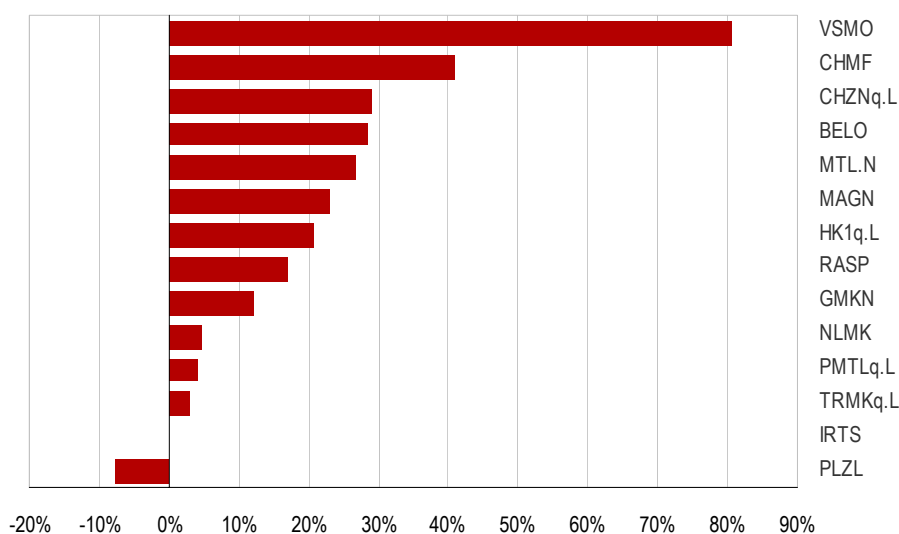
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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	560	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



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

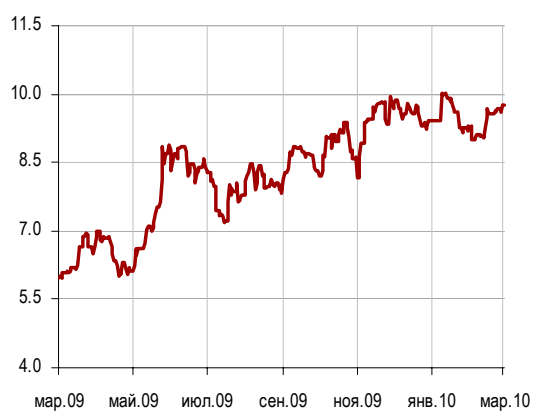
Норильский никель



Полтус Золото



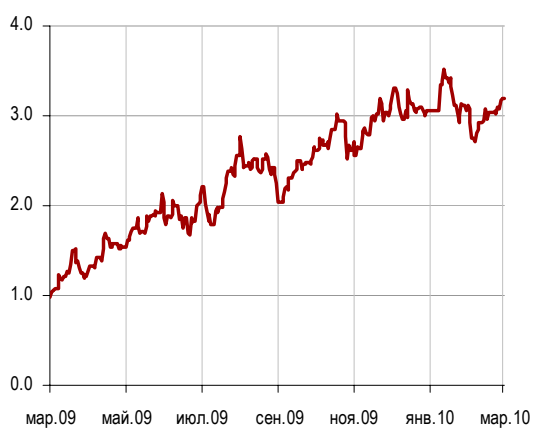
Полиметалл



ТМК



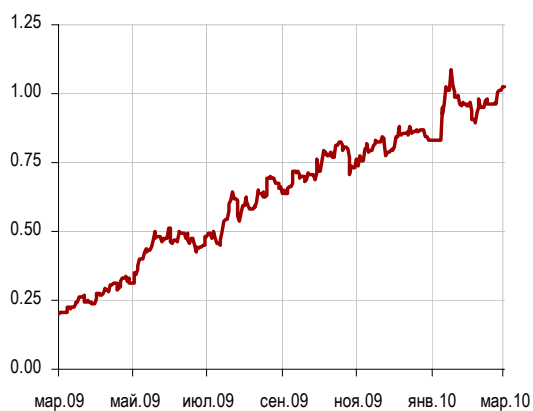
НЛМК



Евраз Групп



ММК



Северсталь



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

Электроэнергетика

ДРМ все ближе

К концу февраля цены на рынке электроэнергии отошли от достигнутых ранее максимумов. Тем не менее, цены сохраняются на близких к докризисным уровням, а спрос на электроэнергию пока не сигнализирует о возможном дальнейшем падении цен.

В феврале в секторе электроэнергетики произошел ряд важных событий, наиболее значимым из которых является подписание Постановления о долгосрочном рынке мощности и подтверждение планов консолидации сетевых компаний. Оба события несут в себе позитив для акций компаний сектора.

В начале марта мы пересмотрели наши оценки компаний сектора, повысив рекомендацию по акциям компаний с «держать» до покупать. Нашим фаворитом в секторе остаются бумаги ОГК-4. Среди сетевых компаний мы, по-прежнему, выделяем бумаги ФСК и Холдинга МРСК.

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.043	11 663	14.4	2.8	6.8	0.061	41%	покупать
ФСК	FEES	0.011	13 202	10.8	2.8	5.6	0.015	36%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.031	1 397	35.8	1.0	10.9	0.044	41%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.036	1 178	neg	0.9	29.0	0.044	22%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.046	2 176	15.5	0.2	3.4	0.066	44%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.059	3 738	20.8	1.9	11.3	0.082	38%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.080	2 847	25.4	2.0	11.6	0.110	37%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.026	833	neg	0.6	103.3	0.033	28%	покупать
Мосэнерго	MSNG	0.121	4 814	40.1	1.0	9.9	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.476	2 269	19.2	1.6	7.0	-		
Холдинг МРСК	MRKH	0.139	5 712	26.4	0.5	3.3	0.184	32%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.053	2 564	6.0	1.1	2.8	0.055	4%	держать
Ленэнерго	LSNG	0.976	904	18.5	1.3	5.0	1.100	13%	держать
МРСК Центра	MRKC	0.028	1 181	neg	0.8	9.0	0.037	32%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.012	1 045	neg	0.7	681.3	0.011	-10%	продавать
МРСК Урала	MRKU	0.010	850	neg	0.6	6.1	0.012	22%	покупать
МРСК ЦП	MRKP	0.007	816	12.6	0.6	4.2	0.009	22%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.009	852	33.8	1.0	6.2	0.009	-3%	продавать
МРСК Волги	MRKV	0.004	730	neg	0.7	6.2	0.006	56%	покупать
МРСК Юга	MRKY	0.005	274	neg	1.0	10.8	0.003	-45%	продавать
МРСК СК	MRKK	6.21	183	neg	0.5	6.6	5.86	-6%	продавать

Основные тенденции

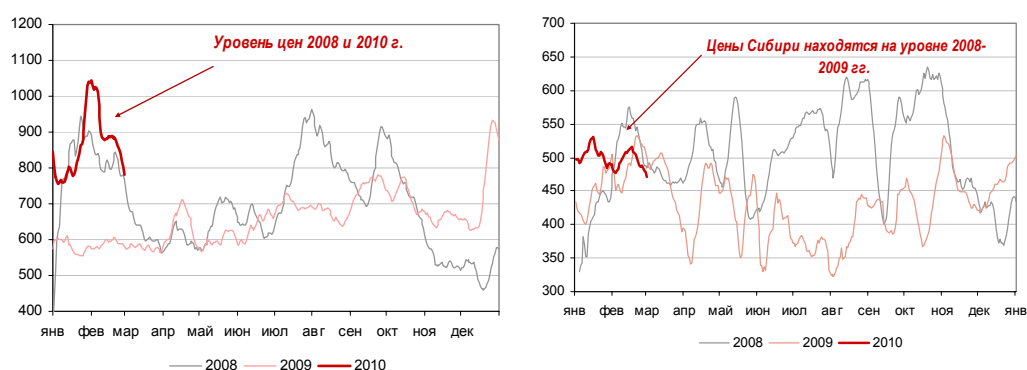
Свободный сегмент рынка электроэнергии

Завершение сильных морозов привело в феврале к падению стоимости электроэнергии на свободном рынке и уровня потребления во всех регионах России. К концу месяца цены опустились с исторических максимумов до средних уровней начала 2008 г. Текущие цены на электроэнергию в 800 руб./МВт·ч в первой энергозоне примерно соответствуют регулируемым тарифам, что отличает существующую ситуацию на рынке от той, что сложилась год назад, когда продажа электроэнергии в свободном сегмента рынка для многих компаний была менее прибыльной, чем по регулируемым договорам.

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

Европа + Урал

Сибирь



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

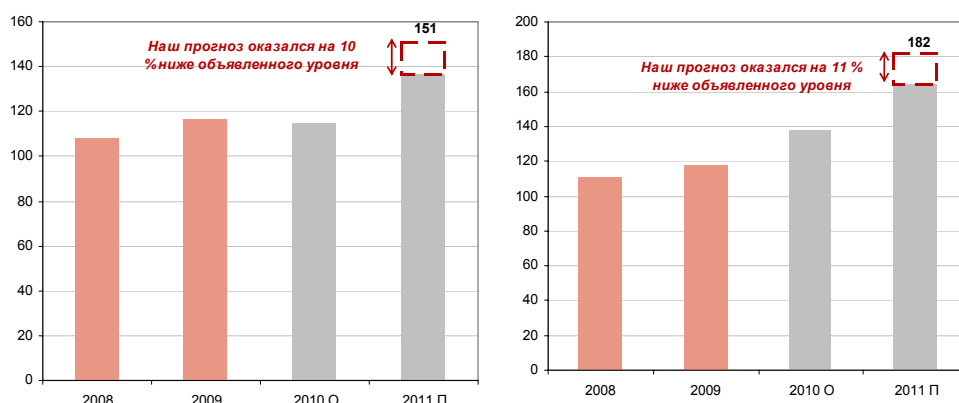
Генерация

На фоне прошедшего в феврале совещания по вопросам электроэнергетики с участием премьер-министра РФ Владимира Путина прошлый месяц был насыщен событиями. Главным итогом совещания мы считаем подписание Постановления о долгосрочном рынке мощности, окончательные параметры которого могут стать известны уже в марте. Данное событие позитивно для отрасли, так как долгосрочный рынок мощности является основой определения стоимости генерирующих компаний. К наиболее важным моментам объявленных параметров ДРМ мы относим то, что в целом новые правила соответствуют параметрам объявленной в начале прошлого года модели рынка, сохранены параметры возврата на вложенный капитал, гарантированный период оплаты, а уровни цен на мощность, предлагаемую не в рамках ДПМ, оказались даже более высокими, чем мы ожидали. В качестве ценовых ориентиров на совещании был озвучен уровень 151 и 182 тыс. руб. за МВт в месяц по первой и второй зоне соответственно. Мощности ГЭС получают дополнительную премию к указанным ценам, необходимую для обеспечения безопасности работы станций и финансирование инвестиционных программ. Соответственно, вопреки нашим ожиданиям, как минимум на период до 2013 г. стоимость мощности РусГидро будет фактически определяться по той же формуле, что и ранее.

Предварительные средневзвешенные цены на КОМ, тыс. руб./МВт в мес.

Европа + Урал

Сибирь



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Несмотря на то что все параметры рынка объявлены не были, мы учли в наших моделях новые данные, получив возможность переоценить наши ориентиры по стоимости ОГК и РусГидро (см. обзор от 1 марта 2010 г.). В результате проведенной переоценки мы меняем рекомендацию по акциям ОГК с «держать» на «покупать». После публикации всех параметров ДРМ мы не исключаем возможности повторного пересмотра наших рекомендаций.

Сетевые компании

В феврале самым значительным событием сетевого комплекса мы считаем подтверждение планов Холдинга МРСК по консолидации и переходу на единую акцию с дочерними МРСК. Параметры консолидации сетей ожидаются в середине года и будет являться частью разрабатываемой стратегии развития сетевого комплекса. Возможная консолидация Холдинга МРСК может стать одной из новых основных инвестиционных идей в отрасли. В случае если переход на единую акцию и расчет коэффициентов конвертации будет производиться на основе оценок первоначальной базы активов (iRAB), используемых для перехода на новое тарифное регулирование, то основными бенефициарами объединения могут стать компании с низкими мультипликаторами EV/RAB, к числу которых мы относим Холдинг МРСК, а также МРСК Центра, Северного Кавказа и Волги. Помимо прочего, новая стратегия может предусмотреть привлечение крупного зарубежного партнера для управления распределительными сетями в российских регионах.

Ключевые рекомендации

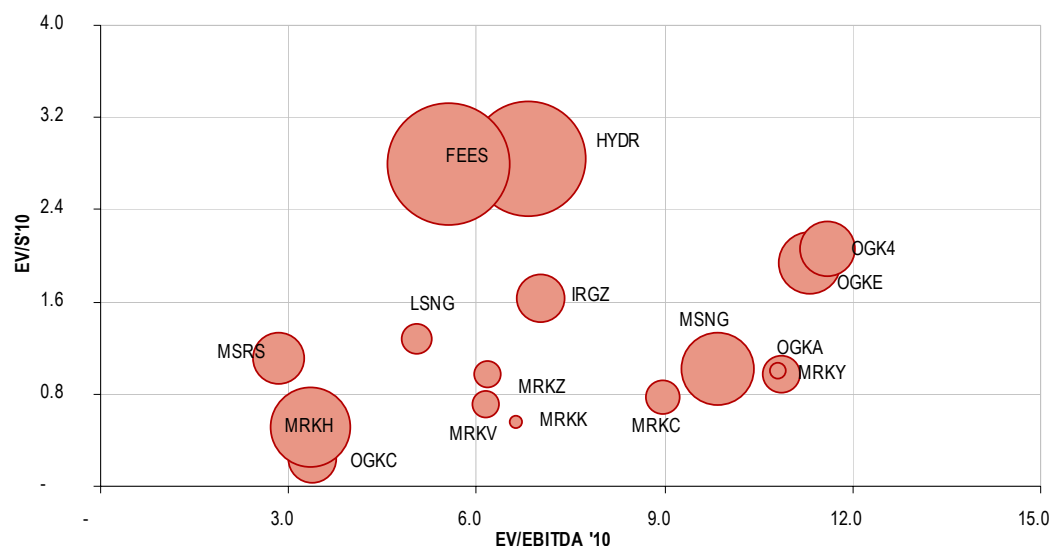
Генерация. В марте будут объявлены ценовые параметры ДРМ. С учетом определенных на КОМ 2010 цен на новую мощность и январских уточнений по предельным ценам, можно ожидать, что в марте у сектора не будет повода для серьезных разочарований, что станет новым стимулом роста акций генерирующих компаний.

После проведенной переоценки сектора мы выделяем в качестве фаворитов среди компаний тепловой генерации бумаги ОГК-4 – компания, которая может выиграть как на рынке старой, так и на рынке новой мощности.

Также мы обращаем внимание инвесторов на акции ОГК-1 и РусГидро, по нашим оценкам также обладающие высоким потенциалом. В марте ожидается появление ценовых параметров доэмиссии ОГК-1, ожидание которых в настоящее время оказывает давление на бумаги компании. В отличие от тепловых компаний, оценка РусГидро более чувствительна к цене мощности. На этом фоне до появления ценовых параметров ДРМ сохраняется риск занижения стоимости вводимых объектов, что может являться сдерживающим фактором для инвесторов РусГидро.

Сети. Одним из разочарований февраля стало непопадание Холдинга МРСК в состав индексов MSCI. Тем не менее, Холдинг МРСК продолжает оставаться одним из главных кандидатов на включение в индекс, что может поддержать котировки бумаги в период следующего пересмотра состава индекса, предполагаемого в мае. Мы подтверждаем наши рекомендации по акциям компаний сектора, выделяя бумаги Холдинга МРСК и ФСК.

Оценка компаний сектора



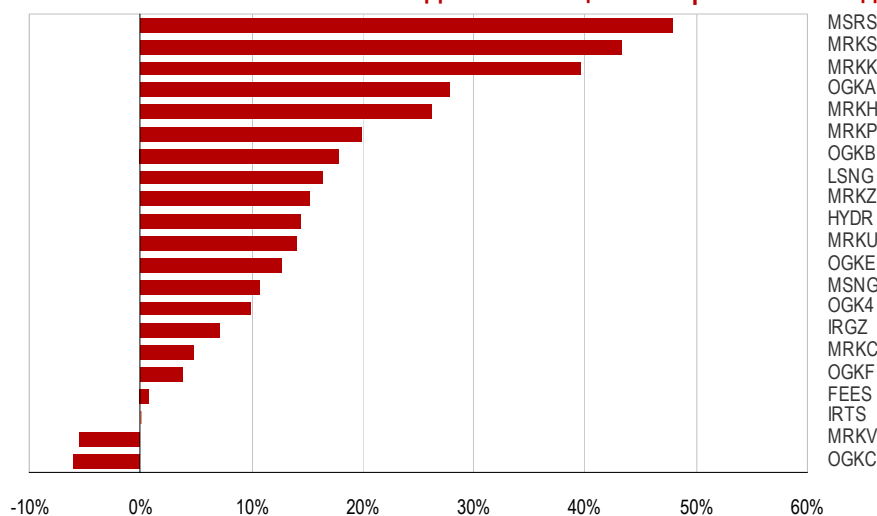
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	1 195	1 444	172	205	128	300	117	39			
ОГК-2	1 394	1 172	1 519	24	90	45	-	15	26	-	28	
ОГК-3	1 193	977	1 213	177	191	82	324	232	141			
ОГК-4	1 431	1 186	1 558	188	234	265	244	184	180			
ОГК-5	1 448	1 256	1 586	213	259	280	66	113	112			
ОГК-6	1 514	1 100	1 309	89	138	8	46	65	-	96		
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	1 567	1 963	347	252	167	111	42	-	43		
МРСК Сибири	1 516	1 369	1 825	168	102	2	64	-	58	-	159	
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	1 235	925	1 251	230	177	144	82	4	-	7		
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

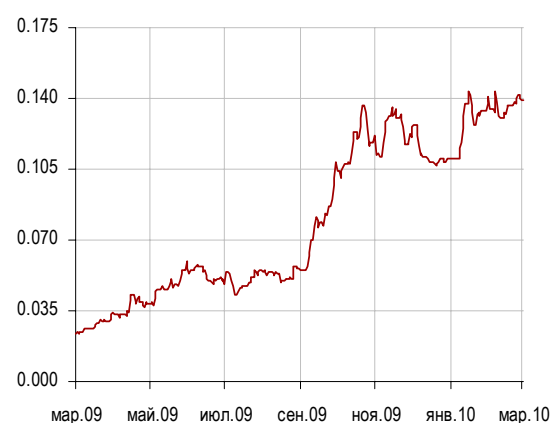
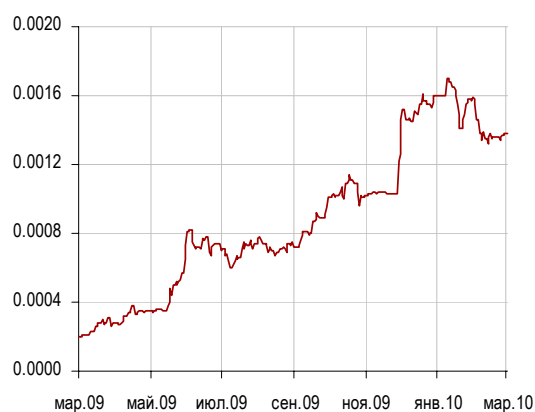
РусГидро

ФСК ЕЭС



ИнтерРАО

Холдинг МРСК



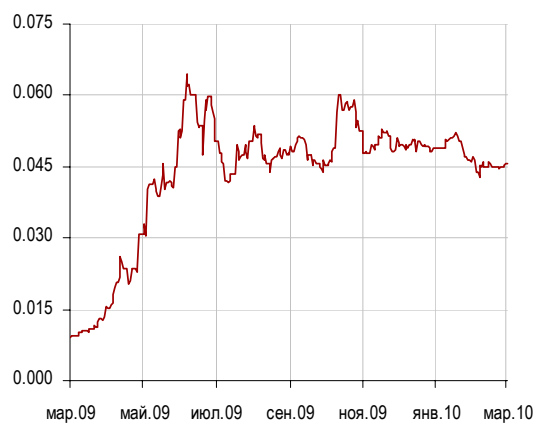
ОГК-1

ОГК-2



ОГК-3

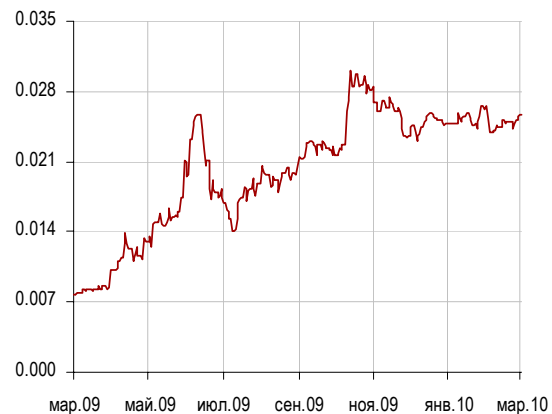
ОГК-4



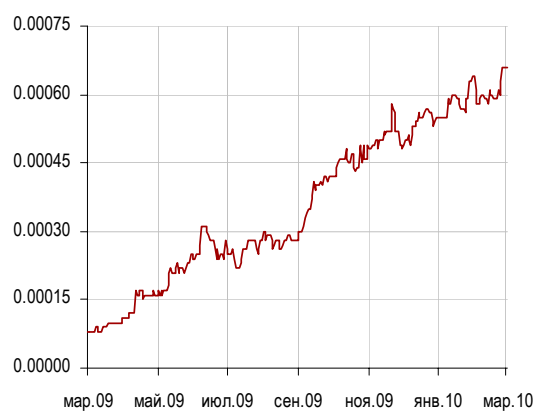
ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

В преддверии реорганизации

В феврале в телекоммуникационном секторе основной рост наблюдался в акциях МРК – особенно стоит отметить Сибирьтелеком, ВолгаТелеком, ЦентрТелеком и Дальсвязь. Основной идеей, которая движет котировками акций всех «дочек» Связьинвеста, продолжает являться реорганизация холдинга и спекуляции относительно коэффициентов обмена акций, которые будут объявлены уже в марте.

Мы также отмечаем появление интереса к акциям МТС (+9 %), которые в 2009 г. выглядели заметно хуже индекса РТС, что, на наш взгляд, сложно объяснить фундаментальными причинами.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	53.6	21 349	10.1	2.3	5.0	65.6	23%	покупать
МТС (локальные)	MTSS	6.73	13 422	6.4	1.6	2.6	13.12	95%	покупать
Вымпелком	VIP.N	18.6	19 035	9.7	2.4	4.9	22.7	22%	покупать
Ростелеком	RTKM	4.89	3 568	33.1	1.3	6.9	1.94	-60%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	5.91	2 470	14.0	1.9	4.7	7.15	21%	покупать
Уралсвязьинформ	URSI	0.03	941	9.1	1.2	3.3	0.02	-29%	продавать
Волгателеком	NNSI	3.37	829	7.2	1.1	2.8	3.54	5%	держать
Центртелеком	ESMO	0.74	1 170	5.9	1.5	3.3	0.45	-39%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.06	661	6.7	1.0	2.6	0.05	-6%	продавать
СЗТ	SPTL	0.77	677	8.8	1.2	2.7	0.87	14%	держать
ЮТК	KUBN	0.14	423	10.5	1.4	4.2	0.06	-57%	продавать
Дальсвязь	ESPK	3.52	337	3.9	0.8	2.1	4.62	31%	покупать

Основные тенденции

В начале февраля состоялось заседание Координационного совета Связьинвеста, где был рассмотрен вопрос методологии оценки акций МРК и Ростелекома для целей реорганизации холдинга. На заседании сообщили, что оценка будет основана на отчетности компаний по РСБУ за 2009 год, при этом будет учтен их дочерний и зависимый бизнес, что гарантирует миноритариям МРК более справедливые коэффициенты обмена. Основным методом оценки станет дисконтирование денежных потоков, однако также будет использован метод рыночных цен, который, в свою очередь, позволит повысить стоимость акций Ростелекома, на данный момент торгующихся выше справедливой стоимости. В то же самое время миноритарии МРК могут получить менее выгодные коэффициенты обмена. Кроме того, стало известно, что величина дисконта «префов» МРК при конвертации в обыкновенные акции будет примерно соответствовать исторической разнице между ценами этих бумаг на протяжении периода до одного года (около 20-30 %).

Гендиректор Связьинвеста Евгений Юрченко также сделал заявление, что объединенный Ростелеком планирует провести листинг на зарубежных биржах в апреле 2011 г. Бумаги оператора будут котируются на LSE, а также, возможно, на NYSE и Гонконгской фондовой бирже. Напомним, что в декабре прошлого года Ростелеком провел делистинг своих акций с NYSE, что связано с грядущей реорганизацией. Кроме того, было подтверждено, что в случае неодобрения сделки акционерами МРК пакет Связьинвеста (51 % обыкновенных акций МРК) будет внесен в уставный капитал Ростелекома, а владельцам остальных акций предложат их обмен на бумаги объединенной компании, после чего состоится делистинг. Планируемый делистинг акций МРК – это еще один аргумент для миноритариев МРК одобрить реорганизацию и стать акционерами новой публичной компании с листингом на западных площадках.

Тем временем, подготовка к реорганизации не мешает руководству «дочек» Связьинвеста развивать бизнес: так, в феврале Ростелеком победил в конкурсе на Wi-Max частоты в девяти субъектах РФ: Белгородской, Тамбовской, Тверской, Тульской, Архангельской, Калининградской, Новгородской областям, Ненецкому автономному округу и Псковской области. Строительство сетей Wi-Max в перспективе может увеличить капитализацию объединенной компании.

В конце февраля Совет директоров Мегафона наконец-то одобрил покупку 100 % акций Синтерры. Сумма сделки оценивается примерно в \$ 705-715 млн с учетом долга. По нашим оценкам, сделка прошла по коэффициенту EV/EBITDA 09 = 4.12, что примерно соответствует рыночной оценке объединенного Ростелекома. По словам гендиректора Мегафона Сергея Солдатенкова, Синтерра

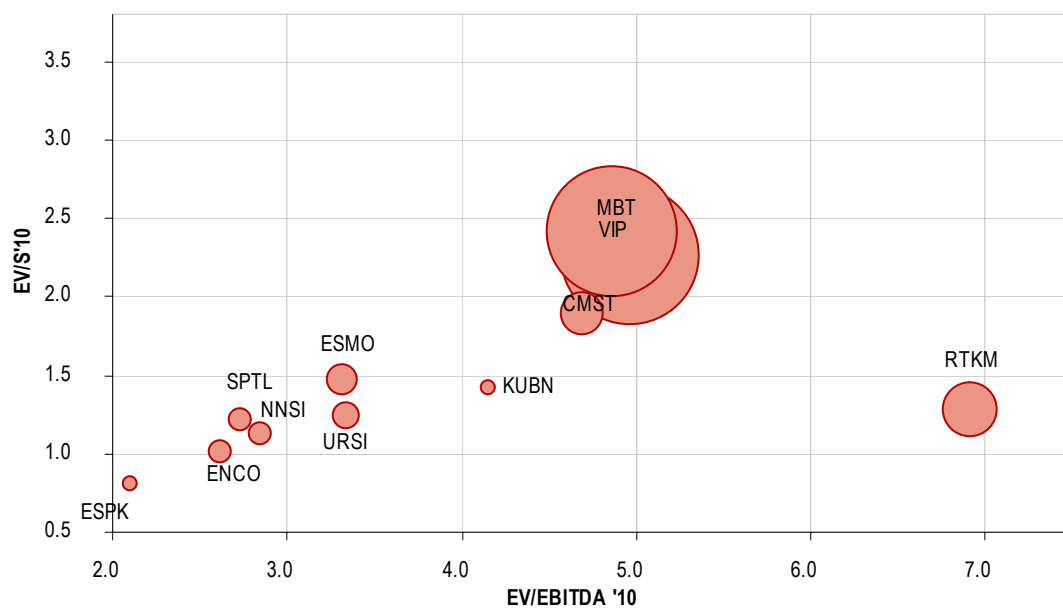
важна для оператора прежде всего из-за магистральных сетей, протяженность которых составляет 75.5 тыс. км, а также корпоративных клиентов. Данная сделка выведет Мегафон в лидеры по протяженности магистральных сетей среди операторов большой тройки, и это, в свою очередь, позволит компании устанавливать более выгодные тарифы на мобильный Интернет.

В феврале мы выпустили обзор по мобильным операторам, в котором повысили наши целевые уровни по акциям МТС, ВымпелКома и Комстара. Мы считаем, что в ближайшем будущем среднегодовой темп роста выручки от услуг голосовой связи в России вряд ли превысит 5 %, учитывая уже высокий уровень проникновения мобильной связи в стране, в то время как локомотивом роста выручки мобильных операторов станет сегмент дополнительных услуг (VAS) и фиксированного ШПД. По уровню проникновения Интернета и платного ТВ Россия заметно отстает от Европы и США. Так, доля домохозяйств, имеющих Интернет в России, в 2009 г. не превышала 25 %, в то время как в странах Западной Европы этот показатель находился выше 50 %. Основной потенциал роста российского рынка ШПД остается в регионах, где уровень проникновения не превышает 15 %. Риском для бизнеса МТС и ВымпелКома в сегменте проводного и беспроводного доступа в Интернет является возрастающая конкуренция на рынке как между операторами фиксированного доступа (в частности, со Связьинвестом), так и между операторами беспроводного доступа, например, компанией «Скартел» (бренд Yota).

Ключевые рекомендации

Нашей основной рекомендацией в секторе являются акции **МТС**, потенциал роста которых составляет 25 %. В прошлом году благодаря более активным маркетинговым действиям и работе с тарифными планами МТС выглядел лучше, чем ВымпелКом, по динамике абонентской базы как в России, так и на Украине. Мы считаем, что более привлекательные тарифные планы МТС смогут обеспечить более высокие темпы роста выручки компании в сегменте голосовой связи в будущем. Кроме того, относительно недорогое приобретение Комстара позволило МТС выйти на быстрорастущий рынок фиксированного ШПД и платного ТВ.

Оценка компаний сектора



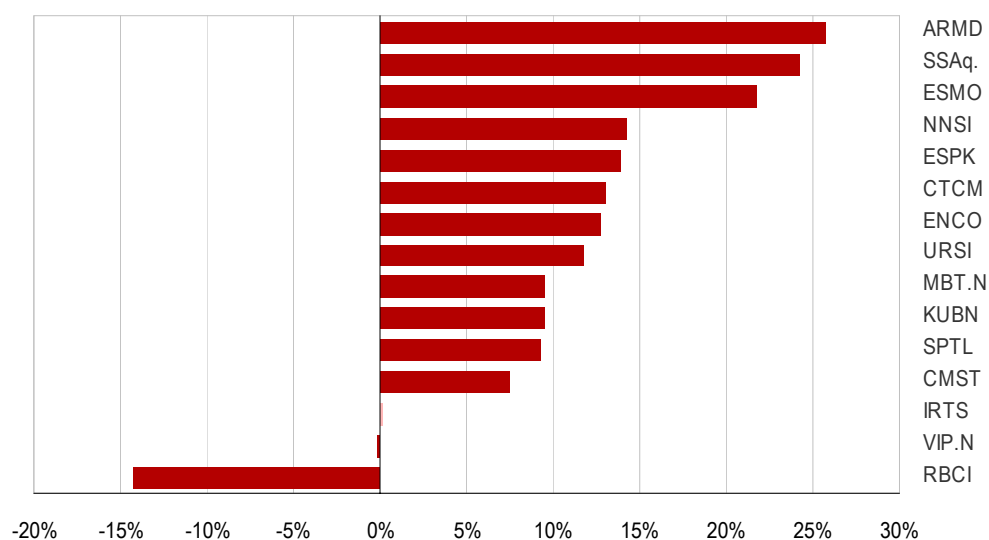
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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
МТС(ADR)	10 245	8 375	11 794	5 140	3 861	5 354	1 930	1 484	2 109
Вымпелком	10 117	8 714	10 436	4 860	4 338	5 160	524	1 248	1 953
Ростелеком	2 257	2 066	2 320	430	375	428	409	126	152
Комстар-ОТС	1 648	1 466	1 769	683	588	714	180	115	177
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

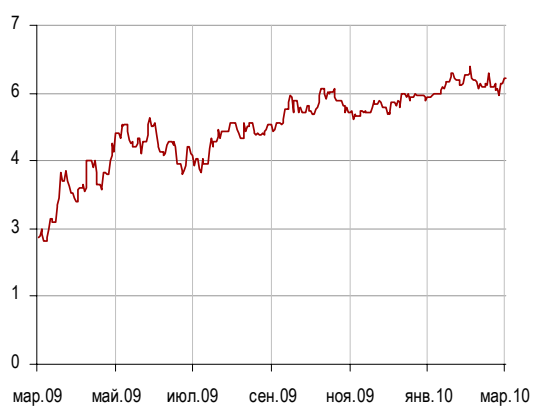
МТС

ВымпелКом



Комстар-ОТС

АФК «Система»



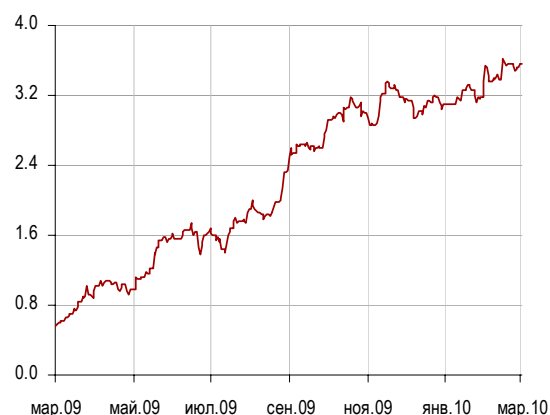
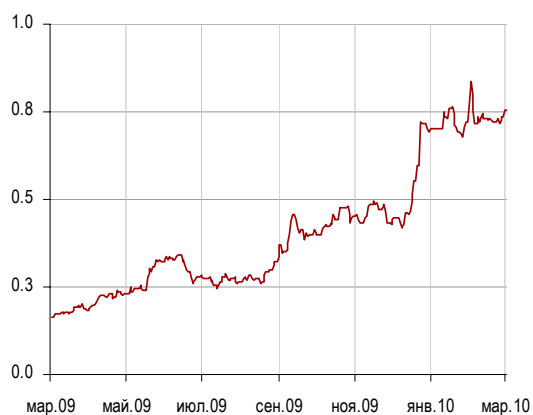
Уралсвязьинформ

ЦентрТелеком



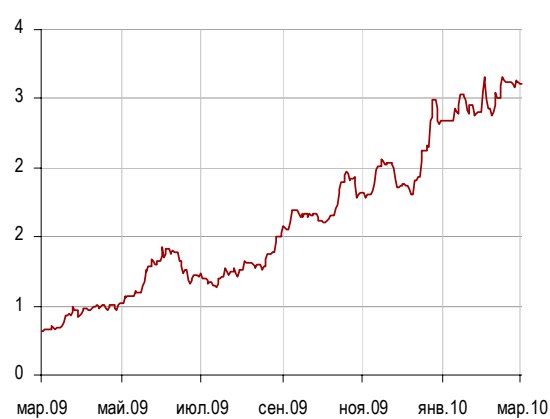
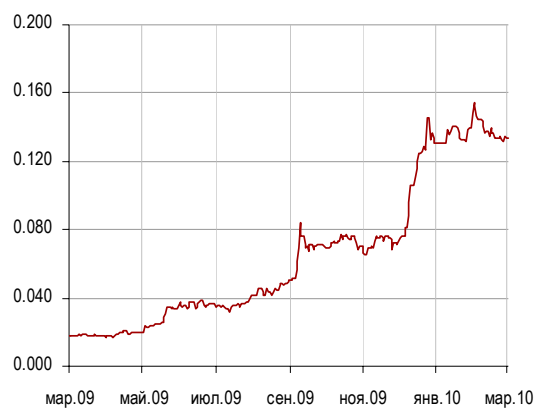
СЗТ

Дальсвязь



ЮТК

ВолгаТелеком



Сибирьтелеком

Ростелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Сокращение отчислений в резервы может начаться раньше середины 2010 г.

Российский банковский сектор пока посылает инвесторам позитивные сигналы. В январе банки получили прибыль благодаря снижению отчислений в резервы. Крупнейшие банки – Сбербанк и ВТБ – также заработали прибыль за первый месяц года, но этого оказалось недостаточно, чтобы котировки их акций успешно противостояли нестабильной внешней конъюнктуре.

Сбербанк впервые за много месяцев худшую динамику по сравнению с рынком. Фундаментальных причин для снижения нет, и мы рекомендуем воспользоваться моментом для покупки акций крупнейшего банка. В случае улучшения глобальной конъюнктуры бумаги Сбербанка быстро наверстают упущенное.

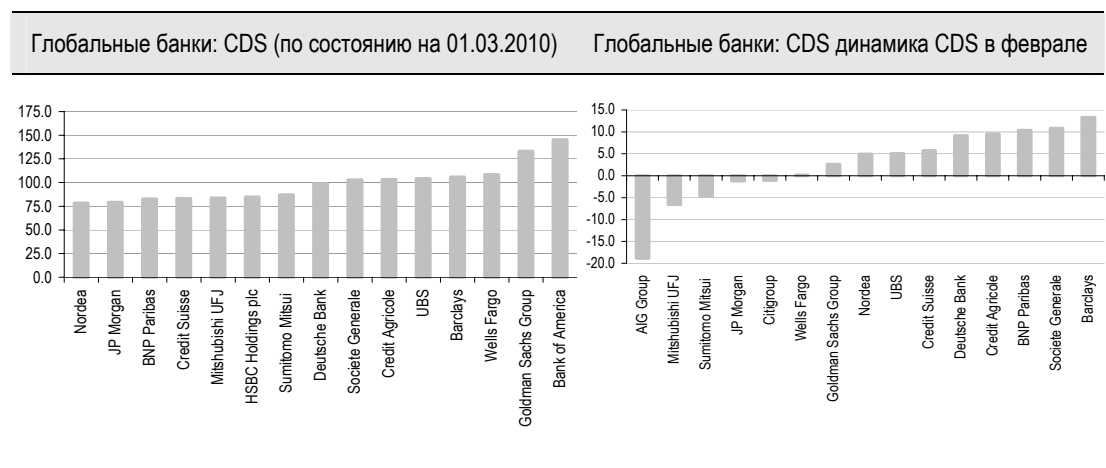
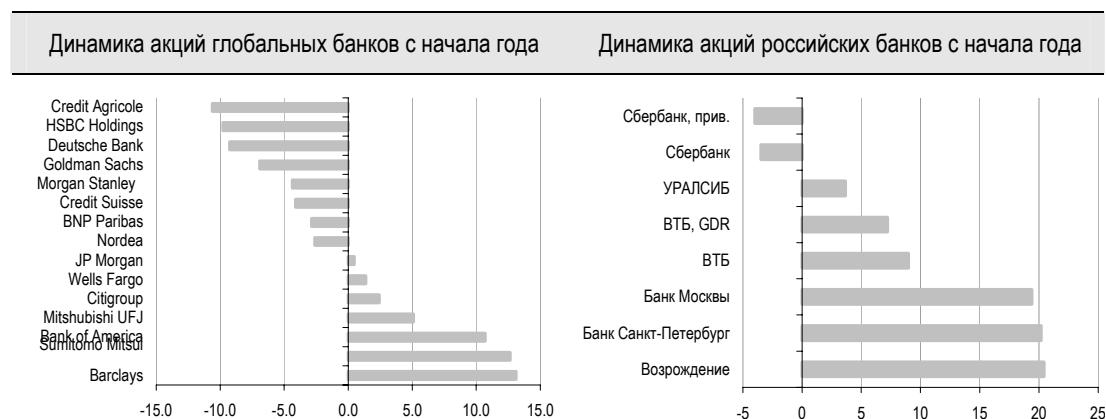
Событий в российском банковском секторе в марте пока ожидается немного. Банки начнут публиковать отчетность по МСФО за 2009 год ближе к концу месяца.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	ROE, % 10	P/BV 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	2.8	59 757	11.3	17.2	1.8	4.2	52%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	5.1	26 774	627.9	0.2	1.3	4.1	-20%	продавать
Возрождение	VZRZ	47.0	1 115	19.6	13.7	2.5			
Банк Санкт-Петербург	BSPB	3.4	971	21.6	5.1	1.1			

Динамика отрасли: стоимость и риски

В феврале акции ВТБ и Сбербанка продемонстрировали худшую динамику по сравнению с акциями частных банков. Бумаги ВТБ потеряли 4.5 % – сопоставимую со снижением рынка (5.7 % по РТС) величину. Акции Сбербанка оказались под сильным спекулятивным давлением и упали за месяц на 15.7 %, уйдя в минус по сравнению с началом года.

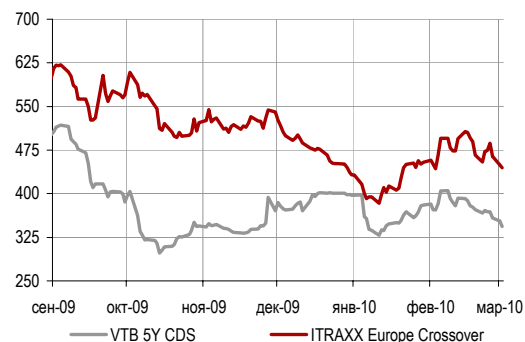
Акции более половины глобальных банков из нашей выборки пока торгуются в минусе по сравнению с началом года в силу не совсем удачных результатов по итогам 2009 г. Спрэды CDS глобальных банков в большинстве случаев показали небольшой рост по итогам февраля, что является следствием нестабильности глобальной конъюнктуры.



Динамика акций ВТБ и Сбербанка в 2009 г.



Динамика CDS ВТБ и Сбербанка



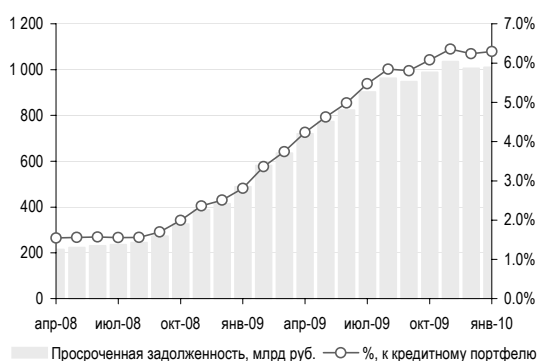
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Фундаментальные факторы

В январе 2010 г. просроченная задолженность банков стабилизировалась, что позволило банкам сократить чистые отчисления в резервы и получить прибыль. В январе банки заработали прибыль в размере 41.9 млрд руб. на фоне снижения отчислений в резервы до 48 млрд против среднего значения в 77 млрд руб. в 2009 г. Не исключено, что снижение отчислений в резервы может быть связано с сезонным фактором, но у инвесторов уже есть основания ждать изменения политики формирования резервов раньше середины 2010 г., как это обещали крупнейшие банки.

Одним из ключевых позитивных сигналов мы считаем стабилизацию ситуации с просроченной задолженностью, которая находится на достаточно стабильном уровне как по абсолютным, так и по относительным величинам уже четвертый месяц подряд. Мы также отмечаем замедление темпов роста резервов. В случае благоприятного развития событий банковская система уже в ближайшие месяцы пройдет пик уровня резервирования и просроченной задолженности.

Просроченная задолженность и ее доля к кредитному портфелю



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



Источники: Центральный Банк

Рекомендации

Сбербанк подвергся спекулятивному давлению в феврале 2010 г. и показал худшую динамику по сравнению с рынком. Мы считаем, что фундаментальных причин для снижения нет, и рекомендуем воспользоваться моментом для покупки акций крупнейшего банка и подтверждаем цель по Сбербанку в размере \$ 4.2 за акцию.

Прогноз

Мы ждем, что кредитование реального сектора постепенно восстановится в этом году, и прогнозируем 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.

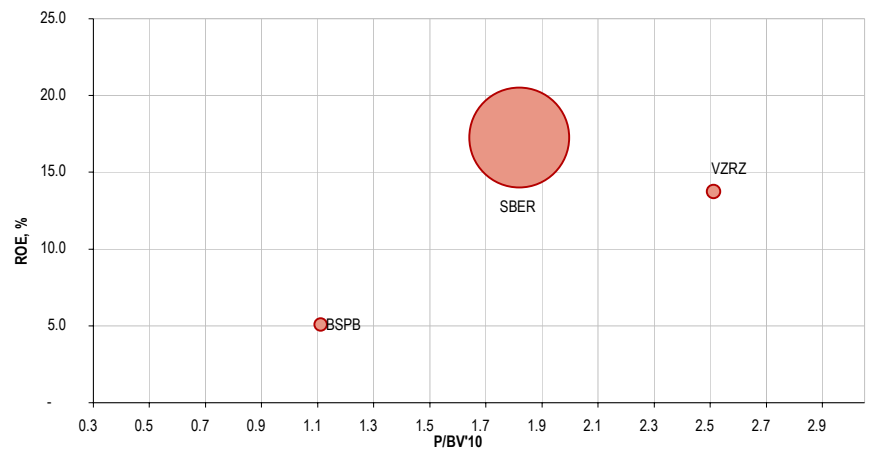
Восстановление кредитования в 1-м квартале будет происходить более медленными темпами, чем приток средств в банки. В этом случае банки получат дополнительный приток ликвидности, который может быть использован на долговом рынке.

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

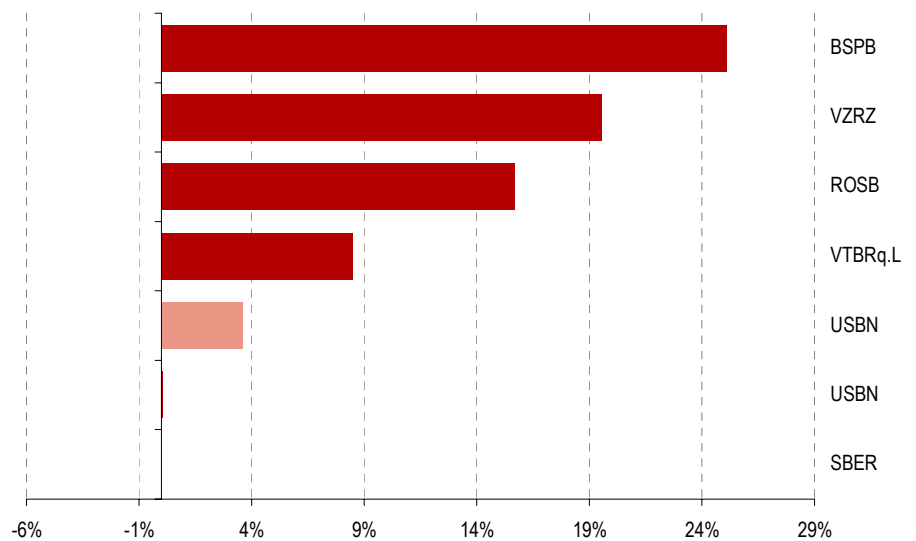
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



ВТБ, GDR



Возрождение



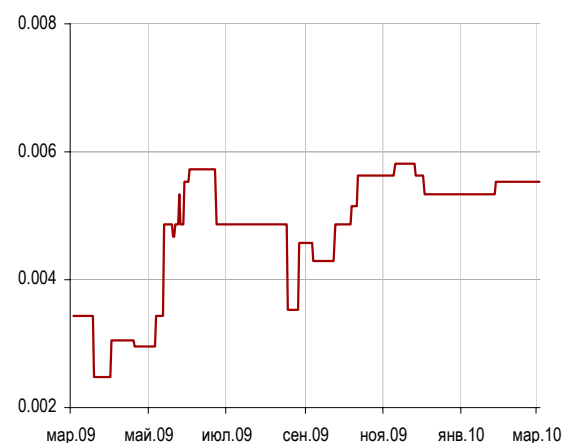
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Потребительский сектор

Восстановление продолжается

В феврале акции потребительского сектора опередили индекс РТС. Заметно лучше сектора выглядели бумаги Калины (+24 %), Дикси (+14 %) и Фармстандарта (+13 %). Привлекательность акций Калины обусловлена их дешевизной относительно аналогов в развивающихся странах. Вместе с тем, Калина продемонстрировала достойные темпы роста продаж в кризис и увеличила свою долю рынка. Акции Дикси являются самыми дешевыми среди ритейлеров, и похоже, что у компании начала улучшаться динамика сопоставимых продаж. Операционные результаты Фармстандарта за 2009 год оказались значительно лучше ожиданий благодаря высокому спросу на Арбидол в конце года.

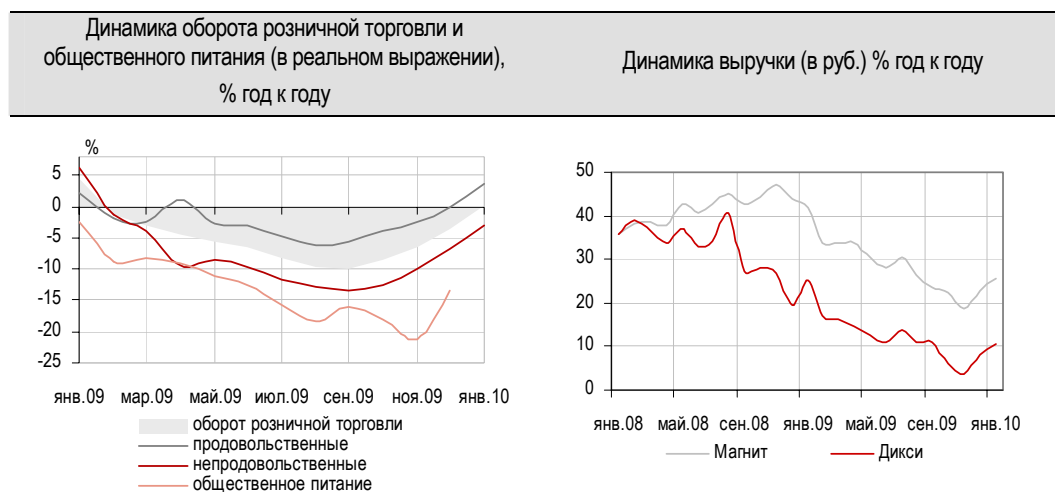
Хуже рынка смотрелись акции Аптечной сети 36.6 и Росинтера. Росинтер в феврале разместил акции в ходе SPO по цене значительно выше нашего целевого уровня.

На данный момент наибольший потенциал роста (27 %) сохраняется в акциях X5 Retail Group, которые мы рекомендуем «покупать».

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	34.0	9 239	25.2	0.9	11.2	41.02	21%	покупать
Магнит	MGNT	67.6	6 018	16.4	0.8	8.7	76.1	12%	держать
Дикси	DIXY	9.2	794	23.6	0.5	7.2	9.56	4%	держать
М-Видео	MVID	5.2	938	14.5	0.3	6.1	4.4	-15%	продавать
Росинтер	ROST	11.2	164	23.6	0.6	6.2	9.18	-18%	продавать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	22.7	3 997	23.1	1.6	11.6	12.0	-47%	продавать
Синергия	SYNG	28.3	405	9.1	0.9	5.7	27.45	-3%	продавать
Калина	KLNA	21.0	204	5.8	0.5	4.9	25.1	20%	держать
Фармстандарт	PHSTq.L	22.9	3 462	17.0	5.1	11.9	17.57	-23%	продавать
Верофарм	VRPH	30.0	300	7.4	1.6	5.5	31.1	4%	держать
Аптеки 36.6	APTK	4.7	45	-3.0	0.2	2.4	3.22	-31%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.7	276	3.4	0.8	4.6	1.5	-12%	продавать

Основные тенденции

Согласно последней оперативной статистике Росстата, улучшение экономической ситуации в России оказывает положительный эффект на потребительские расходы. Так, в январе оборот розничной торговли впервые за 12 месяцев продемонстрировал рост год к году в реальном выражении (+0.3 %) в основном за счет продовольственных товаров. Оборот торговли непродовольственными товарами, тем не менее, все еще снижается, хотя темпы снижения сокращаются.



Источники: Росстат, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Анализ месячной динамики выручки Магнита и Дикси (X5 Retail Group публикует данные только на ежеквартальной основе) также показывает ускорение продаж в январе, что, по всей видимости, было вызвано улучшением динамики сопоставимых продаж, судя по тому, что разница между показателем роста выручки и роста торговой площади увеличилась. При этом для Дикси данный

показатель и вовсе стал положительным, что, вероятно, также указывает на эффективность маркетинговых акций сети.



Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

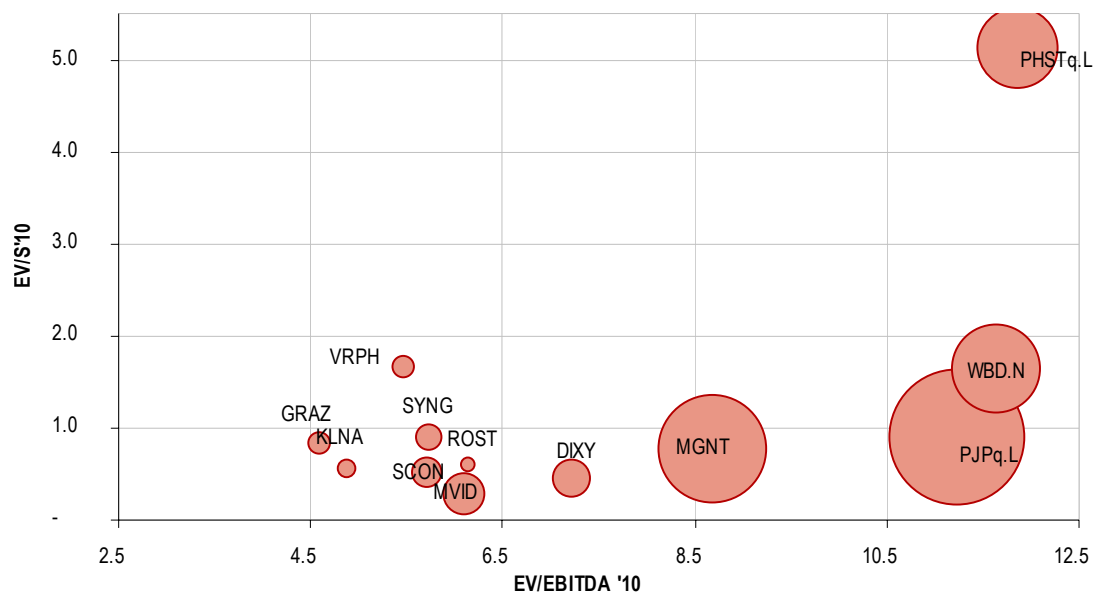
В феврале **Росинтер** провел SPO, цена размещения акций составила \$ 10.5 за бумагу, превысив наш целевой уровень на 19 %, что заставило нас скорректировать свою оценку справедливой стоимости акций сети в сторону повышения до \$ 9.18. Всего в ходе вторичного размещения было продано 2.6 млн акций за \$ 27.5 млн, free float компании в результате увеличился с 26 до 39 %. Размещение акций позволит сети в первую очередь снизить долговую нагрузку. По нашим оценкам, после допэмиссии Чистый долг/EBITDA 09 снизится с 2.3-2.5 x до 1.7-2 x. Кроме того, часть привлеченных средств будет потрачена на расширение сети. На данный момент мы осторожно относимся к бумагам сети и считаем их переоцененными. Несмотря на восстановление ресторанного рынка и улучшение динамики сопоставимых продаж в 4-м квартале, существует риск того, что темп роста в 2010 г. окажется медленнее, чем ожидается. На данный момент акции торгуются почти на одном уровне по коэффициенту EV/EBITDA 10 с аналогами в мире.

Фармстандарт в феврале представил довольно сильные операционные результаты за 2009 год, еще раз доказав, что является одной из самых быстрорастущих компаний фармотрасли с долей рынка 5.5 %. Продажи Фармстандарта по итогам 2009 г. увеличились на 68 %, составив 24.1 млрд руб, значительно превысив наш и консенсус прогнозы. Основной причиной расхождения с прогнозом стало резкое увеличение спроса на Арбидол из-за вспышки гриппа в 4-м квартале: продажи препарата в 4-м квартале составили почти половину всей выручки от него за год. По итогам года на Арбидол приходилось 23 % всей выручки компании. Позитивным моментом также стало стабильное увеличение продаж в сегменте рецептурных лекарственных средств: выручка RX выросла на 72 % благодаря таким препаратам, как Фосфоглив, Биосулин и Растан.

Ключевые рекомендации

Мы подтверждаем нашу рекомендацию «покупать» для акций **X5 Retail Group**. 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 компании возможность если не улучшить валовую рентабельность, то хотя бы нивелировать эффект от промоакций и экономии потребителей. Кроме того, X5 Retail Group является наиболее M&A-активной среди публичных ритейлеров.

Оценка компаний сектора



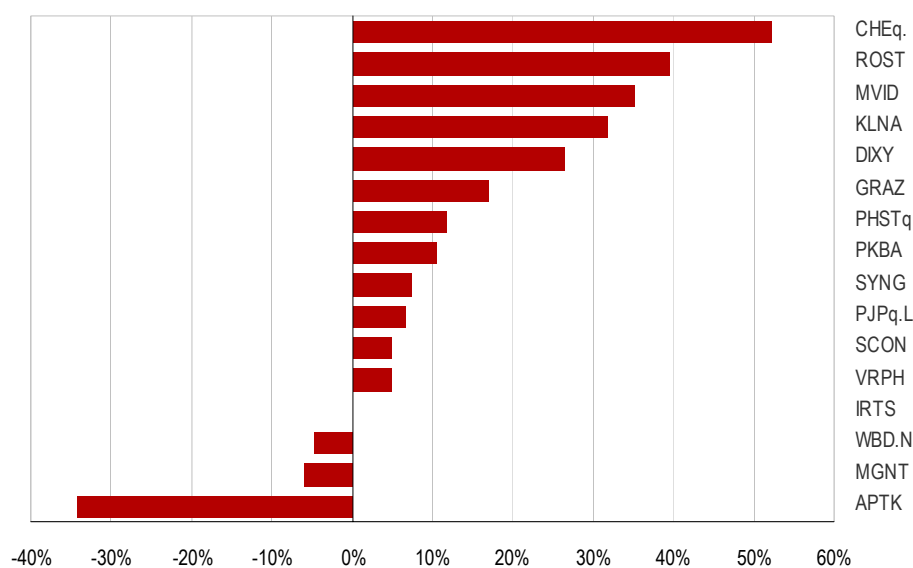
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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	-	53	82

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5

Седьмой Континент



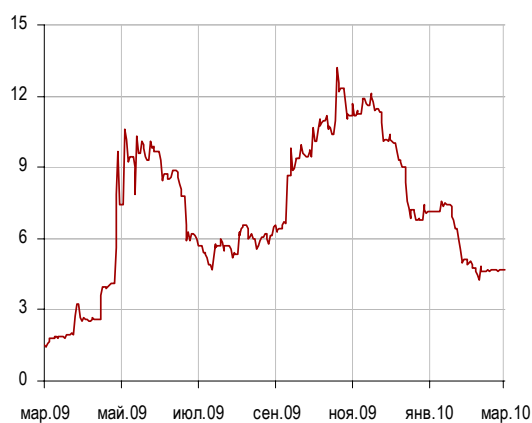
Магнит

Дикси



Аптечная сеть 36.6

Росинтер

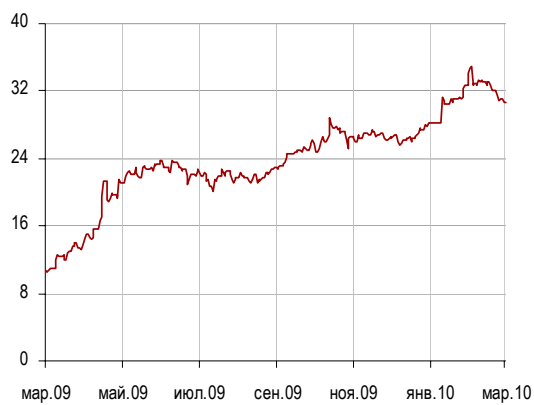


М.Видео

Синергия



Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Стратегия роста

Российский автомобильный рынок слабо начал новый год, и, скорее всего, до начала действия крупных госпрограмм ситуация на рынке не изменится. Вместе с тем долгосрочные перспективы российского рынка остаются привлекательными. В феврале-марте текущего года имели место события, которые можно назвать индикаторами отражения отношения иностранных автогигантов к российским перспективам: увеличение доли Daimler в КАМАЗе, образование СП Sollers-Fiat, удвоение мощностей московского завода Renault.

В начале марта Правительство рассмотрит стратегию развития российского автомобилестроения, утверждение которой способно кардинально изменить отношение инвесторов к сектору. По предварительным данным, на поддержку автомобилестроения предполагается направить огромные средства, которые, в отличие от предыдущих программ, будут обеспечивать технологическое развитие всего комплекса.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.52	717	neg	0.3	9.6	0.53	3%	держать
ГАЗ	GAZA	25.8	477	neg	0.4	13.3	-		
Sollers	SVAV	17.4	598	neg	0.7	7.7	19.90	14%	держать
КАМАЗ	KMAZ	2.62	1 854	neg	0.8	15.8	1.9	-28%	продавать
Силовые машины	SILM	0.21	1 837	153.1	1.1	13.4	-		

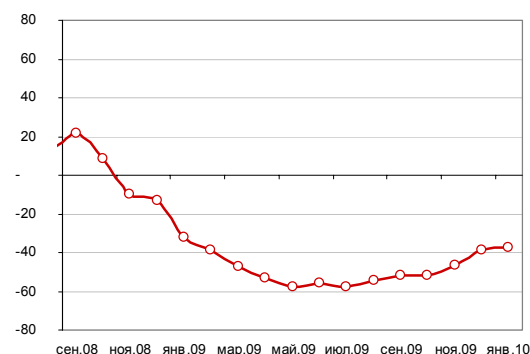
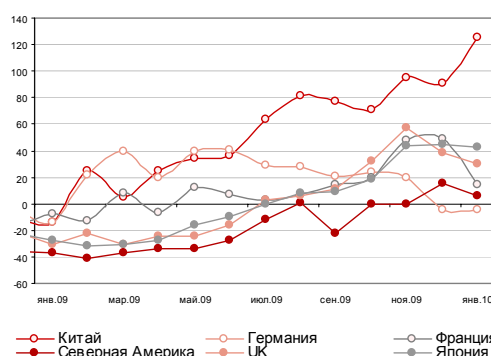
Основные тенденции

Подведенные в феврале итоги января подтвердили объявленные ранее АвтоВАЗом оценки. В январе российский автомобильный рынок оставался слабым, за месяц откатившись еще дальше от докризисных уровней. Особенно печальным является тот факт, что, в отличие от России, ситуация на крупнейших мировых рынках продолжает налаживаться. При этом многие из мировых рынков начали год с новых условий – отсутствие финансирования спроса со стороны правительств.

До марта, когда должна вступить в силу программа утилизации старых автомобилей, мы не ожидаем существенных перемен на российском рынке, еще раз отмечая, что в текущем году его объем во многом будет определяться работой госпрограмм.

Динамика продаж автомобилей на мировых рынках
в 2009 г., % г-к-г

Динамика продаж автомобилей в России,
% г-к-г



Источники: AEB, Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Положительным моментом для российского автопрома в настоящее время является то, что Правительство продолжает оказывать повышенное внимание проблемам отрасли и принимает активное участие в развитии и поддержке автомобилестроительных компаний. В феврале стало известно имя иностранного производителя, образовавшего новый альянс с российским предприятием – Fiat. Итальянский автопроизводитель намерен создать СП с Sollers по

производству легковых автомобилей. Объем инвестиций оценивается в 2.4 млрд евро, привлечь которые планируется с помощью российских госбанков. Новый проект может стать вторым по величине автопредприятием России. По замыслу партнеров, на мощностях Sollers планируется собирать около 500 тыс. автомобилей. Тем не менее, пока многое в новом проекте остается неизвестным.

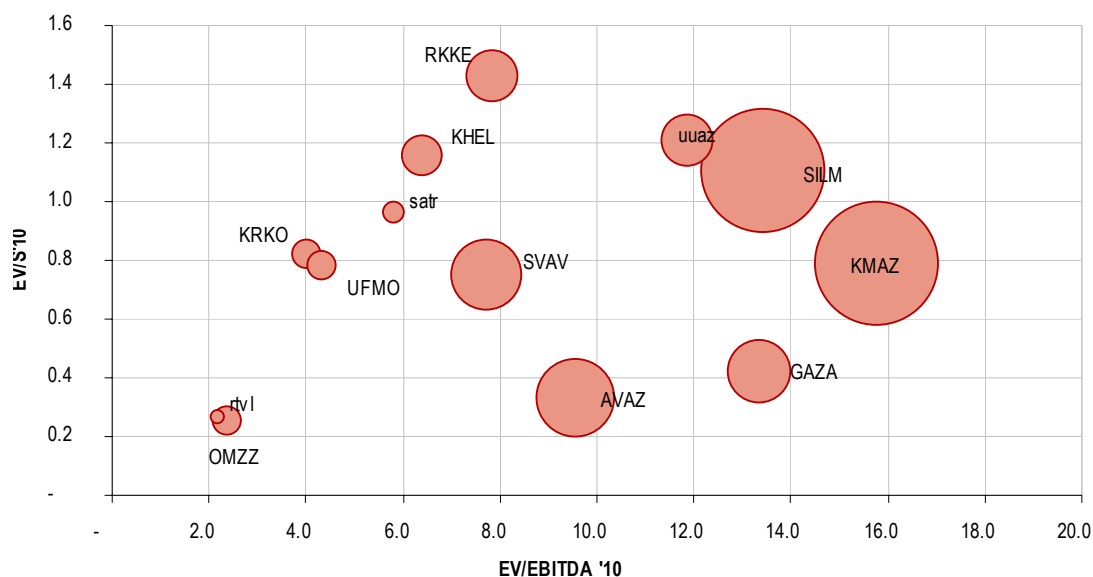
Вместе со сборочным производством новое СП намерено активно развивать компонентное производство, к которому также может быть причастен крупнейший российский автопроизводитель – АвтоВАЗ. Мы полагаем, что реализация данного шага является ключевой для дальнейшего развития отрасли, в связи с чем он может встретить поддержку Правительства. Вполне возможно, что столь существенный объем инвестиций нового СП и объясняется необходимостью создания автокомпонентного производства.

Ключевые рекомендации сектора

Интерес к российским производителям со стороны иностранных партнеров и мощная господдержка отрасли – залог успеха развития автопрома. Уже в начале марта стало известно о решении проблем Группы ГАЗ с долгом, создании дополнительных стимулирующих спрос на автомобили инструментов и, самое главное, о возможном пересмотре стратегии развития российского машиностроения, обсуждение которой в Правительстве пройдет в марте. По предварительным данным, на поддержку автомобилестроения предполагается направить огромные средства, которые, в отличие от предыдущих программ, будут обеспечивать технологическое развитие всего комплекса. Появление подобной программы может уже в марте стать мощным импульсом для роста акций российских машиностроителей.

В настоящее время, по нашим оценкам, единственной недооцененной бумагой сектора являются акции Sollers.

Оценка компаний сектора



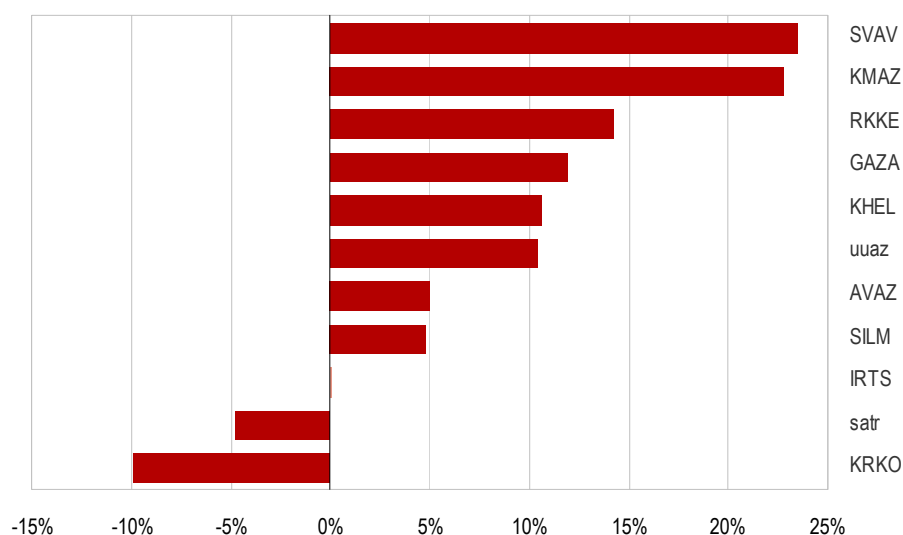
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

Финансовые показатели компаний сектора														
	Выручка млн. \$				ЕВITDA млн. \$				Чистая прибыль млн. \$					
	2008 П	2009 П	2010 П		2008 П	2009 П	2010 П		2008 П	2009 П	2010 П			
АвтоВАЗ	7 517	5 717	5 846	-	605	-	800	200	-	991	-	1 200	-	600
ГАЗ	6 471	2 457	3 797	-	314	-	100	120	-	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

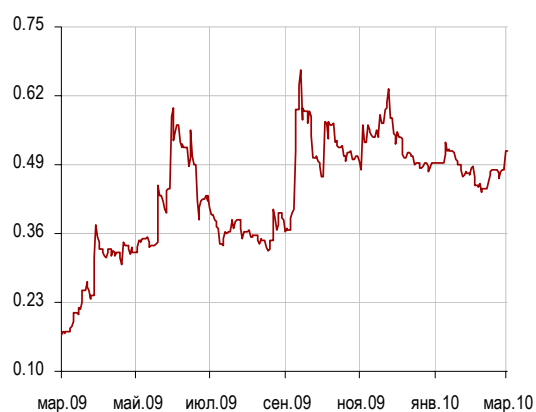
Динамика акций сектора с начала года



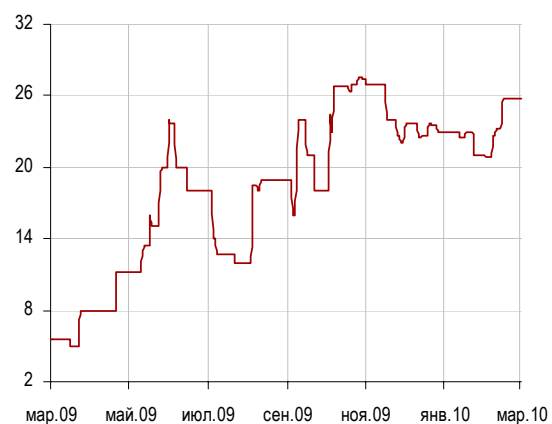
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



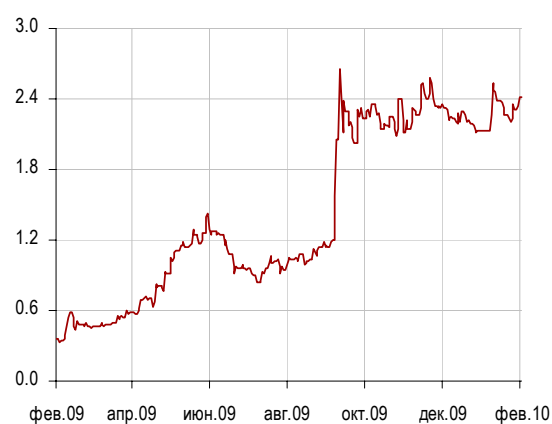
ГАЗ



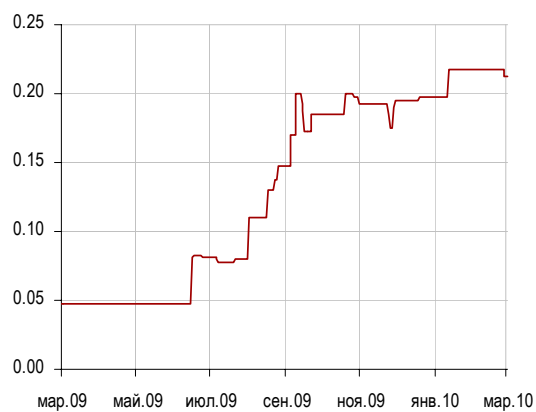
Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Рынок оживился, риски увеличились

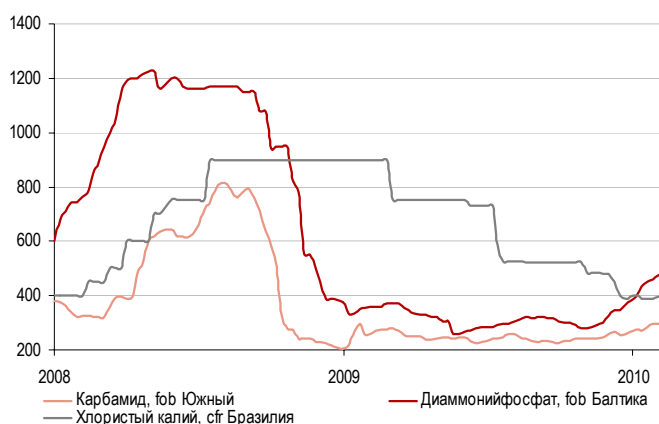
Рынки основных видов минеральных удобрений в начале года несколько оживились – цены на азотную и фосфорную продукцию уверенно пошли вверх, с переменным успехом пытаются поднять цены и производители калийных удобрений. Впрочем, на наш взгляд, наблюдаемые позитивные изменения на рынке уже во многом заложены в цены акций компаний сектора.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	4.10	8 702	20.0	6.4	12.4	3.11	-24%	продавать
Сильвинит	SILV	790	6 182	9.1	5.4	8.1	812	3%	держать
Акрон	AKRN	36.2	1 728	14.4	1.5	6.8	33.0	-9%	продавать
Апатит	APAT	334	2 083	5.7	2.0	3.7	487	46%	покупать
Аммофос	AMMO	60.0	541	7.5	0.5	3.0	83.0	38%	покупать

Основные тенденции

В феврале на рынках минеральных удобрений наметилось некоторое оживление, особенно заметное на рынке фосфорных удобрений, цены на которые достигли максимального уровня с осени 2008 г. Несколько улучшилась ситуация и на рынке азотных удобрений, первую за последние 1.5 года попытку повысить цены на спотовых рынках предприняли производители хлористого калия.

Цены на основные виды минеральных удобрений, \$/тонна



Источник: Bloomberg

Заключение в конце прошлого года контракта на поставку калийных удобрений в Китай по цене \$ 350 за тонну, похоже, действительно помогло придать уверенности потребителям в том, что ценовое дно на рынке хлористого калия уже достигнуто. Окончательно укрепить их в этом мнении могло февральское объявление БКК о повышении цен на спотовых рынках Юго-Восточной Азии и Бразилии с \$ 400 до \$ 410-425 за тонну. Насколько мы можем судить, пока повышение цен прошло с переменным успехом: новые цены были на ура восприняты в Юго-Восточной Азии и достаточно скептически в Бразилии. Впрочем, однозначно говорить о том, что ситуация на рынке калия наконец стала налаживаться, на наш взгляд, еще нельзя. В феврале Canpotex довольно неожиданно заключила соглашение о поставках 600 тыс. т хлористого калия двум потребителям в Индии по цене \$ 370 за тонну, что лишь на \$ 20 выше цены БКК для Китая, которую сама Canpotex называла аномально низкой и ниже цен, преобладающих на спотовых рынках. Кроме того, столь неожиданный ход Canpotex, к сожалению, лишь подкрепляет высказанные в нашей предыдущей стратегии опасения, что монополия на мировом рынке хлористого калия начинает «давать сбои».

Впрочем, пока у нас нет оснований сомневаться в том, что российские калийщики в 2010 г. будут способны увеличить объемы производства в 1.5 раза до 2010 млн т, а цены на калий ниже уже не пойдут. Более серьезные поводы для беспокойства дает возобновление истории

с претензиями к Уралкалию по поводу утраченных в 2006 г. из-за затопления рудника запасов, вновь увеличивающее, на наш взгляд, риски инвестиций в акции компании. То же самое можно сказать и про историю с возможным введением экспортных пошлин на калийные удобрения.

Производство калийных удобрений в РФ по месяцам, тыс. т

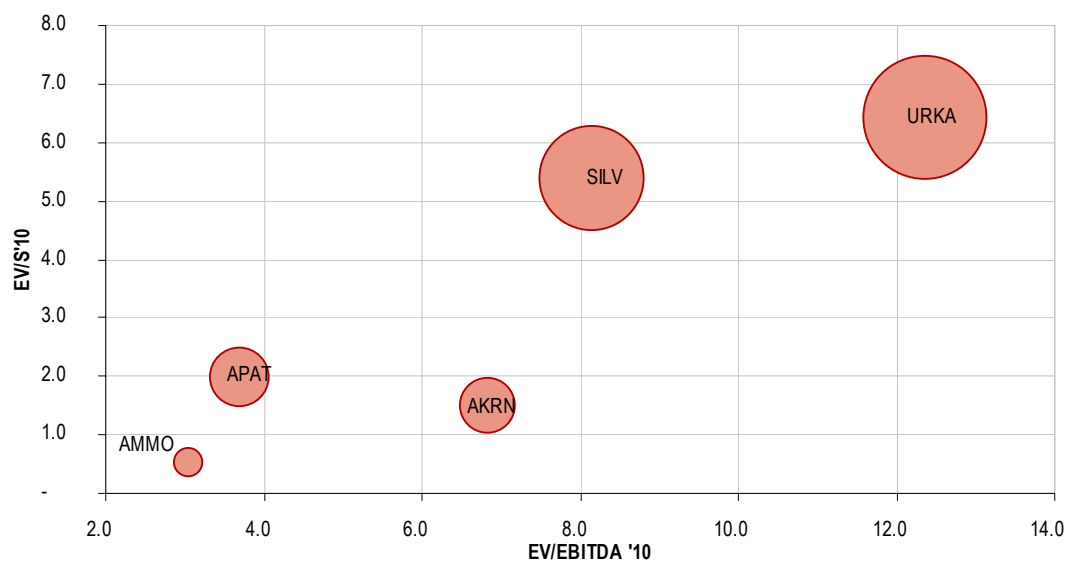


Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

В секторе минеральных удобрений мы рекомендуем бумаги **Апатита** и **Аммофоса**, которые еще не успели в должной мере отреагировать на рост цен на фосфорные удобрения на мировом рынке. Акции более ликвидных компаний сектора – Уралкалия и Акрона – на текущих ценовых уровнях не кажутся нам привлекательными.

Оценка компаний сектора



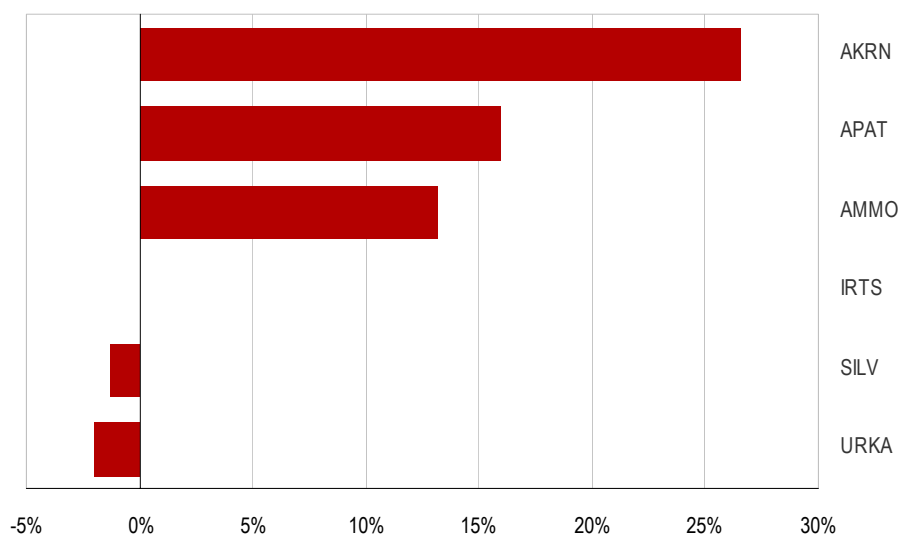
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA 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



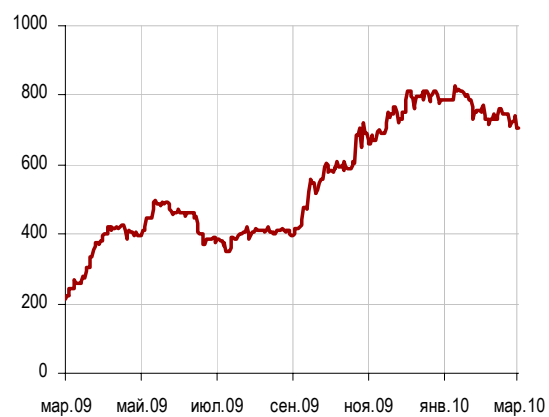
Источник: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



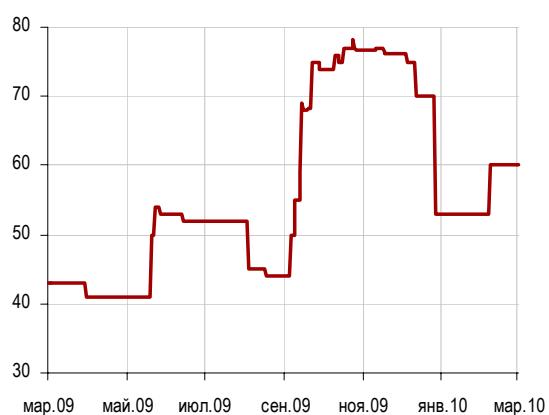
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Докризисный уровень

Февраль стал еще одним месяцем сильных результатов авиарынка – в начале года был взят высокий старт, объемы операционных показателей превзошли как итоги 2009 г., так и докризисный 2008 год.

Наши годовые прогнозы по рынку авиаперевозок выглядят более консервативно, чем январские данные. Тем не менее, первый месяц не всегда является показательным, в связи с чем на данном этапе мы сохраняем нашу рекомендацию по акциям Аэрофлота «покупать» с целевым уровнем цены на конец года \$ 2.17.

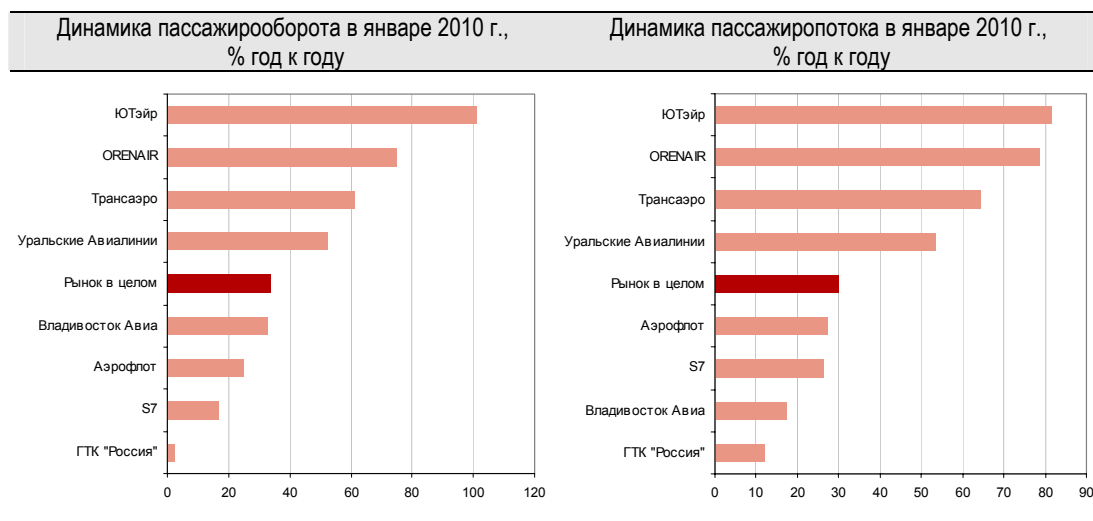
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.80	1 999	22.2	0.7	6.0	2.17	21%	покупать
Сибирь	avsi	1 000	102	5.9	0.4	9.9	-		
Ютэйр	TMAT	0.31	179	19.6	0.5	10.0	-		
НМТП	NCSP	11.4	2 920	13.2	4.5	7.5	13.2	16%	держать

Основные тенденции

В феврале поток позитивной статистики из транспортного сектора продолжился. Подведенные итоги первого месяца отразили очередную волну бурного роста спроса в секторе. Так, по данным Росавиации, объем перевезенных пассажиров в январе 2009 г. вырос на 29 % до 3.4 млн чел., что не только выше уровня 2009 г., но и уровня докризисного 2008 г. Причем рост наблюдается как на международных, так и на внутренних направлениях, которые обычно являются более точным индикатором состояния отрасли. Важным моментом является и повышение загрузки рейсов российских авиакомпаний. По итогам января уровень заполнения самолетов составил 72 %, что также выше аналогичных показателей января 2008-го и 2009 гг.



Показатели крупнейших авиакомпаний в целом соответствовали динамике отрасли. Тем не менее, стоит отметить динамику операционных результатов Ютэйра, ставшего абсолютным лидером по росту, среди российских перевозчиков.

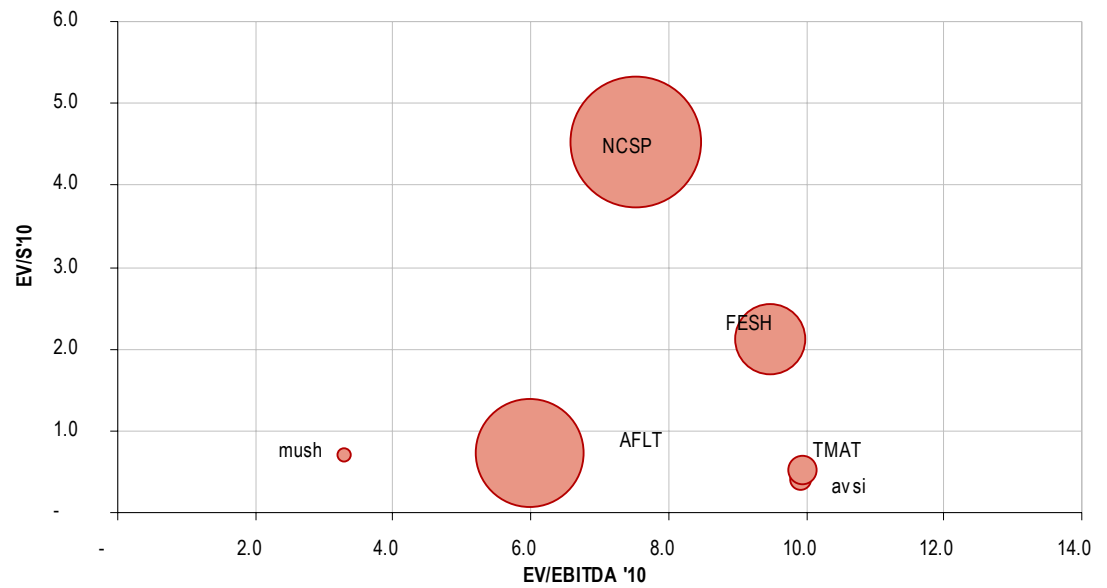


Источники: IATA, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

Позитивные данные с авиарынка пока не полностью отражаются в котировках российских авиакомпаний. С начала года акции Аэрофлота и ЮТэйра подорожали лишь на 6 %, что несколько лучше динамики рынка в целом, но гораздо хуже динамики быстро восстанавливающихся или не сильно пострадавших от кризиса отраслей: металлургия, энергетика, телекоммуникации и д.р.

На фоне опубликованных данных за январь наши прогнозы динамики пассажирских перевозок выглядят более консервативными, и в случае сохранения январских тенденций в феврале-марте мы проведем пересмотр сектора.

Оценка компаний сектора



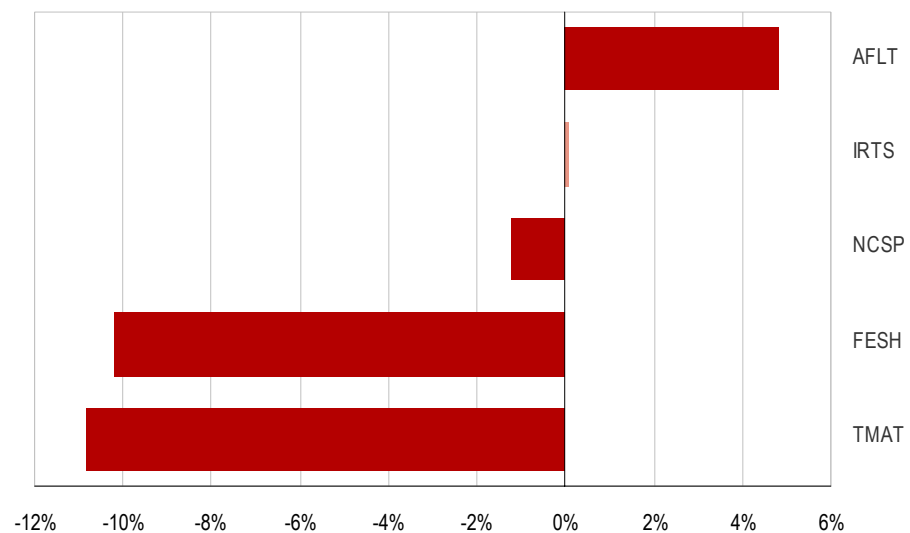
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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



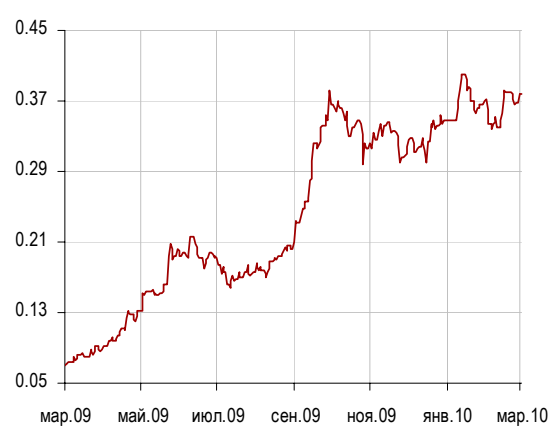
Источник: РТС

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

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

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

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